



COLLIERS
INTERNATIONAL

Colliers International (Hong Kong) Ltd
Company Licence No: C-006052
Suite 5701 Central Plaza
18 Harbour Road Wanchai
Hong Kong

高力國際物業顧問(香港)有限公司
香港灣仔港灣道18號中環廣場5701室

Tel 852 2828 9888
Fax 852 2107 6015

www.colliers.com

敬啟者：

越秀房地產投資信託基金(「越秀房託基金」)將收購位於中華人民共和國(「中國」)廣東省廣州市白馬大廈、財富廣場、城建大廈及維多利廣場之物業(「相關物業」)多個單位之估值

茲遵照代表越秀房託基金之管理人之指示，吾等已編製一份報告列載吾等對各項物業價值之意見，詳情列載於因越秀房託基金多個單位之全球發售建議(「全球發售」)而將刊發之發售通函附錄六-A、六-B、六-C及六-D。

吾等確定吾等之估值報告乃按公平公正基準編製，吾等曾進行外部及內部視察，作出有關查詢，並蒐集吾等認為需要之其他資料，以便向閣下提供於二〇〇五年九月三十日（「估值日」）之價值之意見。

本報告乃供下列收件人及越秀房託基金之潛在認購人使用，並為所示用途而編製，概不對任何第三方就本文件全部或任何一部分內容負上責任。在未經高力國際物業顧問（香港）有限公司書面批准下，本估值報告全部或任何一部分或任何有關參考（不論其以任何形式及在任何情況下出現）均不得載入任何其他刊發文件、通函或聲明內，亦不得以任何形式刊發。

吾等謹此確定：

- i) 吾等於相關物業中並無現有或未來權益，且並非管理人、信託人、聯席全球協調人或正與越秀房託基金訂約之任何其他人士之有關連法團，亦無與管理人、信託人、聯席全球協調人或正與越秀房託基金訂約之任何其他人士有關連；
- ii) 吾等為認可執業估值師，並在相同類別物業估值方面擁有所需專業知識及經驗；
- iii) 吾等過往並無對相關物業進行估值；
- iv) 是次估值乃按公平公正之基準進行；及
- v) 按香港測量師學會（「香港測量師學會」）刊發之香港測量師學會物業估值準則所界定，該估值師為獨立估值師。

吾等謹此證明，進行該等估值之估值師為認可執業估值師。

隨函附上估值報告。

此致

香港灣仔
駱克道160-174號
越秀大廈2102室
越秀房託資產管理有限公司（「管理人」）

香港中環
皇后大道中1號
滙豐機構信託服務（亞洲）有限公司（「信託人」）

香港中環
皇后大道中1號
香港上海滙豐銀行有限公司（「滙豐」）

香港中環
花園道3號花旗銀行廣場
花旗銀行大廈50樓
花旗環球金融亞洲有限公司（「花旗」）

香港中環
德輔道中68號
萬宜大廈16樓
DBS Bank Ltd.（與滙豐及花旗統稱為「聯席全球協調人」） 台照

代表
高力國際物業顧問（香港）有限公司
評估及諮詢部
地區董事
霍嘉禮
BSc. (Hons), FRICS, FHKIS, RPS (GP), MAE
謹啟

二〇〇五年十二月十二日

附註：霍嘉禮為特許測量師，在中國物業估值方面擁有17年經驗，在香港及亞太區物業估值方面擁有21年經驗。

1. 報告摘要

1.1 估值師資格

此估值由霍嘉禮編製，霍嘉禮乃皇家特許測量師學會資深會員、香港測量師學會資深會員，以及根據香港特別行政區（「香港」）之測量師註冊條例（第417章）乃註冊專業測量師。

彼擁有合適資格進行此估值，在此規模及性質物業估值方面擁有逾25年經驗，並在中國物業估值方面擁有逾17年經驗。

彼由李智強及林浩文協助，李智強及林浩文乃皇家特許測量師學會會員、香港測量師學會會員，以及根據測量師註冊條例（第417章）乃註冊專業測量師。

吾等並無擁有可被合理視為能夠影響吾等對該等價值提供公平公正意見之能力或可能與對相關物業進行恰當估值發生衝突之金錢利益。

1.2 資料來源

所有調查均獨立進行，在各方面概無受任何第三方影響。本報告所提供之資料乃從越秀房託資產管理有限公司（「管理人」）、廣東正平天成律師事務所（「中國法律顧問」）、有關當局、廣州市人民政府及其他公眾消息來源取得。

1.3 指示

吾等接受代表越秀房託基金之管理人之指示，於估值日對相關物業進行估值，作全球發售用途。

吾等已遵照證券及期貨事務監察委員會（「證監會」）於二〇〇三年八月頒佈及於二〇〇五年六月修訂之房地產投資信託基金（「房地產投資信託基金」）守則第6章及香港測量師學會頒佈之香港測量師學會物業估值準則（二〇〇五年第一版）進行估值。吾等亦已參照國際評估準則委員會於二〇〇五年頒佈之國際評估準則（第七版）。

相關物業檢查於二〇〇五年六月、七月及九月進行，吾等確定吾等已作出有關查詢並取得吾等認為進行估值所需之資料。

2. 估值基準

市值

吾等已遵照香港測量師學會頒佈之香港測量師學會物業估值準則(二〇〇五年第一版)進行估值。

吾等乃按市值基準進行估值，所謂「市值」，就吾等所下定義而言，擬指「物業於估值當日，一名自願買方與一名自願賣方在經適當市場推銷後的公平交易中進行交易的估計金額，而雙方均在知情及自願的情況下審慎交易」。

吾等依據中國法律顧問廣東正平天成律師事務所於二〇〇五年十二月七日提供之意見(「中國法律意見」)對相關物業在其現況下進行估值，依據中國法律意見，該等物業可在市場上自由轉讓、按揭及出租，並已取得全部正式所有權證書及已悉數償還地價。

3. 估值方法

吾等進行估值時，已對相關物業進行估值，而當中之面積乃依據正式業權文件及中國法律意見。在達致吾等對估值之意見時，吾等已考慮現行市場狀況(尤其是關於辦公樓、批發及零售物業市場之市況)。吾等亦已研究租約之復歸潛力，例如日後續租金額、租賃周期限及租期屆滿概況。達致吾等價值意見所採用之主要估值方法乃收入資本化計算法，包括現金流量貼現分析。吾等亦以銷售比較法將該價值與市場上可資比較價值作反覆核實。

收入資本化計算法反映相關物業之特定特質，例如租期屆滿概況、現有租戶公約及現時和復歸租金水平。故此，吾等認為此方法與以房地產投資信託基金為基礎的買家尤其相關。

現金流量貼現分析反映相關物業之其他物業特定特質，例如租限及租金增長潛力、續租租金、空置率及全部支銷。

就銷售比較法而言，吾等已取得市場上可資比致價值以進行計算，並認為此方法能反映該等物業市值。在對該等物業進行估值時，此方法在例如租期屆滿概況、現有租戶公約質素及空置率等特定因素方面存在局限。按此方法，上述全部因素均須以每平方米單位費用率呈列。

在對相關物業進行估值時，吾等採用收入資本化計算法及現金流量貼現分析計算得出之價值平均數，並採用銷售比較法作核實。

3.1 收入資本化計算法

收入資本化計算法考慮目前來自現有租約之現時租金及日後潛在復歸收入之市場水平，將全部租出物業之租金淨額資本化，以按公開市場基準估計該等物業之價值。在計算租金淨額時，吾等並無從現時租金淨額(不包括物業管理費)作出扣除。

按此估值方法，租金收入總額分為於目前現有租期內之現時租金收入(年期收入)及餘下土地使用期內之日後潛在復歸租金收入(復歸收入)。年期價值涉及將目前現有租期內之現時租金收入資本化。於租期滿後，復歸價值於剩下土地使用權期內被視作目前市值租金，並按全部租出基準資本化，然後貼現至估值日。

按此方法，吾等已考慮年期回報率及復歸回報率，採用年期回報率將於估值日之目前現時租金收入資本化，而採用復歸回報率來轉換復歸租金收入。

3.2 現金流量貼現分析

根據國際評估準則委員會(第七版)之定義，現金流量貼現分析指就物業日後產生現金流量採用明確假設之金融模型技巧。此分析涉及預測經營物業之一連串定期現金流量，並就該一連串預測現金流量採用適當貼現率，以制定關於該等物業收入現值之指標。在經營房地產物業之情況下，定期現金流量一般指收入總額減空置、經營開支及其他支銷。該一連串定期經營收入淨額，連同預計於預測期終時之終值估計金額，按貼現率貼現至現值，該貼現率乃資本成本或用以轉換日後應付或應收貨幣金額之回報率。

吾等已於十年投資年期每月進行現金流量貼現分析，第十一年之收入淨額於餘下所有權年期按適當回報率資本化。此分析衡量於假設投資年期內之租金及資本增長，讓投資者或業主可對物業可能帶來之長期回報作出評估。此分析通常用於對提供收入之物業進行估值。

吾等在進行計算時並無扣除任何收購成本及出售成本，吾等認為此乃未來買家之考慮因素。

吾等在進行評估時假設相關物業於第十年底售出，售價依據第十一年收入預測計算，並按餘下物業租期之最終資本化率資本化。此分析乃假設以現金購買，並無就利息及其他融資成本撥備。

3.3 銷售比較法

此方法乃透過比較鄰近地區之一幢或多幢樓宇中類似權益之近期銷售以估計該等物業之價值。

透過分析符合自願買家與賣家之「公平」交易之銷售，當比較該等銷售與該等物業時，可就面積大小、地點、時間、康樂設施及其他相關因素作出調整。此方法常用於在取得可靠銷售證據時對標準物業進行估值。

4. 業權詳情

4.1 業權調查

吾等獲提供相關物業之業權文件摘錄，然而，吾等並無搜查文件正本，以核實所有權或核實是否存在任何並無出現在交予吾等之副本中之租約修訂。關於福達地產投資有限公司、柏達投資有限公司、金峰有限公司及京澳有限公司持有中國相關物業之業權有效性，吾等倚賴中國法律意見。

4.2 中國法律意見

吾等進行估值時，在相關物業業權有效性上依賴中國法律意見。

吾等依據中國法律顧問之意見對相關物業在其現況下進行估值，根據中國法律顧問之意見，該等物業可在市場上自由轉讓、按揭及出租，並已取得全部正式所有權證書及已悉數償還地價。

本報告並未考慮任何有關相關物業之抵押、按揭或欠款。除另有說明外，吾等假設相關物業並無可影響其價值之繁重負擔、限制及支銷。

5. 滙率

除另有說明外，本報告內所有貨幣金額均以港元呈列。於估值日，對物業進行估值時所採用之滙率為1港元=人民幣1.043元。估值日至本函件刊發日期內，滙率並無重大變動。

6. 解釋及假設

此估值乃根據以下解釋及假設。

- (a) 吾等曾視察相關物業之外貌及其內部。吾等並無對任何樓宇設施進行測試。然而，可參考獨立之《樓宇狀況調查報告》。
- (b) 根據中國法律意見，吾等假設相關物業並無及已償清任何及所有可能影響其價值（不論是現有或其他情況下之價值）之繁重抵押、留置權及負擔，除非另有說明。吾等概不對法律事宜負上責任，亦不會對業權（假設為良好及具可銷性）提供任何意見。吾等並不知悉任何可能影響相關物業之地役權或通道權，而吾等之估值亦假設上述權利概不存在。
- (c) 吾等假設相關物業在建築、佔用及使用上完全符合及並無違反所有條例，另有說明者除外。就任何本報告所依據之相關物業用途而言，吾等進一步假設已取得任何及全部所需執照、許可證、證書及授權書，另有說明者除外。
- (d) 吾等之估值乃假定業主將相關物業在公開市場出售，並無連同遞延條款合約、售後租回、合營企業、管理協議或任何類似安排等可影響相關物業價值之利益。此外，吾等之估值並無假設任何形式之被強迫出售情況。
- (e) 吾等之估值並無考慮於出售成交時可能導致相關物業之任何抵押、按揭或欠款，或任何開支或稅項。除另有說明外，吾等假定相關物業並無可影響其價值之繁重負擔（包括重大樓宇損毀）、限制及支銷。

- (f) 吾等頗大程度上倚賴有關人士所提供資料：
- 包括租金登記冊、樓面平面圖、物業詳情等物業資料由管理人提供；及
 - 中國法律顧問。
- (g) 吾等並無進行詳細的實地量度以核實相關物業的地盤及樓面面積是否正確，但假設交予吾等之文件及正式地盤平面圖所示之地盤及樓面面積乃屬正確。吾等已量度商業群樓樓面及辦公樓樓面平面圖上多個單位樣本，以確定此分析乃屬正確。根據吾等對中國類似物業進行評估的經驗，吾等認為所作之假設合理。一切文件及合約僅供參考，而所有尺寸、量度及面積僅為約數，並無進行實地量度。
- (h) 吾等無理由懷疑管理人及中國法律顧問向吾等所提供資料之真實性及準確程度。管理人已向吾等確定，所提供資料並無遺漏任何重大事實。吾等對管理人及中國法律顧問提供之不準確資料及其後因該等數據及資料所得結論概不承擔責任。
- (i) 其他可能發展方案及有關經濟之研究不屬本報告範圍內。

越秀房託基金(「越秀房託基金」)將收購位於中華人民共和國(「中國」)廣東省廣州市越秀區站南路14、16及18號白馬大廈之物業(「相關物業」)多個單位之估值

1. 相關物業概要

根據中國法律意見，有關相關物業之九份房屋所有權證已發出。相關物業詳情概括如下：

1. 目前註冊擁有人 : 柏達投資有限公司
2. 土地使用權類別 : 出讓
3. 城市規劃用途分區 : 根據二〇〇五年六月二十八日簽訂之國有土地使用權出讓合同，白馬大廈所在土地之用途分區被描述為「商業／辦公樓」。
4. 所評估權益 : 相關物業之租賃權益
5. 物業概述 : 相關物業乃一幢10層高批發成衣購物中心(包括地下以上八層、地下低層一層及設有停車場之地庫)之組成部分(詳情參閱第3.5節)
6. 相關物業建築面積 : 總計－50,199.3平方米
(「建築面積」)
零售－46,279.3平方米
辦公樓－3,920.0平方米

地下低層－1,121.7平方米
一層－7,667.0平方米
二層－7,199.8平方米
三層－7,684.9平方米
四層－7,695.6平方米
五層－7,466.4平方米
六層－7,443.9平方米
七層－2,003.5平方米
八層－1,916.5平方米

一層、二層、三層、四層、五層、六層、七層、八層分別指白馬大廈的二樓、三樓、四樓、五樓、六樓、七樓、八樓及九樓。

7. 租期 : 地下低層—由二〇〇五年六月七日起五十年
一層—由二〇〇五年六月七日起四十年
二層—由二〇〇五年六月七日起四十年
三層—由二〇〇五年六月七日起四十年
四層—7,164.2平方米—由二〇〇五年六月七日起四十年
四層—531.4平方米—由二〇〇五年六月七日起五十年
五層—由二〇〇五年六月七日起五十年
六層—由二〇〇五年六月七日起五十年
七層—由二〇〇五年六月七日起五十年
八層—由二〇〇五年六月七日起五十年
8. 用途 : 地下低層—倉庫
一層—商業
二層—商業
三層—商業
四層—商業／辦公樓
五層—辦公樓
六層—辦公樓
七層—辦公樓
八層—辦公樓
9. 相關物業套內面積 : 48,100.6平方米
10. 相關物業可出租總面積 : 49,007.2平方米
11. 白馬大廈建築工程竣工日期 : 一九九〇年，於一九九五年至一九九七年期間及一九九八年至二〇〇〇年期間進行擴建及翻新
12. 估值方法 : 收入資本化計算法(包括現金流量貼現分析)，以銷售比較法作反覆核實
13. 估值日 : 二〇〇五年九月三十日
14. 於估值日在現況下之市值 : 2,541,500,000港元
15. 單價價值，按建築面積計 : 每平方米50,628港元
16. 於估值日之現時收入淨額 : 每年人民幣117,055,044元

17. 於估值日之全部租出 : 每年人民幣117,055,044元
收入淨額
18. 於估值日之估計 : 每年人民幣254,124,912元
目前市值租金收入
19. 貼現率(僅就現金 : 11%
流量貼現分析採用)
20. 於估值日之匯率 : 1港元=人民幣1.043元
21. 年期回報率 : 8%
22. 復歸回報率 : 9.5%
23. 於估值日之出租率 : 100%
24. 空置撥備 : 1%
25. 市場評述 : 鑑於其地點及交通接駁，吾等認為相關物業之可銷性
為合理。

附註：用途以房屋所有權證及中國法律意見為基礎。

2. 業權調查

根據中國法律意見，有一座公安辦公樓建於白馬大廈南側，建築面積為2,700平方米。一九九四年二月七日，廣州市城市建設開發集團有限公司與廣州市公安局簽訂協議。廣州市城市建設開發集團有限公司負責設計、獲取批文及興建公安辦公樓，而廣州市公安局則負責建設成本、支付予廣州市城市建設開發集團有限公司之地價人民幣950,000元。而廣州市公安局可於餘下土地使用權年期使用公安辦公樓。中國法律顧問認為相關物業之業主並無權使用公安辦公樓，亦並無擁有公安辦公樓之業權所有權，惟這不會影響柏達投資有限公司對相關物業之業權。

3. 相關物業

3.1 情況、地點及用途分區

白馬大廈乃一幢10層高成衣商業批發中心，包括地面上八層、地下低層一層及一層設有停車場之地庫，位於中國廣東省廣州市越秀區站南路14、16及18號，鄰近廣州火車站及巴士總站。

相關物業位於越秀區，被視為交通方便。廣州主要成衣批發中心位於越秀區站南路附近，由於其地點（鄰近廣州火車站及主要高速公路）而深受批發商歡迎。

根據一份於二〇〇五年六月二十八日簽訂之國有土地使用權出讓合同，以及中國法律意見，白馬大廈所在土地之用途分區被描述為「商業／辦公大樓」。

3.2 周邊發展及環境問題

相關物業位於越秀區，區內發展物業主要包括商業大樓及零售購物及批發中心，混雜一些較舊之中等高度住宅大樓。

由於位於巴士總站對面及鄰近廣州火車站，該段站南路西之行人流量甚多。

吾等並不知悉主題地點及周圍地點存在任何環境問題或污染。由於中國之土地註冊制度，吾等無法追查有關過往建於主題地點上之物業任何資料，故此，吾等無法評論污染之可能性及其對價值之影響，亦無法確定該地點過往之用途。

3.3 公共交通便利程度及接駁

由於站南路沿路有的士及巴士等公共交通工具，故此，白馬大廈整體上交通方便。巴士站距離白馬大廈兩分鐘步行路程。

3.4 私家車接駁及臨路部分

從站南路可直達白馬大廈，鄰近相關物業之行人天橋可通往廣州火車站，廣州火車站亦連接地鐵2號線。

通往市內主要地區之車程時間：

廣州火車站	2分鐘
白雲國際機場	40分鐘
天河城廣場	20分鐘
廣州火車東站	25分鐘

3.5 發展物業概述

白馬大廈乃一幢10層高成衣商業批發中心，包括地面上八層、地下低層一層及一層設有停車場之地庫，位於廣州傳統批發商業區越秀區站南路14、16及18號。據越秀投資所提供之資料，該發展物業之總建築面積為61,703.0平方米。

白馬大廈之面積細分概括如下：

層數	用途	建築面積 (平方米)
地庫一層	停車場、機房	5,690.9
地下低層	倉庫	6,934.5
一層	商業	7,667.0
二層	商業	7,199.8
三層	商業	7,684.9
四層	商業／辦公樓	7,695.6
五層	辦公樓	7,466.4
六層	辦公樓	7,443.9
七層	辦公樓	2,003.5
八層	辦公樓	1,916.5
	總計：	61,703.0

該批發中心地盤包括一幅主要臨路部分面向站南路之標準地皮。白馬大廈約於一九九〇年首先落成，然後於一九九五年至一九九七年期間及一九九八年至二〇〇〇年期間分兩期擴建。

由於站南路沿路有巴士及的士等公共交通工具，故此，白馬大廈整體上交通方便。

停車場設施設於地庫一層。

相對區內其他批發中心而言，白馬大廈之布局設計合理。

3.6 越秀房託基金將收購之部分權益

越秀房託基金將收購該發展物業一部分，將收購之權益詳情列載如下：

層數	用途	建築面積 (平方米)	套內面積 (平方米)
地庫一層	倉庫	1,121.7	1,081.1
一層	商業	7,667.0	7,342.6
二層	商業	7,199.8	6,892.2
三層	商業	7,684.9	7,359.8
四層	商業／辦公樓	7,695.6	7,370.0
五層	辦公樓	7,466.4	7,149.2
六層	辦公樓	7,443.9	7,127.5
七層	辦公樓	2,003.5	1,931.0
八層	辦公樓	1,916.5	1,847.2
	總計：	50,199.3	48,100.6

附註：建築面積及用途之細分乃以房屋所有權證及中國法律意見為基礎。

在吾等實地視察後，吾等注意到一層至六層目前佔用作零售商舖，七層及八層分別佔用作倉庫及辦公樓。據管理人所告知，地下低層主要包括樓梯及倉庫地方等公共範圍，公共範圍被視為不可出租地方。

據管理人所告知，七層及八層將於現有租約期滿後由二〇〇六年五月起轉為零售用途。

3.7 發展物業規格、服務設施及裝修

白馬大廈由強化混凝土建成，外牆部分鋪上瓷磚及部分鋪上紙皮石，主要大堂之牆壁及地面用雲石或花崗岩裝飾。主要服務設施包括水電及電訊。

該樓宇全部層數再分為多個單位，八部載客升降機及兩部載貨升降機供一層至六層使用，一部載客升降機及一部載貨升降機供七層至八層使用，兩部扶手電梯供一層至四層使用，十七條樓梯供一層至八層使用。

相比區內其他批發中心，該發展物業之服務設施及裝修水平乃屬合理。

該樓宇維持在與其樓齡相符之合理狀況。該樓宇由廣州白馬物業管理有限公司管理，白馬物業管理有限公司負責向租戶收取所有管理費，並處理有關該發展物業之日常運作及支銷。

消防安全措施包括整幢樓宇安裝了自動灑水頭、煙霧偵測器、火警警報系統、滅火器等。關於樓宇狀況之進一步資料，請參考《樓宇狀況調查報告》。

3.8 發展物業樓宇狀況

根據《樓宇狀況調查報告》，該樓宇維持在合理狀況。白馬大廈及其汽車出入口整體上符合廣州市城市建設開發有限公司所提供之竣工圖。

至於不符規劃之處，樓宇測量師發現某些輕微偏差，例如機房沒有空調及出現小型溫室等。

關於樓宇狀況之進一步資料，請參考《樓宇狀況調查報告》。

吾等認為該等不符規劃之處對相關物業之價值並無重大影響。

3.9 目前租金收入

於估值日，相關物業已全部租出。

根據於估值日所提供之租金登記冊，吾等已檢查其中20%租約之樣本(即相等於現時月租收入總額約20%)並認為它們妥當正常，現有月租收入淨額及相等之年租收入淨額如下：

	現時月租 收入總額 (包括管理費) (人民幣)	月租 收入淨額 (人民幣)	年租 收入淨額 (人民幣)
建築面積 (平方米)			
50,199.3	11,811,843	9,754,587	117,055,044

於估值日，相關物業租予969名租戶。

據所提供資料，吾等明白目前現時租金收入(根據現有租約)包括物業管理費。據管理人所告知，吾等已扣除每月每平方米人民幣45元之物業管理費，以評估租金收入淨額。

根據於二〇〇六年一月開始續訂租賃協議，吾等明白租金收入不包括物業管理費及其他支銷，例如水電、煤氣、電話及冷氣費。

相關物業不同類別租金收入列載如下：

租金收入	每月
目前現時租金收入總額總數(包括物業管理費)	人民幣11,811,843元
所計算目前租金收入淨額總數(不包括物業管理費)	人民幣9,754,587元
目前估計市值租金總數(不包括物業管理費)	人民幣21,177,076元

目前現時租金收入淨額總數較估計市值租金淨額總數低44%至46%。然而，經同意續租租金與優質零售發展物業之市場水平一致(從兩者租金中扣除物業管理費後)。

據管理人所提供資料，相關物業95%以上租約已續訂，將於二〇〇六年一月一日起，租金顯著較目前現時租金為高。與於估值日之目前市值月租(不包括物業管理費)作相互參照後，吾等認為新租約之續租月租(不包括物業管理費)與估計市值月租(不包括物業管理費)並無重大差別。

據管理人所告知，於估值日，相關物業並無有關連人士之出租。

相關物業包括各租戶，主要佔用作成衣批發中心及附屬辦公樓。

租戶組合詳情如下：

行業	建築面積 (平方米)	百分比 (%)
成衣	44,600.1	88.8
銀行	329.6	0.7
其他	12.2	0.0
食品及餐廳	1,337.4	2.7
辦公樓及倉庫	3,920.0	7.8
越秀房託基金旗下總面積	50,199.3	100

根據中國法律意見，相關物業並無分租或租約，吾等並不知悉有任何可能影響相關物業價值之重大選擇權或優先購買權。

3.10 出租率

根據中國法律意見，於估值日，總建築面積約49,007.2平方米之相關物業大部分已租予多名租戶，即越秀房託基金將收購之相關物業之出租率為100%。相關物業由多名租戶佔用，如交通銀行廣州分行及多名個人租戶。

3.11 租賃周期期限及租期屆滿概況

整體上，該等租約之租期一般介乎一年至五年不等，並按照當地正常商業條款訂立，現有現時租金(包括物業管理費)整體上介乎每平方米人民幣113元至每平方米人民幣437元，全部現有租戶之整體平均單價月租淨額為每平方米人民幣241元。

租期期限詳情如下：

租期多於 (年)	租期少於或等於 (年)	按數目計 (%)	按建築面積計 (%)
零	一	6.3	4.2
一	二	31.6	28.9
二	三	11.7	12.2
三	四	50.2	54.4
四	五	0.2	0.3
		100.0	100.0
		100.0	100.0

吾等明白該等租約99%以上將於二〇〇五年十二月三十一日期滿。

整體上，據管理人所告知，已簽訂新租約之租期一般介乎四年至五年不等，由二〇〇六年一月一日起，並按照當地正常商業條款訂立。一層至六層已簽訂新租約之二〇〇六年經同意平均月租淨額整體上介乎每平方米人民幣190元至每平方米人民幣599元，而七層及八層(假設翻新作零售用途)之二〇〇六年預測新訂月租淨額整體上介乎每平方米人民幣131元至每平方米人民幣160元，上述租金不包括物業管理費，平均單價月租收入淨額為每平方米人民幣473元。

根據已續訂租約，租期屆滿概況詳情如下：

將於下列各年期滿之租約百分比	按數目計 (%)	按建築面積計 (%)
二〇〇五年	4.7	8.3
二〇〇九年	44.8	26.6
二〇一〇年	50.5	65.1
	100.0	100.0
總計	100.0	100.0

3.12 重要租金調整規定概要

吾等明白相關物業並無重要租金調整規定。吾等指出99%以上租約將於二〇〇五年十二月三十一日期滿。根據所提供之文件及租賃協議，95%以上租約已續訂，由二〇〇六年一月一日起，租期介乎四年至五年不等。二〇〇六年預測租金收入淨額約為人民幣252,626,168元，不包括物業管理費。吾等之估值已考慮續租租金。

吾等並不知悉有任何可能影響相關物業價值之分租或租約及重大選擇權或優先購買權。吾等已考慮將七層及八層翻新作零售用途，由二〇〇六年五月起(據管理人所告知)，而吾等在估值中已考慮此事，以釐定收入資本化計算法中之復歸租金收入及現金流量貼現分析中之租金預測。

3.13 過往支銷

據管理人所告知，租戶目前每月支付之物業管理費為每平方米人民幣45元，物業管理收入總額能彌補物業管理開支總額。

吾等認為目前物業管理費高於區內同類發展物業之市場水平。(見第3.14.2一節)

3.14 物業管理

3.14.1 租賃服務協議

管理人、柏達投資有限公司(「物業公司」)與白馬物業管理有限公司(「租賃代理」)於二〇〇五年十二月七日簽訂一份租賃服務協議，最初年期為三年。根據此協議，租賃代理(亦為白馬大廈之物業管理人)每年將收取之報酬為物業公司從經營相關物業中應收總收入3.0%(「服務費」)。租賃代理作為該樓宇之物業管理人，有權保留租戶就該樓宇之經營開支所作供款的10%。租賃代理同意，只要它一直是白馬大廈之物業管理人，支付予租賃代理之服務費亦將清償物業管理費，根據物業管理協議，租賃代理有權向物業公司就相關物業任何空置單位收取物業管理費。

3.14.2 物業管理費

據管理人所告知，租戶目前每月支付之管理費為每平方米人民幣45元，而租戶由二〇〇六年一月一日起每月應付之管理費為每平方米人民幣50元，較區內同類發展物業之市場水平為高。

樓宇名稱	每月管理費 (每平方米人民幣)
新大地服裝	35
金寶(外貿)服裝批發市場	30
廣州服裝滙展中心	30
廣安毛織服裝市場	30

4. 估值

4.1 收入資本化計算法

此方法透過資本化過程將來自該物業之實際及預期收入淨額轉換成價值，將收入淨額轉換成價值之最常用方法乃「年期及復歸」法。

此方法考慮目前來自現有空置之現時租金及日後潛在收入，透過按全部租出基準將租金淨額資本化，按公開市場基準估計相關物業之價值。

按此估值方法，租金收入總額分為年期價值及復歸價值。年期價值涉及將目前現有租期內之現時租金收入資本化。於租期滿後，復歸價值於剩下土地使用期內被視作目前市值租金，並按全部租出基準資本化，然後貼現至估值日。

為了使復歸價值折現至現時日期，吾等已使用與相關物業特定部分之復歸回報率相同之現值率。現值乃未來現金流量之現時貨幣價值，並反映於相似資產中投資之機會成本，預期該項相似資產賺取之有利回報將與相關物業差不多。

吾等在編製估值時已考慮到區內同類零售／批發發展物業之可資比較開價或已交易租金。

就相關物業而言，於估值日，一層至八層之一般月租淨額及預測租金如下：

層數	目前平均單價	平均單價	租賃協議之 平均新訂單價	(b)與(c)比較 (低於或高於 市值租金)
	現時月租總額 (包括物業 管理費) (每平方米 人民幣)	月租淨額 (不包括物業 管理費) (每平方米 人民幣)	現時月租/ 二〇〇六年 預測新訂租金 (兩者均不包括 物業管理費) (每平方米 人民幣)	
	(a)	(b)	(c)	
一層	384	340	599	(b)低於(c)
二層	373	359	572	(b)低於(c)
三層	323	278	524	(b)低於(c)
四層	203	158	366	(b)低於(c)
五層	155	110	361	(b)低於(c)
六層	140	95	190	(b)低於(c)
七層	63	18	160 (預測)	(b)低於(c)
八層	97	52	131 (預測)	(b)低於(c)

管理人向吾等表示，相關物業七層及八層(原本佔用作倉庫及辦公樓)將由二〇〇六年五月起轉為零售用途。

吾等認為一層至六層各層目前平均單價月租淨額整體上較平均新訂單價現時月租低37%至70%，由於七層及八層目前被佔用作倉庫及辦公樓，該兩層之目前平均單價月租淨額分別較平均新訂單價預測月租低89%及60%。

為了組成市場上可資比較數據，吾等從吾等之數據庫(以吾等所得最新數據為基礎)中辨認出多項可資比較物業。由於所得實際交易數目有限，故此吾等分析區內不同樓宇之出租。

可資比較租金詳情如下：

可資比較零售租金物業：

	可資比較物業一	可資比較物業二	可資比較物業三	可資比較物業四
地址	北京路步行街	北京路步行街	北京路步行街	北京路步行街
地區	越秀區	越秀區	越秀區	越秀區
交易日期	二〇〇五年十月	二〇〇五年十月	二〇〇五年十月	二〇〇五年九月
單位	B202	B51	B123、B125、B126、 B142、B143及 B145	101
層數	一樓	一樓	一樓	一樓
建築面積(平方米)	14.0	13.3	80.0	81.5
落成日期	二〇〇五年	二〇〇五年	二〇〇五年	二〇〇五年
實用率	45%	45%	45%	50%
交易性質	已交易	已交易	開價	已交易
租期(年)	2	2	2至3	2
租約開始日期	二〇〇五年底	二〇〇五年底	不適用	二〇〇五年九月
租約期滿日期	二〇〇七年底	二〇〇七年底	不適用	二〇〇七年九月
租金收入淨額， 按建築面積計 (人民幣)	11,200	11,970	64,000	48,900
租金收入淨額， 按建築面積計 (每平方米人民幣)	800	900	800	600
經調整租金 收入淨額， 按建築面積計 (每平方米人民幣)	711	799	675	559
	可資比較物業五	可資比較物業六	可資比較物業七	可資比較物業八
地址	北京路步行街	北京路步行街	北京路步行街	北京路步行街
地區	越秀區	越秀區	越秀區	越秀區
交易日期	二〇〇五年十月	二〇〇五年九月	二〇〇五年十月	二〇〇五年十月
單位	141	105	145	125
層數	一樓	一樓	一樓	一樓
建築面積(平方米)	81.4	55	25	35
落成日期	二〇〇五年	二〇〇四年	二〇〇四年	二〇〇〇年
實用率	50%	65%	65%	55%
交易性質	開價	已交易	開價	開價
租期(年)	2至3	2	2至3	2至3
租約開始日期	不適用	二〇〇五年八月	不適用	不適用
租約期滿日期	不適用	二〇〇七年八月	不適用	不適用
租金收入淨額， 按建築面積計 (人民幣)	56,966	33,000	15,000	24,500
租金收入淨額， 按建築面積計 (每平方米人民幣)	700	600	600	700
經調整租金收入 淨額， 按建築面積計 (每平方米人民幣)	620	533	566	537

	可資比較物業九	可資比較物業十	可資比較物業十一	可資比較物業十二
地址	北京路步行街	站南路	站南路	站南路
地區	越秀區	越秀區	越秀區	越秀區
交易日期	二〇〇五年十月	二〇〇五年七月	二〇〇五年七月	二〇〇五年七月
單位	123	1102	1203	1301
層數	一樓	一樓	一樓	一樓
建築面積(平方米)	57.2	71.3	57.1	87.6
落成日期	二〇〇四年	一九九〇年	一九九〇年	一九九〇年
實用率	55%	60%	60%	60%
交易性質	開價	已交易	已交易	已交易
租期(年)	2	5	5	5
租約開始日期	不適用	二〇〇六年一月一日	二〇〇六年一月一日	二〇〇六年一月一日
租約期滿日期	不適用	二〇一〇年 十二月三十一日	二〇一〇年 十二月三十一日	二〇一〇年 十二月三十一日
租金收入淨額， 按建築面積計 (人民幣)	45,760	45,418	38,630	59,305
租金收入淨額， 按建築面積計 (每平方米人民幣)	800	637	677	677
經調整租金收入 淨額， 按建築面積計 (每平方米人民幣)	614	637	677	677
	可資比較物業十三	可資比較物業十四	可資比較物業十五	可資比較物業十六
地址	站南路	站南路	環市西路	站南路
地區	越秀區	越秀區	越秀區	越秀區
交易日期	二〇〇五年七月	二〇〇五年七月	二〇〇五年十月	二〇〇五年十月
單位	1321	1419	116	1079
層數	一樓	一樓	一樓	一樓
建築面積(平方米)	81.5	76.5	14	20
落成日期	一九九〇年	一九九〇年	一九九〇年代	二〇〇四年
實用率	60%	60%	60%	60%
交易性質	已交易	已交易	開價	已交易
租期(年)	5	5	1	2
租約開始日期	二〇〇六年一月一日	二〇〇六年一月一日	不適用	二〇〇五年中
租約期滿日期	二〇一〇年 十二月三十一日	二〇一〇年 十二月三十一日	不適用	二〇〇七年中
租金收入淨額， 按建築面積計 (人民幣)	55,155	51,818	9,100	13,000
租金收入淨額， 按建築面積計 (每平方米人民幣)	677	677	650	650
經調整租金收入 淨額， 按建築面積計 (每平方米人民幣)	677	677	713	675

吾等已考慮十六項可資比較物業，以得出相關物業一層之租值。依據上表就時間、地點、樓宇質素、面積大小、行人流量等所作出之調整，該等可資比較物業之經

調整單價租值介乎每平方米人民幣533元至人民幣799元。計算出全部十六項可資比較物業之平均數將得出相關物業一層之單價月租為每平方米人民幣650元，此租金水平為相關物業一層之平均租金水平每平方米人民幣599元(就二〇〇六年一月起之新訂租約而言)提供支持理據，故此，吾等在估值中採納新訂租約各層之平均租金水平。

層數	租賃協議新訂租金／預測新訂租金 (兩者均不包括物業管理費) (每平方米人民幣)	
	一層	
二層		572
三層		524
四層		366
五層		361
六層		190
七層		160
八層		131

由於給予不同層數之折讓百分比不同，不同層數之單價市值租金收入如下：

層數	給予折讓 (%)	單價市值租金 (每平方米人民幣)
一層	0%	650
二層	5%	618
三層	15%	553
四層	40%	390
五層	45%	358
六層	70%	195
七層	75%	163
八層	80%	130

於估值日，現有每月租金淨額為人民幣9,754,587元，預期該發展物業將維持目前100%出租水平，較市場上同類樓宇之出租率為高。

吾等進行評估時，所採用之年期回報率為8%，復歸回報率為9.5%。所採用之年期回報率低於下文計算得出之市場回報率，原因是相關物業之目前現時租金收入低於估計目前市值租金收入。

於估值日，年期回報率用來將於估值日之目前現時租金收入資本化，而復歸回報率用來轉換復歸租金收入。此方法通常用於對提供收入之物業進行估值。

復歸回報率乃依據單價市值租金及為相關物業搜集之可資比較單價市值之分析，據過往分析，零售裙樓一層之單價市值租金為每平方米人民幣650元。於第4.3節，一層之單價市值為每平方米人民幣73,000元，市場回報率為10.5%。經進一步扣除1%以反映復歸年期內大多數新租約已簽訂之事實(表示收入較有保障)後，吾等採用9.5%作為相關物業零售部分之復歸回報率，9.5%乃在市場上可資比較交易之範圍內，詳情如下：

零售市場：

單位	地址	建築面積 (平方米)	交易日期	實際 交易價格 (人民幣)	每平方米 售價 (每平方米人民幣)	於交易日之 估計單價年度 市值租金淨額 (每平方米人民幣) (附註1)	於交易日 之出租 狀況	市場 回報率 (附註2)
全層	保密	35,000	二〇〇四年底	265,000,000	7,571	796	20年 售後租回	10.5%
全層	體育西路	1,147	二〇〇四年九月	51,608,075	44,994	4,752	空置	10.6%
B205	保密	15.6	二〇〇五年九月	1,244,800	79,795	9,600	空置	12.0%
B107	保密	16.5	二〇〇五年九月	1,405,050	85,155	10,260	空置	12.0%
三個商舖 單位	體育東路	463	二〇〇四年九月	10,645,780	22,993	2,688	空置	11.7%

附註：

- 1) 估計市值租金淨額乃依據吾等對可資比較物業近期出租之分析。
- 2) 市場回報率乃年度估計市值租金淨額除以實際交易價格。

該等可資比較數據源自高力國際物業顧問(香港)有限公司之數據庫，並依據可資比較整體地點計算。由於全幢樓宇銷售數目有限，吾等亦採用較小單位之銷售。

吾等評估相關物業之價值為2,503,000,000港元。

概述如下：

物業	年期回報率	復歸回報率	單價價值，	
			價值 (港元)	按建築面積計 (每平方米港元)
白馬大廈	8%	9.5%	2,503,000,000	49,861

4.2 現金流量貼現分析

根據國際評估準則委員會(第七版)之定義，現金流量貼現分析指就經營房地產物業日後產生現金流量採用明確假設之金融模型技巧。此分析涉及預測經營房地產物業之一連串定期現金流量，並就該一連串預測現金流量採用適當貼現率，以制訂關於該等物業租金收入現值之指標。在經營房地產物業之情況下，定期現金流量一般指估計租金收入總額減空置、壞賬、稅務影響(印花稅、城市房地產稅、堤圍防護費及營業稅)、物業管理費(適用於現有租約，但不適用於由二〇〇六年一月開始之新租約或預測租金收入)、服務費及其他經營開支。然後，該一連串定期經營收入淨額，連同預計於預測期終時之終值估計金額，按貼現率貼現至現值，該貼現率乃資本成本或用以轉換日後應付或應收貨幣金額之回報率。

吾等已於十年投資年期每月進行現金流量貼現分析，第十一年之收入淨額於餘下所有權年期按適當回報率資本化。此分析衡量於假設投資年期內之租金及資本增長，讓投資者或業主可對物業可能帶來之長期回報作出評估。此分析通常用於對提供投資收入之物業進行估值。

就相關物業而言，吾等進行計算時採用之最終資本化率為9%。此乃依據吾等對市場上適用年期回報率之分析(載於第4.1節)，並給予折讓以反映吾等將第十一年租金收入淨額資本化之事實，該折讓反映扣除前租金收入與租金收入淨額之差額，以及考慮到租金收入淨額較扣除前租金收入提供更佳保障。

吾等進行計算時已就相關物業採用11%貼現率，該貼現率乃用以轉換日後應付或應收貨幣金額至現值之回報率，理論上反映資本之機會成本。吾等在達致上述貼現率時，已研究一項商用物業於十年內所賺取投資回報之市場現況。吾等亦已調查活躍物

業投資者在市場上購買購物中心及辦公樓所需回報率。基於上文所述，吾等認為市場對批發及零售物業之預期回報率約為10%至12%。吾等注意到，由香港金融管理局發行之十年期外匯基金票據之孳息率於二〇〇五年九月三十日約為4.17%，顯示上述物業之風險溢價介乎5.83%至7.83%。依據吾等對國際市場上可資比較銷售之分析，溢價較高反映中國相關內在投資風險及物業風險。吾等認為，由於香港是最鄰近中國之成熟市場，故此就中國物業投資採用香港無風險回報率較為恰當。

在達致吾等編製之定期現金流量時，吾等已考慮租金年增長率，以評估於租期屆滿時用以釐定現金流量之預測租金收入。所採用之租金增長率與高緯物業顧問有限公司編製之《獨立市場研究報告》所載之預測一致。

吾等已估計相關物業未來十年內每年之租金增長。每項租賃之租金增長模式反映各租約之租金調整規定，包括分期加租(如適用)。吾等假設於租約期滿後將遵照新續訂租約之年期，一般為期四年或五年。新續訂租約期滿後，新訂或現有租約一般按三年租期及當時現有市值租金授出或續訂。

吾等在該物業組合中已考慮年度空置撥備及壞賬撥備，依據目前空置情況，相關物業之年度空置撥備約為1%。吾等參照過往壞賬比率，認為壞賬撥備應為已收租金淨額之0.5%。就白馬大廈單位而言，截至二〇〇五年六月三十日止六個月並無壞賬。

吾等已參考《樓宇狀況調查報告》，該份調查報告指出，由於相關物業維持在與其樓齡相符之合理狀況，故此將不會導致即時資本開支。管理人表示，二〇〇六年至二〇一五年並無必要進行大規模維修及保養。由於管理人向吾等表示用作維持相關物業目前狀況之維修保養成本由租戶支付之管理費彌補，故此並無就維修保養之預期成本作出扣除。據管理人所告知，不符規劃之處所導致之任何成本將由越秀投資有限公司(「越秀投資」)清償。

據管理人所告知，相關物業七層及八層(原本佔用作倉庫及辦公樓)將由二〇〇六年五月開始轉為零售用途。據管理人所提供資料，此翻新成本約5.8百萬港元，將由越秀投資承擔，故此，吾等進行估值時並無考慮任何翻新成本。

吾等亦已就營業稅、印花稅、城市房地產稅、堤圍防護費、保險、物業管理費(適用於現有租約，但不適用於由二〇〇六年一月開始之新租約或預測租金收入)及服務費扣除款項。

吾等在進行計算時並無扣除任何收購成本及出售成本，吾等認為此乃未來買家之考慮因素。

吾等在編製相關物業之估值時已考慮區內同類優質零售發展物業之可資比較開價或已交易租金。詳情請參閱本報告第4.1節。

吾等在進行評估時，利用下列假設以對該物業進行估值：

項目	百分比
最終資本化率	9%
貼現率	11%
增長率—第一年	2%
增長率—第二年	2%
增長率—第三年	2%
增長率—第四年	7%
增長率—第五年	7%
增長率—第六至十年	5%
空置虧損	1%
壞賬	0.5%

上述增長率乃依據吾等之當地市場研究，吾等亦已參考由高緯物業顧問有限公司編製之《獨立市場研究報告》。

空置虧損乃依據吾等對供求量之意見及吾等對於廣州相關物業市場之知識而計算。

吾等在現金流量貼現分析中依據管理人所提供之資料，吾等預測下列有關該大廈之支銷於未來十年按以下款額支出：

預測支銷項目	預測支銷
服務費(依據租賃服務協議)	租金收入總額3.0%
大規模維修保養成本 (據管理人所告知)	無
雜項開支	租金收入0.5%
保險	固定款額
營業稅	租金收入5.0%
堤圍防護費	租金收入0.09%
城市房地產稅	樓宇原有價值 x 70% x 1.2%
印花稅	租金收入總額0.1%

參考《樓宇狀況調查報告》，預測支銷項目並無包括即時資本開支。

基於上文所述，吾等評估該物業之價值為2,580,000,000港元，並已考慮支銷、稅項及其他成本項目。

概述如下：

物業	資本化率	貼現率	單價價值，	
			價值 (港元)	按建築面積計 (每平方米港元)
白馬大廈	9%	11%	2,580,000,000	51,395

4.3 銷售比較法

按銷售比較法，吾等已考慮同類物業之銷售及有關市場數據，並透過對可資比較數據作出調整來釐定價值。整體上，相關物業與在公開市場上已交易之同類物業之銷售作比較。

吾等在編製相關物業之估值時已考慮到區內同類零售／批發發展物業之可資比較開價或已交易數據。

吾等已對銷售證據就各項因素作出調整，例如地點、實用性及時間。詳情如下：

	可資比較物業一	可資比較物業二	可資比較物業三
地址	北京路步行街	北京路步行街	北京路步行街
地區	越秀區	越秀區	越秀區
交易日期	二〇〇五年九月	二〇〇五年九月	二〇〇五年十月
單位	B205	B107	B93、B95、B108 及B109
層數	一樓	一樓	一樓
建築面積(平方米)	15.6	16.5	90.7
落成日期	二〇〇五年	二〇〇五年	二〇〇五年
實用率	45%	45%	45%
交易性質	已交易	已交易	開價
開價/交易價格，按建築面積計(人民幣)	1,244,800	1,405,050	8,163,000
開價/交易價格，按建築面積計(每平方米人民幣)	79,795	85,155	90,000
經調整單價售價按建築面積計(每平方米人民幣)	71,200	75,650	75,600
	可資比較物業四	可資比較物業五	可資比較物業六
地址	北京路步行街	上下九路步行街	北京路步行街
地區	越秀區	荔灣區	越秀區
交易日期	二〇〇五年十月	二〇〇四年七月	二〇〇四年十二月
單位	B123、B125、 B126、B142、 B143及B145	不適用	臨街商舖
層數	一樓	一樓	一樓
建築面積(平方米)	80.0	350	313
落成日期	二〇〇五年	二〇〇〇年代	一九九〇年代
實用率	45%	65%	85%
交易性質	開價	已交易	已交易
開價/交易價格，按建築面積計(人民幣)	7,200,000	32,508,000	45,385,000
開價/交易價格，按建築面積計(每平方米人民幣)	90,000	92,880	145,000
經調整單價售價按建築面積計(每平方米人民幣)	75,600	62,230	78,300

調整乃依據吾等本身之判斷及市場知識作出。吾等已考慮六項可資比較物業，以得出相關物業一層之市值。依據上表就時間、地點、樓宇質素、面積大小、行人流量等所作出之調整，該等可資比較物業之經調整單價市值介乎每平方米人民幣62,230元至人民幣78,300元。計算出全部六項可資比較物業之平均數將得出相關物業群樓一層之單價市值為每平方米人民幣73,000元。

透過給予不同折讓百分比予不同層數，不同層數之單價市值如下：

層數	給予折讓 (%)	單價市值 (每平方米人民幣)
一層	0%	73,000
二層	5%	69,350
三層	15%	62,050
四層	40%	43,800
五層	45%	40,150
六層	70%	21,900
七層	75%	18,250
八層	80%	14,600

基於上文所述，吾等評估相關物業之價值為2,303,000,000港元，並未考慮有關結構、稅項及其他業主成本之支銷。

概述如下：

物業	價值 (港元)	單價價值， 按建築面積計 (每平方米港元)
白馬大廈	2,303,000,000	45,877

4.4 估值評述

吾等已指出，根據中國法律意見，相關物業若干部分之現有用途與房屋所有權證所述之用途不同。詳情及其各自估值基準列載下表。為進行估值，吾等已按此基準對相關物業進行估值。

單位	房屋所有權證		現有租約之	租約期滿後之
	所載用途	現有用途	估值基準	估值基準
八層	辦公樓	辦公樓	辦公樓	零售
七層	辦公樓	倉庫	倉庫	零售
六層	辦公樓	零售	零售	零售
五層	辦公樓	零售	零售	零售
四層	部分作辦公樓， 餘下部分作 商業用途	零售	零售	零售
一層至三層	商業	零售	零售	零售
地下低層	倉庫	公共範圍	不適用	不適用

據管理人所告知，地下低層(主要包括公共範圍，例如樓梯)及八樓70.1平方米的面積(由白馬物業管理公司以相關物業的物業管理人的身份佔用)，而此等地方為不可出租。故此，吾等並無給予任何價值予相關物業地下低層及八樓70.1平方米的面積。

5. 估值概要

下表概述吾等以各方法所計算之結果：

估值方法	價值 (港元)
收入資本化	2,503,000,000
現金流量貼現	2,580,000,000
銷售比較	2,303,000,000

依據吾等主要之估值法收入資本化計算法(包括現金流量貼現分析)，吾等認為相關物業(越秀房託基金將收購之物業權益)於估值日在其現況下之市值為二十五億四千一百五十萬港元(2,541,500,000港元)，並假設該物業(連同現有租戶及物業業權概無任何重大產權負擔或損壞之利益)在市場上可供銷售。相關物業之市值乃採用收入資本化計算法及現金流量貼現分析計算得出之價值平均數。

越秀房託基金(「越秀房託基金」)將收購位於中華人民共和國(「中國」)廣東省廣州市天河區體育東路114、116及118號財富廣場之相關物業(「相關物業」)多個單位之估值

1. 相關物業概要

根據中國法律意見，有關相關物業之83份房屋所有權證已發出。相關物業之持有情況如下：相關物業詳情概括如下：

1. 目前註冊擁有人 : 金峰有限公司
2. 土地使用權類別 : 出讓
3. 城市規劃用途分區 : 財富廣場所在土地之用途分區被描述為「商業／辦公樓」。
4. 所評估權益 : 相關物業之租賃權益。
5. 物業概述 : 相關物業包括一幢六層高商業群樓及其上蓋兩幢辦公樓之部分。(見下文第2.5節)
6. 相關物業建築面積 : 總計－40,356.2平方米
(「建築面積」) 辦公樓－36,503.1平方米
零售－3,853.1平方米
7. 租期 : 一層至五層、東塔三十七層及西塔二十七層－由二〇〇二年十一月二十六日起四十年、東塔八層至九層、十一層至十四層、十九層、二十五層至二十八層、三十四層至三十六層及西塔八層至十九層、二十四層至二十六層－由二〇〇二年十一月二十六日起五十年
8. 用途 : 一層至五層、東塔三十七層及西塔二十七層－商業
東塔八層至九層、十一層至十四層、十九層、二十五層至二十八層、三十四層至三十六層及西塔八層至十九層、二十四層至二十六層－辦公樓
9. 相關物業套內面積 : 30,752.3平方米
10. 相關物業可出租面積 : 40,356.2平方米
11. 財富廣場建築工程 : 二〇〇三年
竣工日期

12. 估值方法 : 收入資本化計算法 (包括現金流量貼現分析), 以銷售比較法反覆檢查
13. 估值日 : 二〇〇五年九月三十日
14. 於估值日在現況下之市值 : 545,000,000港元
15. 單價價值, 按建築面積計 : 每平方米13,505港元
16. 於估值日之現時收入淨額 : 每年人民幣34,884,540元
17. 於估值日之全部租出收入淨額 : 每年人民幣49,234,404元
18. 於估值日之估計市值租金收入 : 每年人民幣54,835,620元
19. 貼現率 (僅就現金流量貼現分析採用) : 11%
20. 於估值日之匯率 : 1港元=人民幣1.043元
21. 年期回報率 : 辦公樓 : 7.0%
零售 : 9.5%
22. 復歸回報率 : 辦公樓 : 9.0%
零售 : 11.5%
23. 於估值日之出租率 : 辦公樓 : 83.5%
零售 : 14.9%
24. 空置撥備 : 辦公樓 : 5%
零售 : 1%
25. 市場評述 : 鑑於其地點及交通接駁, 吾等認為相關物業之可銷性為合理。

附註：用途以房屋所有權證及中國法律意見為基礎。

2. 相關物業

2.1 情況及地點

財富廣場位於中國廣東省廣州市天河區體育東路114、116及118號，鄰近廣州火車東站及地鐵站。

天河區乃發展迅速之地區，目前是新甲級辦公樓發展物業之集中地。位於廣州市東邊，區內大多數主要發展物業圍繞並俯瞰著天河體育中心，該區在過去數年內崛起成為廣州市新中央商務區，並在商界日益受歡迎，導致商業大樓首先圍繞著體育館區迅速發展，稍後逐漸從這個中央廣場向外擴展。

2.2 周邊發展及環境問題

相關物業位於天河區，區內發展物業主要包括現代摩天商業大樓及低層零售購物中心，混雜一些較舊之中等高度住宅大樓。

由於位於天河體育中心較繁忙一邊，該段體育東路之行人流量甚多。

吾等並不知悉主題地點及周圍地點存在任何環境問題或污染。由於中國之土地註冊制度，吾等無法追查有關過往建於主題地點上之物業任何資料，故此，吾等無法評論污染之可能性及其對價值之影響，亦無法確定該地點過往之用途。

2.3 公共交通便利程度及接駁

由於體育東路沿路有的士及巴士等公共交通工具，故此，財富廣場整體上交通方便。巴士站及地鐵站鄰近財富廣場。

財富廣場距離廣州火車東站約五分鐘車程。

2.4 私家車接駁及臨路部分

從體育東路可直達財富廣場，鄰近相關物業之行人隧道可通往廣州天河體育中心。

通往市內主要地區之車程時間：

白雲國際機場	45分鐘
天河城廣場	1分鐘
廣州火車東站	5分鐘

2.5 發展物業概述

財富廣場乃甲級商業綜合大樓，位於廣州市黃金地段商業區天河區體育東路114、116及118號。據管理人所提供資料，該發展物業之總建築面積約為80,419.1平方米

財富廣場之面積細分概括如下：

層數	用途	建築面積 (平方米)
地庫	停車場及機房	8,561.6
裙樓—一層至六層 七層	群樓：一層至六層—商業 七層—機房	23,993.0
東塔	八層至三十六層—辦公樓 三十七層—商業	28,900.3
西塔	八層至二十六層—辦公樓 二十七層至二十八層—商業	18,964.2
	總計：	80,419.1

該樓宇之地盤包括一幅主要臨路部分面向體育東路之標準地皮，其上建有一幢於二〇〇三年落成之六層高商業裙樓連同兩幢辦公樓。東塔為裙樓以上第八層至三十七層，西塔則為裙樓以上第八層至二十八層。

財富廣場之主要入口面向體育東路，由於體育東路沿路有地鐵、巴士及的士等公共交通工具，故此，財富廣場整體上交通方便。

停車場設施設於兩層地庫內，而平台花園、會所及其他配套設施位於七層。

相對區內其他辦公大樓而言，財富廣場之布局設計合理。

2.6 越秀房託基金將收購之部分權益

越秀房託基金將收購該發展物業一部分，將收購之權益詳情列載如下：

編號	物業	用途	建築面積 (平方米)	套內面積 (平方米)
群樓，體育東路				
1.	118號109室	商業	1,007.4	968.9
2.	118號二層	商業	2,845.7	2,275.8
3.	118號三層	商業(見附註1)	4,275.1	3,593.0
4.	118號四層	商業(見附註1)	4,275.1	3,593.0
5.	118號五層	商業(見附註1)	4,275.1	3,593.0
東塔，體育東路				
6.	116號801室	辦公樓	180.2	115.0
7.	116號802室	辦公樓	124.7	79.5
8.	116號803室	辦公樓	188.8	120.5
9.	116號805室	辦公樓	191.7	122.3
10.	116號806室	辦公樓	124.8	79.6
11.	116號808室	辦公樓	188.8	120.5
12.	116號903室	辦公樓	188.8	120.5
13.	116號905室	辦公樓	191.7	122.3
14.	116號906室	辦公樓	124.8	79.6
15.	116號908室	辦公樓	188.8	120.5
16.	116號1101室	辦公樓	180.2	115.0
17.	116號1102室	辦公樓	124.7	79.6
18.	116號1108室	辦公樓	188.8	120.5
19.	116號1201室	辦公樓	179.7	115.2

編號	物業	用途	建築面積 (平方米)	套內面積 (平方米)
20.	116號1202室	辦公樓	125.0	80.2
21.	116號1203室	辦公樓	188.7	121.0
22.	116號1205室	辦公樓	191.7	122.9
23.	116號1206室	辦公樓	125.1	80.2
24.	116號1208室	辦公樓	188.7	121.0
25.	116號1301室	辦公樓	179.7	115.2
26.	116號1302室	辦公樓	125.0	80.2
27.	116號1303室	辦公樓	188.7	121.0
28.	116號1305室	辦公樓	191.7	122.9
29.	116號1306室	辦公樓	125.1	80.2
30.	116號1308室	辦公樓	188.7	121.0
31.	116號1401室	辦公樓	179.7	115.2
32.	116號1402室	辦公樓	125.0	80.2
33.	116號1403室	辦公樓	188.7	121.0
34.	116號1405室	辦公樓	191.7	122.9
35.	116號1406室	辦公樓	125.1	80.2
36.	116號1408室	辦公樓	188.7	121.0
37.	116號1901室	辦公樓	180.2	115.0
38.	116號1902室	辦公樓	124.7	79.5
39.	116號1903室	辦公樓	188.8	120.5
40.	116號1905室	辦公樓	191.7	122.3
41.	116號1906室	辦公樓	124.8	79.6
42.	116號1908室	辦公樓	188.8	120.5
43.	116號2501及 2601室	辦公樓	1,586.4	1,240.8
44.	116號2705室	辦公樓	188.7	121.8
45.	116號2801室	辦公樓	180.3	115.4
46.	116號3401室	辦公樓	180.4	115.0
47.	116號3501 及3601室	辦公樓	1,392.2	1,029.3
48.	116號37樓	商業 (見附註2)	302.2	181.0
西塔，體育東路				
49.	114號八層	辦公樓	997.7	779.6
50.	114號九層	辦公樓	997.7	779.6
51.	114號十層	辦公樓	997.7	779.6
52.	114號1101室	辦公樓	189.3	120.5
53.	114號1102室	辦公樓	125.0	79.5
54.	114號1103室	辦公樓	179.7	114.4
55.	114號1105室	辦公樓	189.3	120.5

編號	物業	用途	建築面積 (平方米)	套內面積 (平方米)
56.	114號1106室	辦公樓	125.0	79.6
57.	114號1108室	辦公樓	189.3	120.5
58.	114號1201室	辦公樓	189.0	122.0
59.	114號1202室	辦公樓	125.7	81.1
60.	114號1203室	辦公樓	179.4	115.8
61.	114號1205室	辦公樓	189.0	122.0
62.	114號1206室	辦公樓	125.7	81.1
63.	114號1208室	辦公樓	189.0	122.0
64.	114號1301室	辦公樓	189.0	122.0
65.	114號1302室	辦公樓	125.7	81.1
66.	114號1303室	辦公樓	179.4	115.8
67.	114號1305室	辦公樓	189.0	122.0
68.	114號1306室	辦公樓	125.7	81.1
69.	114號1308室	辦公樓	189.0	122.0
70.	114號1401室	辦公樓	189.0	122.0
71.	114號1402室	辦公樓	125.7	81.1
72.	114號1403室	辦公樓	179.4	115.8
73.	114號十五層	辦公樓	997.7	779.6
74.	114號十六層	辦公樓	997.7	779.6
75.	114號十七層	辦公樓	997.7	779.6
76.	114號十八層	辦公樓	997.7	779.6
77.	114號1902室	辦公樓	125.9	81.6
78.	114號1903室	辦公樓	179.3	116.2
79.	114號1905室	辦公樓	188.8	122.4
80.	114號1906室	辦公樓	125.9	81.6
81.	114號2401及 2501室	辦公樓	1,591.4	1,243.6
82.	114號二十六層	辦公樓	646.8	446.0
83.	114號二十七層	商業(見附註2)	335.8	180.4
		總計：	40,356.2	30,752.3

附註1：相關物業建築面積及用途之細分乃以房屋所有權證及中國法律意見為基礎。據管理人所告知，三層、四層及五層用作辦公樓。

附註2：據管理人所告知，東塔三十七層及西塔二十七層用作辦公樓。

2.7 發展物業規格、服務設施及裝修

財富廣場由強化混凝土建成，外牆鋪上瓷磚，主要大堂之牆壁及地面用雲石或花崗岩裝飾。樓宇規格包括中央冷氣，主要服務設施(包括水電及電訊)接駁至樓宇。

該樓宇全部層數再分為多個單位，八部載客升降機和兩部載貨升降機供全部層數使用。

相比區內其他辦公大樓，該發展物業之服務設施及裝修水平乃屬合理。

該樓宇維持在與其樓齡相符之合理狀況。該樓宇由廣州怡城物業管理有限公司管理，廣州怡城物業管理有限公司負責向租戶收取所有管理費，並處理有關該發展物業之日常運作及支銷。

消防安全措施包括整幢大廈安裝了自動灑水頭、煙霧偵測器、火警警報系統及滅火器。關於樓宇狀況之進一步資料，請參考《樓宇狀況調查報告》。

2.8 發展物業樓宇狀況

根據《樓宇狀況調查報告》，該樓宇維持在合理狀況。財富廣場被發現某些輕微損壞，狀況整體上符合其樓齡，於二〇〇五年九月進行檢查時並無發現結構性損壞，亦無重大不符規劃之處。關於樓宇狀況之進一步資料，請參考《樓宇狀況調查報告》。

2.9 目前租金收入

於估值日，相關物業零售部分約85%或3,280.6平方米空置，而辦公樓部分約17%或6,038.7平方米空置。

根據於估值日所提供之租金登記冊(吾等已檢查其中20%租約(即佔現時租金收入總數約25%)之樣本並認為它們妥當正常),現有月租收入淨額及相等之年租收入淨額如下:

部分	建築面積 (平方米)	月租收入淨額 (人民幣)	年租收入淨額 (人民幣)
零售部分	572.5	79,710	956,520
辦公樓部分	30,464.4	2,827,335	33,928,020

於估值日,就零售部分而言,零售單位租予1名租戶,就辦公樓部分而言,辦公樓單位租予47名租戶。

據所提供資料,吾等明白租金收入不包括物業管理費及其他支銷,例如:水電、煤氣、電話、冷氣費等。

於估值日,目前已收現時租金收入淨額總數及估計市值租金總數分別為人民幣2,907,045元及人民幣4,569,635元。目前現時租金收入淨額總數較估計市值租金總數低36%。估計單價月租收入淨額乃依據第3.1節所載相關物業零售及辦公樓部分不同層數之單價市值租金收入。

據管理人所告知,於估值日,以下為於越秀房託基金成立時將視為其關連人士的相關物業的租賃協議詳情:

單位	租戶	建築面積 (平方米)	月租收入 淨額 (人民幣)	單位月租 收入淨額 (每平方米 人民幣)	估計 單位月租 收入淨額 (每平方米 人民幣)	佔目前月租 收入淨額 之百分比	租期	
							由	至
118號四層	匯豐電子資料處理 (廣東)有限公司	4275.1	354,833	83	100	12.2%	二〇〇五年 五月一日	二〇〇八年 一月三十一日
118號五層	匯豐電子資料處理 (廣東)有限公司	4275.1	354,833	83	100	12.2%	二〇〇五年 二月十六日	二〇〇八年 一月三十一日

相關物業包括來自各行業之多名租戶，例如銀行／金融、物業代理、資訊科技、製造／工程、運輸、航運等。

2.10 出租率

根據中國法律意見，於估值日，總建築面積約31,036.6平方米之大部分相關物業已租予多名租戶，即越秀房地產信託基金將收購之相關物業之出租率為76.9%。現有租戶包括星展銀行、滙豐銀行及阿里巴巴(中國)網絡技術有限公司。

2.11 租賃周期期限及租期屆滿概況

整體上，全部租約之租期一般介乎兩年至六年不等，並按照當地正常商業條款訂立，經同意月租淨額整體上介乎每平方米人民幣40元至每平方米人民幣140元，零售及辦公樓部分之平均單價月租淨額分別為每平方米人民幣139元及每平方米人民幣93元。

租期期限詳情如下：

租期多於 (年)	租期少於 或等於 (年)	按數目計 (%)	按建築 面積計 (%)
零	一	1.8	0.3
一	二	45.5	22.0
二	三	40.0	44.2
三	四	7.3	5.6
四	五	5.4	4.7
空置		不適用	23.0
總計		<u>100.0</u>	<u>100.0</u>

租期屆滿概況詳情如下：

將於下列各年期滿之租約數目	按數目計 (%)	按建築 面積計 (%)
二〇〇五年	3.8	0.9
二〇〇六年	30.2	7.6
二〇〇七年	49.0	34.8
二〇〇八年	13.2	30.0
二〇〇九年	3.8	3.7
空置	不適用	23.0
總計	100.0	100.0

就零售部分一層而言，於估值日，109室空置。

就零售部分二層而言，於估值日，佔用單位之租期為兩年零十個月，並按照當地正常商業條款訂立，經同意月租淨額為每平方米人民幣139元，其他單位於估值日為空置。

就零售部分三層至五層而言，它們被佔用作辦公樓，據管理人所告知，該等層數長期而言將租用作辦公樓。該等租約之租期一般介乎兩年至三年不等，並按照當地正常商業條款訂立。三層之經同意月租淨額為每平方米人民幣75元，而四層及五層則約為每平方米人民幣83元。

至於辦公樓部分，該等租約之租期一般介乎兩年至六年不等，並按照當地正常商業條款訂立，於估值日，經同意月租淨額整體上介乎每平方米人民幣40元至每平方米人民幣140元，平均為每平方米人民幣93元。

2.12重要租金調整規定概要

相關物業有以下重要租金調整規定：

單位	建築面積 (平方米)	月租 收入淨額 (人民幣)	租期	
			由	至
十六層一個單位	997.7	94,778	二〇〇四年 五月十二日	二〇〇五年 四月十一日
		99,766	二〇〇五年 四月十二日	二〇〇六年 四月十一日
		104,754	二〇〇六年 四月十二日	二〇〇七年 四月十一日
十二層一個單位	999.0	免租	二〇〇五年 八月十日	二〇〇五年 十月九日
		102,898	二〇〇五年 十月十日	二〇〇七年 八月九日
		108,043	二〇〇七年 八月十日	二〇〇八年 八月九日

根據中國法律意見，相關物業並無分租或租約（西塔十五層之租約除外），吾等認為上述分租不會影響相關物業的價值。

吾等並不知悉有任何可能影響相關物業價值之重大選擇權或優先購買權。吾等已在估值中考慮續租之權利。

2.13過往支銷

據管理人所告知，租戶目前就零售及辦公樓部分每月支付之物業管理費分別為每平方米人民幣35元及每平方米人民幣25元，物業管理費收入能彌補所有物業管理開支總額。

吾等認為目前物業管理費與區內同類發展物業辦公樓市場水平一致。（見2.14.3一節）

2.14物業管理

2.14.1租賃服務協議

管理人、金峰有限公司（「物業公司」）與廣州怡城物業管理有限公司（「租賃代理」）於二〇〇五年十二月七日簽訂一份租賃服務協議，最初年期為三年。根據此協議，租賃代理（亦為財富廣場之物業管理人）每年將收取之報酬為物業公司從經營相關物業中應收總收入4%（「服務費」）。

租賃代理作為樓宇之物業管理人，有權保留租戶對該樓宇之經營開支所作出任何供款10%。租賃代理同意，只要它一直是財富廣場之物業管理人，支付予租賃代理之服務費亦將清償物業管理費，根據物業管理協議，租賃代理有權向物業公司就相關物業任何空置單位收取物業管理費。

2.14.2 業主公約

根據中國法律意見，業主公約於二〇〇五年六月二十三日在財富廣場業主大會上一項決議案中獲通過。業主公約包括有關個別業主權利及責任、不遵守若干條文之處理及其他問題之條文。業主公約具法律約束力、效力及可強制執行。

2.14.3 物業管理費

據管理人所告知，租戶目前就零售及辦公樓部分每月支付之物業管理費分別為每平方米人民幣35元及每平方米人民幣25元，與區內同類發展物業之市場水平一致。

樓宇名稱	零售部	辦公樓
	分管理費 (每平方米 人民幣)	部分管理費 (每平方米 人民幣)
高盛大廈	不適用	27
時代廣場	36	26
金利來大廈	33	29
平安保險大廈	36	27

3. 估值

3.1 收入資本化計算法

此方法透過資本化過程將來自該物業之實際及預期收入淨額轉換成價值，將收入淨額轉換成價值之最常用方法乃「年期及復歸」法。

此方法考慮目前來自現有空置之現時租金及日後潛在收入，透過按全部租出基準將租金淨額資本化，按公開市場基準估計相關物業之價值。

按此估值方法，租金收入總額分為年期收入及復歸收入。年期價值涉及將目前現有租期內之現時租金收入資本化。於租期滿後，復歸價值於剩下土地使用期內被視作目前市值租金，並按全部租出基準資本化，然後貼現至估值日。

吾等已將個別回報率應用在相關物業之零售及辦公樓部分，零售部分之回報率較高，以反映市場普遍認為零售物業市場存在較高風險，而在廣州，零售物業市場相對辦公樓市場較不成熟及波動較大(即零售回報率高於辦公樓回報率)。

為了使復歸價值折現至現時日期，吾等已使用與相關物業特定部分之復歸回報率相同之現值率。現值乃未來現金流量之現時貨幣價值，並反映於相似資產中投資之機會成本，預期該項相似資產賺取之有利回報將與相關物業差不多。

吾等在編製估值時已考慮到區內同類甲級辦公樓及零售發展物業之可資比較開價或已交易租金。

就零售部分一層而言，吾等認為市值租金水平於估值日為每平方米人民幣290元。

至於零售部分二層，202室空置，而201室之現時月租淨額於估值日為每平方米人民幣139元。吾等認為目前現時租金於估值日稍低於每平方米人民幣145元之市場水平。

零售部分三層至五層被佔用作辦公樓，據管理人所告知，該等層數長期而言將租用作辦公樓，故此，吾等按其作為辦公樓之現有用途進行估值。三層之平均現時月租淨額為每平方米人民幣75元，而四層及五層則為每平方米人民幣83元。吾等認為目前三層、四層及五層之現時租金低於每平方米人民幣116元之平均市場水平。

至於辦公樓部分，現時月租淨額整體上一般介乎每平方米人民幣40元至每平方米人民幣140元，平均為每平方米人民幣93元。吾等認為目前現時租金於估值日稍低於每平方米人民幣110元之平均市場水平。

為了組成市場上可資比較數據，吾等從吾等之數據庫(以吾等所得最新數據為基礎)中辨認出多項可資比較物業。由於所得實際交易數目有限，故此吾等分析二〇〇四年區內多幢類似樓宇之交易，吾等認為該等可資比較數據足以計算得出相關物業之市值。

可資比較租金詳情如下：

可資比較零售租金收入

	可資比較物業一	可資比較物業二	可資比較物業三	可資比較物業四	可資比較物業五
地址	林和西路	林和西路	體育東路	天河區	天河區
地區	天河區	天河區	天河區	天河區	天河區
交易日期	二〇〇四年十二月	二〇〇四年十二月	二〇〇四年十一月	二〇〇四年五月	二〇〇四年四月
單位	一個商舖單位	一個商舖單位	一個商舖單位	一個商舖單位	一個商舖單位
層數	一樓	一樓	群樓	一樓	一樓
建築面積(平方米)	505.0	223.8	約1,000	30.0	45.5
落成日期	二〇〇四年	二〇〇四年	二〇〇三年	一九九五年	一九九五年
交易性質	已交易	已交易	已交易	已交易	已交易
租期(年)	5.00	6.00	6.00	6.00	6.00
租約開始日期	二〇〇四年 十一月一日	二〇〇四年 十月十六日	二〇〇四年 十一月十五日	二〇〇四年 五月二十六日	二〇〇四年六月
租約期滿日期	二〇〇九年 十月三十一日	二〇一〇年 十月十五日	二〇一〇年 十月十四日	二〇一〇年 五月二十五日	二〇一〇年六月
月租收入淨額， 按建築面積計 (人民幣)	75,750	31,329	282,080	37,800	45,500
月租收入淨額， 按建築面積計 (每平方米人民幣)	150	140	282	1,260	1,000
經調整月租 收入淨額 ，按建築面積計 (每平方米人民幣)	162	128	294	474	376

吾等已考慮五項可資比較物業，以得出相關物業群樓一層之租金。依據上表就時間、地點、樓宇質素、面積大小、行人流量等所作出之調整，該等可資比較物業之經調整單位租金介乎每平方米人民幣128元至474元。計算出全部五項可資比較物業之平均數將得出單價月租為每平方米人民幣290元。至於二層，透過給予50%折讓以反映層數不同，單價月租為每平方米人民幣145元。

可資比較辦公樓租金收入

	可資比較物業一	可資比較物業二	可資比較物業三	可資比較物業四	可資比較物業五	可資比較物業六
地址	體育東路	體育東路	體育東路	體育東路	體育東路	體育東路
地區	天河區	天河區	天河區	天河區	天河區	天河區
交易日期	二〇〇五年八月	二〇〇五年八月	二〇〇五年九月	二〇〇五年九月	二〇〇五年八月	二〇〇五年八月
單位	兩個辦公樓單位	一個辦公樓單位	一個辦公樓單位	一個辦公樓單位	一個辦公樓單位	一個辦公樓單位
層數	十一樓	十二樓	十二樓	十三樓	十四樓	二十八樓
建築面積(平方米)	234.3	999.0	997.7	997.7	999.0	180.4
落成日期	二〇〇三年	二〇〇三年	二〇〇三年	二〇〇三年	二〇〇三年	二〇〇三年
實用率	71%	71%	71%	71%	71%	71%
交易性質	已交易	已交易	已交易	已交易	已交易	已交易
租期(年)	2.02	3.00	2.00	3.03	2.00	2.00
租約開始日期	二〇〇五年 八月二十五日	二〇〇五年 八月十日	二〇〇五年 九月一日	二〇〇五年 九月二十日	二〇〇五年 九月八日	二〇〇五年 八月一日
租約期滿日期	二〇〇七年 八月三十一日	二〇〇八年 八月九日	二〇〇七年 八月三十一日	二〇〇八年 九月三十日	二〇〇七年 九月七日	二〇〇七年 七月三十一日
租金收入淨額， 按建築面積計(人民幣)	25,771	102,898	104,754	117,724	104,896	19,832
租金收入淨額，按建築面 積計(每平方米人民幣)	110	103	105	118	105	110
經調整租金收入淨額， 按建築面積計 (每平方米人民幣)	110	103	105	118	105	110

可資比較物業一至六全部位於財富廣場內及於近期交易。依據可資比較物業一至六之經調整單位租金之平均數，單位租金收入約為每平方米人民幣110元。允許租金上調5%以反映第三、四、五層的層數分別，單價月租收入為每平方米人民幣116元。

於估值日，現有每月租金款項淨額為人民幣2,907,045元，預期該相關物業將維持目前約77%之出租水平，與市場上同類樓宇之出租率一致。

吾等進行評估時，零售部分所採用之年期回報率為9.5%，而辦公樓部分則為7.0%。所採用之年期回報率低於市場回報率，原因是相關物業之目前現時租金收入低於估計目前市值租金收入。零售部分所採用之復歸回報率為11.5%，而辦公樓部分則為9.0%。吾等已將個別回報率應用在相關物業之零售及辦公樓部分，零售部分之回報率

較高，以反映市場普遍認為零售物業市場存在較高風險，而在廣州，零售物業市場相對辦公樓市場較不成熟及波動較大。

於估值日，年期回報率用來將目前現時租金收入資本化，而復歸回報率則用來轉換復歸租金收入。

此方法通常用來對提供收入之物業進行估值。

復歸回報率乃依據單價市值租金及為相關物業搜集之可資比較單價市值之分析，據過往分析，零售裙樓一層之單價市值租金為每平方米人民幣290元。於第3.3節，一層之單價市值為每平方米人民幣30,000元，市場回報率為11.6%。吾等採用11.5%作為相關物業零售部分之復歸回報率，11.5%與市場上可資比較交易一致，詳情如下：

零售市場：

單位	地址	建築面積 (平方米)	交易日期	實際交易價格 (人民幣)	每平方米售價 (每平方米 人民幣)	於交易日之 估計單位年度 市值租金淨額 (每平方米 人民幣) (附註1)	於交易日 之出租 狀況	市場回報率 (附註2)
全層	保密	35,000	二〇〇四年底	265,000,000	7,571	796	20年 售後租回	10.5%
全層	體育西路	1,147	二〇〇四年九月	51,608,075	44,994	4,752	空置	10.6%
B205	保密	15.6	二〇〇五年九月	1,244,800	79,795	9,600	空置	12.0%
B107	保密	16.5	二〇〇五年九月	1,405,050	85,155	10,260	空置	12.0%
三個商舖 單位	體育東路	463	二〇〇四年九月	10,645,780	22,993	2,688	空置	11.7%

附註：

- 1) 估計市值租金收入淨額乃依據吾等對近期可資比較物業出租之分析。
- 2) 市場回報率乃每年估計市值租金收入淨額除以實際交易價格。

據過往分析，辦公樓部分之單價市值租金為每平方米人民幣110元。於第3.3節，辦公樓部分之單價市值為每平方米人民幣14,000元，市場回報率為9.4%。吾等採用9.0%作為辦公樓部分之復歸回報率，9.0%與市場上可資比較交易一致，詳情如下：

辦公樓市場：

單位	地址	建築面積 (平方米)	交易日期	實際交易價格 (人民幣)	每平方米售價 (每平方米 人民幣)	於交易日之	於交易日	市場回報率 (附註2)
						估計單位年度	之出租	
						市值租金淨額	狀況	
						(每平方米 人民幣)		
						(附註1)		
全層	體育西路	1,450.8	二〇〇四年九月	14,508,043	10,000	1,080	空置	10.8%
一個辦公樓	體育東路	188.8	二〇〇四年十一月	2,529,920	13,400	1,128	空置	8.4%
單位								
一個辦公樓	體育東路	191.7	二〇〇四年十一月	2,454,272	12,803	1,128	空置	8.8%
單位								
一個辦公樓	體育東路	189.5	二〇〇四年十二月	2,822,805	14,896	1,260	空置	8.5%
單位								
一個辦公樓	林和西路	229.3	二〇〇五年八月	2,866,125	12,499	1,512	空置	12.1%
單位								

附註：

- 1) 估計市值租金收入淨額乃依據吾等對近期可資比較物業出租之分析。
- 2) 市場回報率乃每年估計市值租金收入淨額除以實際交易價格。

就零售及辦公樓市場而言，該等可資比較數據源自高力國際物業顧問(香港)有限公司之數據庫，並依據可資比較整體地點計算。由於全幢樓宇銷售數目有限，吾等亦採用較小單位之銷售。

吾等評估相關物業之價值為559,000,000港元。

概述如下：

物業	年期回報率	復歸回報率	單價價值，	
			價值 (港元)	按建築面積計 (每平方米港元)
零售部分	9.5%	11.5%	62,000,000	16,091
辦公樓部分	7.0%	9.0%	497,000,000	13,615
		總計：	<u>559,000,000</u>	13,852

3.2 現金流量貼現分析

根據國際評估準則委員會(第七版)之定義，現金流量貼現分析指就經營房地產物業日後產生現金流量採用明確假設之金融模型技巧。此分析涉及預測經營房地產物業之一連串定期現金流量，並就該一連串預測現金流量採用適當貼現率，以制訂關於該等物業租金收入現值之指標。在經營房地產物業之情況下，定期現金流量一般指估計租金收入總額減空置、壞賬、稅務影響(印花稅、城市房地產稅、堤圍防護費及營業稅)、服務費及其他經營開支。然後，該一連串定期經營收入淨額，連同預計於預測期終時之終值估計金額，按貼現率貼現至現值，該貼現率乃資本成本或用以轉換日後應付或應收貨幣金額之回報率。

吾等已於十年投資年期每月進行現金流量貼現分析，第十一年之收入淨額於餘下所有權年期按適當回報率資本化。此分析衡量於假設投資年期內之租金及資本增長，讓投資者或業主可對物業可能帶來之長期回報作出評估。此分析通常用於對提供投資收入之物業進行估值。

就相關物業而言，吾等進行計算時就辦公樓部分採用之最終資本化率為7.5%，而就零售部分採用之最終資本化率為9.5%。此乃依據吾等對市場上適用年期回報率之分析(載於第3.1節)，並給予折讓以反映吾等將第十一年租金收入淨額資本化之事實，該折讓反映扣除前租金收入與租金收入淨額之差額，以及考慮到租金收入淨額較扣除前租金收入提供更佳保障。

吾等進行計算時已就相關物業採用11%貼現率，該貼現率乃用以轉換日後應付或應收貨幣金額至現值之回報率，理論上反映資本之機會成本。吾等在達致上述貼現率時，已研究一項商用物業於十年內所賺取投資回報之市場現況。吾等亦已調查活躍物業投資者在市場上購買購物中心及辦公樓所需回報率。基於上文所述，吾等認為市場對辦公樓及零售物業之預期回報率約為10%至12%。吾等注意到，由香港金融管理局發行之十年期外匯基金票據之孳息率約於二〇〇五年九月三十日為4.17%，顯示上述物業之風險溢價介乎5.83%至7.83%。依據吾等對國際市場上可資比較銷售之分析，溢價較高反映中國相關內在投資風險及物業風險。吾等認為，由於香港是最鄰近中國之成熟市場，故此就中國物業投資採用香港無風險回報率較為恰當。

在達致定期現金流量時，吾等已考慮租金年增長率，以評估於租期屆滿時用以釐定現金流量之預測租金收入。所採用之租金增長率與高緯物業顧問有限公司編製之獨立市場研究報告所載之預測一致。

吾等已估計相關物業未來十年內每年之租金增長。每項租賃之租金增長模式反映各租約之租金調整規定，包括分期加租(如適用)。吾等假設於租約期滿後新訂或現有兩年至五年之租約一般按三年租期及當時現有市值租金授出或續訂。

吾等在該物業組合中已考慮年度空置撥備及壞賬撥備，依據目前及預測空置情況，零售及辦公樓部分之年度空置撥備分別約為1%及5%。吾等參照過往壞賬比率，認為壞賬撥備應為已收租金淨額之1%。就財富廣場單位而言，截至二〇〇五年六月三十日止六個月之壞賬比率為2.7%，其他期間並無壞賬。

吾等已參考《樓宇狀況調查報告》，該份調查報告指出，由於相關物業維持在與其樓齡相符之合理狀況，故此將不會導致即時資本開支。吾等已採用管理人所提供由二〇〇六年至二〇一五年大規模維修保養成本之預測。由於管理人向吾等表示用作維持相關物業目前狀況之小規模例行維修保養成本由租戶支付之管理費彌補，故此並無就小規模例行維修保養之預期成本作出扣除。據管理人所告知，不符規劃之處所導致之任何成本將由越秀投資有限公司(「越秀投資」)清償。

吾等亦已就營業稅、印花稅、城市房地產稅、堤圍防護費、保險、大規模維修保養成本及服務費扣除款項。

吾等在進行計算時並無扣除任何收購成本及出售成本，吾等認為此乃未來買家之考慮因素。

吾等在編製相關物業之估值時已考慮區內同類優質辦公樓及零售發展物業之可資比較開價或已交易租金。詳情請參閱本報告第3.1節。

吾等在進行評估時，利用下列假設以對該物業進行估值：

物業	辦公樓部分	零售部分
最終資本化率	7.5%	9.5%
貼現率	11%	11%
增長率－第一年	8%	10%
增長率－第二年	2%	12%
增長率－第三年	0%	16%
增長率－第四年	0%	10%
增長率－第五年	2%	10%
增長率－第六至十年	6%	5%
空置虧損	5%	1%
壞賬	1%	1%

上述增長率乃依據吾等之當地市場研究，吾等亦已參考由高緯物業顧問有限公司編製之《獨立市場研究報告》。

空置虧損乃依據吾等對供求之意見及吾等對廣州有關物業市場之當地市場知識。

吾等在現金流量貼現分析中依據管理人所提供之資料，吾等預測下列有關該樓宇之支銷於未來十年按以下款額支出：

預測支銷項目	預測支銷
服務費(依據租賃服務協議)	租金收入總額4%
大規模維修保養成本(據管理人所告知)	二〇〇五年人民幣零元
	二〇〇六年人民幣零元
	二〇〇七年人民幣75,300元
	二〇〇八年人民幣256,000元
	二〇〇九年人民幣366,400元
	二〇一〇年人民幣85,300元
	二〇一一年人民幣125,500元
	二〇一二年人民幣145,600元
	二〇一三年人民幣145,600元
	二〇一四年人民幣376,400元
	二〇一五年人民幣291,000元
雜項開支	租金收入0.2%
保險	固定款額
營業稅	租金收入5.0%
堤圍防護費	租金收入0.09%
城市房地產稅	樓宇原有價值 x 70% x 1.2%
印花稅	租金收入總額0.1%

參考《樓宇狀況調查報告》，預測支銷項目並無包括即時資本開支。

基於上文所述，吾等評估相關物業之價值為531,000,000港元，並已考慮有關稅項及成本項目之支銷。

概述如下：

物業	資本化率	貼現率	單價價值，	
			價值 (港元)	按建築面積計 (每平方米港元)
零售部分	9.5%	11%	92,000,000	23,877
辦公樓部分	7.5%	11%	439,000,000	12,026
		總計：	<u>531,000,000</u>	<u>13,158</u>

3.3 銷售比較法

按銷售比較法，吾等已考慮同類物業之銷售及有關市場數據，並透過對可資比較數據作出調整來釐定價值。整體上，相關物業與在公開市場上已交易之同類物業之銷售作比較。

吾等在編製相關物業估值時已考慮到區內同類優質辦公樓發展物業之可資比較開價或已交易數據。

為了組成市場上可資比較數據，吾等從吾等之數據庫(以吾等所得最新數據為基礎)中辨認出多項可資比較物業。由於吾等所得實際交易數目有限，故此吾等分析二〇〇四年區內多幢同類樓宇之出租，吾等認為該等可資比較數據足以計算得出相關物業之市值租金。

吾等已對銷售證據就各項因素作出調整，例如地點、樓齡、實用率及時間。詳情如下：

可資比較零售銷售物業

	可資比較物業一	可資比較物業二	可資比較物業三	可資比較物業四	可資比較物業五	可資比較物業六	可資比較物業七
地址	體育東路						
地區	天河區						
交易日期	二〇〇四年五月	二〇〇四年七月	二〇〇四年七月	二〇〇四年九月	二〇〇四年九月	二〇〇四年九月	二〇〇四年九月
單位	一個商舖單位						
層數	一樓						
建築面積(平方米)	105.2	83.6	65.3	59.7	59.7	343.4	1,147.0
落成日期	二〇〇三年	二〇〇三年	二〇〇三年	二〇〇三年	二〇〇三年	二〇〇三年	二〇〇四年
交易性質	已交易						
交易價格，按建築面積計 (人民幣)	7,150,880	4,920,955	4,041,651	1,374,020	1,374,020	7,897,740	51,608,075
單價售價，按建築面積計 (每平方米人民幣)	67,974	58,863	61,894	23,015	23,015	22,999	44,994
經調整單價售價 (每平方米人民幣)	39,984	34,595	36,416	20,286	20,286	20,286	38,272

調整乃依據吾等本身之判斷及市場知識作出。吾等已考慮七項可資比較物業，以得出相關物業群樓層數之單價市值。可資比較物業一至六位於同一幢樓宇內，而可資比較物業七則鄰近相關物業。依據上表就時間、地點、樓宇質素、面積大小、行人流

量等所作出之調整，該等可資比較物業之經調整單價售價介乎每平方米人民幣20,286元至人民幣39,984元。計算出全部七項可資比較物業之平均數將得出相關物業群樓一層之單價售價為每平方米人民幣30,000元。至於二層，透過給予50%折讓以反映層數不同，單價市值為每平方米人民幣15,000元。

為了組成市場上可資比較數據，吾等從吾等之數據庫（以吾等所得最新數據為基礎）中辨認出多項可資比較物業。由於吾等所得實際交易數目有限，故此吾等分析二〇〇四年區內多幢同類樓宇之出租，吾等認為該等可資比較數據足以計算得出相關物業之市值租金。

可資比較辦公樓銷售物業

	可資比較物業一	可資比較物業二	可資比較物業三	可資比較物業四	可資比較物業五	可資比較物業六
地址	體育東路	體育東路	體育東路	體育東路	體育東路	體育東路
地區	天河區	天河區	天河區	天河區	天河區	天河區
交易日期	二〇〇四年十二月	二〇〇四年十二月	二〇〇四年十二月	二〇〇四年十一月	二〇〇四年十一月	二〇〇四年十一月
單位	西塔一個辦公樓單位	西塔一個辦公樓單位	西塔一個辦公樓單位	東塔一個辦公樓單位	東塔一個辦公樓單位	東塔一個辦公樓單位
層數	十四樓	十四樓	十四樓	十一樓	二十七樓	十一樓
建築面積(平方米)	189.5	125.8	189.5	191.7	125.5	188.8
落成日期	二〇〇三年	二〇〇三年	二〇〇三年	二〇〇三年	二〇〇三年	二〇〇三年
實用率	71%	71%	71%	71%	71%	71%
交易性質	已交易	已交易	已交易	已交易	已交易	已交易
交易價格，按建築面積計 (人民幣)	2,822,805	1,874,569	2,822,805	2,454,272	1,756,720	2,529,920
交易價格，按建築面積計 (每平方米人民幣)	14,896	14,901	14,896	12,803	13,998	13,400
經調整單價售價， 按建築面積計 (每平方米人民幣)	14,751	14,751	14,751	12,672	13,860	13,266

調整乃依據吾等本身之判斷及市場知識作出。吾等已考慮六項可資比較物業，以得出相關物業辦公樓部分之單價市值。全部可資比較物業均位於相關物業所在之同一幢樓宇內。依據上表就時間、地點、樓宇質素、面積大小等所作出之調整，該等可資比較物業之經調整單價售價介乎每平方米人民幣12,672元至人民幣14,751元。計算出可資比較物業一至六之平均數將得出單價售價約為每平方米人民幣14,000元。

基於上文所述，吾等評估相關物業之價值為535,000,000港元。

概述如下：

物業	單價價值，	
	價值 (港元)	按建築面積計 (每平方米港元)
零售部分	63,000,000	16,350
辦公樓部分	472,000,000	12,930
總計	535,000,000	13,257

3.4 估值評述

吾等已指出，根據中國法律意見，相關物業若干部分之現有用途與房屋所有權證所述之用途不同。詳情及其各自估值基準列載於下表。為進行估值，吾等已按此基準對相關物業進行估值。

單位	塔樓	房屋所有權證		現有租約之	租約期滿後
		所載用途	現有用途	估值基準	之估值基準
一層至二層	群樓	商業	零售／辦公樓	零售	零售
三層至五層	群樓	商業	辦公樓	辦公樓	辦公樓
二十七樓	西塔	商業	辦公樓	辦公樓	辦公樓
	(體育東路114號)				
三十七樓	東塔	商業	辦公樓	辦公樓	辦公樓
	(體育東路116號)				
八樓或以上 其他單位	東塔及西塔	辦公樓	辦公樓	辦公樓	辦公樓

4. 估值概要

下表概述吾等以各方法所計算之結果：

估值方法	價值 (港元)
收入資本化	559,000,000
現金流量貼現	531,000,000
銷售比較	535,000,000

依據吾等主要之估值法收入資本化計算法(包括現金流量貼現分析)，吾等認為相關物業(越秀房託基金將收購之物業權益)於估值日在其現況下之市值為**五億四千五百萬港元(545,000,000港元)**，並假設該物業(連同現有租戶及物業業權概無任何重大產權負擔或缺失之利益)在市場上可供銷售。相關物業之市值乃採用收入資本化計算法及現金流量貼現分析計算得出之價值平均數。

越秀房託基金(「越秀房託基金」)將收購位於中華人民共和國(「中國」)廣東省廣州市天河區體育西路185、187及189號城建大廈之物業(「相關物業」)多個單位之估值

1. 相關物業概要

據中國法律意見，有關相關物業之165份房屋所有權證已發出。相關物業詳情概括如下：

1. 目前註冊擁有人 : 福達地產投資有限公司
2. 土地使用權類別 : 出讓
3. 城市規劃用途分區 : 城建大廈所在土地之用途分區被描述為「商業／住宅」。
4. 所評估權益 : 相關物業之租賃權益
5. 物業概述 : 相關物業乃一幢28層高甲級商業大樓之組成部分(詳情見第2.5節)
6. 相關物業建築面積
(「建築面積」) : 總計－42,397.4平方米
辦公樓－30,639.8平方米
零售－11,757.6平方米
7. 租期 : 一層至三層：
由一九九七年一月二十七日起四十年
六層至十一層，十六層至二十八層：
由一九九七年一月二十七日起五十年
8. 用途 : 一層至三層：商業
六層至十一層，十六層至二十八層：辦公樓
9. 相關物業套內
面積 : 32,654.9平方米
10. 相關物業可出租
總面積 : 42,397.4平方米
11. 城建大廈建築工程
竣工日期 : 一九九七年

12. 估值方法 : 收入資本化計算法 (包括現金流量貼現分析)
以銷售比較法作反覆核實
13. 估值日 : 二〇〇五年九月三十日
14. 於估值日在現況下
之市值 : 385,500,000港元
15. 單價價值，
按建築面積計 : 每平方米9,093港元
16. 於估值日之現時
收入淨額 : 每年人民幣39,582,540元
17. 於估值日之全部
租出收入淨額 : 每年人民幣41,887,560元
18. 於估值日之估計
市值租金收入 : 每年人民幣45,207,768元
19. 貼現率 (僅就現金
流量貼現分析採用) : 11%
20. 於估值日之匯率 : 1港元=人民幣1.043元
21. 年期回報率 : 辦公樓：8.5%
零售：11.0%
22. 復歸回報率 : 辦公樓：9.5%
零售：12.0%
23. 於估值日之出租率 : 辦公樓：93%
零售：85.5%
24. 空置撥備 : 辦公樓：4%
零售：2%
25. 市場評述 : 鑑於其地點及交通接駁，吾等認為相關物業之可銷性
為合理。

附註：用途以房屋所有權證及中國法律意見為基礎。

2. 相關物業

2.1 情況及地點

城建大廈位於中國廣東省廣州市天河區體育西路西側。體育西路形成圍繞天河體育中心之其中一條通道，並已成為廣州市主要中央商務區之一。

天河區乃發展迅速之地區，目前是新甲級辦公樓發展物業之集中地。位於廣州市東側，區內大多數主要發展物業圍繞並俯瞰著天河體育中心，這區在過去數年內崛起成為廣州市之新中央商務區，並在商界日益受歡迎，導致商業大樓首先圍繞著體育館區迅速發展，稍後逐漸從這個中央廣場向外擴展。

2.2 周邊發展及環境問題

相關物業位於天河區，區內發展物業主要包括現代摩天商業大樓及低層零售購物中心，混雜一些較舊之中等高度住宅大樓。

由於位於天河體育中心不太繁忙一側，該段體育西路之行人流量適中。

吾等並不知悉相關地點及周圍地區存在任何環境問題或污染。由於中國之土地註冊制度，吾等無法追查有關過往建於相關地點上之物業之任何資料，故此，吾等無法評論污染之可能性及其對價值之影響，亦無法確定該地點過往之用途。

2.3 公共交通便利程度及接駁

由於體育西路沿路有的士及巴士等公共交通工具，故此，城建大廈整體上交通方便。巴士站距離城建大廈兩分鐘步行路程。

城建大廈距離地鐵1號線體育西站約十分鐘步行路程。

2.4 私家車接駁及臨路部分

從體育西路可直達城建大廈。

通往市內主要地區之車程時間：

白雲國際機場	45分鐘
天河城廣場	1分鐘
廣州火車東站	5分鐘

2.5 發展物業概述

城建大廈乃一幢28層高甲級商業大樓再加一個設於兩層地庫之停車場，位於廣州黃金地段商業區天河區體育西路185、187及189號。該大廈包括一幢五層高商業群樓及其上六至二十八樓之辦公樓。據管理人所提供之資料，該發展物業之總建築面積為74,049.2平方米。

城建大廈之面積細分概括如下：

層數	用途	建築面積 (平方米)
地庫一層及地庫二層	停車場、機房	12,500.6
一層至三層	商業	11,757.5
四層	餐廳	4,639.3
五層	會所	1,724.5
六層至二十八層	辦公樓	43,427.3
	總計：	74,049.2

商業部分位於供各層辦公樓使用之主要入口大堂後面，分為多個環繞大堂之獨立零售單位，大堂地下用作展覽用途。

該大廈之地盤包括一幅主要臨路部分面向體育西路之標準地皮，其上建有一幢五層高商業部分連同一幢辦公樓(由六層至二十八層)。該大廈於一九九七年落成。

該大廈設有專用會所、餐廳、會議中心及停車場等設施。

相關物業之佈局設計為方形。

2.6 越秀房託基金將收購之權益

越秀房託基金將收購該發展物業一部分，將收購之權益詳情列載如下：

層數	用途	建築面積 (平方米)	備註
部分一樓	商業	1,580.2	包括管理處
部分一樓	商業	1,707.4	此部分為一樓大堂，並非零售單位，不供永久租用
二樓全層	商業	3,977.0	
三樓全層	商業	4,493.0	
部分六層	辦公樓	1,487.3	
部分七層	辦公樓	818.1	
部分八層	辦公樓	922.2	
部分九層	辦公樓	795.7	
部分十層	辦公樓	1,383.3	
十一層全層	辦公樓	1,844.3	
十六層全層	辦公樓	1,844.3	
部分十七層	辦公樓	1,717.9	
十八層及十九層全層	辦公樓	3,688.7	各層為1,844.34平方米
部分二十層	辦公樓	1,613.8	
部分二十一層	辦公樓	1,613.8	
二十二層至二十八層全層	辦公樓	12,910.4	各層為1,844.34平方米
	總計：	42,397.4	

附註： 建築面積及用途之細分乃以房屋所有權證及中國法律意見為基礎。

2.7 發展物業規格、服務設施及裝修

城建大廈由強化混凝土建成，主要大堂之牆壁及地面用雲石或花崗岩裝飾，並有石膏假天花。樓宇規格包括中央冷氣，主要服務設施(包括水電及電訊)接駁至樓宇。

辦公樓部分之裝修一般採用地氈或相同地磚、牆紙及假天花。

兩部載客升降機、四部扶手電梯及四條樓梯供零售群樓使用，多部辦公升降機供所有層數使用。

六部載客升降機、兩部載貨升降機及兩條樓梯供辦公樓部分使用。

該大廈維持在與其樓齡相符之合理狀況。該大廈由廣州怡城物業管理有限公司管理，廣州怡城物業管理有限公司負責向租戶收取所有管理費，並處理有關該發展物業之日常運作及支銷。

消防安全措施包括整幢大廈安裝了自動灑水頭、煙霧偵測器、火警警報系統及滅火器。關於樓宇狀況之進一步資料，請參考《樓宇狀況調查報告》。

2.8 發展物業樓宇狀況

根據《樓宇狀況調查報告》，該大廈維持在合理狀況。城建大廈及其汽車出入口整體上符合廣州市城市建設開發有限公司所提供之竣工圖。

至於不符規劃之處，樓宇測量師發現某些輕微偏差，例如額外儲物室。

關於樓宇狀況之進一步資料，請參考《樓宇狀況調查報告》。

吾等認為該等不符規劃之處對相關物業之價值並無重大影響。

2.9 目前租金收入

於估值日，相關物業零售部分14.5%或1,711.4平方米及辦公樓部分7.0%或2,126.5平方米為空置。

根據於估值日所提供之租金登記冊（吾等已檢查其中20%租約（即佔現時租金收入總額約30%）之樣本並認為它們妥當正常），現有月租收入淨額及相等之年租收入淨額如下：

部分	建築面積 (平方米)	月租收入淨額 (人民幣)	年租收入淨額 (人民幣)
零售部分	10,046.2	623,194	7,478,328
辦公樓部分	28,513.3	2,675,351	32,104,212

於估值日，就零售部分而言，零售單位租予5名租戶。就辦公樓部分而言，辦公樓單位租予超過50名租戶。

據所提供資料，吾等明白租金收入不包括物業管理費及其他支銷，例如：水電、煤氣、電話、冷氣費等。

於估值日，目前現時租金收入淨額總數及估計市值租金總數分別為人民幣3,298,545元及人民幣3,767,314元。目前現時租金收入淨額總數較估計市值租金收入總數低12%。估計市值月租收入淨額乃依據第3.1節所載相關物業零售及辦公樓部分不同層數之單價市值租金收入。

於估值日，據管理人所提供資料，相關物業存在有關連人士之出租，包括101及部分二樓興業公司、部分103室廣州怡城物業管理有限公司及部分十六樓，當中租約如下：

單位	租戶	建築面積 (平方米)	月租淨額 (人民幣)	單位 月租淨額 (每平方米 人民幣)	於估值日之 市值租金 (每平方米 人民幣)	租期 由	至
101室	興業公司	881.3	110,144	125	200	二〇〇二年 九月十五日	二〇〇五年 十二月三十一日
部分二樓	興業公司	639.9	42,095	66	140	二〇〇三年 十一月一日	二〇〇五年 十二月三十一日
部分103室	廣州怡城物業管理有限公司	97.0	485	5	200	二〇〇四年 五月一日	二〇〇六年 四月三十日
部分十六樓	越秀投資有限公司	922.2	82,995	90	90	二〇〇五年 一月一日	二〇〇七年 十二月三十一日
部分十六樓	香港越秀企業(集團)有限公司 廣州辦事處	46.1	4,153	90	90	二〇〇五年 一月一日	二〇〇七年 十二月三十一日
部分十六樓	香港越秀投資有限公司廣州辦事處	138.3	12,449	90	90	二〇〇五年 一月一日	二〇〇七年 十二月三十一日

據管理人所告知，於估值日期吾等明白有關連人士廣州怡城物業管理有限公司之部分103室租約將繼續按與現有租約相同之租金水平續訂，而有關連人士之101室及部分二樓租約將按當時市值租金續訂，吾等進行估值時已考慮此點。

該物業由來自各行業之多名租戶佔用，例如金融／保險、物業、資訊科技、電訊、製造／工程、航運等。

2.10 出租率

根據中國法律意見，於估值日，總建築面積約38,559.4平方米之大部分相關物業已租予各租戶，即越秀房託基金將收購之相關物業之出租率約為91%。相關物業由多名租戶佔用，例如廣州智慧谷發展有限公司、廣州中遠國際貨運有限公司、泰康人壽保險股份有限公司、廣州中遠國際貨運有限公司、深圳發展銀行、金盛人壽保險有限公司廣州分公司及廣州移動通信有限公司廣東分行。

2.11 租賃週期期限及租期屆滿概況

整體上，全部租約之租期一般介乎一年至六年不等，並按照當地正常商業條款訂立，經同意月租淨額一般介乎每平方米人民幣40元至每平方米人民幣503元，零售及辦公樓部分之平均單價月租淨額分別為每平方米人民幣62元及每平方米人民幣94元。

租期期限詳情如下：

租期多於 (年)	租期少於 或等於 (年)	按數目計 (%)	按建築 面積計 (%)
零	一	24.7	18.9
一	二	26.0	11.0
二	三	36.3	31.9
三	四	6.5	9.6
四	五	5.2	1.8
五	六	1.3	17.6
空置面積		不適用	9.0
		100	100
		100	100

租期屆滿概況詳情如下：

將於下列各年期滿之租約百分比	按數目計 (%)	按建築 面積計 (%)
二〇〇五年	16.2	8.6
二〇〇六年	52.9	32.1
二〇〇七年	25.0	19.9
二〇〇八年	4.4	11.9
二〇〇九年	0.0	0.0
二〇一〇年及以後	1.5	18.5
空置	不適用	9.0
	100.0	100.0
總計	100.0	100.0

就零售部分一樓而言，與有關連人士簽訂之租約除外，該等租約之租期一般介乎兩年至五年不等，並按照當地正常商業條款訂立，經同意月租淨額於估值日整體上介乎每平方米人民幣107元至每平方米人民幣503元。

就零售部分二樓及三樓而言，與二樓一位有關連人士簽訂之租約除外，該等租約之租期一般為兩年及六年，並按照當地正常商業條款訂立，經同意月租淨額於估值日分別為每平方米人民幣75元及每平方米人民幣40元。

至於辦公樓部分，該等租約之租期一般介乎一年至三年不等，並按照當地正常商業條款訂立，於估值日，經同意月租淨額整體上介乎每平方米人民幣80元至每平方米人民幣115元。

2.12 重要租金調整規定概要

相關物業有以下重要租金調整規定：

層數	建築面積 (平方米)	月租 收入淨額 (人民幣)	租期	
			由	至
一層一個單位	234.4	117,850	二〇〇二年 十一月一日	二〇〇五年 十月三十一日
		123,743	二〇〇五年 十一月一日	二〇〇七年 十月三十一日
部分二層及三層一個單位	7,830.1	313,203	二〇〇三年 一月一日	二〇〇六年 六月三十日
		344,523	二〇〇六年 七月一日	二〇〇七年 六月三十日
		396,201	二〇〇七年 七月一日	二〇一〇年 六月三十日
		免租	二〇〇一年 九月一日	二〇〇一年 十一月三十日
二十六層一個單位	1,844.3	151,236	二〇〇一年 十二月一日	二〇〇三年 八月三十一日
		160,310	二〇〇三年 九月	二〇〇四年 八月三十一日
		169,929	二〇〇四年 九月一日	二〇〇五年 八月三十一日
		180,125	二〇〇五年 九月一日	二〇〇六年 八月三十一日
		免租	二〇〇一年 十月十七日	二〇〇一年 十二月三十一日
		175,212	二〇〇二年 一月一日	二〇〇三年 十月十六日
		182,220	二〇〇三年 十月十七日	二〇〇四年 十月十六日
二十七層一個單位	1,844.3	189,509	二〇〇四年 十月十七日	二〇〇五年 十月十六日
		197,089	二〇〇五年 十月十七日	二〇〇六年 十月十六日
		免租	二〇〇一年 十月十七日	二〇〇一年 十二月三十一日

根據中國法律意見，相關物業並無分租或租賃(202室及301室之租約除外)，吾等認為上述分租不會影響相關物業之價值。

吾等並不知悉有任何可能影響相關物業價值之重大選擇購或優先購買權。吾等已在估值中考慮續租之權利。

2.13 過往支銷

據管理人所告知，租戶目前就零售及辦公樓部分每月支付之物業管理費分別為每平方米人民幣33元及每平方米人民幣25元，物業管理費收入總額能彌補物業管理開支總額。

吾等認為目前物業管理費與區內同類發展物業辦公樓市場水平一致。（見第2.14.3一節）

2.14 物業管理

2.14.1 租賃服務協議

管理人、福達地產投資有限公司（「物業公司」）與廣州怡成物業管理有限公司（「租賃代理」）於二〇〇五年十二月七日簽訂一份租賃服務協議，最初年期為三年。根據此協議，租賃代理（亦為城建大廈之物業管理人）每年將收取之報酬為租賃代理從經營相關物業中應收總收入4%（「服務費」）。租賃代理同意，只要它一直是城建大廈之物業管理人，支付予租賃代理之服務費亦將清償物業管理費，根據物業管理協議，租賃代理有權向物業公司就相關物業任何空置單位收取物業管理費。

2.14.2 業主公約

業主公約於二〇〇五年六月二十七日在城建大廈業主大會上一項決議案中獲通過。業主公約包括關於以下方面之條文：公共範圍定義、公共設施及其他條款、個別業主之實益權益及責任、地產發展商之權利、管理之一般、財務及其他問題、管理費及其他收費、物業管理人之權利及職責、業主會議及業主委員會及其他有關問題。

2.14.3 物業管理費

據管理人所告知，租戶目前就零售及辦公樓部分每月支付之物業管理費分別為每平方米人民幣33元及每平方米人民幣25元，與區內同類發展物業之市場水平一致。

樓宇名稱	零售部分 管理費 (每平方米 人民幣)	辦公樓部分 管理費 (每平方米 人民幣)
高盛大廈	不適用	27
時代廣場	36	26
金利來大廈	33	29
平安保險大廈	36	27

3. 估值

3.1 收入資本化計算法

此方法透過資本化過程將來自該物業之實際及預期收入淨額轉換成價值，將收入淨額轉換成價值之最常用方法乃「年期及復歸」法。

此方法考慮目前來自現有空置之現時租金及日後潛在收入，透過按全部租出基準將租金淨額資本化，按公開市場基準估計相關物業之價值。

按此估值方法，租金收入總額分為年期收入及復歸收入。年期價值涉及將目前現有租期內之現時租金收入資本化。於租期滿後，復歸價值於剩下土地使用權期內被視作目前市值租金，並按全部租出基準資本化，然後復歸至估值日。

吾等已將個別回報率應用在相關物業之零售及辦公樓部分，零售部分之回報率較高，以反映市場普遍認為零售物業市場存在較高風險，而在廣州，零售物業市場相對辦公樓市場較不成熟及波動較大(即零售回報率高於辦公樓回報率)。

為了使復歸價值復歸至現時日期，吾等已使用與相關物業特定部分之復歸回報率相同之現值率。現值乃未來現金流量之現時貨幣價值，並反映於相似資產中投資之機會成本，預期該項相似資產賺取之有利回報將與相關物業差不多。

吾等在編製估值時已考慮到區內同類優質辦公樓及零售發展物業之可資比較開價或已交易租金。

就零售部分一層而言，於估值日，現時月租淨額整體上一般介乎每平方米人民幣107元至每平方米人民幣503元，平均為每平方米人民幣170元。至於零售部分二層及三層，現時月租淨額分別為每平方米人民幣75元及每平方米人民幣40元。吾等認為，於估值日，目前一層、二層及三層之現時租金整體上分別低於每平方米人民幣200元、每平方米人民幣140元及每平方米人民幣100元之市場水平。

至於辦公樓部分，現時月租淨額整體上一般介乎每平方米人民幣80元至每平方米人民幣115元，平均為每平方米人民幣94元。吾等認為目前現時租金於估值日稍高於每平方米人民幣90元之平均市場水平。

為了組成市場上可資比較數據，吾等從吾等之數據庫(以吾等所得最新數據為基礎)中辨認出多項可資比較物業。由於吾等所得實際交易數目有限，故此吾等分析二〇〇四年區內多幢同類樓宇之出租，吾等認為該等可資比較數據足以計算得出相關物業之市值租金。

可資比較租金詳情如下：

可資比較零售租金收入：

	可資比較物業一	可資比較物業二	可資比較物業三	可資比較物業四	可資比較物業五
地址	林和西路	林和西路	體育東路	天河路	天河路
地區	天河區	天河區	天河區	天河區	天河區
交易日期	二〇〇四年十二月	二〇〇四年十二月	二〇〇四年十一月	二〇〇四年五月	二〇〇四年四月
單位	一個商舖單位	一個商舖單位	一個商舖單位	一個商舖單位	一個商舖單位
層數	一樓	一樓	群樓	一樓	一樓
建築面積(平方米)	505	223.8	約1,000	30	45.5
落成日期	二〇〇四年	二〇〇四年	二〇〇三年	一九九五年	一九九五年
交易性質	已交易	已交易	已交易	已交易	已交易
租期(年)	5.00	6.00	6.00	6.00	6.00
租約開始日期	二〇〇四年 十一月一日	二〇〇四年 十月十六日	二〇〇四年 十一月十五日	二〇〇四年 五月二十六日	二〇〇四年 六月
租約期滿日期	二〇〇九年 十月三十一日	二〇一〇年 十月十五日	二〇一〇年 十月十四日	二〇一〇年 五月二十五日	二〇一〇年 六月
月租收入淨額， 按建築面積計 (人民幣)	75,750	31,329	282,080	37,800	45,500
月租收入淨額， 按建築面積計 (每平方米 人民幣)	150	140	282	1,260	1,000
經調整月租 收入淨額， 按建築面積計 (每平方米人民幣)	121	101	277	278	221

吾等已考慮五項可資比較物業，以得出相關物業群樓一層之租金。依據上表就時間、地點、樓宇質素、面積大小、行人流量等所作出之調整，該等可資比較物業之經調整單位租金介乎每平方米人民幣101元至每平方米人民幣278元。計算出全部五項可資比較物業之平均數將得出相關物業群樓一層之單價月租為每平方米人民幣200元。至於二層及三層，透過給予30%及50%折讓以反映層數不同，單價月租分別為每平方米人民幣140元及每平方米人民幣100元。

可資比較辦公樓租金收入：

	可資比較物業一	可資比較物業二	可資比較物業三	可資比較物業四	可資比較物業五	可資比較物業六	可資比較物業七	可資比較物業八
地址	體育西路	體育西路	體育西路	體育西路	體育西路	體育西路	體育西路	體育西路
地區	天河區	天河區	天河區	天河區	天河區	天河區	天河區	天河區
交易日期	二〇〇五年九月	二〇〇五年九月	二〇〇五年九月	二〇〇五年九月	二〇〇五年九月	二〇〇五年八月	二〇〇五年八月	二〇〇五年八月
單位	一個辦公樓單位	一個辦公樓單位	一個辦公樓單位	一個辦公樓單位	一個辦公樓單位	一個辦公樓單位	10C	一個辦公樓單位
層數	十九樓	十樓	十九樓	二十四樓	十九樓	九樓	十樓	十七樓
建築面積(平方米)	208.2	230.5	126.5	818.1	126.5	104.1	126.5	208.2
落成日期	一九九七年	一九九七年	一九九七年	一九九七年	一九九七年	一九九七年	一九九七年	一九九七年
實用率	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%
交易性質	已交易	已交易	已交易	已交易	已交易	已交易	已交易	已交易
租期(年)	2.00	2.00	0.99	2.06	1.00	0.58	2.00	0.42
租約開始日期	二〇〇五年 九月一日	二〇〇五年 九月一日	二〇〇五年 九月一日	二〇〇五年 九月九日	二〇〇五年 九月一日	二〇〇五年 八月一日	二〇〇五年 八月一日	二〇〇五年 八月一日
租約期滿日期	二〇〇七年 八月三十一日	二〇〇七年 八月三十一日	二〇〇六年 八月三十日	二〇〇七年 九月三十日	二〇〇六年 八月三十一日	二〇〇六年 二月二十八日	二〇〇七年 七月三十一日	二〇〇五年 十二月三十一日
月租收入淨額， 按建築面積計 (人民幣)	18,737	20,749	11,760	73,626	11,381	9,161	11,381	19,571
月租收入淨額， 按建築面積計 (每平方米人民幣)	90	90	93	90	90	88	90	94
經調整月租收入 淨額，按建築面積計 (每平方米人民幣)	90	90	93	90	90	88	90	94

依據可資比較物業一至八(位於城建大廈內及於近期交易)之分析，平均經調整單價租金約為每平方米人民幣90元。吾等已將上述數字與列於下表內之其他樓宇之可資比較數據相互參照，吾等認為每平方米人民幣90元乃屬合理。

可資比較辦公樓租金收入：

	可資比較物業九	可資比較物業十	可資比較物業十一	可資比較物業十二	可資比較物業十三	可資比較物業十四
地址	黃埔大道西	體育西路	天河北路	天河北路	林和西路	林和西路
地區	天河區	天河區	天河區	天河區	天河區	天河區
交易日期	二〇〇五年三月	二〇〇四年十一月	二〇〇五年四月	二〇〇五年三月	二〇〇五年八月	二〇〇五年七月
單位	全層	全層	5201、5204-06	5301、5308	1405	3401、3402、 3408、3409
層數	二十四樓	二十三樓	五十二樓	五十三樓	十四樓	三十四樓
建築面積(平方米)	1345.8	1,222.6	1108.5	648.6	161.5	1,623.3
落成日期	二〇〇〇年	二〇〇三年	一九九七年	一九九七年	二〇〇四年	二〇〇四年
實用率	70%	70%	65%	65%	70%	70%
交易性質	已交易	已交易	已交易	已交易	已交易	已交易
租期(年)	2.92	3.00	1.69	1.92	2.00	5.00
租約開始日期	二〇〇五年 四月十一日	二〇〇四年 十一月一日	二〇〇五年 四月二十四日	二〇〇五年 五月二十一日	二〇〇五年 八月十日	二〇〇五年 八月一日
租約期滿日期	二〇〇八年 三月十日	二〇〇七年 十月三十一日	二〇〇六年 十二月三十一日	二〇〇七年 四月二十日	二〇〇七年 八月九日	二〇一〇年 七月三十一日
月租收入淨額， 按建築面積計 (人民幣)	100,935	110,036	146,428	97,286	21,485	202,909
月租收入淨額， 按建築面積計 (每平方米人民幣)	75	90	132	150	133	125
經調整月租收入 淨額，按建築面積計 (每平方米人民幣)	85	94	113	125	116	112

於估值日，現有每月租金淨額為人民幣3,298,545元，預期該發展物業將維持目前約91%之出租率水平，與市場上同類物業之出租率一致。

吾等進行評估時，零售部分所採用之年期回報率為11%，而辦公樓部分則為8.5%。所採用之年期回報率低於市場回報率，原因是相關物業之目前現時租金收入低於估計目前市值租金收入。零售部分所採用之復歸回報率為12%，而辦公樓部分則為9.5%。吾等已將個別回報率應用在相關物業之零售及辦公樓部分，零售部分之回報率較高，以反映市場普遍認為零售物業市場存在較高風險，而在廣州，零售物業市場相對辦公樓市場較不成熟及波動較大。

於估值日，年期回報率用來將目前現時租金收入資本化，而復歸回報率則用來轉換復歸租金收入。此方法通常用來對提供收入之物業進行估值。

復歸回報率乃依據單價市值租金及為相關物業搜集之可資比較單價市值之分析，據過往分析，零售裙樓一層之單價市值租金為每平方米人民幣200元。於第3.3節，一層之單價市值為每平方米人民幣20,500元，市場回報率為11.7%。吾等採用12%作為相關物業零售部分之復歸回報率，12%乃在市場上可資比較交易之範圍內，詳情如下：

零售市場：

單位	樓宇	地址	建築面積 (平方米)	交易日期	實際交易價格 (人民幣)	每平方米售價 (每平方米 人民幣)	於交易日之	於交易日	市場回報率 (附註2)
							估計單位年度 市值租金淨額 (每平方米 人民幣) (附註1)	之出租 狀況	
全層	保密	保密	35,000	二〇〇四年底	265,000,000	7,571	796	20年售後租回	10.5%
全層	保密	體育西路	1,147	二〇〇四年九月	51,608,075	44,994	4,752	空置	10.6%
B205	保密	保密	15.6	二〇〇五年九月	1,244,800	79,795	9,600	空置	12.0%
B107	保密	保密	16.5	二〇〇五年九月	1,405,050	85,155	10,260	空置	12.0%
三個商舖單位		體育東路	463	二〇〇四年九月	10,645,780	22,993	2,688	空置	11.7%

附註：

- 1) 估計市值租金收入淨額乃依據吾等對近期可資比較物業出租之分析。
- 2) 市場回報率乃每年估計市值租金收入淨額除以實際交易價格。

據過往分析，辦公樓部分之單價市值租金為每平方米人民幣90元。於第3.3節，辦公樓部分之單價市值為每平方米人民幣10,800元，市場回報率為10%。吾等採用9.5%作為辦公樓部分之復歸回報率，此乃依據可資比較交易之平均市場回報率，詳情如下：

辦公樓市場：

單位	地址	建築面積 (平方米)	交易日期	實際交易價格 (人民幣)	每平方米 售價 (每平方米 人民幣)	於交易日之	於交易日	市場回報率 (附註2)
						估計單位年度 市值租金淨額 (每平方米 人民幣) (附註1)	之出租 狀況	
一個辦公樓單位	體育西路	1,450.8	二〇〇四年九月	14,508,043	10,000	1,080	空置	10.8%
一個辦公樓單位	體育東路	188.8	二〇〇四年十一月	2,529,920	13,400	1,128	空置	8.4%
一個辦公樓單位	體育東路	191.7	二〇〇四年十一月	2,454,272	12,796	1,128	空置	8.8%
一個辦公樓單位	體育東路	189.5	二〇〇四年十二月	2,822,805	14,896	1,260	空置	8.5%
一個辦公樓單位	林和西路	229.3	二〇〇五年八月	2,866,125	12,449	1,512	空置	12.1%

附註：

- 1) 估計市值租金收入淨額乃依據吾等對近期可資比較物業出租之分析。
- 2) 市場回報率乃每年估計市值租金收入淨額除以實際交易價格。

就零售及辦公樓市場而言，可資比較數據源自高力國際物業顧問(香港)有限公司之數據庫，並依據可資比較整體地點計算，由於整幢樓宇銷售數目有限，故此吾等亦採用區內較小單位之銷售。

吾等評估相關物業之價值為411,000,000港元。

概述如下：

物業	年期回報率	復歸回報率	單價價值，	
			價值 (港元)	按建築面積計 (每平方米港元)
零售部分	11%	12%	86,000,000	7,314
辦公樓部分	8.5%	9.5%	325,000,000	10,607
		總計：	411,000,000	9,694

3.2 現金流量貼現分析

根據國際評估準則委員會(第七版)之定義，現金流量貼現分析指就經營房地產物業日後產生現金流量採用明確假設之金融模型技巧。此分析涉及預測經營房地產物業之一連串定期現金流量，並就該一連串預測現金流量採用適當貼現率，以制訂關於該等物業租金收入現值之指標。在經營房地產物業之情況下，定期現金流量一般指估計租金收入總額減空置、壞賬、稅務影響(印花稅、城市房地產稅、堤圍防護費及營業稅)、服務費及其他經營開支。然後，該一連串定期經營收入淨額，連同預計於預測期終時之終值估計金額，按貼現率貼現至現值，該貼現率乃資本成本或用以轉換日後應付或應收貨幣金額之回報率。

吾等已於十年投資年期每月進行現金流量貼現分析，第十一年之收入淨額於餘下所有權年期按適當回報率資本化。此分析衡量於假設投資年期內之租金及資本增長，讓投資者或業主可對物業可能帶來之長期回報作出評估。此分析通常用於對提供投資收入之物業進行估值。

就相關物業而言，吾等進行計算時就辦公樓部分採用之最終資本化率為8%，而就零售部分採用之最終資本化率為10%。此乃依據吾等對市場上適用年期回報率之分析(載於第3.1節)，並給予折讓以反映吾等將第十一年租金收入淨額資本化之事實，該折讓反映扣除前租金收入與租金收入淨額之差額，以及考慮到租金收入淨額較扣除前租金收入提供更佳保障。

吾等進行計算時已就相關物業採用11%貼現率，該貼現率乃用以轉換日後應付或應收貨幣金額至現值之回報率，理論上反映資本之機會成本。吾等在達致上述貼現率時，已研究一項商用物業於十年內所賺取投資回報之市場現況。吾等亦已調查活躍物業投資者在市場上購買購物中心及辦公樓所需回報率。基於上文所述，吾等認為市場對辦公樓及零售物業之預期回報率約為10%至12%。吾等注意到，由香港金融管理局發行之十年期外匯基金票據之孳息率於二〇〇五年九月三十日約為4.17%，顯示上述物業之風險溢價介乎5.83%至7.83%。依據吾等對國際市場上可資比較銷售之分析，溢價較高反映中國相關內在投資風險及物業風險。吾等認為，由於香港是最鄰近中國之成熟市場，故此就中國物業投資採用香港無風險回報率較為恰當。

在達致吾等編製之定期現金流量時，吾等已考慮租金年增長率，以評估於租期屆滿時用以釐定現金流量之預測租金收入。所採用之租金增長率與高緯物業顧問有限公司編製之獨立市場研究報告所載之預測一致。

吾等已估計相關物業未來十年內每年之租金收入增長。每項租賃之租金增長模式反映各租約之租金調整規定，包括分期加租（如適用）。吾等假設於租約期滿後新訂或現有兩年至五年之租約一般按三年租期及當時現有市值租金授出或續訂。

吾等在該投資組合中已考慮年度空置撥備及壞賬撥備，依據目前空置情況，零售及辦公樓部分之年度空置撥備分別約為2%及4%。吾等參照過往壞賬比率，認為壞賬撥備應為已收租金淨額之1%。就城建大廈而言，二〇〇三年壞賬比率為1.3%，二〇〇四年為1.8%，而截至二〇〇五年六月三十日止六個月則為0.5%。

吾等已參考《樓宇狀況調查報告》，該份調查報告指出，由於相關物業維持在與其樓齡相符之合理狀況，故此將不會導致即時資本開支。吾等已採用管理人所提供由二〇〇六年至二〇一五年大規模維修保養成本之預測。由於管理人向吾等表示用作維持相關物業目前狀況之小規模例行維修保養成本由租戶支付之物業管理費彌補，故此並無就小規模例行維修保養之預期成本作出扣除。據管理人所告知，不符規劃之處所導致之任何成本將由越秀投資有限公司（「越秀投資」）清償。

吾等亦已就營業稅、印花稅、城市房地產稅、堤圍防護費、保險、大規模維修保養成本及服務費扣除款項。

吾等在進行計算時並無扣除任何收購成本及出售成本，吾等認為此乃未來買家之考慮因素。

吾等在編製相關物業之估值時已考慮區內同類優質辦公樓及零售發展物業之可資比較開價或已交易租金。詳情請參閱本報告第3.1節。

吾等在進行評估時，利用下列假設以對該物業進行估值：

物業	辦公樓部分	零售部分
最終資本化率	8%	10%
貼現率	11%	11%
增長率－第一年	5%	5%
增長率－第二年	-2%	6%
增長率－第三年	-4.5%	8%
增長率－第四年	-4.5%	5.5%
增長率－第五年	-2%	5.5%
增長率－第六至第十年	6%	5%
空置虧損	4%	2%
壞賬	1%	1%

根據吾等之當地市場研究，未來數年將有大量新辦公樓推出市面，吾等相信這將對辦公樓市值租金收入增長造成不利影響，並預料短期至中期城建大廈將出現負增長率，但預期這只是暫時性，預期其後辦公樓市值租金收入將回復正增長。吾等已參考由高緯物業顧問有限公司編製之《獨立市場研究報告》。

空置虧損乃依據吾等對供求之意見及吾等對廣州有關物業市場之當地市場知識。

吾等在現金流量折現分析中依據管理人所提供之資料，吾等預測下列有關該大廈之支銷於未來十年按以下款額支出：

預測支銷項目	預測支銷
服務費(依據租賃服務協議)	租金收入總額4%
大規模維修保養成本(據管理人所告知)	二〇〇六年人民幣349,500元
	二〇〇七年人民幣250,800元
	二〇〇八年人民幣1,065,900元
	二〇〇九年人民幣461,700元
	二〇一〇年人民幣666,900元
	二〇一一年人民幣148,200元
	二〇一二年人民幣399,000元
	二〇一三年人民幣159,600元
	二〇一四年人民幣79,800元
	二〇一五年人民幣210,900元
雜項開支	租金收入淨額0.2%
保險	固定款額
營業稅	租金收入5.0%
堤圍防護費	租金收入0.09%
城市房地產稅	樓宇原有價值 × 70% × 1.2%
印花稅	租金收入總額0.1%

參考《樓宇狀況調查報告》，預測支銷項目並無包括即時資本開支。

基於上文所述，吾等評估相關物業之價值為360,000,000港元，已考慮有關稅項及成本項目之支銷。

概述如下：

物業	資本化率	貼現率	單價價值，	
			價值 (港元)	按建築面積計 (每平方米港元)
零售部分	10%	11%	105,000,000	8,930
辦公樓部分	8%	11%	255,000,000	8,323
		總計：	<u>360,000,000</u>	<u>8,491</u>

3.3 銷售比較法

按銷售比較法，吾等已考慮同類物業之銷售及有關市場數據，並透過對可資比較數據作出調整來釐定價值。整體上，相關物業與在公開市場上已交易之同類物業之銷售作比較。

吾等在編製相關物業估值時已考慮到區內同類優質辦公樓及發展物業之可資比較開價或已交易數據。

為了組成市場上可資比較數據，吾等從吾等之數據庫(以吾等所得最新數據為基礎)中辨認出多項可資比較物業。由於吾等所得實際交易數目有限，故此吾等分析二〇〇四年區內多幢同類樓宇之交易，吾等認為該等可資比較數據足以計算得出相關物業之市值。

吾等已就各項因素作出調整，例如地點、樓齡、實用率及時間。詳情如下：

可資比較零售銷售物業：

	可資比較物業一	可資比較物業二	可資比較物業三	可資比較物業四	可資比較物業五	可資比較物業六	可資比較物業七
地址	體育東路	體育東路	體育東路	體育東路	體育東路	體育東路	體育西路
地區	天河區						
交易日期	二〇〇四年五月	二〇〇四年七月	二〇〇四年七月	二〇〇四年九月	二〇〇四年九月	二〇〇四年九月	二〇〇四年九月
單位	一個商舖單位						
層數	一樓						
建築面積(平方米)	105.2	83.6	65.3	59.3	59.7	343.4	1,147.0
落成日期	二〇〇三年	二〇〇三年	二〇〇三年	二〇〇三年	二〇〇三年	二〇〇三年	二〇〇四年
交易性質	已交易						
交易價格，按建築面積計(人民幣)	7,150,880	4,920,955	4,041,651	1,374,020	1,374,020	7,897,740	51,608,075
交易價格，按建築面積計(每平方米人民幣)	67,974	58,863	61,894	23,015	23,015	22,999	44,994
經調整單價售價，按建築面積計(每平方米人民幣)	24,419	21,128	22,240	13,421	13,421	13,421	35,343

已依據吾等本身之判斷及市場知識作出調整。吾等已考慮七項可資比較物業，以得出相關物業群樓一層之單價市值。可資比較物業一至六位於同一幢樓宇內，而可資比較物業七則鄰近相關物業。依據上表就時間、地點、樓宇質素、面積大小、行人流量等所作出之調整，該等可資比較物業之經調整單價市值介乎每平方米人民幣13,421元至人民幣35,343元。計算出全部七項可資比較物業之平均數將得出相關物業群樓一層之單價市值為每平方米人民幣20,500元。至於二層及三層，透過給予30%及50%折讓以反映層數不同，單價市值分別為每平方米人民幣14,350元及每平方米人民幣10,250元。

為了組成市場上可資比較數據，吾等從吾等之數據庫(以吾等所得最新數據為基礎)中辨認出多項可資比較物業。由於吾等所得實際交易數目有限，故此吾等分析二〇〇四年區內多幢同類樓宇之出租，吾等認為該等可資比較數據足以計算得出相關物業之市值。

可資比較辦公樓銷售物業：

	可資比較物業一	可資比較物業二	可資比較物業三	可資比較物業四	可資比較物業五	可資比較物業六	可資比較物業七
地址	體育東路	體育東路	體育東路	體育東路	體育東路	體育東路	體育西路
地區	天河區						
交易日期	二〇〇四年十二月	二〇〇四年十二月	二〇〇四年十二月	二〇〇四年十一月	二〇〇四年十一月	二〇〇四年十一月	二〇〇四年九月
單位	一個辦公樓單位						
層數	十四樓	十四樓	十四樓	十一樓	二十七樓	十一樓	五樓
建築面積(平方米)	189.5	125.8	189.5	191.7	125.5	188.8	1,450.8
落成日期	二〇〇三年	二〇〇三年	二〇〇三年	二〇〇三年	二〇〇三年	二〇〇三年	二〇〇四年
實用率	77%	77%	77%	77%	77%	77%	75%
交易性質	已交易						
交易價格，按建築面積計 (人民幣)	2,822,805	1,874,569	2,822,805	2,454,272	1,756,720	2,529,920	14,508,043
交易價格，按建築面積計 (每平方米人民幣)	14,896	14,901	14,896	12,803	13,998	13,400	10,000
經調整單價售價，按建築面積計 (每平方米人民幣)	11,590	11,590	11,590	9,956	10,890	10,423	9,840

已依據吾等本身之判斷及市場知識作出調整。吾等已考慮十一項可資比較物業，以得出相關物業辦公樓部分之單價市值。可資比較物業一至六位於同一幢樓宇內，而可資比較物業七則鄰近相關物業。已就時間、地點、樓宇質素及面積大小作出調整，該等可資比較物業之經調整單價市值介乎每平方米人民幣9,840元至人民幣11,590元。計算出可資比較物業一至七之平均數將得出單價市值為每平方米人民幣10,800元。吾等已將上述數字與列於下表內之其他樓宇之可資比較數據相互參照，吾等認為每平方米人民幣10,800元乃屬合理。

可資比較辦公樓銷售物業：

	可資比較物業八	可資比較物業九	可資比較物業十	可資比較物業十一
地址	林和西路	林和西路	林和西路	林和西路
地區	天河區	天河區	天河區	天河區
交易日期	二〇〇五年八月	二〇〇五年七月	二〇〇五年七月	二〇〇五年五月
單位	1806	1808、1809	1807	2007
層數	十八樓	十八樓	十八樓	二十樓
建築面積(平方米)	229.3	295.2	96.2	96.2
落成日期	二〇〇四年	二〇〇四年	二〇〇四年	二〇〇四年
實用率	70%	70%	70%	70%
交易性質	已交易	已交易	已交易	已交易
開價/交易價格， 按建築面積計 (人民幣)	2,866,125	3,654,081	1,201,875	1,153,800
開價/交易價格， 按建築面積計 (每平方米人民幣)	12,499	12,378	12,494	11,994
經調整交易價格， 按建築面積計 (每平方米人民幣)	9,771	9,677	9,771	9,380

基於上文所述，吾等評估相關物業之價值為418,000,000港元。

概述如下：

物業	單價價值，	
	價值 (港元)	按建築面積計 (每平方米港元)
零售部分	105,000,000	8,930
辦公樓部分	313,000,000	10,215
	總計	9,859
	418,000,000	9,859

4. 估值概要

下表概述吾等以各方法所計算之結果：

估值方法／分析	價值 (港元)
收入資本化	411,000,000
現金流量貼現	360,000,000
銷售比較	418,000,000

依據吾等主要之估值法收入資本化計算法(包括現金流量貼現分析)，吾等認為相關物業(越秀房託基金將收購之物業權益)於估值日在其現況下之市值為三億八千五百五十萬港元(385,500,000港元)，並假設該等物業(連同現有租戶及物業業權概無任何重大產權負擔或缺失之利益)在市場上可供銷售。相關物業之市值乃採用收入資本化計算法及現金流量貼現分析計算得出之價值平均數。

越秀房託基金(「越秀房託基金」)將收購位於中華人民共和國(「中國」)廣東省廣州市天河區體育西路101號維多利廣場之物業(「相關物業」)多個單位之估值

1. 相關物業概要

據中國法律意見，有關相關物業之九份房屋所有權證已發出。

相關物業詳情概括如下：

- | | | |
|-------------------------|---|--|
| 1. 目前註冊擁有人 | : | 京澳有限公司 |
| 2. 土地使用權類別 | : | 出讓 |
| 3. 城市規劃用途分區 | : | 根據一九九七年一月二十七日簽訂之國有土地使用權出讓合同，維多利廣場所在土地之用途分區被描述為「商業／旅遊」。 |
| 4. 所評估權益 | : | 相關物業之租賃權益 |
| 5. 物業概述 | : | 相關物業包括一幢6層零售購物中心之部分連同1層地庫(詳情見第2.5節) |
| 6. 相關物業建築面積
(「建築面積」) | : | 27,698.1平方米 |
| 7. 租期 | : | |
| 地庫一層 | | 由二〇〇四年三月八日起四十年 |
| 101室 | | 由二〇〇四年三月八日起四十年 |
| 102室 | | 由二〇〇四年三月八日起四十年 |
| 一層(架空層) | | 由二〇〇四年三月八日起四十年 |
| 二層 | | 由二〇〇四年三月八日起四十年 |
| 三層 | | 由二〇〇四年三月八日起四十年 |
| 四層 | | 由二〇〇四年三月八日起四十年 |
| 五層 | | 由二〇〇四年三月八日起四十年 |
| 六層 | | 由二〇〇四年三月八日起四十年 |

8. 用途 :
- | | |
|---------|----------|
| 地庫一層 | — 非住宅／商業 |
| 101室 | — 非住宅 |
| 102室 | — 非住宅 |
| 一層(架空層) | — 非住宅 |
| 二層 | — 非住宅 |
| 三層 | — 非住宅 |
| 四層 | — 非住宅 |
| 五層 | — 非住宅 |
| 六層 | — 非住宅 |
9. 相關物業套內面積 : 22,847.9平方米
10. 相關物業可出租
總面積 : 27,262.3平方米
11. 維多利廣場建築
工程竣工日期 : 二〇〇三年
12. 估值方法 : 收入資本化計算法(包括現金流量貼現分析), 以銷售比較法作反覆核實
13. 估值日 : 二〇〇五年九月三十日
14. 於估值日在現況下
之市值 : 533,000,000港元
15. 單價價值,
按建築面積計 : 每平方米19,243港元
16. 於估值日之現時
收入淨額 : 每年人民幣30,902,628元
17. 於估值日之全部
租出收入淨額 : 每年人民幣30,902,628元
18. 於估值日之估計
市值租金收入 : 每年人民幣61,529,964元

19. 貼現率(僅就現金流量貼現分析而採納) : 11%
20. 於估值日之滙率 : 1港元=人民幣1.043元
21. 年期回報率 : 8.5%
22. 復歸回報率 : 10.5%
23. 於估值日之出租率 : 100%
24. 空置撥備 : 1%
25. 市場評述 : 鑑於其地點及交通接駁，吾等認為相關物業之可銷性為合理。

附註：用途以房屋所有權證及中國法律意見為基礎。

2. 相關物業

2.1 情況及地點

維多利廣場乃一幢六層高商業零售中心連同四層地庫，位於中國廣東省廣州市天河區體育西路101號。維多利廣場入口設有六層高玻璃大堂，樓宇前面為已鋪路面之行人購物大道。於檢查時，零售中心上蓋正興建兩幢辦公樓。據管理人所告知，該兩幢52層高及36層高辦公樓將於二〇〇七年落成。

維多利廣場位於天河路及體育西路交界，在廣州購書中心旁邊及鄰近天河城廣場。體育西路形成圍繞天河體育中心之其中一條通道，並已成為廣州市主要中央商務區之一。

2.2 周邊發展及環境問題

相關物業位於天河區，區內發展物業主要包括現代摩天商業大樓及低層零售購物中心，混雜一些較舊之中等高度住宅大樓。

由於位於天河體育中心較不繁忙一側，該段體育西路之行人流量適中。

吾等並不知悉相關地點及周圍地點存在任何環境問題或污染。由於中國之土地註冊制度，吾等無法追查有關過往建於相關地點上之物業之任何資料，故此，吾等無法評論污染之可能性及其對價值之影響，亦無法確定該地點過往之用途。

2.3 公共交通便利程度及接駁

由於體育西路沿路有的士及巴士等公共交通工具，故此，維多利廣場整體上交通方便。巴士站距離維多利廣場兩分鐘步行路程。

維多利廣場距離地鐵1號線體育西路站約十分鐘步行路程。地鐵3號線目前正在興建中，首段定於二〇〇五年底竣工。地鐵1號線及3號線計劃興建一條地下通道直達維多利廣場地庫一層，於竣工後將改善維多利廣場之交通接駁。

2.4 私家車接駁及臨路部分

維多利廣場位於天河路及體育西路交界，從體育西路可直達維多利廣場。

通往市內主要地區之車程時間：

白雲國際機場	45分鐘
天河城廣場	1分鐘
廣州火車東站	5分鐘

2.5 發展物業概述

維多利廣場乃一幢6層商業及零售中心連同4層地庫，位於廣州黃金地段商業區天河區體育西路101號。據管理人所提供資料，該發展物業之總建築面積為52,568.6平方米。

維多利廣場之面積細分概括如下：

層數	用途	建築面積 (平方米)
地庫一層至四層	停車場	24,870.5
地庫一層	商業	1,809.2
一層	商業(包括架空層)	3,033.5
二層	商業	3,968.9
三層	商業	4,756.7
四層	商業	4,756.7
五層	商業	4,769.9
六層	商業	4,603.2
	總計：	52,568.6

於檢查時，零售中心上蓋正興建兩幢辦公樓。據管理人所告知，該兩幢52層高及36層高辦公樓將於二〇〇七年落成。該兩幢辦公樓為東塔及西塔，估計於落成時樓面面積分別為58,823.0平方米及30,772.0平方米。

維多利廣場之地盤面積約10,477.0平方米，購物中心之地盤包括一幅主要臨路部分面向體育西路之標準地皮，其上建有一幢於二〇〇三年落成之六層高商業零售中心連同四層地庫。

維多利廣場之主要入口面向體育西路，由於體育西路沿路有巴士及的士等公共交通工具，故此，維多利廣場整體上交通方便。

相對區內其他購物中心而言，維多利廣場之佈局設計合理。

2.6 越秀房託基金將收購之權益

越秀房託基金將收購該發展物業一部分，將收購之權益詳情列載如下：

層數	用途	建築面積 (平方米)	套內樓面 面積 (平方米)
部分地庫一層	商業	1,809.2	1,503.6
一樓(101)	商業	473.7	442.3
一樓(102)	商業	1,553.5	1,451.0
一層	商業(架空層)	1,006.3	978.2
二層	商業	3,968.9	3,058.1
三層	商業	4,756.7	3,833.0
四層	商業	4,756.7	3,833.0
五層	商業	4,769.9	3,875.8
六層	商業	4,603.2	3,872.9
	總計：	27,698.1	22,847.9

附註：建築面積及用途之細分乃以房屋所有權證及中國法律意見為基礎。

2.7 發展物業規格、服務設施及裝修

維多利廣場由強化混凝土結構建成，一層至四層之公共部分用相同花崗岩地面及牆磚裝修，五層至六層之公共用花崗岩地磚裝修，而牆壁則用塑膠或塗上油漆及鋪牆紙。主要服務設施(包括水電及電訊)接駁至樓宇。

該大廈全部層數再分為多個單位，設有四部載客升降機，兩部扶手電梯供地庫至四樓使用，並設有六條樓梯。

相比鄰近其他購物中心，該發展物業之服務設施及裝修水平乃屬合理。

該大廈維持在與其樓齡相符之合理狀況。該大廈由廣州怡城物業管理有限公司管理，廣州怡城物業管理有限公司負責向租戶收取所有管理費，並處理有關該發展物業之日常運作及支銷。

消防安全措施包括整幢大廈安裝了自動灑水頭、煙霧偵測器、火警警報系統及滅火器。關於樓宇狀況之進一步資料，請參考《樓宇狀況調查報告》。

2.8 發展物業樓宇狀況

根據《樓宇狀況調查報告》，該大廈維持在合理狀況。該大廈被發現某些輕微損壞，狀況整體上符合其樓齡，於二〇〇五年九月進行檢查時並無發現結構性損壞。關於樓宇狀況之進一步資料，請參考《樓宇狀況調查報告》。

至於不符規劃之處，樓宇測量師發現某些輕微偏差，例如增建螺旋樓梯及天台樓梯口與竣工圖不符。

關於樓宇狀況之進一步資料，請參考《樓宇狀況調查報告》。

吾等認為該等不符規劃之處對相關物業之價值並無重大影響。

2.9 目前租金收入

於估值日，相關物業已全部租出。根據於估值日所提供之租金登記冊（吾等已檢查其中50%租約（即佔現時租金收入總數約60%）之樣本並認為它們妥當正常），現有月租收入淨額及相等之年租收入淨額如下：

建築面積 (平方米)	月租收入淨額 (人民幣)	年租收入淨額 (人民幣)
27,698.1	2,575,219	30,902,628

於估值日，相關物業租予22名租戶。

據所提供資料，吾等明白租金收入不包括物業管理費及其他支銷，例如水電、煤氣、電話、冷氣費等。

於估值日，目前現時已收租金收入淨額總數及估計市值租金總數分別為人民幣2,575,219元及人民幣5,127,497元。目前現時收入淨額總數較估計市值租金總數低50%。估計單價月租收入淨額乃依據第3.1節所載相關物業不同層數之單價市值租金收入。

據管理人所告知，於估值日，相關物業並無有關連人士之出租。

租戶組合詳情如下：

行業	建築面積 (平方米)	百分比
飲食	10,757.4	38.8
百貨公司	11,109.9	40.1
電力	1,809.2	6.5
銀行	872.1	3.2
零售商舖	3,149.5	11.4
房地產投資信託基金旗下總面積	<u>27,698.1</u>	<u>100.0</u>

2.10 出租率

根據中國法律意見，於估值日，總建築面積約27,262.3平方米之相關物業大部分已租予各租戶，即越秀房託基金將收購之相關物業之出租率為100%。相關物業由多名租戶佔用，例如廣州市新大新公司、廣州僑美發展有限公司、廣州市佬湘飲食有限公司、百勝餐飲(廣東)有限公司及招商銀行廣州分行。

2.11 租賃週期期限及租期屆滿概況

整體上，全部租約之租期一般介乎約兩年至十年不等，並按照當地正常商業條款訂立，經同意月租淨額一般介乎每平方米人民幣45元至每平方米人民幣414元，平均單價月租淨額為每平方米人民幣93元。租約最後期滿日期為二〇一四年四月。

大部分租戶於租約首兩年享有租金折扣。相關物業於二〇〇三年下半年推出時獲授30.0%的初步折扣，以吸引潛在租戶租用維多利廣場。二〇〇四年下半年，由於維多利廣場裙樓上蓋兩幢辦公樓展開工程，大部分租戶於工程進行期間獲進一步減租

20.0%，直至工程完成。三名相關物業的長期租戶更獲延長上述減租20.0%至竣工後三個月或四個月。

租期期限詳情如下：

租期多於 (年)	租期少於或 等於 (年)	按數目計 (%)	按建築 面積計 (%)
一	二	7.4	27.7
二	三	26.0	1.5
三	四	18.5	3.0
四	五	11.1	18.3
五	六	14.8	5.8
六	七	3.7	6.5
七	八	0.0	0.0
八	九	3.7	5.7
九	十	0.0	0.0
十	十一	14.8	31.5
		100.0	100.0
		100.0	100.0

租期屆滿概況詳情如下：

將於下列各年期滿之租約百分比	按數目計 (%)	按建築 面積計 (%)
二〇〇五年	0.0	0.0
二〇〇六年	33.3	2.8
二〇〇七年	8.3	0.7
二〇〇八年	20.9	4.2
二〇〇九年	8.3	2.0
二〇一〇年及以後	29.2	90.3
空置	不適用	0.0
總計	100.0	100.0
	100.0	100.0

就相關物業地庫及一樓至六樓而言，該等租約之租期一般各層有所不同，並按照當地正常商業條款訂立，於估值日已經同意的月租淨額列載如下。

層數	租約租期 (年)	經同意月租淨額範圍		
		由	至	平均
		(每平方米人民幣)		
地庫	6	170	170	170
一層	3至10	84	414	180
二層	5	90	90	90
三層	2至5	78	172	94
四層	5	80	128	81
五層	10	47	47	47
六層	8至10	45	56	52

2.12 重要租金調整規定概要

相關物業有以下重要租金調整規定：

單位	建築面積 (平方米)	月租 收入淨額 (人民幣)	租期	
			由	至
地庫一個單位	1,918.0	306,877	二〇〇五年四月一日	二〇〇七年四月三十日
		免租	二〇〇七年五月一日	二〇〇七年五月三十一日
		331,427	二〇〇七年六月一日	二〇〇九年五月三十一日
		357,941	二〇〇九年六月一日	二〇一一年五月三十一日
一層一個單位	840.0	145,000	二〇〇三年十二月十日	二〇〇五年十二月九日
		153,700	二〇〇五年十二月十日	二〇〇七年十二月九日
		162,922	二〇〇七年十二月十日	二〇〇九年十二月九日
		172,697	二〇〇九年十二月十日	二〇一一年十二月九日
		183,059	二〇一一年十二月十日	二〇一三年十二月九日
一層一個單位	775.6	156,669	二〇〇三年十二月十日	二〇〇五年三月三十一日
		152,121	二〇〇五年四月一日	二〇〇五年四月三十日
		156,669	二〇〇五年五月一日	二〇〇五年十二月九日
		162,874	二〇〇五年十二月十日	二〇〇六年十二月九日
		169,079	二〇〇六年十二月十日	二〇〇七年十二月九日
		176,059	二〇〇七年十二月十日	二〇〇八年十月十七日
一層一個單位	3,373.4	953,620	二〇〇五年七月一日	二〇〇六年三月三十一日
		1,001,301	二〇〇六年四月一日	二〇〇七年三月三十一日
		1,051,399	二〇〇七年四月一日	二〇〇八年三月三十一日
		1,777,503	二〇〇八年四月一日	二〇〇九年三月三十一日
		1,777,503	二〇〇九年四月一日	二〇一〇年三月三十一日

根據中國法律意見，相關物業並無分租或租賃。

吾等並不知悉有任何可能影響相關物業價值之重大選擇權或優先購買權。吾等已在估值中考慮續租之權利。

2.13 過往支銷

據越秀投資所告知，租戶目前就相關物業每月支付之物業管理費為每平方米人民幣48元，物業管理費收入總額能彌補物業管理開支總額。

吾等認為目前物業管理費與區內同類發展物業之市場水平一致。(見2.14.2一節)

2.14 物業管理

2.14.1 租賃服務協議

管理人、京澳有限公司(「物業公司」)與廣州怡城物業管理有限公司(「租賃代理」)於二〇〇五年十二月七日簽訂一份租賃服務協議，最初年期為三年。根據此協議，租賃代理(亦為維多利廣場之物業管理人)每年將獲支付之報酬為物業公司從經營相關物業中應收總收入4%(「服務費」)，再加上租戶對該大廈之經營開支所作出任何供款10%。租賃代理同意，只要它一直是維多利廣場之物業管理人，支付予租賃代理之服務費亦將清償物業管理費，根據物業管理協議，租賃代理有權向物業公司就相關物業任何空置單位收取物業管理費。

2.14.2 物業管理費

據管理人所告知，租戶目前就相關物業每月支付之管理費為每平方米人民幣48元，與區內同類發展物業之市場水平一致。

樓宇名稱	每月管理費 (每平方米人民幣)
天河城	58
中泰國際廣場	45
正佳廣場	58
時代廣場	46

3. 估值

3.1 收入資本化計算法

此方法透過資本化過程將來自該物業之實際及預期收入淨額轉換成價值，將收入淨額轉換成價值之最常用方法乃「年期及復歸」法。

此方法考慮目前來自現有空置之現時租金及日後潛在收入，透過按全部租出基準將租金淨額資本化，按公開市場基準估計相關物業之價值。

按此估值方法，租金收入總額分為年期收入及復歸收入。年期價值涉及將目前現有租期內之現時租金收入資本化。於租期滿後，復歸價值於剩下土地使用期內被視作目前市值租金，並按全部租出基準資本化，然後復歸至估值日。

為了使復歸價值復歸至現時日期，吾等已使用與相關物業特定部分之復歸回報率相同之現值率。現值乃未來現金流量之現時貨幣價值，並反映於相似資產中投資之機會成本，預期該項相似資產賺取之有利回報將與相關物業差不多。

吾等在編製估值時已考慮到區內同類優質零售發展物業之可資比較開價或已交易租金。

就相關物業而言，於估值日，地庫至六層之一般月租淨額如下：

層數	一般月租淨額範圍			目前市值 租金水平 (每平方米 人民幣)	比較 (低於或 高於市值 租金)
	由	至	平均		
地庫	170	170	170	216	低於
一層	84	414	180	360	低於
二層	90	90	90	288	低於
三層	78	172	94	252	低於
四層	80	128	81	216	低於
五層	47	47	47	198	低於
六層	45	56	52	180	低於

吾等認為，於估值日，相關物業各層目前之現時租金整體上低於市場水平。

為了組成市場上可資比較數據，吾等從吾等之數據庫(以吾等所得最新數據為基礎)中辨認出多項可資比較物業。由於吾等所得實際交易數目有限，故此吾等分析二〇〇四年區內多幢同類樓宇之出租，吾等認為該等可資比較數據足以計算得出相關物業之市值租金。

可資比較租金詳情如下：

	可資比較物業一	可資比較物業二	可資比較物業三	可資比較物業四
地址	林和西路	林和西路	天河路	天河路
地區	天河區	天河區	天河區	天河區
交易日期	二〇〇四年十二月	二〇〇四年十二月	二〇〇四年五月	二〇〇四年四月
單位	一個商舖單位	一個商舖單位	一個商舖單位	一個商舖單位
層數	一樓	一樓	一樓	一樓
建築面積(平方米)	505.0	223.8	30.0	45.5
落成日期	二〇〇四年	二〇〇四年	一九九五年	一九九五年
交易性質	已交易	已交易	已交易	已交易
租期(年)	5.00	6.00	6.00	6.00
租約開始日期	二〇〇四年 十一月一日	二〇〇四年 十月十六日	二〇〇四年 五月二十六日	二〇〇四年 六月
租約期滿日期	二〇〇九年 十月三十一日	二〇一〇年 十月十五日	二〇一〇年 五月二十五日	二〇一〇年 六月
月租收入淨額， 按建築面積計 (人民幣)	75,750	31,329	37,800	45,500
月租收入淨額， 按建築面積計 (每平方米人民幣)	150	140	1,260	1,000
經調整月租收入淨額， 按建築面積計 (每平方米人民幣)	191	162	607	482

吾等已考慮四項可資比較物業，以得出相關物業群樓一層之租金。已就時間、地點、樓宇質素、面積大小及行人流量作出調整，該等可資比較物業之經調整單位租金介乎每平方米人民幣162元至607元。計算出全部四項可資比較物業之平均數將得出相關物業群樓一樓之單價月租為每平方米人民幣360元，透過給予不同折讓百分比予不同層數，不同層數之單價市值月租如下：

層數	給予折讓 (%)	單價市值月租 (每平方米 人民幣)
地庫	40%	216
一層	0%	360
二層	20%	288
三層	30%	252
四層	40%	216
五層	45%	198
六層	50%	180

於估值日，現有月租收入淨額為人民幣2,575,219元，預期該發展物業將維持目前100%之出租率水平，高於市場上同類樓宇之出租率。

吾等進行評估時，所採用之年期回報率及復歸回報率分別為8.5%及10.5%。所採用之年期回報率低於下文所計算得出之市場回報率，原因是相關物業之目前現時租金收入低於估計目前市值租金收入。於估值日，年期回報率用來將目前現時租金收入資本化，而復歸回報率則用來轉換復歸租金收入。此方法通常用來對提供收入之物業進行估值。

復歸回報率乃依據單價市值租金及為相關物業搜集之可資比較單價市值之分析，據過往分析，零售裙樓一樓之單價市值租金為每平方米人民幣360元。於第3.3節，一樓之單價市值為每平方米人民幣40,300元，市場回報率為10.7%。吾等採用10.5%作為相關物業零售部分之復歸回報率，10.5%乃與市場上可資比較交易之一致，詳情如下：

零售市場：

單位	層數	地址	建築面積 (平方米)	交易日期	實際交易價格 (人民幣)	每平方米售價 (每平方米 人民幣)	於交易日之	於交易日	市場回報率 (附註2)
							估計單位年度 市值租金淨額 (每平方米 人民幣) (附註1)	之出租 狀況	
全層	一樓、 二樓及 地庫 一層	保密	35,000	二〇〇四年底	265,000,000	7,571	796	20年及 售後租回	10.5%
全層	一樓	體育西路	1,147	二〇〇四年九月	51,608,075	44,994	4,752	空置	10.6%
B205	一樓	保密	15.6	二〇〇五年九月	1,244,800	79,795	9,600	空置	12.0%
B107	一樓	保密	16.5	二〇〇五年九月	1,405,050	85,155	10,260	空置	12.0%
三個商舖 單位	一樓	體育東路	463	二〇〇四年九月	10,645,780	22,993	2,688	空置	11.7%

附註：

- 1) 估計市值租金收入淨額乃依據吾等對近期可資比較物業出租之分析。
- 2) 市場回報率乃每年估計市值租金收入淨額除以實際交易價格。

可資比較數據源自高力國際物業顧問(香港)有限公司之數據庫，並依據可資比較整體地點計算，由於整幢樓宇銷售數目有限，故此吾等亦採用區內較小單位之銷售。

吾等評估相關物業之價值為475,000,000港元。

概述如下：

物業	年期回報率	復歸回報率	單價價值，	
			價值 (港元)	按建築面積計 (每平方米港元)
維多利廣場	8.5%	10.5%	475,000,000	17,149

3.2 現金流量貼現分析

根據國際評估準則委員會(第七版)之定義，現金流量貼現分析指就經營房地產物業日後產生現金流量採用明確假設之金融模型技巧。此分析涉及預測經營房地產物業之一連串定期現金流量，並就該一連串預測現金流量採用適當貼現率，以制訂關於該等物業租金收入現值之指標。在經營房地產物業之情況下，定期現金流量一般指估計租金收入總額減空置、壞賬、稅務影響(印花稅、城市房地產稅、堤圍防護費及營業稅)、服務費及其他經營開支。然後，該一連串定期經營收入淨額，連同預計於預測期終時之終值估計金額，按貼現率貼現至現值，該貼現率乃資本成本或用以轉換日後應付或應收貨幣金額之回報率。

吾等已於十年投資年期每月進行現金流量貼現分析，第十一年之收入淨額於餘下所有權年期按適當回報率資本化。此分析衡量於假設投資年期內之租金及資本增長，讓投資者或業主可對物業大有可能帶來之長期回報作出評估。此分析通常用於對提供投資收入之物業進行估值。

就相關物業而言，吾等進行計算時採用之最終資本化率為9%。此乃依據吾等對市場上適用年期回報率之分析(載於第3.1節)，並給予折讓以反映吾等將第十一年租金收入淨額資本化之事實，該折讓反映扣除前租金收入與租金收入淨額之差額，以及考慮到租金收入淨額較扣除前租金收入提供更佳保障。

吾等進行計算時已就相關物業採用11%貼現率，該貼現率乃用以轉換日後應付或應收貨幣金額至現值之回報率，理論上反映資本之機會成本。吾等在達致上述貼現率時，已研究一項商用物業於十年內所賺取投資回報之市場現況。吾等亦已調查活躍物業投資者在市場上購買購物中心及辦公樓所需回報率。基於上文所述，吾等認為市場對零售物業之預期回報率約為10%至12%。吾等注意到，由香港金融管理局發行之十年期外匯基金票據之孳息率於二〇〇五年九月三十日約為4.17%，顯示上述物業之風險溢價介乎5.83%至7.83%。依據吾等對國際市場上可資比較銷售之分析，溢價較高反映中國相關內在投資風險及物業風險。吾等認為，由於香港是最鄰近中國之成熟市場，故此就中國物業投資採用香港無風險回報率較為恰當。

在達致吾等所提供之定期現金流量時，吾等已考慮租金年增長率，以評估於租期屆滿時用以釐定現金流量之預測租金收入。所採用之租金增長率與高緯物業顧問有限公司編製之獨立市場研究報告所載之預測一致。

吾等已估計相關物業未來十年內每年之租金收入增長。每項租賃之租金增長模式反映各租約之租金調整規定，包括分期加租（如適用）。吾等假設於租約期滿後，三份至十份新訂或現有之租約一般按三年租期及當時現有市值租金授出或續訂，以使現有長期租約於期滿後之租金預測將與長期租約中現有之遞增租金調整類似。

吾等在該投資組合中已考慮年度空置撥備及壞賬撥備，依據目前及預測空置情況，年度空置撥備約為1%。吾等參照過往壞賬比率，認為壞賬撥備應為已收租金淨額之1%。就維多利廣場而言，於有關期間並無壞賬。

吾等已參考《樓宇狀況調查報告》，該份調查報告指出，由於相關物業維持在與其樓齡相符之合理狀況，故此將不會導致即時資本開支。吾等已採用管理人所提供由二〇〇六年至二〇一五年大規模維修保養成本之預測。由於管理人向吾等表示用作維持相關物業目前狀況之小規模例行維修保養成本由租戶支付之物業管理費彌補，故此並無就小規模例行維修保養之預期成本作出扣除。據管理人所告知，不符規劃之處所導致之任何成本將由越秀投資有限公司（「越秀投資」）清償。

吾等亦已就營業稅、印花稅、城市房地產稅、堤圍防護費、保險、大規模維修保養成本及服務費扣除款項。

吾等在進行計算時並無扣除任何收購成本及出售成本，吾等認為此乃未來買家之考慮因素。

吾等在編製相關物業之估值時已考慮區內同類零售發展物業之可資比較開價或已交易租金。詳情請參閱本報告第3.1節。

吾等在進行評估時，利用下列假設以對該物業進行估值：

項目	百分比
最終資本化率	9%
貼現率	11%
增長率－第一年	5%
增長率－第二年	6%
增長率－第三年	8%
增長率－第四年	10%
增長率－第五年	10%
增長率－第六至第十年	6%
空置虧損	1%
壞賬	1%

增長率乃根據吾等之當地市場研究，吾等亦已參考由高緯物業顧問有限公司編製之《獨立市場研究報告》。

空置虧損乃依據吾等對供求之意見及吾等對廣州有關物業市場之當地市場知識。

吾等在現金流量折現分析中依據管理人所提供之資料，吾等預測下列有關該大廈之支銷於未來十年按以下款額支出：

預測支銷項目	預測支銷
服務費(依據租賃服務協議)	租金收入總額4%
大規模維修保養成本(據管理人所告知)	二〇〇五年人民幣零元 二〇〇六年人民幣410,000元 二〇〇七年人民幣1,040,000元 二〇〇八年人民幣427,600元 二〇〇九年人民幣410,000元 二〇一〇年人民幣380,000元 二〇一一年人民幣230,000元 二〇一二年人民幣820,000元 二〇一三年人民幣181,000元 二〇一四年人民幣598,000元 二〇一五年人民幣1,221,900元
雜項開支	租金收入0.2%
保險	固定款額
營業稅	租金收入5.0%
堤圍防護費	租金收入0.09%
城市房地產稅	樓宇原有成本x70%x1.2%
印花稅	租金收入總額0.1%

參考《樓宇狀況調查報告》，預測支銷項目並無包括即時資本開支。

基於上文所述，吾等評估相關物業之價值為591,000,000港元，已考慮有關稅項及成本項目之支銷。

概述如下：

物業	資本化率	貼現率	單價價值，	
			價值	按建築面積計
			(港元)	(每平方米港元)
維多利廣場	9%	11%	591,000,000	21,337

3.3 銷售比較法

按銷售比較法，吾等已考慮同類物業之銷售及有關市場數據，並透過對可資比較物業作出調整來釐定價值。整體上，相關物業與在公開市場上已交易之同類物業之銷售作比較。

吾等在編製估值時已考慮到區內同類優質零售發展物業之可資比較開價或已交易數據。

為了組成市場上可資比較數據，吾等從吾等之數據庫(以吾等所得最新數據為基礎)中辨認出多項可資比較物業。由於吾等所得實際交易數目有限，故此吾等分析二〇〇四年區內多幢同類樓宇之交易，吾等認為該等可資比較數據足以計算得出相關物業之市值租金。

吾等已就各項因素作出調整，例如地點、樓齡、實用率及時間。詳情如下：

	可資比較物業一	可資比較物業二	可資比較物業三	可資比較物業四	可資比較物業五	可資比較物業六	可資比較物業七
地址	體育東路	體育東路	體育東路	體育東路	體育東路	體育東路	體育西路
地區	天河區						
交易日期	二〇〇四年五月	二〇〇四年七月	二〇〇四年七月	二〇〇四年九月	二〇〇四年九月	二〇〇四年九月	二〇〇四年九月
單位	一個商舖單位						
層數	一樓						
建築面積(平方米)	105.2	83.6	65.3	59.7	59.7	343.4	1,146.9
落成日期	二〇〇三年						
交易性質	已交易						
交易價格，	7,150,880	4,920,955	4,041,651	1,374,020	1,374,020	7,897,740	51,608,075
按建築面積計 (人民幣)							
交易價格，	67,974	58,863	61,893	23,015	23,015	22,999	44,998
按建築面積計 (每平方米 人民幣)							
經調整交易價格，	57,727	49,946	52,575	27,893	27,893	27,893	38,201
按建築面積計 (每平方米 人民幣)							

已依據吾等本身之判斷及市場知識作出調整。吾等已考慮七項可資比較物業，以得出相關物業一樓零售商舖之單價市值。可資比較物業一至六位於同一幢樓宇內，而可資比較物業七則鄰近相關物業。依據上表就時間、地點、樓宇質素、面積大小等所作出之調整，該等可資比較物業之經調整單價市值介乎每平方米人民幣27,893元至人民幣57,727元。計算出可資比較物業一至七之平均數將得出單價市值為每平方米人民幣40,300元，而吾等認為就相關物業一樓零售商舖而言此乃合理單價市值。

由於給予不同折讓百分比予不同層數，不同層數之單價市值如下：

層數	給予折讓 (%)	單價市值 (每平方米 人民幣)
地庫	40%	24,180
一層	0%	40,300
二層	20%	32,240
三層	30%	28,210
四層	40%	24,180
五層	45%	22,165
六層	50%	20,150

基於上文所述，吾等評估相關物業之價值為558,000,000港元。

概述如下：

物業	價值 (港元)	單價價值， 按建築面積計 (每平方米港元)
維多利廣場	558,000,000	20,146

4. 估值概要

下表概述吾等以各方法所計算之結果：

估值方法	價值 (港元)
收入資本化	475,000,000
現金流量貼現	591,000,000
銷售比較	558,000,000

依據吾等主要之估值法收入資本化計算法(包括現金流量貼現分析)，吾等認為相關物業(越秀房託基金將收購之物業權益)於估值日在其現況下之市值為**五億三千三百萬港元(533,000,000港元)**，並假設該等物業(連同現有租戶及物業業權概無任何重大產權負擔或缺失之利益)在市場上可供銷售。相關物業之市值乃採用收入資本化計算法及現金流量貼現分析計算得出之價值平均數。