

# 北京中企华资产评估有限责任公司对深圳证券交易所 《关于对渤海金控投资股份有限公司的重组问询函》之回复

致：深圳证券交易所管理部

根据贵部 2016 年 8 月 5 日出具的《关于对渤海金控投资股份有限公司的重组问询函》（许可类重组问询函问函【2016】第【51】号）（以下简称《问询函》）的要求，我公司对涉及需要评估师回复的部分进行了认真的研究和分析，现回复如下：

问题十六、报告书显示，HKAC 评估基准日之后存在多次增资，HKAC 收益法评估中预测 2016 年 4-12 月、2017 年度、2018 年度的净利润分别为 4,789.77 万美元、7,720.42 万美元、10,192.60 万美元，海航集团承诺 HKAC 2016 年、2017 年、2018 年净利润分别不低于 5,695.73 万美元、4,884.58 万美元、7,348.03 万美元。请公司补充披露：（1）HKAC 净利润预测值与海航集团承诺净利润之间存在差异的原因；（2）海航集团业绩承诺是否考虑 HKAC 评估基准日之后多次增资的因素，若不考虑增资因素，请说明原因。请独立财务顾问、评估师、会计师核查并发表明确意见。

回复：

## 1、HKAC 净利润预测值与海航集团承诺净利润之间存在差异的原因

根据中企华出具的中企华评报字（2016）第 1199-2 号评估报告，HKAC 收益法评估中预测 2016 年 4-12 月、2017 年度、2018 年度的净利润和归属于母公司股东的净利润如下：

单位：千美元

| 项目    | 2016 年 4-12 月 | 2017 年    | 2018 年     |
|-------|---------------|-----------|------------|
| 净利润   | 47,897.69     | 77,204.19 | 101,925.97 |
| 归母净利润 | 26,812.58     | 48,845.78 | 73,480.31  |

由上表可见，HKAC 收益法评估中预测 2016 年 4-12 月、2017 年度、2018 年度的归属于母公司股东的净利润分别为 2,681.26 万美元、4,884.58 万美元和

7,348.03 万美元。

根据上市公司与海航集团签署的《发行股份购买资产协议》，海航集团承诺 HKAC 2016 年、2017 年、2018 年合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别不低于 5,695.73 万美元、4,884.58 万美元和 7,348.03 万美元。

综上，海航集团承诺的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润与 HKAC 归属于母公司股东的净利润预测值不存在差异。

## 2、海航集团业绩承诺未考虑 HKAC 评估基准日之后增资的原因

HKAC 737,577,445 股股权的交易价格系根据资产评估报告确定的评估结果的基础上由交易各方协商确定。本次评估基准日为 2016 年 3 月 31 日，而上述增资发生在评估基准日之后，未列入本次评估基准日的评估范围，且未来机队规模增加所需要的资金需求已在本次评估中考虑，因此本次评估未考虑上述增资。

由于飞机租赁行业主要运用财务杠杆增加公司的机队规模，因此，从长期来看，该增资将成倍放大公司业务规模，总体上有利于 HKAC 公司价值的提升。

根据交易各方签署的《发行股份购买资产协议》，经交易各方协商，HKAC 737,577,445 股股权交易价格 1.52 元/股，不但低于评估基准日的每股评估价值，同时低于每股净资产，未考虑基准日后增资体现了海航集团对上市公司的支持，有利于保护上市公司及中小股东的利益。

此外，因 HKAC 的主营业务为经营性飞机租赁，增资资金用于扩充机队规模开展飞机租赁业务，增资资金可对应自有飞机的增加，故 HKAC 未来业绩中由于增资资金带来的自有飞机增加产生的收益可以区分。海航集团已出具《关于 HKAC 业绩承诺相关事项的补充说明》，“在业绩承诺责任履行期间，HKAC 总体收益中将扣除渤海金控前次非公开发行募集资金对 HKAC 增资资金产生的收益和渤海金控本次重组配套募集资金对 HKAC 增资资金产生的收益，对剩余收益部分出具专项审计报告，并以此专项审计报告中扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润作为判断 HKAC 是否达到业绩承诺及本公司是否需要进行补偿的依据。”

综上，鉴于本次 HKAC 评估未考虑评估基准日后增资，而海航集团以低于

每股评估价格和每股净资产的价格转让 HKAC 股权，因此海航集团根据资产评估报告确定的盈利预测数据进行业绩承诺，未考虑评估基准日后增资，有利于保护上市公司及中小股东的利益。同时，海航集团已承诺在业绩承诺责任履行期间判断 HKAC 净利润是否达到业绩承诺时将扣除由于增资资金带来得自有飞机增加产生的收益。

经核查，评估师认为：海航集团承诺的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润与 HKAC 归属于母公司股东的净利润预测值不存在差异；海航集团根据资产评估报告确定的盈利预测数据进行业绩承诺，未考虑评估基准日后增资，有利于保护上市公司及中小股东的利益。

问题十八、在用收益法对 12 家 SPV 的评估中，评估人员根据 5 家可比上市公司的所得税率、资本结构将 $\beta L$ 值换算成 $\beta U$ 值（被评估单位的权益系统风险系数），并取其平均值 0.3620 作为被评估单位的系统风险系数。请公司对 $\beta U$ 值变动对评估值的影响作敏感性分析并予以补充披露。请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

回复：

设定  $\beta U$  值变动正负 5% 及 10% 比率，各变动参数对  $\beta U$  值、折现率、估值的影响如下：

| 项目     | $\beta U$ 值 | 折现率    | 估值<br>(万元) | 较原数据的<br>增减额 | 较原数据的<br>增减比率 |
|--------|-------------|--------|------------|--------------|---------------|
| 上浮 10% | 0.3982      | 14.80% | 21,279.42  | -580.72      | -2.66%        |
| 上浮 5%  | 0.3801      | 14.32% | 21,564.44  | -295.69      | -1.35%        |
| 原取值    | 0.362       | 13.84% | 21,860.14  | -            | -             |
| 下降 5%  | 0.3439      | 13.36% | 22,166.98  | 306.85       | 1.40%         |
| 下降 10% | 0.3258      | 12.89% | 22,485.51  | 625.38       | 2.86%         |

经核查，评估师认为：在  $\beta U$  值变动正负 5% 及 10% 比率情况下，估值影响在 -2.66% 至 2.86% 之间。

问题十九、报告书第 218 页披露，在对华安财险的评估中，评估人员主要

从案例交易时间以及规模等方面选取参考案例。报告书第 294 页披露，选取的三个可比交易案例是考虑到交易时间和案例行业等方面。请公司补充披露：（1）筛选的时间、规模和案例行业的具体情况及其原因，并说明筛选标准前后披露不一致的原因；（2）就收购的股权比例和经营规模来看，浙商财产保险是否具有可比性；（3）可比交易仅三个案例，样本是否具有完整性和代表性。。请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

回复：

### 1、可比交易案例的筛选过程

由于财险公司的频繁增资等，近年来有较多保险公司进行股权交易活动，具有一定数量的备选交易案例。根据市场法的评估原理和适用前提，评估人员主要从案例交易时间、规模以及案例行业等方面选取参考案例。通过 WIND 金融资讯和市场公开信息查询，按照评估基准日 2016 年 3 月 31 日时间较近原则，初选出以下 9 个基本符合本次评估要求的保险业并购案例，作为备选案例。然后，通过对各备选案例的具体情况分析，最终确定本次评估所使用的可比交易案例，具体分析过程如下所示：

| 序号 | 交易日期            | 交易标的         | 交易涉及股权比例 | 交易市净率 (PB) |
|----|-----------------|--------------|----------|------------|
| 1  | 2016 年 2 月 4 日  | 安诚财产保险股份有限公司 | 1.23%    | 1.23       |
| 2  | 2016 年 3 月 7 日  | 天安财产保险股份有限公司 | 14.99%   | 2.03       |
| 3  | 2015 年 12 月 9 日 | 华泰保险集团股份有限公司 | 13.95%   | 2.76       |
| 4  | 2015 年 8 月 5 日  | 浙商财产保险股份有限公司 | 3.00%    | 2.20       |
| 5  | 2015 年 4 月 24 日 | 史带财产保险股份有限公司 | 3.31%    | 2.19       |
| 6  | 2015 年 6 月      | 安诚财产保险股份有限公司 | 0.74%    | 1.59       |
| 7  | 2015 年 4 月 17 日 | 华安财产保险股份有限公司 | 19.64%   | 2.31       |
| 8  | 2015 年 2 月 4 日  | 民安财产保险有限公司   | 51.00%   | 2.72       |
| 9  | 2015 年 1 月 5 日  | 浙商财产保险股份有限公司 | 5.50%    | 2.45       |

资料来源：wind 资讯

其中，案例 1、6，安诚财险于 2015 年 5 月违反了《财产保险公司保险条款和保险费率管理办法》第十三条第一款的规定，于 2015 年 5 月底前将整改情况书面报送保监会；同时资本金实力的扩增，安诚保险的偿付能力充足率较高，这与其主营业务长期亏损形成了明显反差，偿付能力较为异常。同时 2010 年至

今公司增资较为频繁、管理人员变化较大，本次交易挂牌时间较长。因此本次评估未选取该案例作为可比案例。

案例 5 为外资控股保险公司，未披露相关年报数据，从数据的可获得性考虑未将此案例作为可比案例。

案例 7 为标的公司，故本次评估不适宜选取该案例作为可比案例。

案例 8 均处于重组预案阶段，目前暂无交易进展，因此本次评估未选取该案例作为可比案例。

案例 9 相较于 2015 年 8 月 5 日浙商财险时间较前，可比性相对较低，因此本次评估未选取该案例作为可比案例。

综合以上分析，最终选取以下 3 个交易案例作为可比交易案例，用于本次评估。

| 序号 | 交易日期            | 交易标的         | 交易涉及股权比例 | 交易市净率 (PB) |
|----|-----------------|--------------|----------|------------|
| 1  | 2016 年 3 月 7 日  | 天安财产保险股份有限公司 | 14.99%   | 2.03       |
| 2  | 2015 年 12 月 9 日 | 华泰保险集团股份有限公司 | 13.95%   | 2.76       |
| 3  | 2015 年 8 月 5 日  | 浙商财产保险股份有限公司 | 3.00%    | 2.20       |

## 2、筛选标准前后披露不一致的原因

从上述可比交易案例筛选过程来看，评估人员先通过选取案例行业为财产保险行业交易案例初选，再从案例交易时间、规模等方面选取最终参考案例。公司已在报告书中将筛选标准披露保持统一。

## 3、浙商财产保险是否具有可比性

从收购的股权比例来看，浙商财险与本次交易所涉及的股权比例均小于 20%，为参股权；从经营规模来看，浙商财险与本次交易标的公司华安财险处于同一档次。因此，就收购的股权比例和经营规模来看，浙商财险具有可比性。

## 4、样本是否完整、是否具有代表性

选取的上述三个交易案例距离评估基准日较近，且从原保费规模等因素上分析选取该三个案例可比性相对较强，且选取样本数量亦符合准则的相关要求。

经核查，评估师认为：从上述可比交易案例筛选过程来看，评估人员先通过选取案例行业为财产保险行业交易案例初选，再从案例交易时间、规模等方面选取最终参考案例，上市公司已在报告书中将筛选标准披露保持统一；收购的股权比例和经营规模来看，浙商财险具有可比性；选取该三个案例可比性相对较强，且选取样本数量亦符合准则的相关要求。

**问题二十二、请公司补充披露 HKAC 的评估过程中，可比公司的选取标准。可比公司仅三家，请公司补充说明样本是否具有完整性和代表性。请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。**

**回复：**

飞机租赁上市公司，基本集中在纽交所上市及香港交易所，包括 Air Lease、中国飞机租赁、AIRCASTLE LTD、FLY LEASING LTD、AERCAP HOLDINGS NV 共五家公司。

| 公司名称               | 上市证券交易所 | 公司代码    | 主要业务 |
|--------------------|---------|---------|------|
| Air Lease          | NYSE    | AL      | 飞机租赁 |
| 中国飞机租赁             | 港交所     | 1848.HK | 飞机租赁 |
| AIRCASTLE LTD      | NYSE    | AYR     | 飞机租赁 |
| FLY LEASING LTD    | NYSE    | FLY     | 飞机租赁 |
| AERCAP HOLDINGS NV | NYSE    | AL      | 飞机租赁 |

在准可比企业中进行适当筛选，以确定合适的可比企业。本次选择考虑的因素主要是企业规模、资产状况等因素。

**企业规模：**AerCap Holdings N.V.评估基准日资产总额为 43,938 百万美元，是被评估单位资产总额的 12 倍，规模过大，因此不适宜作为可比企业。

**资产状况：**2015 年 FLY Leasing Ltd 处置了机队规模的 1/3 左右的飞机资产，资产变动较大，因此不适宜作为可比企业。

通过上述分析，本次评估选择以下 3 家上市公司作为可比企业，具体如下：

| 公司名称 | 上市证券交易所 | 公司代码 | 主要业务 |
|------|---------|------|------|
|------|---------|------|------|

|               |      |         |      |
|---------------|------|---------|------|
| Air Lease     | NYSE | AL      | 飞机租赁 |
| 中国飞机租赁        | 港交所  | 1848.HK | 飞机租赁 |
| AIRCASTLE LTD | NYSE | AYR     | 飞机租赁 |

综上，选取的可比案例与目标公司的主营业务均为飞机租赁，企业规模和资产状况更均有可比性，且选取样本数量亦符合准则的相关要求。

经核查，评估师认为：HKAC 评估过程中选取的可比公司与目标公司的主营业务均为飞机租赁，企业规模和资产状况更均有可比性，且选取样本数量亦符合准则的相关要求。

**问题二十三、报告书显示，HKAC 的评估报告以 2016 年 3 月 31 日为评估基准日。而 2016 年 4 月至 6 月期间，你公司全资子公司天津渤海对 HKAC 先后五次增资。增资后，天津渤海对 HKAC 的普通股持股比例由 71.34% 上升至 87.21%，海航集团对 HKAC 的普通股持股比例由 31.22% 下降至 12.79%。请公司补充披露：（1）以 2016 年 3 月 31 日作为评估基准日的合理性，以及上述增资对本次评估值的影响；（2）2016 年 4 月至 6 月期间的五次增资是否应作为本次交易对价的一部分，并说明原因。请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。**

**回复：**

### **1、以 2016 年 3 月 31 日作为评估基准日的合理性**

本次交易中，上市公司拟通过发行股份购买华安财险 31,020 万股股权（占比 14.77%）、HKAC 737,577,445 股股权，并通过支付现金购买 12 架飞机租赁资产包（即 12 家 SPV）100% 股权。因此，HKAC 737,577,445 股股权系公司整体交易的一部分，而 2016 年 4 月至 6 月期间的五次增资系公司按照 2015 年非公开发行募集资金投资项目之一“增资 HKAC 开展飞机租赁业务”的资金用途而对 HKAC 进行的增资，与本次交易相对独立，选择 2016 年 3 月 31 日为评估基准日系经交易各方经友好协商后为整体交易统一安排确定，具有合理性。

### **2、上述增资对本次评估值的影响**

本次评估基准日为 2016 年 3 月 31 日，而上述增资发生在评估基准日之后，未列入本次评估基准日的评估范围，且未来机队规模增加所需要的资金需求已在本次评估中考虑，因此本次评估未考虑上述增资。

由于飞机租赁行业主要运用财务杠杆增加公司的机队规模，因此，从长期来看，该增资将成倍放大公司业务规模，总体上有利于 HKAC 公司价值的提升。

### **3、2016 年 4 月至 6 月期间的五次增资是否应作为本次交易对价的一部分**

HKAC 737,577,445 股股权的交易价格系根据资产评估报告确定的评估结果的基础上由交易各方协商确定。本次评估基准日为 2016 年 3 月 31 日，而上述增资发生在评估基准日之后，未列入本次评估基准日的评估范围，本次评估未考虑上述增资。

根据交易各方签署的《发行股份购买资产协议》，经交易各方协商，HKAC 737,577,445 股股权交易价格 1.52 元/股，不但低于评估基准日的每股评估价值，同时低于每股净资产，体现了海航集团对上市公司的支持，有利于保护上市公司及中小股东的利益。

经核查，评估师认为：本次交易选择 2016 年 3 月 31 日为评估基准日系经交易各方经友好协商后为整体交易统一安排确定，具有合理性；本次评估基准日后增资未列入本次评估基准日的评估范围，且未来机队规模增加所需要的资金需求已在本次评估中考虑，本次评估未考虑上述增资；本次交易价格系经交易各方协商确定，HKAC 每股交易价格低于评估基准日的每股评估价值和每股净资产，体现了海航集团对上市公司的支持，有利于保护上市公司及中小股东的利益。

（本页无正文，为《北京中企华资产评估有限责任公司对深圳证券交易所<关于渤海金控投资股份有限公司的重组问询函>之回复》之签章页）

北京中企华资产评估有限责任公司

年 月 日