

**关于深圳证券交易所《关于对亚夏汽车
股份有限公司的重组问询函》[2018]第 12 号
资产评估相关问题的回复**

深圳证券交易所中小板公司管理部：

根据贵部出具的《关于对亚夏汽车股份有限公司的重组问询函》（中小板重组问询函（需行政许可）[2018]第 12 号）（以下简称“问询函”），北京亚太联华资产评估有限公司组织评估项目组对问询函进行了认真的研究和分析，并就资产评估相关问题出具了本答复。现就具体情况汇报如下：

6、《报告书》显示，拟置出资产截至评估基准日 2017 年 12 月 31 日，采用资产基础法评估价值为 13.51 亿元，增值率为 36.66%；收益法评估值为 11.07 亿元，增值率为 10.69%。请补充说明以下事项，请独立财务顾问、评估机构核查并发表明确意见：

（1）使用收益法对拟置出资产进行评估的详细情况，包括但不限于对未来预测的合理性、折现率的计算是否在无风险利率的基础上考虑了行业风险及公司个别风险并进行调整；

答复：

一、未来预测的合理性

（一）本次收益法评估基本思路

本次评估采用收益法下的企业自由现金流折现模型对亚夏汽车全部资产及负债的价值进行评估。在求得亚夏汽车全部资产及负债价值的基础上减去留置资产的价值得出拟置出资产及负债的价值。

（二）评估模型

拟置出资产及负债价值=全部资产及负债价值-留置资产价值

全部资产及负债价值=企业整体价值-有息债务价值

企业整体价值=经营性资产价值+溢余资产价值+非经营性资产价值+长期投资价值-非经营性负债价值

经营性资产价值的公式为：

$$PV = \sum_{i=1}^n \frac{Ri}{(1+r)^i} + \frac{Rn}{r(1+r)^n}$$

符号含义：

PV—经营性资产价值；

Ri —企业第 i 年预期净现金流量；

r—折现率；

n—收益期限；

Rn—n 年以后，企业永续经营期的预期净现金流量。

（三）收益年限的确定

1、预测期的确定

本次评估选定的预测期为 2018 年至 2022 年。

2、收益年限的确定

本次评估假设企业未来会持续经营，评估收益期限确定为永续期，即 2023 年 1 月 1 日至永续。

（四）净现金流量的确定

净现金流量采用企业经营自由净现金流量，基本公式为：

净现金流量 = 息税前利润 + 折旧和摊销 - 资本性支出 - 营运资金净增加

（五）预测口径的确定

亚夏汽车母公司及各家控股子公司处理方式的选择：

亚夏汽车下属共 92 家子公司，其中 83 家全资子公司，9 家控股子公司，属于集团型企业。其中 2017 年盈利子公司 36 家，2017 年刚开始经营子公司一家；基准日处于在建、关停、未实际开展业务的子公司共 27 家；2017 年亏损或者 2015 年-2017 年连续三年亏损以及 2015 年-2017 年其中两年亏损的企业共 28 家。

由于基准日处于在建、关停、未实际开展业务的 27 家子公司处于在建期或初创期或没有可以参考的历史和市场数据，故上述 27 家公司不在本次收益法预测范围。

2017 年亏损或者 2015 年-2017 年连续三年亏损以及 2015 年-2017 年其中两年亏损的 28 家公司，评估人员通过与亚夏汽车管理层进行沟通，其竞争力和持续盈利能力具有重大不确定性，因此本次也不纳入收益法预测范围。

本次预测对 2017 年盈利的 36 家子公司、2017 年刚开始经营的 1 家子公司以及母

公司采用合并口径纳入收益法预测范围，并将未纳入预测范围的其他子公司作为非经营性资产—长期股权投资加回。

（六）未来收益的预测

1、营业收入及营业成本预测

（1）行业发展状况

受汽车销售市场增速放缓、竞争加剧等不利因素的影响，汽车经销行业盈利能力及资产收益能力有所降低。

①部分城市的汽车限购、限行政策抑制了汽车消费

随着城市交通压力增大，目前，北京、上海和广州等城市已出台了各自的汽车限购政策，同时针对缓解交通拥堵情况出台了多项规定。这一系列规定对汽车消费市场带来了较大的冲击。抑制了汽车消费市场的需求增长。

②受行业政策等因素影响，汽车销量放缓

在 2015 年 10 月推出 1.6L 及以下排量乘用车购置税减半的政策后，汽车终端需求复苏，汽车产销快速回升。2017 年以来，由于小排量汽车购置税优惠政策到期等影响，汽车销量增速放缓。

③行业内竞争加剧

随着新《汽车销售管理办法》的出台，汽车经销行业的门槛降低，行业内涌入大批投资者，汽车经销企业的经营网点数量快速增加。随着行业竞争的加剧，未来汽车经销行业的竞争，将更多的体现在售后服务质量、综合服务能力等方面。

（2）同行业上市公司近四年收入增长情况

证券名称	2014 增长率	2015 增长率	2016 增长率	2017 增长率	平均增长率	复合增长率
大东方	-3.88%	-2.01%	8.21%	1.08%	0.85%	0.75%
国机汽车	20.64%	-28.98%	-21.16%	-0.68%	-7.55%	-9.50%
申华控股	-31.57%	13.54%	22.25%	-33.64%	-7.36%	-10.90%
庞大集团	-5.74%	-6.53%	17.09%	6.78%	2.90%	2.45%
特力 A	-4.47%	-34.68%	6.75%	7.09%	-6.33%	-8.10%
漳州发展	10.72%	-7.84%	0.68%	-12.90%	-2.34%	-2.74%
中国中期	-12.48%	1.97%	33.78%	-46.18%	-5.73%	-10.47%
亚夏汽车	3.79%	-0.31%	25.67%	1.58%	7.68%	7.20%
龙洲股份	14.38%	8.85%	-3.42%	99.81%	29.90%	24.50%
平均值	-0.96%	-6.22%	9.98%	2.55%	1.34%	-0.76%
最大值	20.64%	13.54%	33.78%	99.81%	29.90%	24.50%
最小值	-31.57%	-34.68%	-21.16%	-46.18%	-7.55%	-10.90%

证券名称	2014 增长率	2015 增长率	2016 增长率	2017 增长率	平均增长率	复合增长率
中值	-3.88%	-2.01%	8.21%	1.08%	-2.34%	-2.74%

数据来源：同花顺 iFinD

从上表可以看出，同行业上市公司 2014 年与 2015 年收入增长呈下滑趋势，2016 年呈现较大幅度的回升，2017 年度与 2016 年度相比，收入增长率呈现下滑，主要原因是受汽车限购政策、准入门槛降低、销售价格透明导致市场竞争加剧等因素影响所致。

亚夏汽车近 4 年收入增长率为 7%—8%，比同行业上市公司平均增长率较高，排名靠前。2017 年收入增长率下滑至 1.58%。

(3) 同行业上市公司毛利率情况：

证券名称	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	平均
大东方	12.75%	12.54%	12.59%	12.11%	12.63%	12.52%
国机汽车	2.71%	3.93%	5.81%	5.98%	5.94%	4.87%
申华控股	2.83%	3.64%	2.45%	1.09%	0.80%	2.16%
庞大集团	11.03%	10.34%	9.90%	9.72%	9.24%	10.05%
特力 A	20.37%	16.25%	28.23%	29.36%	26.78%	24.20%
漳州发展	12.61%	12.73%	9.48%	10.08%	14.48%	11.88%
中国中期	8.58%	6.11%	5.36%	8.49%	13.98%	8.51%
亚夏汽车	6.50%	4.92%	5.83%	5.39%	6.37%	5.80%
龙洲股份	15.09%	12.38%	12.94%	14.65%	14.58%	13.93%
平均值	10.28%	9.21%	10.29%	10.76%	11.65%	10.44%
最大值	20.37%	16.25%	28.23%	29.36%	26.78%	24.20%
最小值	2.71%	3.64%	2.45%	1.09%	0.80%	2.16%
中值	11.03%	10.34%	9.48%	9.72%	12.63%	10.05%

数据来源：同花顺 iFinD

从上表可以看出，行业平均毛利率水平近五年基本处于 10%—11% 的水平，亚夏汽车毛利率水平基本在 4.5%—6.5% 的区间内，处于同行业可比上市公司偏低水平。

(4) 未来我国汽车行业的发展趋势

我国未来汽车的保有量一方面取决于汽车的年销量，另一方面也取决于汽车的报废情况。根据 2013 年我国出台的《机动车强制报废标准规定》，私人轿车使用无年限限制，但行驶里程达到 60 万公里必须报废；出租车使用年限是 8-12 年。从国际市场来看，汽车工业越发达的国家，汽车报废年限越短。德国汽车报废年限是 8 年，日本是 10 年，美国是 12 年，印度为 20 年。另外，我国汽车近十一年总销量有 1.93 亿辆，与我国目前汽车保有量 1.94 亿辆比较接近。随着我国汽车工业水平的提高，汽车产品价格下降，我国汽车平均使用年限必然会逐步降低，消费者必然会加快步伐购买

新车和报废旧车。

预计未来十年，我国汽车行业复合增长速率在 2% - 5%。我们根据千人汽车拥有量指标来测算 2025 年我国汽车市场空间。根据国务院发布的《国家人口发展规划（2016—2030 年）》，预计到 2025 年我国人口大概是 14.35 亿。假设未来我国汽车平均使用年限是 10 年，并根据 2025 年我国汽车千人拥有量的不同情景进行分析。若 2025 年，我国千人汽车拥有量达到 225 辆，则未来十年汽车行业销量复合增长率达到 3.11%。

（5）未来收入成本的预测情况

评估人员在分析亚夏汽车历史年度营业收入、成本的变化趋势和经营状况的基础上，通过与企业经营管理人员访谈了解企业未来的经营战略，核查企业经营预测数据的合理性及准确性，结合上述分析，通过预测未来各年度业务规模，确定未来各年度的营业收入和营业成本，2022 年以后年度的销售收入以永续年计算，考虑谨慎性原则，假设在 2022 年收益基础上保持不变。

经对亚夏汽车的经营现状及经营环境进行分析，对其未来年度的营业收入和营业成本预测如下：

营业收入预测表

单位：万元

项目	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度
新车收入	506,824.25	526,878.46	548,270.79	570,587.51	593,636.68
维修收入	33,631.45	35,479.17	37,427.00	39,513.17	41,703.98
装潢收入	6,607.42	6,955.03	7,310.48	7,684.60	8,082.29
保险收入	10,212.62	10,554.83	10,911.67	11,283.47	11,667.62
驾校收入	3,711.91	3,901.26	4,101.36	4,312.87	4,536.46
其他收入	26,030.68	27,977.36	30,095.11	32,396.18	34,881.10
合计	587,018.33	611,746.11	638,116.41	665,777.80	694,508.13

营业成本预测表

单位：万元

项目	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度
新车成本	500,171.76	519,962.06	541,068.41	563,087.55	585,827.93
维修成本	25,377.72	26,769.23	28,233.17	29,800.38	31,447.97
装潢成本	3,357.09	3,538.97	3,726.74	3,925.42	4,136.93
保险成本	4,864.02	5,014.75	5,171.81	5,335.37	5,504.59

驾校成本	2,428.81	2,554.71	2,687.83	2,828.62	2,977.54
其他成本	11,312.88	12,204.16	13,178.00	14,238.46	15,381.46
合计	547,512.28	570,043.88	594,065.96	619,215.80	645,276.42

2、税金及附加的预测

亚夏汽车缴纳的税金及附加主要包括城建税、教育费附加、地方教育费附加、房产税、土地使用税、车船使用税、水利基金等。各税费按照相应的计税基础及税率进行预测。

亚夏汽车税金及附加分析预测，具体情况见下表。

单位：万元

项目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
城市维护建设税	375.44	384.75	404.10	424.67	446.34
教育费附加	161.62	165.27	173.19	181.59	190.42
地方教育费附加	105.44	107.94	113.30	118.98	124.97
房产税	507.96	507.96	507.96	507.96	507.96
土地使用税	588.96	588.96	588.96	588.96	588.96
车船使用税	13.32	13.32	13.32	13.32	13.32
印花税	221.63	231.60	242.41	253.98	266.27
水利基金	313.75	326.50	340.13	354.42	369.19
其他	45.22	46.40	47.60	48.82	50.09
合计	2,333.34	2,372.70	2,430.97	2,492.70	2,557.52

3、销售费用的预测

亚夏汽车销售费用主要核算内容为差旅费、招待费、运杂费、销售人员薪酬、广告宣传费、折旧费等费用。

销售费用与亚夏汽车经营状况的关系密切，对该部分费用的预测主要以历史年度该费用实际发生额占主营业务收入的比率为基础进行。对其他费用的预测以评估基准日实际发生额为基础，并考虑了未来亚夏汽车业务的发展趋势。销售费用的预测详见下表：

单位：万元

项目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
差旅费	313.75	332.58	353.08	375.14	398.91
招待费	382.45	399.12	417.06	435.99	455.90
用车费	458.87	478.76	500.02	522.40	545.87
电话费	108.11	112.57	117.26	122.21	127.40
水电费	378.26	387.01	396.39	406.10	416.15
办公费	214.74	219.44	224.34	229.29	234.42

项目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
运杂费	270.70	282.86	295.54	308.79	322.66
物业费	360.84	368.03	375.46	383.09	390.94
修理费	110.61	110.92	111.26	111.62	112.00
经营人员职工薪酬	6,442.85	6,745.76	7,066.81	7,406.02	7,764.04
广告宣传费	1,594.42	1,672.62	1,756.36	1,845.22	1,939.21
财产保险费	24.34	24.57	24.82	25.09	25.38
租金	308.81	312.81	316.90	321.07	325.33
培训费	94.18	94.24	94.32	94.41	94.50
诉讼费	1.20	1.25	1.31	1.37	1.44
网通及网络维护费	187.46	187.49	187.53	187.57	187.62
佣金	134.22	143.88	154.41	165.88	178.35
折旧费	964.61	964.61	964.61	964.61	964.61
会务费	42.03	42.89	43.79	44.73	45.72
其他	281.34	299.33	318.82	339.88	362.64
合计	12,673.78	13,180.75	13,720.09	14,290.49	14,893.08

4、管理费用的预测

亚夏汽车管理费用是企业为组织和管理企业生产经营所发生的管理费用。主要分为固定部分和可变部分，其中固定部分为折旧及摊销费；可变部分管理费用主要包括管理人员薪酬、公司经费、中介机构费等费用。

对于有明确规定的费用项目按照规定进行了预测；对于其他费用项目，则主要采用了趋势预测分析法；对于其他相关费用的预测，以历史年度该费用实际发生额占主营业务收入的比率为基础进行。

综上所述，未来年度管理费用预测情况如下表：

单位：万元

项目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
折旧	2,859.22	2,859.22	2,859.22	2,859.22	2,859.22
周转材料摊销	115.30	115.30	115.30	115.30	115.30
无形资产摊销	765.59	742.56	723.10	721.00	721.00
费用性税金	26.60	28.08	29.75	31.84	34.03
管理人员职工薪酬	874.84	890.18	905.81	921.74	937.98
公司经费	381.40	382.28	383.18	384.08	384.99
中介机构费	252.08	250.66	250.66	250.66	250.66
其他	30.09	30.09	30.09	30.09	30.09
合计	5,305.12	5,298.36	5,297.10	5,313.93	5,333.26

5、固定资产折旧及无形资产摊销的预测

固定资产按取得时的实际成本计价，采用直线法计提折旧，并按固定资产预计使用年限和预计净残值率确定其分类折旧率。

本次预测，按照亚夏汽车执行的固定资产折旧及无形资产摊销政策，以基准日经审计的固定资产账面原值、预计使用期、加权折旧率等估算未来经营期的存量资产的折旧额；以及无形资产的账面原值、预计使用期、等估算未来经营期的摊销额。亚夏汽车固定资产折旧及无形资产摊销预测情况如下表所示：

单位：万元

项目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
折旧	4,635.27	4,635.27	4,635.27	4,635.27	4,635.27
摊销	783.01	759.98	740.52	738.42	738.42
合计	5,418.28	5,395.25	5,375.79	5,373.69	5,373.69

6、资本性支出的预测

根据亚夏汽车持续经营的需要，以后年度需对固定资产进行必要的更新。未来年度资本性支出的预测如下：

单位：万元

项目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
资本性支出	3,754.06	3,761.38	3,761.38	3,761.38	3,761.38

7、营运资金追加额的预测

结合亚夏汽车经营情况以及行业的经营特点，未来年度营运资金的预测是以亚夏汽车2017年营运资金占用为基础，计算周转率确定的。

追加营运资金按以下公式计算：

以后年度需要追加的营运资金=当年度需要的营运资金—上一年度需要的营运资金

亚夏汽车未来年度营运资金的预测如下：

单位：万元

科目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
营运资金	69,060.80	71,897.09	74,922.75	78,091.13	81,375.56
营运资金追加额	2,351.45	2,836.29	3,025.66	3,168.38	3,284.43

二、折现率的确定

按照收益额与折现率口径一致的原则，考虑到本次评估收益额口径为企业净现金流量，则折现率选取加权平均资本成本（WACC）。按照前述的计算思路和计算公式，主要计算过程如下：

（一）权益资本成本 K_e

权益资本成本 K_e 采用资本资产定价模型 (CAMP) 确定权益资本成本。计算公式为: $K_e = R_f + \beta (R_m - R_f) + R_s$

1、无风险报酬率 R_f

国债收益率通常被认为是无风险的, 截止评估基准日, 采用财政部发行的期限在 5 年以上记账式付息国债的平均利率作为无风险报酬率, 具体计算情况如下:

债券名称	发行期限	发行总额 (亿元)	票面利率 (当期)	每年付息 次数	实际利率
2009 年记账式付息(五期)国债	30	220.00	4.02	2	4.06%
2009 年记账式付息(七期)国债	10	277.60	3.02	2	3.04%
2009 年记账式付息(十一期)国债	15	280.00	3.69	2	3.72%
2009 年记账式付息(十二期)国债	10	282.70	3.09	2	3.11%
2009 年记账式付息(十六期)国债	10	283.00	3.48	2	3.51%
2009 年记账式付息(二十期)国债	20	260.00	4.00	2	4.04%
2009 年记账式付息(二十三期)国债	10	266.40	3.44	2	3.47%
2009 年记账式付息(二十五期)国债	30	240.00	4.18	2	4.22%
2009 年记账式付息(二十七期)国债	10	272.40	3.68	2	3.71%
2009 年记账式付息(三十期)国债	50	200.00	4.30	2	4.35%
2010 年记账式付息(二期)国债	10	260.00	3.43	2	3.46%
2010 年记账式付息(三期)国债	30	240.00	4.08	2	4.12%
2010 年记账式付息(七期)国债	10	260.00	3.36	2	3.39%
2010 年记账式付息(九期)国债	20	280.00	3.96	2	4.00%
2010 年记账式付息(十二期)国债	10	296.00	3.25	2	3.28%
2010 年记账式付息(十四期)国债	50	280.00	4.03	2	4.07%
2010 年记账式付息(十八期)国债	30	280.00	4.03	2	4.07%
2010 年记账式付息(十九期)国债	10	280.10	3.41	2	3.44%
2010 年记账式付息(二十三期)国债	30	280.00	3.96	2	4.00%
2010 年记账式付息(二十四期)国债	10	304.40	3.28	2	3.31%
2010 年记账式付息(二十六期)国债	30	280.00	3.96	2	4.00%
2010 年记账式付息(二十九期)国债	20	280.00	3.82	2	3.86%
2010 年记账式付息(三十一期)国债	10	282.60	3.29	2	3.32%
2010 年记账式付息(三十四期)国债	10	299.90	3.67	2	3.70%
2010 年记账式付息(三十七期)国债	50	280.00	4.40	2	4.45%
2010 年记账式付息(四十期)国债	30	280.00	4.23	2	4.27%
2010 年记账式付息(四十一期)国债	10	307.80	3.77	2	3.81%
2011 年记账式付息(二期)国债	10	300.00	3.94	2	3.98%
2011 年记账式付息(三期)国债	7	300.00	3.83	1	3.83%
2011 年记账式付息(五期)国债	30	280.00	4.31	2	4.36%
2011 年记账式付息(六期)国债	7	300.00	3.75	1	3.75%
2011 年记账式付息(八期)国债	10	300.00	3.83	2	3.87%
2011 年记账式付息(十期)国债	20	300.00	4.15	2	4.19%

债券名称	发行期限	发行总额 (亿元)	票面利率 (当期)	每年付息 次数	实际利率
2011年记账式附息(十二期)国债	50	300.00	4.48	2	4.53%
2011年记账式附息(十五期)国债	10	309.00	3.99	2	4.03%
2011年记账式附息(十六期)国债	30	300.00	4.50	2	4.55%
2011年记账式附息(十七期)国债	7	300.00	3.70	1	3.70%
2011年记账式附息(十九期)国债	10	300.00	3.93	2	3.97%
2011年记账式附息(二十一期)国债	7	305.20	3.65	1	3.65%
2011年记账式附息(二十三期)国债	50	280.00	4.33	2	4.38%
2011年记账式附息(二十四期)国债	10	280.50	3.57	2	3.60%
2012年记账式附息(四期)国债	10	280.00	3.51	2	3.54%
2012年记账式附息(五期)国债	7	280.00	3.41	1	3.41%
2012年记账式附息(六期)国债	20	280.00	4.03	2	4.07%
2012年记账式附息(八期)国债	50	280.00	4.25	2	4.30%
2012年记账式附息(九期)国债	10	344.40	3.36	2	3.39%
2012年记账式附息(十期)国债	7	320.90	3.14	1	3.14%
2012年记账式附息(十二期)国债	30	280.00	4.07	2	4.11%
2012年记账式附息(十三期)国债	30	280.00	4.12	2	4.16%
2012年记账式附息(十五期)国债	10	300.00	3.39	2	3.42%
2012年记账式附息(十六期)国债	7	300.00	3.25	1	3.25%
2012年记账式附息(十八期)国债	20	280.00	4.10	2	4.14%
2012年记账式附息(二十期)国债	50	260.00	4.35	2	4.40%
2012年记账式附息(二十一期)国债	10	290.10	3.55	2	3.58%
2013年记账式附息(一期)国债	5	260.00	3.15	1	3.15%
2013年记账式附息(三期)国债	7	300.00	3.42	1	3.42%
2013年记账式附息(五期)国债	10	260.00	3.52	2	3.55%
2013年记账式附息(八期)国债	7	303.20	3.29	1	3.29%
2013年记账式附息(九期)国债	20	260.00	3.99	2	4.03%
2013年记账式附息(十期)国债	50	200.00	4.24	2	4.28%
2013年记账式附息(十一期)国债	10	300.00	3.38	2	3.41%
2013年记账式附息(十三期)国债	5	300.00	3.09	1	3.09%
2013年记账式附息(十五期)国债	7	300.00	3.46	1	3.46%
2013年记账式附息(十六期)国债	20	260.00	4.32	2	4.37%
2013年记账式附息(十八期)国债	10	317.30	4.08	2	4.12%
2013年记账式附息(十九期)国债	30	260.00	4.76	2	4.82%
2013年记账式附息(二十期)国债	7	315.50	4.07	1	4.07%
2013年记账式附息(二十三期)国债	5	290.00	4.13	1	4.13%
2013年记账式附息(二十四期)国债	50	200.00	5.31	2	5.38%
2013年记账式附息(二十五期)国债	30	240.00	5.05	2	5.11%
2014年记账式附息(一期)国债	5	100.00	4.47	1	4.47%
2014年记账式附息(三期)国债	7	100.00	4.44	1	4.44%
2014年记账式附息(五期)国债	10	280.00	4.42	2	4.47%

债券名称	发行期限	发行总额 (亿元)	票面利率 (当期)	每年付息 次数	实际利率
2014年记账式附息(六期)国债	7	280.00	4.33	1	4.33%
2014年记账式附息(八期)国债	5	290.00	4.04	1	4.04%
2014年记账式附息(九期)国债	20	260.00	4.77	2	4.83%
2014年记账式附息(十期)国债	50	260.00	4.67	2	4.72%
2014年记账式附息(十二期)国债	10	280.10	4.00	2	4.04%
2014年记账式附息(十三期)国债	7	280.00	4.02	1	4.02%
2014年记账式附息(十六期)国债	30	260.00	4.76	2	4.82%
2014年记账式附息(十七期)国债	20	260.00	4.63	2	4.68%
2014年记账式附息(二十一期)国债	10	280.50	4.13	2	4.17%
2014年记账式附息(二十四期)国债	7	281.80	3.70	1	3.70%
2014年记账式附息(二十五期)国债	30	260.00	4.30	2	4.35%
2014年记账式附息(二十六期)国债	5	280.40	3.53	1	3.53%
2014年记账式附息(二十七期)国债	50	260.00	4.24	2	4.28%
2014年记账式附息(二十九期)国债	10	282.40	3.77	2	3.81%
2015年记账式附息(二期)国债	7	200.00	3.36	1	3.36%
2015年记账式附息(三期)国债	5	200.00	3.31	1	3.31%
2015年记账式附息(五期)国债	10	300.00	3.64	2	3.67%
2015年记账式附息(七期)国债	7	300.00	3.54	1	3.54%
2015年记账式附息(八期)国债	20	260.00	4.09	2	4.13%
2015年记账式附息(十期)国债	50	260.00	3.99	2	4.03%
2015年记账式附息(十一期)国债	5	301.20	3.10	1	3.10%
2015年记账式附息(十四期)国债	7	300.00	3.30	1	3.30%
2015年记账式附息(十六期)国债	10	300.00	3.51	2	3.54%
2015年记账式附息(十七期)国债	30	260.00	3.94	2	3.98%
2015年记账式附息(十九期)国债	5	300.00	3.14	1	3.14%
2015年记账式附息(二十一期)国债	20	260.00	3.74	2	3.77%
2015年记账式附息(二十三期)国债	10	280.00	2.99	2	3.01%
2015年记账式附息(二十五期)国债	30	260.00	3.74	2	3.77%
2015年记账式附息(二十六期)国债	7	280.10	3.05	1	3.05%
2015年记账式附息(二十八期)国债	50	260.00	3.89	2	3.93%
2016年记账式附息(二期)国债	5	200.00	2.53	1	2.53%
2016年记账式附息(四期)国债	10	200.00	2.85	2	2.87%
2016年记账式附息(六期)国债	7	200.00	2.75	1	2.75%
2016年记账式附息(七期)国债	5	330.00	2.58	1	2.58%
2016年记账式附息(八期)国债	30	282.00	3.52	2	3.55%
2016年记账式附息(十期)国债	10	359.00	2.90	2	2.92%
2016年记账式附息(十三期)国债	50	284.10	3.70	2	3.73%
2016年记账式附息(十四期)国债	7	409.30	2.95	1	2.95%
2016年记账式附息(十五期)国债	5	393.90	2.65	1	2.65%
2016年记账式附息(十七期)国债	10	358.10	2.74	2	2.76%

债券名称	发行期限	发行总额 (亿元)	票面利率 (当期)	每年付息 次数	实际利率
2016年记账式附息(十九期)国债	30	374.10	3.27	2	3.30%
2016年记账式附息(二十期)国债	7	380.90	2.75	1	2.75%
2016年记账式附息(二十一期)国债	5	303.10	2.39	1	2.39%
2016年记账式附息(二十三期)国债	10	276.60	2.70	2	2.72%
2016年记账式附息(二十五期)国债	7	260.60	2.79	1	2.79%
2016年记账式附息(二十六期)国债	50	242.00	3.48	2	3.51%
2017年记账式附息(一期)国债	5	200.00	2.88	1	2.88%
2017年记账式附息(四期)国债	10	200.00	3.40	2	3.43%
2017年记账式附息(五期)国债	30	200.00	3.77	2	3.81%
2017年记账式附息(六期)国债	7	200.00	3.20	1	3.20%
2017年记账式附息(七期)国债	5	320.00	3.13	1	3.13%
2017年记账式附息(十期)国债	10	360.00	3.52	2	3.55%
2017年记账式附息(十一期)国债	50	291.50	4.08	2	4.12%
2017年记账式附息(十三期)国债	7	403.30	3.57	1	3.57%
2017年记账式附息(十四期)国债	5	322.60	3.47	1	3.47%
2017年记账式附息(十五期)国债	30	291.50	4.05	2	4.09%
2017年记账式附息(十八期)国债	10	360.70	3.59	2	3.62%
2017年记账式附息(二十期)国债	7	400.90	3.69	1	3.69%
2017年记账式附息(二十一期)国债	5	361.80	3.73	1	3.73%
2017年记账式附息(二十二期)国债	30	290.00	4.28	2	4.33%
2017年记账式附息(二十五期)国债	10	322.10	3.82	2	3.86%
2017年记账式附息(二十六期)国债	50	293.70	4.37	2	4.42%
2017年记账式附息(二十七期)国债	7	262.20	3.90	1	3.90%
平均					3.75%

2、风险溢价 $R_m - R_f$

证券交易指数是用来反映股市股票交易的综合指标，分别选用上证综指和深证成指为上交所和深交所的股票投资收益的指标，估算得出风险溢价为 6.05%。计算结果如下：

序号	年份	深证成指		上证综指	
		年末收盘指数	指数收益率	年末收盘指数	指数收益率
1	1991	963.57		292.75	
2	1992	2,309.77	139.71%	780.39	166.57%
3	1993	2,225.38	-3.65%	833.80	6.84%
4	1994	1,271.05	-42.88%	647.87	-22.30%
5	1995	987.75	-22.29%	555.28	-14.29%
6	1996	3,217.54	225.74%	917.02	65.15%
7	1997	4,184.84	30.06%	1,194.10	30.22%
8	1998	2,949.31	-29.52%	1,146.69	-3.97%

序号	年份	深证成指		上证综指	
		年末收盘指数	指数收益率	年末收盘指数	指数收益率
9	1999	3,369.61	14.25%	1,366.57	19.18%
10	2000	4,752.75	41.05%	2,073.48	51.73%
11	2001	3,325.66	-30.03%	1,645.97	-20.62%
12	2002	2,795.30	-15.95%	1,357.65	-17.52%
13	2003	3,479.80	24.49%	1,497.04	10.27%
14	2004	3,067.57	-11.85%	1,266.50	-15.40%
15	2005	2,863.61	-6.65%	1,161.06	-8.33%
16	2006	6,647.14	132.12%	2,675.47	130.43%
17	2007	17,700.62	166.29%	5,261.56	96.66%
18	2008	6,485.51	-63.36%	1,820.81	-65.39%
19	2009	13,699.97	111.24%	3,277.14	79.98%
20	2010	12,458.55	-9.06%	2,808.08	-14.31%
21	2011	8,918.82	-28.41%	2,199.42	-21.68%
22	2012	9,116.48	2.22%	2,269.13	3.17%
23	2013	8,121.79	-10.91%	2,115.98	-6.75%
24	2014	11,015.00	35.62%	3,234.68	52.87%
25	2015	12,665.00	14.98%	3,539.18	9.41%
26	2016	10,177.14	-7.61%	3,103.64	-12.31%
27	2017	11,040.45	-12.83%	3,307.17	6.56%
算术平均数			24.72%		19.47%
几何平均数			9.83%		9.77%
深市市值（亿元）		235,761.26			
沪市市值（亿元）		331,325.00			
深市比例		41.57%			
沪市比例		58.43%			
Rm		9.80%			
Rm-Rf		6.05%			

3、贝塔系数 β

贝塔值为度量企业系统风险的指标，反映了个股对市场（或大盘）变化的敏感性，也就是个股与大盘的相关性或通俗的“股性”。通过搜集汽车经销行业上市公司有财务杠杆的 β 系数，根据对应上市公司的资本结构将其还原为无财务杠杆 β 系数。以该无财务杠杆 β 系数为基础，根据被评估企业资本结构折算为被评估企业的有财务杠杆 β 系数。

本次评估中以同花顺 iFinD 公布的“中信行业分类”中的“汽车销售及服务”上市公司作为行业上市公司数据选取的范围，同时，剔除与公司业务差异较大的东方时尚（主营业务为驾驶员培训），并增加了主营业务为汽车经销业务的广汇汽车及汽车经销业

务规模较大的物产中大作为可比上市公司。

计算过程如下：

证券名称	证券简称	Beta	Beta (剔除财务杠杆)	D/E
600327.SH	大东方	1.1812	1.1111	8.41%
600335.SH	国机汽车	0.8943	0.6702	44.58%
600653.SH	中华控股	1.1098	0.7676	59.44%
600704.SH	物产中大	1.3508	0.8919	68.61%
601258.SH	庞大集团	1.1375	0.6549	98.25%
000025.SZ	特力 A	0.7757	0.7686	1.23%
000753.SZ	漳州发展	1.2414	1.0351	26.57%
000996.SZ	中国中期	0.5171	0.5171	0.00%
002607.SZ	亚夏汽车	0.7307	0.5945	30.55%
002682.SZ	龙洲股份	1.4909	1.1284	42.83%
600297.SH	广汇汽车	0.7197	0.4354	87.07%
平均值		1.0136	0.7795	42.51%

数据来源：同花顺 iFinD

企业目标财务杠杆 β 系数根据企业的目标资本结构 D/E 进行计算，计算公式如下：

$$\beta_l = (1 + (1 - T) \times D/E) \times \beta_u$$

根据同行业上市公司的 D/E 结构，结合公司的实际情况，确定被评估企业的目标资本结构 D/E 值为 42.51%。

根据上述计算得出企业风险系数 β 为 1.0280。

4、企业特定风险调整系数 R_s

公司特有风险超额收益率主要通过公司规模和盈利能力反映，基本公式为：

$$R_s = 3.73\% - 0.717\% \times \ln(S) - 0.267\% \times ROA$$

其中： R_s ：公司特有风险超额回报；

S ：公司总资产账面值（按亿元单位计算）

ROA ：总资产报酬率

\ln ：自然对数

$$\begin{aligned} \text{故亚夏汽车特定风险调整系数 } R_s &= 3.73\% - 0.717\% \times \ln(S) - 0.267\% \times ROA \\ &= 0.97\% \end{aligned}$$

本次评估仅以被评估企业的上述超额收益率作为其特有风险超额收益率的估算值，未考虑被评估企业其他因素引起的超额风险溢价。

5、权益资本成本 K_e

根据上述分析计算确定的参数，则权益资本成本为：

$$\begin{aligned} K_e &= R_f + \beta (R_m - R_f) + R_s \\ &= 3.75\% + 1.0280 \times 6.05\% + 0.97\% \\ &= 10.94\% \end{aligned}$$

（二）债务资本成本Kd

根据公司的实际情况，债务资本成本按照评估基准日1-5年（含5年）期银行贷款利率确定，为4.75%。

（三）折现率

折现率选取加权平均资本成本（WACC）。将上述各数据代入加权平均资本成本计算公式中，计算确定折现率为：

$$\begin{aligned} WACC &= K_e \times E / (D+E) + K_d \times D / (D+E) \times (1-T) \\ &= 8.74\% \end{aligned}$$

综上所述，本次收益法对亚夏汽车的未来预测合理，折现率在计算过程中考虑了企业特有风险调整。

三、中介机构核查意见

经核查，评估机构北京亚太联华资产评估有限公司认为：本次收益法对亚夏汽车的未来预测合理，折现率在计算过程中考虑了企业特有风险调整。

（2）进一步分析最终采用资产基础法而不是收益法对拟置出资产进行评估的主要原因，是否存在严重低估拟置出资产价值的情况；

答复：

本次采用了资产基础法和收益法两种方法对拟置出的资产及负债进行评估。拟置出资产截止评估基准日2017年12月31日，采用资产基础法评估价值为13.51亿元，增值率为36.66%；收益法评估值为11.07亿元，增值率为10.69%。资产基础法评估结果比收益法评估结果高2.44亿元。本次选取资产基础法评估结果作为最终评估结论，主要系从被评估单位的情况看，采用资产基础法评估值更加合适，具体分析如下：

一、资产基础法更能体现被评估资产的价值

截至评估基准日，置出资产财务状况如下：

单位：万元

项目	2017年12月31日	2016年12月31日
流动资产	236,356.96	223,157.83

项目	2017年12月31日	2016年12月31日
其中：货币资金	82,232.36	85,550.98
存货	68,172.09	71,784.57
非流动资产	149,974.19	128,666.65
其中：可供出售金融资产	10,000.00	10,000.00
长期应收款	39,000.41	15,920.55
投资性房地产	3,351.44	2,344.08
固定资产	55,565.44	51,876.87
在建工程	1,609.69	4,937.73
无形资产	31,025.37	32,828.14
商誉	3,684.82	3,684.82
长期待摊费用	1,258.41	96.62
递延所得税资产	4,212.78	3,338.62
其他非流动资产	265.84	3,639.23
资产合计	386,331.14	351,824.48

从上表可以看出，截至评估基准日，流动资产占总资产的比例为 61.18%，非流动资产占比为 38.32%。流动资产中，货币资产占总资产比例为 21.29%，存货占比为 17.65%，其他主要为往来款项；非流动资产中投资性房地产和固定资产占总资产的比例为 15.25%，无形资产占比为 8.03%，主要为土地使用权。存货、投资性房地产、固定资产及无形资产占总资产的 40.93%，实物资产占比较高，适合采用资产基础法进行评估。

被评估单位成立时间较长，资产基础法所需的各种基础资料齐备，各资产的重置成本资料获取依据可靠。此外，近几年土地使用权交易市场公开、透明，相关的可比交易案例能够获取，采用资产基础法评估更能客观公正的体现拟置出资产价值。

二、被评估单位盈利能力较弱

1、被评估单位盈利能力情况

单位：万元

项目	2017年度	2016年度
营业收入	666,437.30	656,090.30
营业成本	624,021.43	620,715.31
利润总额	10,120.38	8,235.08
所得税	3,423.54	2,140.13
净利润	6,696.84	6,094.95
销售毛利率	6.36%	5.39%
销售净利率	1.00%	0.93%

2、同行业上市公司盈利能力情况

单位：万元

项目	2017 年度	2016 年度
销售毛利率	11.65%	10.76%
销售净利率	7.97%	4.62%

从上表可以看出，2016 年至 2017 年，拟置出资产销售毛利率为 6%左右，销售净利率为 1%左右，同行业上市公司毛利率及销售净利率远超过拟置出资产，与同行业上市公司相比，拟置出资产盈利能力较弱。

拟置出资产盈利能力较弱，资产的效益得不到充分的发挥，资产的价值无法有效的体现，采用收益法容易低估被评估单位资产的价值，不利于保护中小投资者的利益。

三、被评估单位所处行业分析

如前所述，受汽车销售市场增速放缓、竞争加剧等不利因素的影响，汽车行业盈利能力及资产收益能力有所降低。

四、评估结果选取的合理性

考虑到收益法评估结果受企业未来盈利能力、资产质量、企业经营能力、经营风险以及国家政策的影响较大，具有不确定性，尽管评估人员在采用收益法测算时，根据市场状况、宏观经济形势以及被评估单位自身情况对影响被评估单位未来收益及经营风险的相关因素进行了审慎的职业分析与判断，但上述因素仍可能对收益法评估结果的准确度造成一定影响。

被评估单位资产基础法所需的各种基础资料齐备，且评估对象中存货、投资性房地产、固定资产和土地使用权占比较大。资产基础法是将构成企业的各种要素资产的评估值加总减去负债评估值求得拟置出资产价值的方法，其评估结果能够反映企业基于现有资产的重置价值。

鉴于资产基础法的结果更为客观，且本次资产基础法评估结果高于收益法评估结果，采用资产基础法评估结果作为最终评估结论有利于保护中小股东的利益，不存在低估拟置出资产价值的情况。

五、中介机构核查意见

经核查，评估机构北京亚太联华资产评估有限公司认为：本次拟置出资产资产基础法评估结果高于收益法评估结果，采用资产基础法评估结果作为最终评估结论有利于保护中小股东的利益，不存在低估拟置出资产价值的情况。

(4) 2017 年末归属于上市公司股东的净资产约为 19.12 亿元，而拟置出资产经审计净资产账面价值为 9.89 亿元。请结合保留资产账面价值等因素说明产生上述差异的主要原因。

答复：

一、拟置出资产归属于母公司所有者权益与其他科目的勾稽关系分析

拟置出资产归属于母公司所有者权益与其他科目的勾稽关系如下：

拟置出资产 2017 年末归属于母公司所有者权益=上市公司 2017 年末归属于母公司所有者权益-保留资产 2017 年末净资产-（上市公司 2017 年归属于母公司所有者净利润-置出资产 2017 年归属于母公司所有者净利润）

其中，上市公司 2017 年归属于母公司所有者净利润与置出资产 2017 年归属于母公司净利润存在差异，系根据本次交易方案，上市公司将所有业务置出，同时保留了部分资产，因此，在编制置出资产审计报告时假设置出资产 2017 年向上市公司租赁了保留资产用于经营，保留资产折旧摊销金额与租金的差异导致了上市公司 2017 年归属于母公司所有者净利润与置出资产 2017 年归属于母公司所有者净利润存在差异。

上市公司 2017 年末归属于母公司所有者权益为 19.12 亿元，保留资产 2017 年末净资产为 7.65 亿元，上市公司 2017 年归属于母公司所有者净利润为 0.73 亿元，置出资产 2017 年归属于母公司所有者净利润为 0.70 元，按照前述公式计算，置出资产 2017 年末归属于母公司所有者权益为 11.44 亿元，与置出资产审计报告 2017 年末合并报表口径归属于母公司所有者权益相同。

置出资产经审计净资产 9.89 亿元系置出资产母公司 2017 年末净资产，与置出资产 2017 年末合并报表口径归属于母公司所有者权益 11.44 亿元存在差异。

二、中介机构核查意见

经核查，评估机构北京亚太联华资产评估有限公司认为：2017 年末归属于上市公司母公司所有者权益为 19.12 亿元，拟置出资产经审计净资产账面价值 9.89 亿元，二者存在差异主要系：（1）9.89 亿元为置出资产母公司净资产，拟置出资产合并报表口径归属于母公司所有者权益为 11.44 亿元；（2）本次交易中保留资产 2017 年末净资产为 7.65 亿元；（3）上市公司 2017 年归属于母公司所有者净利润与置出资产 2017 年归属于母公司所有者净利润存在差异。

（本页无正文，为北京亚太联华资产评估有限公司《关于深圳证券交易所《关于对亚夏汽车股份有限公司的重组问询函》[2018]第 12 号>的答复》之签字盖章页）

资产评估师：

资产评估师：

北京亚太联华资产评估有限公司

年 月 日

