

北京亚太联华资产评估有限公司关于
《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》
[180759]号的回复

中国证券监督管理委员会：

亚夏汽车股份有限公司（以下简称“亚夏汽车”）于 2018 年 6 月 29 日收到贵会下发的中国证券监督管理委员会《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》[180759]号（以下简称“《反馈意见》”），北京亚太联华资产评估有限公司（以下简称“亚太联华”或“本公司”）作为亚夏汽车本次重大资产重组置出资产的评估机构，对《反馈意见》问题进行了认真研究和落实，现回复如下：

反馈问题十六：申请文件显示，本次重组置出资产以 2017 年 12 月 31 日为基准日，选用资产基础法评估结果作为最终评估结论，评估值为 135,144.03 万元，增值率 36.66%。请你公司结合置出资产盈利状况、资产完整性、上市公司总市值等，补充披露置出资产作价合理性、是否存在低估置出资产价值的情形。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、本次置出资产评估方法及作价情况

本次拟置出资产交易作价以具有证券期货业务资格的评估机构评估的结果为依据，由各方协商确定。本次交易拟置出资产为保留资产之外的亚夏汽车的全部资产及负债，以 2017 年 12 月 31 日为基准日，评估人员采用收益法和资产基础法对拟置出资产进行了评估，并选择了资产基础法的评估结果作为最终评估结果。本次拟置出资产的基础资产法评估值为 135,144.03 万元，本次拟置出资产收益法评估值为 110,736.54 万元。根据交易双方协商，本次拟置出资产作价 135,144.03 万元。

二、本次置出资产收益法评估值较低主要系上市公司保留资产规模较大所致

根据本次交易协议，本次交易中上市公司保留资产包括：（1）上海最会保网络科技有限公司 18% 股权（因上海会保增资扩股，截止本反馈意见回复出具日，亚夏汽车持有上海会保 14.6% 股权）；（2）安徽宁国农村商业银行股份有限公司 7.81% 股份；以及（3）12 宗国有土地使用权及土地上附属的房产、在建工程。截至 2017 年 12 月 31 日，上市公司保留资产净资产账面价值为 76,452.78 万元，占上市公司 2017 年末归属于母公司所有者净资产的 39.98%。本次交易中，置出资产包含了除保留资产以外上市公司所有的资产及负债，本次置出资产的承接方为亚夏实业及其指定的第三方，亚夏实业已经与上市公司签署了附生效条件的《租赁协议》，通过租赁保留资产的方式保障拟置出资产的正常经营，因此，置出资产为完整的经营资产，置出资产具备使用收益法进行评估的条件。

由于上市公司保留了部分资产，本次拟置出资产收益法评估模型如下：

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。

按照上述收益法评估模型，评估人员首先预测了上市公司未来的盈利能力，评估了上市公司全部资产及负债价值收益法评估值，并在此基础上减去留置资产成本法评估值，计算得出置出资产收益法评估结果。本次上市公司全部资产及负债的收益法评估值为 197,586.11 万元，扣除留置成本法评估值为 86,849.57 万元，本次置出资产收益法评估值为 110,736.54 万元。

上市公司 2017 年归属于母公司所有者的净利润为 7,345.35 万元，上市公司收益法评估值为 197,586.11 万元，对应上市公司资产静态市盈率为 26.90 倍。

选取 2017 年至今公开披露的以汽车零售企业为交易标的的交易案例作为可比交易，其估值情况如下：

| 序号 | 证券简称 | 首次披露日 | 交易标的 | 静态市盈率 (PE) |
|----|---------------------|------------|---------------------------|------------|
| 1 | 庞大汽车 (601258.SH) | 2018-06-26 | 利星行（秦皇岛）汽车销售有限公司 45% 股权 | 9.69 |
| | | | 利星行（淄博）汽车销售有限公司 45% 股权 | |
| | | | 利星行（滨州）汽车销售有限公司 45% 股权 | |
| | | | 利星行（廊坊）汽车销售有限公司 45% 股权 | |
| | | | 利星行（沧州）汽车销售有限公司 45% 股权 | |
| 2 | 广汇汽车 (600297.SH) | 2018-05-15 | 赤峰市庞大之星汽车销售服务有限公司 100% 股权 | 11.39 |
| | | | 德州市庞大之星汽车销售服务有限公司 100% 股权 | |
| | | | 唐山市庞大之星汽车销售服务有限公司 100% 股权 | |
| | | | 邯郸市庞大乐业汽车销售服务有限公司 100% 股权 | |
| | | | 济南庞大之星汽车销售服务有限公司 100% 股权 | |
| 3 | 广汇汽车 (600297.SH) | 2018-03-25 | 上海众国宝泓汽车销售服务有限公司 100% 股权 | 21.45 |
| | | | 上海普陀宝泓二手车销售服务有限公司 100% 股权 | |
| | | | 合肥宝泓汽车销售服务有限公司 100% 股权 | |
| | | | 芜湖众国宝泓汽车销售服务有限公司 100% 股权 | |
| 4 | 精典汽车 (871644.OC) | 2017-11-03 | 四川精典吉众汽车销售服务有限公司 100% 股权 | 10.69 |
| | | | 四川精典申众汽车销售服务有限公司 100% 股权 | - |
| | | | 四川精典沪威汽车销售服务有限公司 100% 股权 | 4.62 |
| 5 | 德众股份 (838030.OC) | 2017-10-31 | 湖南德远商贸集团有限公司 100% 股权 | 6.43 |

| 序号 | 证券简称 | 首次披露日 | 交易标的 | 静态市盈率 (PE) |
|-------------|---------------------|------------|-------------------------|--------------|
| 6 | 申华控股 (600653.SH) | 2017-08-08 | 上海申华晨宝汽车有限公司 100% 股权 | 9.16 |
| 7 | 德诺车道 (839791.OC) | 2017-06-21 | 无锡泓通汽车销售服务有限公司 100% 股权 | - |
| | | | 无锡华通汽车销售有限公司 100% | 6.38 |
| | | | 无锡京汽汽车销售有限责任公司 100% 股权 | 37.91 |
| | | | 无锡名诚汽车销售服务有限公司 100% 股权 | 8.78 |
| | | | 无锡名盛汽车销售服务有限公司 70% 股权 | - |
| | | | 无锡江南上通汽车销售服务有限公司 70% 股权 | 6.97 |
| | | | 无锡尊诚汽车销售服务有限公司 100% 股权 | - |
| 平均值 | | | | 12.13 |
| 中位数 | | | | 9.16 |
| 本次交易 | | | | 26.90 |

数据来源：wind，部分标的由于净利润为负，不适用市盈率指标。

由上表可见，本次置出资产收益法评估中，对上市公司全部资产及负债的收益法估值对应的市盈率高于近期可比交易案例，置出资产收益法评估结果较低主要是由于上市公司保留资产较多导致的，具有合理性。

三、置出资产评估值低于上市公司总市值的合理性

经查询 2016 年至今中国证监会核准的借壳上市案例，评估基准日上市公司市值与置出资产评估值的对比情况如下：

| 股票代码 | 股票简称 | 评估基准日 | 置出资产评估值 (万元) | 评估基准日上市公司市值 (万元) | 市值 / 评估值 |
|-----------|------|------------|-----------------|------------------|----------|
| 000813.SZ | 德展健康 | 2015/4/30 | 91,753.76 | 525,932.29 | 5.73 |
| 600681.SH | 百川能源 | 2015/4/30 | 15,396.09 | 251,729.03 | 16.35 |
| 000820.SZ | 神雾节能 | 2015/6/30 | 27,274.31 | 488,167.75 | 17.90 |
| 600346.SH | 恒力股份 | 2015/6/30 | 71,719.25 | 485,742.34 | 6.77 |
| 002558.SZ | 巨人网络 | 2015/9/30 | 60,423.62 | 207,149.25 | 3.43 |
| 600179.SH | 安通控股 | 2015/9/30 | 2,738.54 | 382,980.00 | 139.85 |
| 600233.SH | 圆通速递 | 2015/12/31 | 124,882.06 | 414,645.00 | 3.32 |
| 002468.SZ | 申通快递 | 2015/12/31 | 72,935.39 | 1,298,239.49 | 17.80 |
| 002352.SZ | 顺丰控股 | 2015/12/31 | 81,153.03 | 373,704.49 | 4.60 |
| 600603.SH | 广汇物流 | 2015/12/31 | 3,886.89 | 239,798.85 | 61.69 |

| 股票代码 | 股票简称 | 评估基准日 | 置出资产评估值 (万元) | 评估基准日上市公司市值(万元) | 市值 / 评估值 |
|-------------|------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------|
| 600828.SH | 茂业商业 | 2015/12/31 | 225,759.95 | 544,199.43 | 2.41 |
| 002120.SZ | 韵达股份 | 2016/3/31 | 68,300.00 | 363,226.76 | 5.32 |
| 000710.SZ | 贝瑞基因 | 2016/6/30 | 29,652.10 | 334,454.40 | 11.28 |
| 600545.SH | 卓朗智能 | 2016/8/31 | 239,730.51 | 466,967.97 | 1.95 |
| 600764.SH | 中国海防 | 2016/12/31 | 72,117.06 | 933,457.09 | 12.94 |
| 601360.SH | 三六零 | 2017/3/31 | 187,179.75 | 442,064.06 | 2.36 |
| 平均值 | | | | | 19.61 |
| 中位数 | | | | | 6.25 |
| 亚夏汽车 | | 2017/12/31 | 135,144.03 | 333,056.40 | 2.46 |

从上表可见，近年来类似借壳上市案例也较为普遍的存在“市值/评估值”比值较高的情形。亚夏汽车本次重组评估基准日市值与评估值之比为 2.46，低于市场平均值及中位数，是合理的。具体分析如下：

1、上市公司 2016、2017 年度归属股东的净利润分别为 6,587.41 万元和 7,345.35 万元，盈利规模及盈利成长性相对有限。而公司二级市场市值受投资者投机心理、重组预期等各因素影响，与上市公司盈利能力不存在必然的直接联系，与近年来类似借壳上市案例的情况相匹配。

2、本次拟置出资产交易价格是以具有证券、期货相关业务资产评估资格的评估机构亚太联华出具的评估报告确认的评估值为依据，经上市公司与交易对方协商确定；交易价格经上市公司董事会和股东大会审议通过，独立董事就相关事项发表了明确同意意见，履行了必要的法定程序。

四、评估师核查意见

本公司核查后认为：本次置出资产收益法评估值较低主要系上市公司保留资产规模较大所致，本次置出资产评估作价合理，不存在低估置出资产价值的情况。

（本页无正文，为《北京亚太联华资产评估有限公司关于<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>[180759]号的回复》之盖章页）

经办资产评估师： _____

王 明

李东峰

评估机构法定代表人： _____

杨 钧

北京亚太联华资产评估有限公司

年 月 日