

天津航空有限责任公司

拟进行增资扩股项目

评估报告

中企华评报字(2017)第 1127 号

(共一册, 第一册)

北京中企华资产评估有限责任公司

二〇一七年四月十日



目 录

资产评估师声明	2
摘 要	3
评估报告正文	5
一、 委托方、被评估单位及业务约定书约定的其他评估报告使用者	5
二、 评估目的	12
三、 评估对象和评估范围	12
四、 价值类型及其定义	13
五、 评估基准日	13
六、 评估依据	13
七、 评估方法	15
八、 评估程序实施过程 and 情况	21
九、 评估假设	22
十、 评估结论	24
十一、 特别事项说明	25
十二、 评估报告使用限制说明	25
十三、 评估报告日	26
评估报告附件	27

资产评估师声明

一、我们在执行本资产评估业务中，遵循相关法律法规和资产评估准则，恪守独立、客观和公正的原则；根据我们在执业过程中收集的资料，评估报告陈述的内容是客观的，并对评估结论合理性承担相应的法律责任。

二、评估对象涉及的资产、负债清单由委托方、被评估单位申报并经其签章确认；所提供资料的真实性、合法性、完整性，恰当使用评估报告是委托方和相关当事方的责任。

三、我们与评估报告中的评估对象没有现存或者预期的利益关系；与相关当事方没有现存或者预期的利益关系，对相关当事方不存在偏见。

四、我们已对评估报告中的评估对象及其所涉及资产进行现场调查；我们已对评估对象及其所涉及资产的法律权属状况给予必要的关注，对评估对象及其所涉及资产的法律权属资料进行了查验，并对已经发现的问题进行了如实披露，且已提请委托方及相关当事方完善产权以满足出具评估报告的要求。

五、我们出具的评估报告中的分析、判断和结论受评估报告中假设和限定条件的限制，评估报告使用者应当充分考虑评估报告中载明的假设、限定条件、特别事项说明及其对评估结论的影响。

摘 要

重要提示

本摘要内容摘自评估报告正文，欲了解本评估项目的详细情况和合理理解评估结论，应认真阅读评估报告正文。

北京中企华资产评估有限责任公司接受天津航空有限责任公司的委托，根据有关法律、法规和资产评估准则，遵循独立、客观、公正的原则，采用公认的评估方法，按照必要的评估程序，对天津航空有限责任公司股东全部权益在评估基准日的市场价值进行了评估。现将评估报告摘要如下：

评估目的：天津航空有限责任公司股东拟对天津航空有限责任公司进行增资扩股，为此需对天津航空有限责任公司的股东全部权益价值进行评估，为该经济行为提供价值参考依据。

评估对象：天津航空有限责任公司股东全部权益。

评估范围：评估范围是天津航空有限责任公司的全部资产及负债，包括流动资产、非流动资产、流动负债和非流动负债。

评估基准日：2016 年 12 月 31 日。

价值类型：市场价值。

评估方法：收益法和市场法。

评估结论：本评估报告选用收益法评估结果作为评估结论。具体评估结论如下：

天津航空有限责任公司评估基准日总资产账面价值 3,854,542.55 万元，总负债账面价值 2,456,510.53 万元，净资产账面价值 1,398,032.02 万元。

收益法评估后的股东全部权益价值为 1,442,176.97 万元，增值额为 44,144.95 万元，增值率 3.16%。

该股东全部权益价值 1,442,176.97 万元是将永续债按照权益考虑计算的评估值，如扣除其他权益工具科目核算的永续债 205,080.22 万元，则评估结果为 1,237,096.75 万元。

本评估报告仅为报告中描述的经济行为提供价值参考依据，评估结论的使用有效期限自评估基准日 2016 年 12 月 31 日起一年有效。

评估报告使用者应当充分考虑报告中载明的假设、限定条件、特别事项说明及其对评估结论的影响。

天津航空有限责任公司
拟进行增资扩股项目
评估报告正文

天津航空有限责任公司：

北京中企华资产评估有限责任公司（以下简称“我公司”）接受贵公司的委托，根据有关法律、法规和资产评估准则、资产评估原则，采用收益法和市场法，按照必要的评估程序，对天津航空有限责任公司（以下简称“天津航空”）股东全部权益在 2016 年 12 月 31 日的市场价值进行了评估，现将资产评估情况报告如下。

一、 委托方、被评估单位及业务约定书约定的其他评估报告使用者

（一） 委托方概况

根据被评估单位股东的授权，本次委托方为天津航空有限责任公司，概况介绍同下“被评估单位概况”。

（二） 被评估单位概况

1. 公司简况

企业名称：天津航空有限责任公司(以下简称“天津航空”)

类 型：有限责任公司

住 所：天津自贸试验区(空港经济区)滨海国际机场机场路
1196 号

法定代表人：杜亮

注册资本：捌拾壹亿玖仟贰佰陆拾万元人民币

成立日期：2006 年 11 月 15 日

营业期限：2006 年 11 月 15 日至 2056 年 11 月 14 日

统一社会信用代码：911201187949684426

经营范围：国内（含港澳台）、国际航空客货运输业务；意外伤害保险、健康保险、传统人寿保险；自有航空器租赁与航空器维修、航空专业培训咨询服务；货物及技术进出口；广告经营；货物联运服务；航空器材、日用百货、电子产品、工艺品、化妆品、预包装食品、针纺织品、服装鞋帽、礼券的销售；旅游观光咨询服务；航空地面服务；烟草、生鲜食品零售；酒店管理服务及相关咨询服务；电子设备租赁（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

2.公司股权结构及变更情况

天津航空有限责任公司前身为大新华快运航空有限公司，成立于2006年11月15日，由海航集团有限公司、海南航空股份有限公司共同出资设立，原注册资本为人民币10,000万元。

于2007年10月进行增资，注册资本变更为人民币60,000万元，其中：海航集团有限公司出资58,100万元，持股比例为96.83%，海南航空股份有限公司出资1,900万元，持股比例为3.17%。

2008年12月，公司通过股东会决议决定于2009年6月30日前再次增资人民币70,000万元，其中海航集团有限公司出资人民币50,000万元(其中实物出资21,200万元、货币出资28,800万元)、天津保税区投资有限公司出资人民币20,000万元，增资后注册资本为人民币130,000万元，其中海航集团有限公司出资人民币108,100万元，持股比例为83.15%，天津保税区投资有限公司出资人民币20,000万元，持股比例为15.38%，海南航空股份有限公司出资1,900万元，持股比例为1.47%，同时公司名称变更为天津航空有限责任公司。

2010年4月，海航集团北方总部有限公司成立，2010年5月，海航集团北方总部有限公司对天津航空增资60,000万元，同时受让了海航集团有限公司30,000万元股权，使海航集团北方总部有限公司合计持有公司股权90,000万元，本次增资后公司注册资本为190,000万元，其中海航集团有限公司出资78,100万元，占注册资本的41.10%、海南航空股份有限公司出资1,900万元，占注册资本的1.00%、天津保税区

投资有限公司出资 20,000 万元，占注册资本的 10.53%、海航集团北方总部有限公司出资 90,000 万元，占注册资本的 47.37%。

2010 年 9 月昆仑信托有限公司对天津航空增资 40,000 万元，增资后天津航空注册资本为 230,000 万元。

2011 年 12 月，天航控股有限责任公司对天津航空增资 90,220 万元，其中注册资本 65,000 万元，同时海南航空股份有限公司受让海航集团北方总部有限公司、海航集团有限公司 50,000 万元。

2012 年 5 月，经股东会同意，天航控股有限责任公司增加对天津航空的出资 30,000 万元，2012 年 9 月天航控股有限责任公司收购原股东海航集团北方总部(天津)有限公司和昆仑信托有限责任公司各 12.31%的股权。2013 年天航控股有限责任公司增加对天津航空的出资 150,000 万元，海南航空股份有限公司增加对天津航空的出资 120,000 万元，海航集团有限公司将其持有天津航空有限责任公司的股权转让至海南航空股份有限公司。

2014 年 5 月，天航控股有限责任公司对天津航空增资 70,000 万元；2014 年 7 月，海南航空股份有限公司对天津航空增资 70,000 万元；2014 年 8 月，天津创鑫投资合伙企业(有限合伙)对天津航空增资 70,000 万元；2014 年 12 月，天津保税区投资有限公司对天津航空增资 14,260 万元，以上增资完成后，注册资本为 819,260 万元。增资后股权结构变更为天航控股有限责任公司出资 39.5 亿元人民币，持股比例为 48.21%；海南航空股份有限公司出资 32 亿元人民币，持股比例为 39.07%；天津保税区投资有限公司出资 3.426 亿元人民币，持股比例为 4.18%，天津创鑫投资合伙企业（有限合伙）出资 7 亿元人民币，持股比例为 8.54%。

2015 年 6 月 19 日，海南航空股份有限公司与天航控股有限责任公司签署《股权转让协议》，海南航空股份有限公司将收购天航控股有限责任公司 48.21%的股权。截止评估基准日，未完成股权转让行为。则，截止评估基准日，股权结构如下：

公司名称	股权比例
天航控股有限责任公司	48.21%

公司名称	股权比例
海南航空股份有限公司	39.07%
天津创鑫投资合伙企业(有限合伙)	8.54%
天津保税区投资有限公司	4.18%

3.公司产权和经营管理结构

公司设董事长一人、副董事长三人，下设总裁，总裁下设副总裁、财务总监及其他高管。公司职能部门包括：飞行部、运行控制部、服务部、维修工程部、安全监察部、市场部、保卫部、货运部、人资行政部、财务部、基建管理办公室、内蒙分公司、西北分公司、新疆分公司。

截止评估基准日，天津航空拥有飞机共计 50 架，其中自行购买 33 架，融资租赁 17 架。具体为：E190 飞机 37 架，其中自行购买 24 架，融资租赁 13 架；E145 飞机 8 架，全部为自行购买；A320 飞机 4 架，全部为融资租赁。

截止评估基准日，共运营飞机 86 架，其中自行购买的飞机 31 架，融资租赁 9 架，经营租赁飞机 46 架。航线遍布中国、可达日韩、欧洲和大洋洲。

自行购买飞机中剩余 2 架飞机 1 架飞机 2016 年未运营，1 架飞机出租给加纳航空。

融资租赁飞机中剩余 8 架飞机出租给广西北部湾航空有限责任公司。

4.基准日近三年的财务和经营状况

评估单位基准日近三年来的财务状况如下表（母公司）：

金额单位：人民币万元

项目	2014 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日
流动资产：			
货币资金	418,855.59	404,980.51	815,991.47
交易性金融资产			
应收票据			
应收账款	47,983.72	33,359.09	59,920.30
预付款项	40,025.15	19,205.30	41,539.35
应收利息	0.00	-	2,654.72

天津航空有限责任公司拟进行增资扩股项目评估报告

项目	2014 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日
应收股利	0.00	9,266.80	15,026.80
其他应收款	229,171.83	147,018.10	60,813.24
存货	10,233.84	14,379.23	18,371.43
划分为持有待售的资产	91,876.78	-	95,853.19
一年内到期的非流动资产			
其他流动资产		-	1,338.90
流动资产合计	838,146.92	628,209.03	1,111,509.40
非流动资产：			
可供出售金融资产	353,860.00	803,758.00	959,001.32
持有至到期投资			
长期应收款			
长期股权投资	316,019.36	616,272.79	574,392.58
投资性房地产			
固定资产	1,304,635.22	1,198,287.16	953,767.29
在建工程	70,109.27	107,087.04	155,295.82
工程物资			
固定资产清理	41.94	-	
无形资产	4,820.85	4,973.16	5,456.56
商誉			
长期待摊费用	61,864.65	59,867.06	60,757.43
递延所得税资产			
其他非流动资产	187,301.58	34,554.68	34,362.15
非流动资产合计	2,298,652.86	2,824,799.89	2,743,033.15
资产总计	3,136,799.78	3,453,008.92	3,854,542.55
流动负债：			
短期借款	280,494.12	586,218.00	494,316.00
交易性金融负债			

天津航空有限责任公司拟进行增资扩股项目评估报告

项目	2014 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日
应付票据	92,263.09	21,083.31	0.00
应付账款	62,907.89	61,749.39	70,172.82
预收款项	79,096.17	15,118.67	26,158.76
应付职工薪酬			
应交税费	26,685.74	40,567.35	43,608.06
应付利息	17,516.27	19,569.56	24,795.23
应付股利			
其他应付款	47,808.89	49,998.22	60,352.50
一年内到期的非流动负债	247,829.92	364,254.76	417,545.19
其他流动负债	89,952.55	-	199,621.15
流动负债合计	944,554.64	1,158,559.27	1,336,569.72
非流动负债：			
长期借款	537,599.02	357,632.54	385,409.25
应付债券	298,906.98	508,459.85	497,843.93
长期应付款	253,552.91	251,347.67	215,001.27
专项应付款			
预计负债			
递延所得税负债	3,131.65	17,198.15	21,686.37
其他非流动负债			
非流动负债合计	1,093,190.57	1,134,638.20	1,119,940.82
负债合计	2,037,745.21	2,293,197.47	2,456,510.53
所有者权益（或股东权益）：			
实收资本（或股本）	819,260.00	819,260.00	819,260.00
资本公积	233,700.77	233,700.77	233,700.77
其他综合收益		-	-10,880.62
其他权益工具		-	205,080.22
盈余公积	9,630.90	15,706.59	20,675.69

天津航空有限责任公司拟进行增资扩股项目评估报告

项目	2014 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日
未分配利润	36,462.90	91,144.10	130,195.97
所有者权益（或股东权益）合计	1,099,054.57	1,159,811.45	1,398,032.02
负债和所有者权益合计	3,136,799.78	3,453,008.92	3,854,542.55

被评估单位基准日近三年来的经营状况如下表（母公司）

金额单位：人民币万元

项目	2014 年	2015 年	2016 年
一、营业收入	732,010.04	750,061.77	824,573.61
减：营业成本	645,286.32	589,597.42	673,966.71
营业税金及附加	2,044.97	3,956.41	4,134.10
销售费用	26,923.97	18,311.59	24,811.93
管理费用	10,647.56	15,856.80	17,498.20
财务费用	59,034.58	112,860.43	112,559.46
资产减值损失	251.87	-23.28	2,101.05
加：公允价值变动收益（损失以“－”号填列）	0.00	0.00	0.00
投资收益（损失以“－”号填列）	339.03	10,971.36	32,042.62
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00
汇兑收益（损失以“－”号填列）	0.00	0.00	0.00
二、营业利润（亏损以“－”号填列）	-11,840.21	20,473.75	21,544.77
加：补贴收入	0.00	0.00	0.00
加：营业外收入	27,803.27	58,160.57	40,396.24
减：营业外支出	55.86	923.79	5,994.37
三、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	15,907.19	77,710.53	55,946.64
减：所得税费用	3,206.73	16,953.65	6,255.67
四、净利润（净亏损以“－”号填列）	12,700.46	60,756.89	49,690.97

被评估单位评估基准日会计报表经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并发表了标准无保留意见。2014 年度、2015 年度会计报表均经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并发表了标准无保留意见。

5.委托方与被评估单位之间的关系

同一单位。

（三） 业务约定书约定的其他评估报告使用者

本评估报告仅供委托方、业务约定书中约定的其他评估报告使用者和国家法律、法规规定的评估报告使用者使用，不得被其他任何第三方使用或依赖。

二、 评估目的

天津航空有限责任公司股东拟对天津航空有限责任公司进行增资扩股，为此需对天津航空有限责任公司的股东全部权益价值进行评估，为该经济行为提供价值参考依据。

三、 评估对象和评估范围

（一）评估对象

根据本次评估目的，评估对象是天津航空有限责任公司的股东全部权益。

（二）评估范围

评估范围是被评估单位的全部资产及负债。评估范围内的资产包括流动资产、固定资产、在建工程、无形资产、其他非流动资产等。总资产账面值为 3,854,542.55 万元；负债为流动负债和非流动负债，账面值为 2,456,510.53 万元；净资产为 1,398,032.02 万元。具体明细见下表：

金额单位：人民币万元

流动资产	1,111,509.40
非流动资产	2,743,033.15

可供出售金融资产	959,001.32
长期投资	574,392.58
固定资产	953,767.29
在建工程	155,295.82
无形资产	5,456.56
长期待摊费用	60,757.43
其他非流动资产	34,362.15
资产总计	3,854,542.55
流动负债	1,336,569.72
非流动负债	1,119,940.82
负债总计	2,456,510.53
所有者权益	1,398,032.02

四、 价值类型及其定义

根据评估目的，确定本次评估对象的价值类型为市场价值。

市场价值是指自愿买方和自愿卖方，在各自理性行事且未受任何强迫的情况下，评估对象在评估基准日进行正常公平交易的价值估计数额。

根据《资产评估价值类型指导意见》，当资产评估师所执行的资产评估业务对市场条件和评估对象的使用等并无特别限制和要求时，资产评估师通常应当选择市场价值作为评估结论的价值类型。

五、 评估基准日

本项目评估基准日是 2016 年 12 月 31 日。评估基准日是由委托方确定的。

六、 评估依据

（一）经济行为依据

1. 关于天津航空拟增资的备忘录。

（二）法律法规依据

- 1.《中华人民共和国资产评估法》(2016年7月2日第十二届全国人民代表大会常务委员会第二十一次会议通过);
- 2.《中华人民共和国公司法》(2013年12月28日第十二届全国人民代表大会常务委员会第六次会议通过);
- 3.《中华人民共和国城市房地产管理法》(2007年8月30日第十届全国人民代表大会常务委员会第二十九次会议通过);
- 4.《中华人民共和国土地管理法》(2004年8月28日第十届全国人民代表大会常务委员会第十一次会议通过);
- 5.《中华人民共和国企业所得税法》(2007年3月16日第十届全国人民代表大会第五次会议通过);
- 6.《中华人民共和国企业国有资产法》(2008年10月28日第十一届全国人民代表大会常务委员会第五次会议通过);
- 7.《中华人民共和国城镇土地使用税暂行条例》(2006年12月30日国务院第163次常务会议通过);
- 8.中华人民共和国国家标准 GB/T18508-2014《城镇土地估价规程》
- 9.有关其他法律、法规、通知文件等。

（三）评估准则依据

- 1.《资产评估准则—基本准则》(财企[2004]20号);
- 2.《资产评估职业道德准则—基本准则》(财企[2004]20号);
- 3.《资产评估准则—利用专家工作》(中评协[2012]244号);
- 4.《资产评估准则—评估报告》(中评协[2011]230号);
- 5.《资产评估准则—评估程序》(中评协[2007]189号);
- 6.《资产评估准则—业务约定书》(中评协[2011]230号);
- 7.《资产评估准则—工作底稿》(中评协[2007]189号);
- 8.《资产评估准则—不动产》(中评协[2007]189号);
- 9.《资产评估准则—机器设备》(中评协[2007]189号);
- 10.《资产评估职业道德准则—独立性》(中评协[2012]248号);
- 11.《企业会计准则—基本准则》(财政部令第33号,2006年);

12.中国注册会计师协会《资产评估师关注评估对象法律权属指导意见》（会协[2003]18号）；

13.《评估机构业务质量控制指南》（中评协[2010]214号）；

14.《资产评估价值类型指导意见》（中评协[2007]189号）；

15.《资产评估准则--企业价值》（中评协[2011]227号）；

16.《评估机构业务质量控制指南》（中评协[2010]214号）；

17.《企业国有资产评估报告指南》（中评协[2011]230号）；

18.其他准则。

（四）权属依据

1.国有土地使用证；

2.房产证；

3.飞机的民用航空器国籍登记证、适航证、电台执照；

4.其他有关产权证明。

（五）取价依据

1.评估基准日银行存贷款基准利率及外汇汇率；

2.企业提供的以前年度的财务报表、审计报告；

3.评估人员现场勘查记录及收集的其他相关估价信息资料。

（六）其他参考依据

1.企业提供的收益法申报明细表；

2.普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）等出具的审计报告；

3.北京中企华资产评估有限责任公司信息库。

七、 评估方法

企业价值评估方法主要有资产基础法、收益法和市场法。

企业价值评估中的资产基础法，是指以被评估企业评估基准日的资产负债表为基础，合理评估企业表内及表外各项资产、负债价值，确定评估对象价值的评估方法。

企业价值评估中的收益法，是指将预期收益资本化或者折现，确定评估对象价值的评估方法。收益法常用的具体方法包括股利折现法和现金流量折现法。

企业价值评估中的市场法，是指将评估对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定评估对象价值的评估方法。市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

按照《资产评估准则—基本准则》，评估应当根据评估目的、评估对象、价值类型、资料收集情况等相关条件，分析收益法、市场法和资产基础法三种资产评估基本方法的适用性，恰当选择一种或多种资产评估基本方法。

根据评估目的、评估对象、价值类型、资料收集情况等相关条件，以及三种评估基本方法的适用条件，本次评估选用的评估方法为收益法和市场法。

(一) 收益法

本次评估选用现金流量折现法中的企业自由现金流折现模型。现金流量折现法的描述具体如下：

股东全部权益价值 = 企业整体价值 - 付息债务价值

1. 企业整体价值

企业整体价值是指股东全部权益价值和付息债务价值之和。根据被评估单位的资产配置和使用情况，企业整体价值的计算公式如下：

企业整体价值 = 经营性资产价值 + 溢余资产价值 + 非经营性资产负债价值

(1) 经营性资产价值

经营性资产是指与被评估单位生产经营相关的，评估基准日后企业自由现金流量预测所涉及的资产与负债。经营性资产价值的计算公式如下：

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{F_i}{(1+r)^i} + \frac{F_n \times (1+g)}{(r-g) \times (1+r)^n}$$

其中：P：评估基准日的企业经营性资产价值；

F_i ：评估基准日后第*i*年预期的企业自由现金流量；

F_n ：预测期末年预期的企业自由现金流量；

r: 折现率(此处为加权平均资本成本,WACC);

n: 预测期;

i: 预测期第 i 年;

g: 永续期增长率。

在详细的预测期之后,被评估企业从 2021 年开始已经达到稳定的规模,此次评估假设其从 2022 年开始均维持 2021 年的规模,取永续期企业现金流量增长率 g 为 0%。

其中,企业自由现金流量计算公式如下:

企业自由现金流量=息前税后净利润+折旧与摊销-资本性支出-营运资金增加额

其中,折现率(加权平均资本成本,WACC)计算公式如下:

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E + D} + K_d \times (1 - t) \times \frac{D}{E + D}$$

其中: K_e : 权益资本成本;

K_d : 付息债务资本成本;

E: 权益的市场价值;

D: 付息债务的市场价值;

t: 所得税率。

(2)溢余资产价值

溢余资产是指评估基准日超过企业生产经营所需,评估基准日后企业自由现金流量预测不涉及的资产。溢余资产单独分析和评估。

(3)非经营性资产、负债价值

非经营性资产、负债是指与被评估单位生产经营无关的,评估基准日后企业自由现金流量预测不涉及的资产与负债。非经营性资产、负债单独分析和评估。

(4)长期股权投资价值

被评估单位控股子公司正常经营的,采用收益法对其股权进行评估,评估结果乘以股权比例确定股权投资价值;非正常经营控股子公司及非控股子公司,采用评估基准日被投资单位的净资产乘以股权比例确定股权投资的评估值。

2.付息债务价值

付息债务是指评估基准日被评估单位需要支付利息的负债。被评估单位的付息债务为长短期借款，应付债券、付息的长期应付款。付息债务以核实后的账面值作为评估值。

(二) 市场法

1)市场法简介

企业价值评估中的市场法，是指将评估对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定评估对象价值的评估方法。

市场法的理论基础是均衡价值论，该理论认为：1.资产价值主要取决于供给和需求，供给主要取决于成本，而需求主要取决于收益（即资产的效用）；2.资产价格由市场供给和市场需求共同决定；3.价格在短期内可能会因为市场供需双方的不平衡产生一定的波动，但长期来看都会在市场调节作用下回到均衡状态（即供给数量等于需求数量，供给价格等于需求价格）。资产估值不仅要考虑其成本，还要考虑市场的需求状况。在市场公开、交易活跃的情况下，相同类型、相同经营规模并具有相同获利能力的企业，其价值也是相同或相似的。

市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

A.上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算适当的价值比率，在与被评估企业比较分析的基础上，确定评估对象价值的具体方法。

B.交易案例比较法是指获取并分析可比企业的买卖、收购及合并案例资料，计算适当的价值比率，在与被评估企业比较分析的基础上，确定评估对象价值的具体方法。

2)市场法的应用前提

采用市场法对企业进行估值，需要将评估对象置于一个完整、现实的经营过程和市场环境中，必须具备以下条件：

- ①有一个充分发达、活跃的资本市场；

②在上述资本市场中存在足够数量的与评估对象相同或相似的参考企业、存在着足够的交易案例；

③能够获取相关参考企业或交易案例的市场信息、财务信息及其他相关资料；

④可以确信依据的信息资料具有代表性和合理性，且在评估基准日是有效的。

3)具体方法的选择

一般情况下，投资者在购置某项资产时，所愿意支付的价格不会高于市场上具有相同用途的替代资产的现行市价。当前，沪深两市的上市公司已涉及绝大多数行业，且相关财务信息的披露机制已日益完善，整体而言，上市公司比较法应用的外部条件已基本成熟。

由于上市公司比较法的可比公司都是上市公司，因此可以计算其股权的市场价值，便于进行市场价值的“对比分析”和计算价值比率，而且相关的财务数据和其他信息数据容易获得，信息渠道合法、信息可靠性较高，便于进行相关财务分析。

同时，交易案例比较法由于难以收集案例的详细资料及无法了解具体的交易细节，包括成交价格以外的各种安排，如管理层的承诺、收购方的承诺、股权转让方的承诺、担保、对未决诉讼的保障、地方政策限制等等，因此案例法较难操作，易受信息收集的限制，而无法充分考虑评估对象与交易案例的差异对股权价值产生的影响。

故本次市场法评估采用上市公司比较法进行评估是可行的，其评估结果也可反映市场供需关系对股权价值的影响。

4)评估模型的运用步骤

1.选择可比企业

选择与被评估单位处于同一行业的并且交易活跃的上市公司进行适当筛选，以确定合适的可比企业。

2.分析调整财务报表

将可比企业和被评估单位的财务报表进行分析调整，使调整后的财务报表具有可比性。主要分析调整事项如下：

- (1)被评估单位和可比企业财务报表编制基础的差异；
- (2)调整非经常性的收入和支出；
- (3)调整非经营性资产、负债和溢余资产及与其相关的收入和支出；
- (4)评估人员认为需要调整的其他事项。

3.选择、计算、调整价值比率

选取可比企业作为样本，选取盈利能力、企业规模、营运能力、风险管理能力、未来发展能力等方面的指标作为可比指标进行修正。

4.运用价值比率

本次选择EV/EBITDAR作为价值比率，以各可比企业的EBITDAR(x息税折旧摊销租赁前利润)为基础，通过对可比企业财务比率指标的分析，将被评估单位相应的财务指标与可比企业逐一进行比较调整，确定比率乘数(即：可比公司市场价值与所选择分析参数之间的比例关系)，然后乘以被评估单位评估基准日年度的EBITDAR，得出被评估单位经营性资产形成的股东全部权益在评估基准日的市场价值(考虑缺乏流动性折扣之前)。

5.计算被评估单位的股东全部权益评估值

相关公式如下：

被评估单位的股东全部权益评估值=(被评估单位经营性资产形成的全投资市场价值-评估基准日有息负债)×(1-缺乏流动性折扣)+非经营性资产及溢余资产评估值+长期股权投资评估值

注：上述公式中被评估单位经营性资产形成的全投资市场价值(考虑缺乏流动性折扣前)是经过必要的财务调整后的价值。

选择与被评估单位处于同一行业的并且交易活跃的上市公司进行适当筛选，以确定合适的可比企业。

八、 评估程序实施过程 and 情况

我公司评估人员，于2017年3月7日至2017年4月10日，对纳入此次评估范围内的资产和负债进行了清查评估。主要评估过程如下：

(一)接受委托

2017年3月上旬，天津航空委托我公司对天津航空股东全部权益价值进行评估。经我公司对委托方评估目的的有关背景、天津航空资产状况初步了解后，与委托方签订了《评估业务约定书》。

(二)前期准备

1.与委托方签定《评估业务约定书》，明确了本次的评估目的、评估对象及范围、评估基准日及有关评估工作的其他事宜。

2.根据本次评估目的、评估范围涉及的资产类型及特点、资产分布等项目实际情况，在确定总体评估方案后编制了《资产评估工作计划》，并组建了评估工作队伍，确立了项目负责人及相关专业的评估人员。

3.针对评估范围涉及的资产类型和特点、企业所属行业及事先了解的企业基本情况，评估项目组设计了相应的资产评估收益法表等，并指导企业的职能部门有关人员，进行各类表格的填报工作，同时，提交了所需的评估资料清单。

(三)现场尽职调查

根据企业提供的资产评估申报资料，评估人员于2017年3月6日至2017年3月19日对评估对象涉及的资产和负债进行了必要的清查核实，对评估对象的经营管理状况等进行了必要的尽职调查。

1.评估人员通过走访企业管理层、项目管理中心和财务等各职能部门、查阅企业经营基础资料等方式，对影响企业价值的有关事项进行全面调查。主要内容如下：

(1)被评估单位的历史沿革、主要股东及持股比例、必要的产权和经营管理结构；

(2)被评估单位的资产、财务、经营管理状况；

- (3)被评估单位的经营计划、发展规划;
- (4)评估对象、被评估单位以往的交易情况;
- (5)影响被评估单位生产经营的宏观、区域经济因素;
- (6)被评估单位所在行业的发展状况与前景;
- (7)其他相关信息资料。

2.完善资产评估收益法相关表格

根据现场实际调查情况，完善收益法相关表格的填写。

3.查验权属资料

对评估范围内的资产权属文件进行查验，对权属手续不齐、产权不清的，提请企业核实和补充、或出具相应的权属情况说明。

(四) 资料收集

评估人员根据项目的具体情况进行了评估资料收集，包括直接从市场等渠道独立获取的资料，从委托方等相关当事方获取的资料，以及从政府部门、各类专业机构和其他相关部门获取的资料，并对收集的评估资料进行了必要分析、归纳和整理，形成评定估算的依据。

(五) 评定估算

评估人员针对各类资产的具体情况，根据选用的评估方法，选取相应的公式和参数进行分析、计算和判断，形成了初步评估结论。项目负责人对各类资产评估初步结论进行汇总，撰写并形成评估报告草稿。

(六)内部审核、征求意见及出具报告

根据我公司《资产评估业务流程管理办法》规定，项目负责人在完成评估报告草稿一审后形成评估报告初稿并提交公司内部审核，公司内部审核包括部门经理二级审核、公司内核委三级审核。项目负责人在内部审核完成后，形成评估报告征求意见稿并提交客户征求意见，根据反馈意见进行合理修改后形成评估报告正式稿并提交委托方。

九、 评估假设

本评估报告分析估算采用的假设条件如下：

(一) 一般假设

1. 假设评估基准日后被评估单位持续经营；
2. 假设评估基准日后被评估单位所处国家和地区的政治、经济和社会环境无重大变化；
3. 假设评估基准日后国家宏观经济政策、产业政策和区域发展政策无重大变化；
4. 假设和被评估单位相关的利率、汇率、赋税基准及税率、政策性征收费用等评估基准日后不发生重大变化；
5. 假设评估基准日后被评估单位的管理层是负责的、稳定的，且有能力担当其职务；
6. 假设被评估单位完全遵守所有相关的法律法规；
7. 假设评估基准日后无不可抗力对被评估单位造成重大不利影响。

(二) 特殊假设

1. 假设评估基准日后被评估单位采用的会计政策和编写本评估报告时所采用的会计政策在重要方面保持一致；
2. 假设评估基准日后被评估单位在现有管理方式和管理水平的基础上，经营范围、方式与目前保持一致；
3. 假设评估基准日后被评估单位对未来发展规划，包括自 2017 年起 A330 飞机以融资租赁方式取得；自 2018 年起以经营租赁方式引进 A350 飞机；A320 型号飞机国内国际航班架次比例为 4:1；A330、A350 型号飞机国内国际飞行架次比例为 1:2 等，能够如期实现；
4. 由于国际油价波动较大，难以预测，故本次以 2017 年 1 月至 2 月航油不含税平均单价为基础进行预测，假设未来期航油单价保持不变；
5. 由于企业目前所享受的航线补贴未来期具有一定的不确定性，无法进行测算，故本次未对其进行预测；

本评估报告评估结论在上述假设条件下在评估基准日时成立，当上述假设条件发生较大变化时，签字资产评估师及本评估机构将不承担由于假设条件改变而推导出不同评估结论的责任。

十、 评估结论

(一)收益法评估结果

天津航空有限责任公司评估基准日总资产账面值为 3,854,542.55 万元；负债账面值为 2,456,510.53 万元；净资产账面值为 1,398,032.02 万元。

收益法评估后的股东全部权益价值为 1,442,176.97 万元，增值额为 44,144.95 万元，增值率 3.16%。

(二)市场法评估结果

天津航空有限责任公司评估基准日总资产账面值为 3,854,542.55 万元；负债账面值为 2,456,510.53 万元；净资产账面值为 1,398,032.02 万元。

市场法评估后的股东全部权益价值为 1,550,000.00 万元，增值额为 151,967.98 万元，增值率为 11%。

(三)最终评估结论

收益法评估后的股东全部权益价值为 1,442,176.97 万元，市场法评估后的股东全部权益价值为 1,550,000.00 万元，两者相差 107,823.03 万元，差异率为 7%。

未来预期获利能力是一个企业价值的核心所在，从未来预期收益折现途径求取的企业价值评估结论便于为投资者进行投资预期和判断提供参考，且不易受短期内的市场价格波动及投机性等各项因素的影响，更易于求证企业的内在价值。结合此次评估目的，经分析认为收益法的评估结果更加适用，故此次评估取收益法评估值作为最终的评估结论。

根据上述分析，本评估报告评估结论采用收益法评估结果，即：天津航空有限责任公司的股东全部权益价值评估结果为 1,442,176.97 万元。

该股东全部权益价值 1,442,176.97 万元是将永续债按照权益考虑计算的评估值，如扣除其他权益工具科目核算的永续债 205,080.22 万元，则评估结果为 1,237,096.75 万元。

该评估结论在前述评估假设与限定条件的前提下成立。

十一、 特别事项说明

以下为在评估过程中已发现可能影响评估结论但非评估人员执业水平和能力所能评定估算的有关事项:

(一) 股权变更情况: 截止评估基准日, 天津航空股权结构为: 天航控股有限责任公司股权比例为 48.21%; 海南航空股份有限公司股权比例为 39.07%; 天津创鑫投资合伙企业(有限合伙)股权比例 8.54%; 天津保税区投资有限公司股权比例为 4.18%。2017 年 2 月, 海南航空股份有限公司与天航控股有限责任公司签署《<股权转让协议>之补充协议》, 海南航空股份有限公司实际于 2016 年 11 月 28 日向转让方支付转让价款, 海南航空股份有限公司于 2017 年 1 月 1 日取得转让方持有的天津航空 48.21%的股权。截止评估报告日, 天津航空股权结构为: 海南航空股份有限公司占股 87.28%; 天津创鑫投资合伙企业(有限合伙)占股 8.54%; 天津保税区投资有限公司占股 4.18%。

(二) 天津航空于 2016 年度, 经中国银行间市场交易商协会批准, 发行两期共计 200,000.00 万元中期票据。天津航空 2016 年度财务报表及审计报告认为其符合权益工具确认条件, 计入所有者权益中的其他权益工具科目, 本次评估按照审计后财务报表进行, 未作为有息负债评估。本次评估结果如减去资产负债表中其他权益工具科目核算的永续债 205,080.22 万元, 则计算结果为 1,237,096.75 万元。

(三) 租赁方式改变: 天津航空计划自 2017 年起 A330 型号飞机引进方式为融资租赁, 自 2018 年起以经营租赁方式引进 A350 型号飞机, 本次评估经营预测按照此计划进行。

(四) 国内外飞行架次的安排: 天津航空拟发展为洲际航空公司, A320、A330、A350 型号飞机国内外飞行架次的安排为: A320 型号飞机国内国际航班架次比例为 4:1; A330、A350 型号飞机国内国际航班架次比例为 1:2。本次经营预测按照此计划进行。

以上特别事项提请报告的使用者予以充分关注。

十二、 评估报告使用限制说明

(一) 本评估报告只能用于评估报告载明的评估目的和用途;

(二) 本评估报告只能由评估报告载明的评估报告使用者使用;

(三)本评估报告的全部或者部分内容被摘抄、引用或者被披露于公开媒体，需评估机构审阅相关内容，法律、法规规定以及相关当事方另有约定的除外；

(四)本评估报告经资产评估师签字、评估机构盖章后方可正式使用；

(五)本评估报告经国有资产监督管理机构或所出资企业备案后方可正式使用；

(六)本评估报告所揭示的评估结论仅对评估报告中描述的经济行为有效，评估结论使用有效期为自评估基准日起一年。

十三、评估报告日

评估报告提出日期为 2017 年 4 月 10 日。

法定代表人：权忠光

资产评估师：孙旭升



资产评估师：刘天飞



北京中企华资产评估有限责任公司

二〇一七年四月十日

