



《关于对浙江日发精密机械股份有限公司的问询函》

有关问题的回复

深圳证券交易所：

贵所下发的中小板重组问询函（需行政许可）【2018】第 14 号《关于对浙江日发精密机械股份有限公司的问询函》（以下简称问询函）奉悉。按照问询函的要求，浙江日发精密机械股份有限公司（以下简称日发精机）、日发捷航投资有限公司（以下简称捷航投资）和 Airwork Holdings Limited（以下简称 Airwork）管理层研究后，已对相关材料进行了补充修改，本公司承办资产评估师已经认真复核，现将问询函中涉及资产评估方面的问题核查情况汇报如下：

问询函问题 15 根据《预案》，本次方案对捷航投资采用资产基础法进行预估，对 Airwork 采用收益法进行评估。请你公司结合具体数据补充披露捷航投资及 Airwork 估值的评估过程，说明评估方法选择的合理性，并结合海外同行业公司可比公司说明估值的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、评估方法的选择合理性

根据现行资产评估准则及有关规定，企业价值评估的基本方法有资产基础法、市场法和收益法。

由于日发捷航投资有限公司、日发捷航装备制造有限公司、Rifa Jair

Holding Company Limited、Rifa Jair Company Limited 四家公司实际并未开展经营活动，其主要资产系逐级并最终持有的对 Airwork 的投资。由于四家公司自身不开展经济活动，无法预测其未来盈利情况，且在全球资本市场上也无法获取类似的股权交易案例和可比上市公司，故本次预评估不宜采用收益法和市场法对上述四家公司进行评估，最终以资产基础法对上述四家公司进行预评估。

Airwork 属于通用航空业，盈利能力较好，资产基础法评估无法涵盖企业多年经营积累的企业品牌、业务资质、客户关系、人力资源等无形资产或资源的价值，不能全面、合理的体现企业的整体价值。故本次预评估不采用资产基础法对 Airwork 进行评估。

市场法包括上市公司比较法和交易案例比较法。由于全球资本市场上存在一定数量的通用航空上市公司，可以通过公开渠道获得近期较为准确真实的可比公司财务数据等详细资料，因此，可以采用上市公司比较法对 Airwork 进行评估。由于难以获得足够的具备详细信息的可比交易案例，因此本次预评估不采用交易案例比较法。

Airwork 的业务模式已经成熟，在延续现有的业务内容和范围的情况下，未来收益能够合理预测，与企业未来收益的风险程度相对应的折现率也能合理估算，因此本次预评估可以采用收益法。

结合本次资产评估的对象、评估目的和评估师所收集的资料，确定分别采用市场法和收益法对委托评估的 Airwork 的股东全部权益价值进行预评估，并经综合分析后，最终采用收益法的评估结果作为其预评估值。

二、捷航投资及 Airwork 的评估过程

（一）捷航投资资产基础法的评估过程

本次对于捷航投资采用资产基础法进行评估。

资产基础法是指以被评估单位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。资产基础法以重置各项生产要素为假设前提，根据委托评估的分项资产的具体情况，选用适宜的方法分别评定估算各分项资产的价值并累加求和，再扣减相关负债的评估价值，得出股东全部权益的预估价值。计算公式为：

股东全部权益评估价值=Σ 各分项资产评估价值－Σ 各分项负债评估价值

（二）Airwork 收益法的评估过程

收益法是指通过将被评估单位的预期收益资本化或折现以确定评估对象价值的评估方法。

结合本次评估目的和评估对象，采用企业自由现金流折现模型确定企业自由现金流价值，并分析公司溢余资产、非经营性资产（负债）的价值，确定公司的整体价值，并扣除公司的付息债务确定公司的股东全部权益价值。具体公式为：

股东全部权益价值 = 企业整体价值 - 付息债务

企业整体价值 = 企业自由现金流评估值 + 非经营性资产价值 - 非经营性负债价值 + 溢余资产价值

$$\text{企业自由现金流评估值} = \sum_{t=1}^n \frac{CFF_t}{(1+r_t)^t} + P_n \times (1+r_n)^{-n}$$

式中：

n——明确的预测年限

CFF_t ——第 t 年的企业现金流

r——加权平均资本成本

t——未来的第 t 年

P_n ——第 n 年以后的连续价值

对收益法中主要预测项目的评估过程如下：

1. 未来营业收入的预测

对公司未来收入进行预测时，本着谨慎、客观的原则，根据 Airwork 的历史经营统计资料、经营情况，在未来经营发展规划的基础上，结合公司目前已签合同及正在推进的项目，考虑通用航空市场发展趋势，对未来的营业收入进行预测。

（1）货机租赁及运营业务收入

公司目前共有 20 架波音 737 飞机（截至预评估基准日，其中 1 架刚改装完，1 架准备改装中）和 5 架波音 757 飞机（截至预评估基准日，其中 1 架处于改装中，4 架处于等待改装中），预评估基准日投入运营的是 19 架波音 737 飞机。公司的货机租赁及运营合同主要为长期合同，包括干租和湿租，客户关系稳定，近

两年收入逐年增长，历史客户收入情况统计如下：

单位：千新西兰元

固定翼客户	2016 年收入金额	占比	2017 年收入金额	占比
客户 A	37,444.34	42.97%	36,976.37	39.21%
客户 B	15,830.51	18.17%	16,272.20	17.26%
客户 E	3,674.64	4.22%	8,720.17	9.25%
客户 K	412.63	0.47%	233.96	0.25%
客户 M	2,889.77	3.32%	130.51	0.14%
客户 N	2,215.20	2.54%	2,663.59	2.82%
客户 O	80.17	0.09%	201.26	0.21%
客户 P	44.42	0.05%	24.64	0.03%
客户 D	8,737.44	10.03%	10,196.60	10.81%
客户 C	10,218.16	11.73%	12,132.35	12.87%
客户 Q	3,266.04	3.75%	3,099.14	3.29%
客户 R	899.94	1.03%	3,096.40	3.28%
其他	1,419.27	1.63%	547.20	0.58%
合计	87,132.53	100.00%	94,294.39	100.00%

从上图可以看出，公司的固定翼飞机客户稳定，收入平稳增长。客户 A 是公司目前最大的客户，其收入占到了公司货机租赁及运营业务收入的 40%左右，Airwork 与其签订了长达 15 年的合同，目前共有 5 架波音 737 飞机租赁给客户 A 使用，在必要时还会提供额外收费的非计划路线飞行服务。客户 A 拥有 120 多年历史，是澳大利亚最大的运输和物流供应商，拓领的服务范围涉及公路、铁路、航空和海运，以及仓储、配送和搬运，是澳大利亚唯一的一体化完全物流供应商，其向 Airwork 租赁了 5 架波音 737 飞机。通过多年的合作，双方建立了稳定的租赁关系，Airwork 预计未来来自拓领的收入应有保障。

客户 B 系 Airwork 的合营企业，是一家物流公司，向 Airwork 租赁了 3 架波音 737 飞机，双方签订了 10 年的长期合同，Airwork 预计未来其收入应有保障。

客户 E 是一家澳大利亚的大型货运集团，为个人和公司提供货运服务，货运范围包括澳大利亚、新西兰、亚洲和欧洲等地区。目前向 Airwork 租赁了 1 架波音 737 飞机，初始签订的合同为一年，目前客户有续签意向，由于原合同

2018 年 6 月到期，续签合同的细节尚在协商中。

客户 D 是一家爱尔兰货运和客运航空公司，总部位于爱尔兰都柏林。该公司定期为 Fedex Feeder、DHL 快递等提供货运服务，以及经营不定期客运包机航班。Airwork 原有 4 架波音 737 飞机租赁给客户 D，但 2016 年 8 月其中一架飞机因天气原因冲出跑道毁损后，实际租赁数为 3 架，远不能满足客户的需求。2017 年，Airwork 新购置了一架波音 737 飞机，并在 12 月底完成了改造，于 2018 年 1 月交付给客户 D 使用。据 Airwork 预计，未来来自客户 D 的收入将有增长。

客户 C 系一家罗马尼亚的航空公司，向 Airwork 租赁了 4 架波音 737 飞机，其中 1 架已在 2017 年年底到期收回，目前处于改装中。根据 Airwork 与客户的初步意向，经过改装后将会租赁给客户 B 使用。其余飞机租赁到期日在 2019 年，未来收入应有保障。

客户 Q 是一家位于冰岛的航空公司，向 Airwork 租赁了 1 架波音 737 飞机，2015 年双方签订了 5 年的长期租赁合同。

同时，Airwork 与客户 R 等其他客户也签订了长期合同，未来将继续按原合同执行。

各架固定翼飞机对应的租赁状态如下：

序号	类型	航空器型号	登记标志	状态
1	固定翼	B737-400	B-24435	已出租
2	固定翼	B737-400	B-24709	已出租
3	固定翼	B737-400	B-25147	已出租
4	固定翼	B737-400	B-29202	已出租，2018 年 1 月交付给客户
5	固定翼	B737-400	B-24813	已出租
6	固定翼	B737-400	B-25371	改装中，预计出租给新西兰意向客户
7	固定翼	B737-400	B-28702	已出租
8	固定翼	B737-400	B-28723	已出租
9	固定翼	B737-400	B-24436	已出租
10	固定翼	B737-300	B-23862	已出租
11	固定翼	B737-300	B-23706	已出租
12	固定翼	B737-400	B-24443	已出租
13	固定翼	B737-400	B-24444	已出租

序号	类型	航空器型号	登记标志	状态
14	固定翼	B737-400	B-24683	已出租
15	固定翼	B737-400	B-24432	已出租
16	固定翼	B737-400	B-24434	已出租
17	固定翼	B737-400	B-24442	已出租
18	固定翼	B737-300	B-24834	已出租
19	固定翼	B737-400	B-25362	已出租
20	固定翼	B737-300	B-23383	已出租
21	固定翼	B757-200	B-25731	改装中，意向客户某欧洲客户
22	固定翼	B757-200	B-25696	待改装，意向客户某欧洲客户
23	固定翼	B757-200	B-24617	待改装
24	固定翼	B757-200	B-25294	待改装
25	固定翼	B757-200	B-25297	待改装

综上所述，截至预评估基准日，除处于改装中或待改装状态外的固定翼飞机外，其余固定翼飞机均已签订租赁合同，无闲置情况。

除传统的飞机租赁和运营业务外，Airwork 还提供发动机租赁、维修等服务，根据目前的在手合同，此部分收入未来应有保障。

面对快速增长的航空通用市场，以及为了满足客户不断增长的需求，Airwork 在 2017 年新购置了 5 架波音 757 飞机，其中 1 架已经在美国进行改装，根据公司的计划，2018 年 7 月完成第 1 架波音 757 飞机的改装并投入运营，2018 年 11 月完成第 2 架波音 757 飞机的改装并投入运营，2018 年底至 2019 年初完成另 2 架波音 757 飞机的改装并投入运营。根据 Airwork 与某欧洲客户的相关商务洽谈资料和意向合同显示，Airwork 将向其租赁 2 架波音 757 飞机。相对于原有的波音 737 飞机，波音 757 飞机的运载容量更大，运送距离更远，经济效益更佳。未来随着波音 757 飞机的投入运营，Airwork 的收入会有一定幅度的增长。

（2）直升机租赁及运营业务收入

截至预评估基准日，Airwork 共有 42 架直升机，由于部分客户因自身业务调整需求，在租约到期后未续约，Airwork 在 2016 年 10 月至 2017 年 8 月期间共有 15 架直升机未签订合同，处于闲置状态，造成收入下滑。为了降低对单一客户的依赖程度，并满足民用直升机运营行业日益多元化的市场需求，Airwork

自 2016 年底以来主动对客户结构进行了调整，重新部署未租赁的直升机并扩大其全球业务，力争客户群体的多样化。目前上述部分闲置直升机已重新签订了租赁合同，出租给了警察、救护队、旅游、通用航空和石油天然气等用户。尚有 6 架直升机尚未签订租赁合同，但根据 Airwork 与客户的相关商务洽谈资料显示，未来 2 架直升机将租赁给新西兰某救援公司使用。客户群体结构性的调整，极大地降低了单一行业客户对公司收入的影响。2016 年至 2018 年 3 月来自各行业客户的直升机租赁收入统计表：

单位：千新西兰

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
油气行业	8,485.32	6,217.76	1,714.71
采矿行业	7,333.57	979.16	260.40
旅游行业	3,989.37	4,442.91	1,598.08
警务、救援行业	10,967.08	11,329.00	3,814.94
其他	3,027.08	14.96	6.34
合计	33,802.42	22,983.80	7,394.47

从上表可以看出，来自采矿和油气行业客户的收入有所降低，但来自旅游、警务、救援行业客户的收入有所增加。由于新合同的执行，2018 年 1-3 月实现的收入（未经审计数据）已完成 2017 年的 32.17%，收入回升较快。同时，Airwork 是全球少数几家获得霍尼韦尔公司与欧洲直升机公司资质认证的公司之一，这使得 Airwork 能根据市场和客户的需求快速升级现有的直升机，客户的认同度较高，总体合作关系稳定。

各架直升机的租赁状态如下：

序号	类型	航空器型号	登记标志	状态
1	直升机	BK117 850 D2	1042	已租赁
2	直升机	BK117 850 D2	1044	已租赁
3	直升机	BK117 B2	1012	已租赁
4	直升机	BK117 850 D2	7061	已租赁
5	直升机	BK117 B2	7229	已租赁
6	直升机	BK117 - 850D2	7080	待租赁，停放于新西兰 Ardmore 基地，意向客户新西兰某救援公司
7	直升机	BK117 - 850D2	7224	待租赁，停放于新西兰

序号	类型	航空器型号	登记标志	状态
				Ardmore 基地，意向客户新西兰某救援公司
8	直升机	AS350 B2	2406	已租赁
9	直升机	BK117 B2	7232	已租赁
10	直升机	BK117 B2	1021	已租赁
11	直升机	BK117 A3	1002	已租赁
12	直升机	BK117 B2	1035	已租赁
13	直升机	BK117 B2	1050	已租赁
14	直升机	BK117 B2	1034	已租赁
15	直升机	AS355 F1	5010	已租赁
16	直升机	AS355 F1	5211	已租赁
17	直升机	AS355 F1	5107	已租赁
18	直升机	AS350 D	1386	已租赁
19	直升机	RW-BK117	7173	已租赁
20	直升机	AS355 F1	5123	已租赁
21	直升机	AS355 F1	5212	已租赁
22	直升机	AS355 F1	5267	已租赁
23	直升机	Hughes 500D	490491D	已租赁
24	直升机	AS355 F1	5041	已租赁
25	直升机	BK117 850 D2	1040	待租赁，停放于新西兰 Ardmore 基地
26	直升机	BK117 B2	1095	已租赁
27	直升机	BK117 B2	1105	已租赁
28	直升机	RW-BK117	7179	已租赁
29	直升机	BK117 B2	1046	已租赁
30	直升机	BK117 B2	1075	已租赁
31	直升机	BK117 B1	7219	已租赁
32	直升机	BK117 - 850D2	7237	已租赁
33	直升机	BK117 B2	7177	已租赁
34	直升机	BK117 850 D2	1022	待租赁，停放于南非基地
35	直升机	BK117 750 B2	7216	待租赁，停放于南非基地
36	直升机	BK117 850 D2	7031	待租赁，停放于南非基地
37	直升机	BK117 B2	7017	已租赁
38	直升机	RW-AS350	1230	已租赁

序号	类型	航空器型号	登记标志	状态
39	直升机	AS355 F1	5032	已租赁
40	直升机	AS350 B2	3140	已租赁
41	直升机	BK117 - 850D2	7205	已租赁
42	直升机	BK117 - B2	1073	已租赁

综上所述，截至预评估基准日，Airwork 的直升机有 36 架已签租赁合同，2 架已有意向客户，相关细节正在商谈中，4 架处于可出租的状态，闲置率为 14.29%。

根据 Airwork 的经营计划，随着客户结构性调整的完成，未来直升机能全部完成出租，并在 2018 年新购置 1 架直升机和在 2020 年新购置 2 架直升机完成改装后投入运营。本次对于直升机租赁及运营业务收入，根据公司现有的在手合同及正在推进项目情况和经营计划，结合市场发展趋势，进行预测。

（3）直升机 MRO 业务收入

据奥纬咨询（Oliver Wyman）预测，亚太地区未来十年的航空维修支出年均增长率将达到 4.4%；2027 年，亚太地区和中国的航空维修支出将与北美地区和西欧地区基本持平，亚太地区和中国为全球航空维修产业贡献的收入占比将达到约 30%。Airwork 作为亚太地区在细分领域排名前列的航空服务综合供应商，可以提供发动机维修、发动机升级改装、动态组件维修、零部件设计加工等业务。Airwork 目前拥有直升机 MRO 业务资质 11 项，不但取得了欧洲航空安全局和美国联邦航空管理局的维修机构资质，还是全球少数几家同时获得霍尼韦尔公司与欧洲直升机公司资质认证的公司之一。

2016 年直升机 MRO 业务收入达到了 44,405.15 千新西兰元，但由于 2017 为解决闲置直升机出租率问题，Airwork 陆续签订了 12 架直升机租赁合同，因这些客户主要是警务、救援和旅游等方面用途，根据客户的要求，需要对原有直升机进行改装或提升性能，故占用了公司一部分工程维修人员、维修场地和工作时间，使得原本从事工程维修业务的人员和场地从对外维修改造项目转入了对内改装项目，造成 2017 年的直升机 MRO 业务收入出现暂时性下降。至 2018 年 2 月 Airwork 陆续完成了上述直升机的改造工作，未来将有更多的时间、场地和人员从事到对外的直升机维修改造工作中，收入也会回升增长。根据历史资料统计，

2016 年和 2017 年实现的 MRO 业务收入有 75%来源于老客户，Airwork 客户的稳定性较高。鉴于 Airwork 在直升机 MRO 领域丰富的维修经验和经营资质，在该部分历史客户的机队规模及运营情况保持稳定的情况下，预计 Airwork 的 MRO 服务需求将基本保持稳定发展。本次评估，根据公司的历史数据、未来经营规划，并结合客户机队情况进行预测。

2. 营业成本测算

Airwork 的营业成本主要核算与经营有关的飞机保养与运营成本、人力成本、折旧和其他直接费用。

对于折旧摊销成本，根据 Airwork 现有的固定资产、无形资产及未来增加的固定资产进行预测。

飞机保养与运营成本、人力成本和其他直接费用的变动趋势与营业收入相一致，因此参考公司历年的费用水平，确定其占营业收入的比例，将该比例乘以预测的营业收入，预测未来的这部分营业成本。

3. 期间费用的预测

（1）销售费用的预测

销售费用主要由广告费、咨询费用、佣金、促销费用和其他费用等构成。

对于销售费用的预测主要采用趋势分析法，以营业收入为参照系数，根据历史数据，采用一定的数学方法，分析各营业费用项目的发生规律，根据企业未来面临的市场环境，对公司未来发生的销售费用进行了预测。

（2）管理费用的预测

管理费用主要由员工费用、间接性费用（电脑费用、保险费、办公费、租赁费等）、差旅公关费和折旧摊销等。根据管理费用的性质，采用不同的方法进行了预测。

对于间接性费用，以历史发生额为基础，每年考虑一定幅度的增长。

对于折旧和摊销，根据公司现有的需要计入销售费用的固定资产折旧及预计资本性支出情况按企业会计政策计算确定。

对于其他费用项目，则主要采用了趋势预测分析法，根据公司未来经营管理情况，以营业收入为参照系数，根据历史数据，采用一定的数学方法，分析各费用项目的发生规律，对其他费用进行了预测。

(3) 财务费用（不含利息支出）的预测

财务费用（不含利息支出）主要包括手续费及汇兑损益。经评估人员分析及与企业相关人员沟通了解，公司的手续费与营业收入存在一定的比例关系，故本次评估对手续费，根据以前年度手续费与营业收入之间的比例进行预测。由于汇兑损益不确定性强，无法预计，故预测时不予考虑。

4. 资产减值损失的预测

主要考虑企业往来款的回款损失。通过了解企业的回款政策及回款情况并结合以前年度分析，综合确定未来预计的资产减值损失。

5. 所得税费用

对公司所得税的计算公式为：

所得税=息税前利润×当年所得税税率

息税前利润=营业收入－营业成本－销售费用－管理费用－财务费用（不含利息支出）－资产减值损失＋公允价值变动收益＋投资收益＋资产处置损益＋营业外收入－营业外支出

根据上述预测的利润情况并结合公司整体所得税税负水平，预测未来各年的所得税费用。

6. 折现率的确定

企业自由现金流评估值对应的是企业所有者的权益价值和债权人的权益价值，对应的折现率是企业资本的加权平均资本成本(WACC)。

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

式中：WACC——加权平均资本成本；

K_e ——权益资本成本；

K_d ——债务资本成本；

T ——所得税率；

D/E ——目标资本结构。

债务资本成本采用经济学家达莫兰公布的全球航空运输行业平均债务资本成本。

权益资本成本按国际通常使用的CAPM模型求取，计算公式如下：

$$K_e = R_f + Beta \times ERP + R_c$$

式中： K_e —权益资本成本

R_f —目前的无风险利率

$B e$ —权益的系统风险系数

ERP —市场的风险溢价

R_c —企业特定风险调整系数

（二）选择收益法评估结果的合理性

收益法是从企业未来发展的角度，通过合理预测企业未来收益及其对应的风险，综合评估企业股东全部权益价值，在评估时，不仅考虑了各分项资产是否在企业中得到合理和充分利用、组合在一起时是否发挥了其应有的贡献等因素对企业股东全部权益价值的影响，也考虑了企业生产经营资质、行业竞争力、人力资源、客户资源、商誉等因素对股东全部权益价值的影响。采用收益法评估得到的价值是企业整体资产获利能力的量化，运用收益法评估能够真实反映企业整体资产的价值。由于近几年全球资本市场受世界宏观经济等影响波动较大，同时由于对可比公司的情况仅限于企业公告的信息，导致市场法中相关参数的修正具有局限性。综合分析，评估人员认为以收益法得出的评估结果更能科学合理地反映 Airwork 股东全部权益的价值。

三、结合海外同行业可比公司说明估值的合理性

（一）海外同行业可比公司的主要情况

1. Atlas Air Worldwide Holdings, Inc.（以下简称 AAWW）

AAWW 成立于 1992 年，注册于美国特拉华州，主要办公地址位于美国纽约。2005 年，公司股票于美国纳斯达克证券交易所上市，代码为 AAWW。

AAWW 通过其子公司在全球范围内提供外包飞机和航空运营服务。公司管理并运营着世界上最大的波音 747 运输机队。公司提供外包的货运和客机运营解决方案，包括为客户提供飞机和增值服务；以及为客户提供飞机的机组人员，维修和保险服务。它还为客户提供美国军方、特许经纪人、货运代理、直接托运人、航空公司、运动队和球迷以及私人包机客户提供货运和客运包机服务；以及飞机和发动机租赁服务。该公司还服务于 DHL（DHL Network Operations, Inc.）等快递供应商

以及 Amazon (Amazon.com, Inc.) 等电子商务零售商。公司运营范围覆盖全球, 包括非洲、亚洲、澳洲、欧洲、中东、北美和南美。AAWW 的货运机队由 90 架飞机组成, 包括 42 架 747 型飞机、11 架 777 型飞机、30 架 767 型飞机和 7 架 737 型飞机。

2. Air Transport Services Group, Inc. (以下简称 ATSG)

ATSG 成立于 1980 年, 注册于美国特拉华州, 主要办公地址位于美国俄亥俄州。2003 年, 公司股票于美国纳斯达克证券交易所上市, 代码为 ATSG。

ATSG 主要服务于货物运输及包裹快递行业, 并提供航空业务、飞机租赁、飞机维修及其他配套服务。公司客户包括运输公司、货运代理公司、航空公司和政府部门等。公司为客户提供飞机和航空业务, 配备合同规定的飞机、机组人员、维修和保险服务; 供应多样化的国际货物运输服务, DHL 网络运营公司及其子公司是该公司的最大客户, Amazon 及其子公司也是公司的大客户之一; 为美国军方提供客运服务, 使用组合飞机搭载乘客和货物; 除了航空运输业务和飞机租赁服务, 公司还出售飞机零部件, 提供飞机和设备维修服务, 并为美国邮政服务分拣筛选邮件。公司拥有并经营着 66 架货机, 其中包括 36 架波音 767-200 型飞机, 22 架波音 767-300 型飞机, 4 架波音 757-200 型飞机和 4 架波音 757 型混合型飞机。

3. Bristow Group Inc. (以下简称 BRS)

BRS 成立于 1969 年, 注册于美国特拉华州, 主要办公地址位于美国德克萨斯州。1978 年, 公司股票于美国纳斯达克证券交易所上市, 代码为 BRS。

根据运营飞机的数量, BRS 是全球领先的工业航空服务供应商。公司在北海、尼日利亚和美国墨西哥湾以及包括澳大利亚、巴西、加拿大、俄罗斯和特立尼达在内的世界其他主要海上能源生产地区提供运输业务。公司在澳大利亚、加拿大、尼日利亚、挪威、俄罗斯、特立尼达和美国提供私人搜索和救援服务 (SAR services)。并代表海事和海岸警卫署 (Maritime & Coastguard Agency) 在英国提供公共部门搜索和救援服务。并通过子公司在英国、尼日利亚和澳大利亚提供固定翼和包机服务。公司主要服务于美国及国际海上能源公司, 为其在陆上基地和海上生产平台、钻机和其他设施之间运输人员和提供搜索救援服务。BRS 的运营机队由 206 架自有飞机和 122 架租赁飞机组成, 其中, 自有飞机包括 67 架

AW189 型、Sikorsky S-92A 型等最大乘客数在 16 人以上的大型直升机,60 架 AW139 型、Sikorsky S-76C/C++型等最大乘客数为 12-13 人的中型直升机,22 架 Bell407 型等最大乘客数 4-7 人小型直升机, 27 架 Bell 206B 型、Sikorsky S-300CBI 型等教练机以及 30 架固定翼飞机。

4. Alliance Aviation Services Limited (以下简称 AQZ)

AQZ 成立于 2002 年,公司注册地为澳大利亚。2011 年,公司股票于澳大利亚证券交易所 (Australia Stock Exchange) 上市,代码为 AQZ。

AQZ 是一家包机运营商,公司的业务包括合同飞行服务、包机飞行服务、飞机湿租业务、飞机及零部件的销售和租赁以及机场和相关活动的管理。公司为澳大利亚的旅游、资源、教育、政府、企业、体育和娱乐行业提供航空服务。其中,主要收入来源于为澳大利亚的矿业和资源公司的偏远项目提供工人和承包商的飞行运输服务,公司还为企业和政府客户提供包机服务,并向第三方提供飞机、机组人员、维修和保险服务,以及向第三方出售和租赁飞机和零部件。此外,高端旅游包机业务将成为公司未来的新增长点。公司机队由 29 架飞机组成,包括 16 架 Fokker 100 型和 8 架 Fokker 70LR 型喷气式飞机,和 5 架 Fokker 50 涡桨飞机 (turboprops)。

(二) 估值的合理性

海外同行业可比公司与 Airwork 的 PE 和 EV/EBITDA 情况如下:

项目	AAWW	ATSG	BRS	AQZ	算术平均值	Airwork 注
PE	6.64	73.90	-2.76	13.07	31.20	16.95
EV/EBITDA	3.21	8.33	15.41	5.23	8.05	7.04

注: Airwork 的 PE=预评估基准日估值/2017 年净利润; EV/EBITDA=预评估基准日估值/2017 年 EBITDA 值。

PE 指标中, BRS 由于经营亏损, 其 PE 为负。剔除 BRS 后, 另外三家公司的 PE 算术平均值为 31.20 倍, Airwork 的 PE 小于其算术平均值, 其估值在合理范围内。

EV/EBITDA 指标中, 4 家可比公司的算术平均值为 8.05 倍, Airwork 的 EV/EBITDA 小于其算术平均值, 其估值在合理范围内。

经核查，评估机构认为：本次预评估根据捷航投资及 Airwork 的实际经营情况，我们选择了合理的评估方法对其价值进行了预评估，评估过程合理，与海外同行业可比公司相比较，标的公司的估值具有合理性。

坤元资产评估有限公司

二〇一八年六月八日