



关于浙江航民股份有限公司发行股份购买资产申请的 一次反馈意见中有关评估事项的回复

中国证券监督管理委员会：

贵委员会下发的 180867 号《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（以下简称“反馈意见”）奉悉。按照反馈意见的要求，浙江航民股份有限公司管理层研究后，已对相关材料进行了补充修改，本评估公司承办资产评估师已经认真复核，现将反馈意见书中涉及资产评估方面的问题补充情况汇报如下：

反馈意见第 2 题：申请文件显示，浙江航民实业集团有限公司（以下简称航民集团）与环冠珠宝金饰有限公司（以下简称环冠珠宝）2003 年 2 月共同出资设立航民百泰，持股比例分别为 49%和 51%。2015 年 12 月，环冠珠宝将航民百泰 2%的股份转让给航民集团，同日双方以公司账面未分配利润和盈余公积转增注册资本。请你公司补充披露：1) 交易对方 2015 年 12 月对标的资产进行股权转让和增资的原因。2) 前述股权转让和增资的作价依据以及与本次交易作价存在差异的原因。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、交易对方 2015 年 12 月对标的资产进行股权转让和增资的原因

（一）本次股权转让和增资的基本情况

2015 年 12 月 18 日，航民百泰董事会审议批准环冠珠宝将航民百泰 2%的股份（即 6 万美元）转让给航民集团。航民集团与环冠珠宝就上述转让签署了《股权转让协议》，本次股权转让价格为人民币 354.51 万元（折合 54.7446 万美元）。

同日，航民百泰作出董事会决议，同意注册资本由原 300 万美元增加至 1,700 万美元。其中：航民集团以截至 2015 年 10 月 31 日公司账面未分配利润和盈余公积转增注册资本 714 万美元，环冠珠宝以截至 2015 年 10 月 31 日公司账面未分配利润和盈余公积转增注册资本 686 万美元。2015 年 12 月 24 日，杭州市萧山区招商局出具了“萧招审[2015]161 号”《萧山区招商局行政许可决定书》，批准上述股权转让和增资事宜。本次股权转让、增资已经天健会计师“天健验(2015)555 号”《验资报告》验证。

(二) 本次股权转让和增资的原因

本次股权转让的主要原因系航民百泰自成立以来主要由航民集团负责日常生产经营管理，通过多年来的经营，航民百泰业绩得到了快速增长。为理顺控制权、经营管理权的关系，航民集团与环冠珠宝双方协商后同意优化持股结构，由航民集团控股航民百泰，充分发挥航民集团在江浙沪地区的辐射力、影响力和带动力，进一步做大做强航民百泰黄金饰品业务。同时，本次增资的主要原因系随着航民百泰业务快速发展，市场影响力不断提升，一方面，需要通过增资进一步提升航民百泰资本金实力为其未来发展提供资金保障；另一方面，通过增资提升航民百泰整体形象、企业信用和融资能力，进一步助推航民百泰业务开拓。

二、前述股权转让和增资的作价依据以及与本次交易作价存在差异的原因

(一) 前述股权转让和增资的作价依据

2015 年 12 月，环冠珠宝将航民百泰 2%的股份转让给航民集团，同日双方以公司账面未分配利润和盈余公积转增注册资本。本次股权转让的目的主要是基于优化双方对航民百泰的持股结构，对原股东之间的持股比例进行调整。经双方协商，本次股权转让以天健会计师事务所出具的《审阅报告》（天健审[2015]7088 号）截至 2015 年 10 月 31 日航民百泰账面净资产 17,725.50 万元为作价依据。航民百泰与环冠珠宝在本次股权转让完成的同时，按照其相应的持股比例以留存收益同比例增资，增资前后并未改变航民百泰股权结构，因此本次增资以 1 美元/注册资本为作价依据。

(二) 与本次交易作价存在差异的原因

本次交易系航民股份以发行股份的方式购买航民集团、环冠珠宝持有的航民

百泰 100%股权。根据坤元评估出具的《资产评估报告》，以 2017 年 12 月 31 日为评估基准日，航民百泰的股东全部权益的评估价值为 107,056.65 万元，以上述资产评估报告的评估值为基础，公司与交易对方协商确定航民百泰 100%股权作价为 107,000.00 万元。

本次交易作价与前述股权转让和增资作价存在差异的主要原因如下：

1、交易目的不同

本次交易是上市公司优化业务结构，扩大上市公司业务规模及增强盈利能力的重要战略举措，本次交易完成后，航民百泰将成为航民股份的全资子公司，可进一步提升经营稳定性，降低行业和经济波动周期性风险，实现双主业联动发展，增强上市公司核心竞争力，从而进一步促进上市公司盈利能力的提升。因此，鉴于本次交易是上市公司对航民百泰整体收购，上市公司通过本次交易取得了航民百泰的控制权，因此本次交易作价不同于 2015 年 12 月原股东为优化持股结构而进行的内部股权转让的作价。

2、交易条件不同

前次股权转让主要目的为进一步优化航民集团、环冠珠宝双方对航民百泰的持股结构，交易对价以现金支付且不涉及航民百泰后续业绩预测，因此交易作价以航民百泰的净资产为基础经双方协商确定。

根据交易各方签订的《发行股份购买资产协议》和《利润补偿协议》，本次交易对价将以上市公司发行股份的方式支付，并且交易对方在本次交易中取得的上市公司股份均有 3 年锁定期，承担了未来不确定性风险。同时，交易对方还将承担交易标的业绩补偿责任。

由于本次交易的交易条件与前述股权转让和增资存在较大区别，因此本次交易作价以具备从事证券、期货相关业务资格的资产评估机构出具的评估报告为依据是合理、公允的。

3、交易估值方法不同

本次交易作价以具有证券期货相关业务资格的评估机构出具的资产评估结果为依据，交易价格经交易双方协商确定。本次评估以 2017 年 12 月 31 日为评估基准日，评估机构分别采用收益法及资产基础法对航民百泰股东全部权益价值

进行评估，最终选取收益法评估结果作为评估结论。上市公司独立董事就本次交易评估定价公允性发表了独立意见，认为本次交易定价方式合理，交易价格公允，不会损害公司及股东特别是中小股东的利益。同时，本次交易标的公司的相对估值水平与可比上市公司的估值情况、可比交易案例估值情况相比处于合理水平。因此，本次交易作价公允、合理。

综上所述，交易对方于 2015 年 12 月对标的资产股权转让和增资主要目的是优化航民集团、环冠珠宝双方对航民百泰的持股结构、增强航民百泰的资金实力，其作价依据与本次交易作价存在差异的原因具有合理性。

反馈意见第 11 题：航民百泰原计划于 2018 年 6 月启动技术改造施工，本次评估假设该技改项目能够按计划实施，且不会干扰航民百泰正常生产经营、销售及运营。请你公司补充披露航民百泰技改项目是否按计划实施、目前进度是否干扰生产。请独立财务顾问和评估师核查并发表意见。

答复：

一、航民百泰技改项目的主要实施计划

根据航民百泰《旧厂房改造项目可行性研究报告》和项目实施方案，该项目是将现有土地上的房屋建筑物予以拆除，建设新厂房。旧厂房改造项目将分二期拆除、建设，一期拆除原自杭州萧山航民非织造布有限公司购置的旧厂房并建设新厂房；二期拆除目前正在使用的厂房并建设新厂房。

2018 年 6 月，航民百泰已经启动了一期工程，一期工程地块与航民百泰现有生产厂区毗邻，拆除的房屋建筑物为 2017 年自杭州萧山航民非织造布有限公司购置的旧厂房，故一期工程旧厂房改造不会对航民百泰生产经营产生影响。

一期工程计划于 2019 年年中完成新厂房建设，一期新厂房建设完毕后，航民百泰将现有生产设施迁入并开始投入生产，随后启动二期工程，即对现有生产厂区进行拆除并建设新厂房。

二期工程改造于 2020 年底前完成，通过上述项目的实施，航民百泰的生产

经营能力和企业形象均可得到明显的提升，为未来业务规模的拓展和经营业绩的持续增长提供坚实基础。

因此，根据项目实施方案，航民百泰的旧厂房改造项目采用分期拆除、分期建设的实施方案，由于分期建设的新厂房相互独立，不会影响航民百泰的正常生产、销售及运营。

二、航民百泰技改项目当前实施进度

航民百泰现有生产经营用地和旧厂房改造项目用地已合法取得编号为“浙（2018）萧山区不动产权第 0023248 号”的《不动产权证书》，旧厂房改造项目已获得杭州市萧山区旧厂区（房）改造领导小组办公室同意，并经杭州市萧山区经信局备案批复且在杭州市萧山区环保局办理了环评备案手续。

截至本反馈意见回复日，航民百泰旧厂房改造项目已于 2018 年 6 月启动并按计划实施，目前已完成一期工程原有闲置建筑物的拆除和场地平整工作，正在办理厂房建设的规划、施工等手续，根据项目实施情况，办理上述手续不存在法律障碍。

综上所述，航民百泰技改项目已按期启动，项目实施进度与实施计划相符，且未对公司的正常生产经营、销售及运营产生干扰，与本次评估的假设条件相符。

反馈意见第 12 题：申请文件显示，航民百泰预测期黄金饰品批发、黄金饰品加工及其他业务均呈增长趋势。请你公司结合 2018 年上半年营业收入同比增长情况、在手订单情况及业务拓展意向等补充披露预测期营业收入增长的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表意见。

一、航民百泰 2018 年上半年主营业务收入增长，与评估预测相符

根据 2018 年 1-6 月经审计的合并财务报表，航民百泰 2018 年 1-6 月已实现主营业务收入 196,229.95 万元，较 2017 年 1-6 月同比增长 17.12%。航民百泰 2018 年上半年与 2017 上半年（未经审计）主营业务收入分类别对比如下：

单位：万元

| 项目 | 主营业务收入 | | | 2018年评估预测 | | |
|----|-------------------|-------------------|---------------|-------------------|-------------------|--------------|
| | 2018年1-6月 | 2017年1-6月 | 增幅 | 2018年 | 2017年 | 增幅 |
| 加工 | 10,063.98 | 8,820.37 | 14.10% | 20,130.50 | 17,720.79 | 13.60% |
| 批发 | 186,108.68 | 158,698.83 | 17.27% | 351,067.95 | 327,066.76 | 7.34% |
| 其他 | 57.29 | 30.75 | 86.31% | 450.94 | 334.03 | 35.00% |
| 合计 | 196,229.95 | 167,549.95 | 17.12% | 371,649.39 | 345,121.58 | 7.69% |

根据上表可见，航民百泰 2018 年上半年各项业务较去年同期呈现明显增长态势，与评估预测趋势一致。

同时，收益法评估预测的 2018 年度航民百泰合并报表口径营业收入为 371,649.39 万元，与之相比，航民百泰 2018 年 1-6 月的主营业务收入占评估预测 2018 年全年营业收入的比例已达 52.80%，2018 年上半年的良好业绩增长态势为航民百泰完成全年预测收入提供了坚实的保障。

二、在巩固存量客户的前提下，航民百泰的新客户拓展力度增强，收入持续增加

航民百泰下游客户主要为黄金珠宝首饰品牌运营商和零售商，由于黄金饰品单价较高，金价波动对零售商利润会产生较大的影响，因此航民百泰的下游客户除必要的柜面展示外，基本不囤货销售。客户通常直接到航民百泰销售展示厅看货采购或发出少量采购订单，采购次数较为频繁，不存在大额、长期订单采购的情形。航民百泰当前的主要客户采购相对稳定，生产销售持续稳步增长。

财务报告期内，航民百泰客户基础较为稳定，客户黏性较强。2018 年上半年，航民百泰存量客户为其业务规模增长以及销售收入实现提供了重要保障。此外，在维持现有销售模式下，航民百泰持续增强业务拓展力度，拓展的新客户中不乏已形成良好市场口碑、具有较好成长性的客户。2018 年 1-6 月，销售收入超过 100 万元的新增客户达 39 家，合计贡献销售收入 10,746.62 万元。

从业务拓展地区看，航民百泰在维护并提升华东地区现有市场的基础上，积极拓展其他地区市场，预计随着黄金饰品消费市场的进一步增长以及航民百泰产品和服务品质的进一步提升，其未来收入增长空间较大。

航民百泰 2018 年上半年分地区收入实现情况与 2017 年同期对比如下：

单位：万元

| 地区 | 2018 年上半年 | 2017 年上半年 | 增长率 |
|-----------|-------------------|-------------------|---------------|
| 华东地区 | 193,288.94 | 165,209.08 | 17.00% |
| 华北地区 | 1,012.99 | 682.66 | 48.39% |
| 华中地区 | 967.37 | 1,030.95 | -6.17% |
| 其他地区 | 960.65 | 627.26 | 53.15% |
| 合计 | 196,229.95 | 167,549.95 | 17.12% |

如上表所示，2018 年航民百泰在华东地区的业务拓展仍然持续强势增长的态势，2018 年上半年该地区销售收入占其销售收入总额的比重为 98.50%，受益于华东地区经济快速发展以及居民收入水平的不断提高，该地区消费者对黄金珠宝等高端消费品的潜在需求得以释放，销售收入规模同比增长 17.00%。

航民百泰逐步加强了华东地区以外的销售推广，公司销售在全国范围内稳步推进。2018 年上半年华北地区以及东北、西南等其他地区的业务规模增长较快，随着航民百泰业务在全国范围内的发展、开拓，其未来具有较大的收入增长空间。

作为黄金首饰加工行业龙头企业之一，航民百泰设计、生产的黄金饰品已经受到行业内众多客户认可。在此基础上，航民百泰仍不断完善黄金饰品加工工艺技术、增加产品品类、提高生产效率，以此提升公司产品对新客户的吸引力，增加销售收入。预计随着黄金饰品消费市场的进一步增长以及航民百泰产品和服务品质的进一步提升，上述新增客户能够逐步发展成为航民百泰未来收入增长的重要驱动力。

三、航民百泰预测收入实现的合理性

2018 年上半年，航民百泰经营业绩稳步增长并与评估预测趋势相符。受益于黄金珠宝首饰消费市场规模的稳步增长，航民百泰凭借其在研发、设计、生产、品牌、客户资源和区位等方面的核心竞争优势，其业务规模预计持续增长，实现各预测年度的收入具有合理性。

本次航民百泰收益法评估中，2018 至 2022 年各预测年度的收入预测情况如下表：

单位：万元

| 年度 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 |
|-------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入 | 371,649.39 | 399,768.30 | 428,220.80 | 457,205.82 | 482,336.47 |
| 收入增长率 | 7.68% | 7.57% | 7.12% | 6.77% | 5.50% |

预测期内，航民百泰营业收入增长率分别为 7.68%、7.57%、7.12%、6.77% 和 5.50%，低于其报告期营业收入增长率，并低于 2010 年至 2017 年全国黄金首饰用金量年均复合增长率 10.02%。随着黄金珠宝首饰行业步入新一轮增长周期，凭借突出的行业地位优势、较强的核心竞争力、稳定及丰富的客户资源，标的公司盈利预测收入具有可实现性，具体分析如下：

1、受益于黄金珠宝首饰消费市场的稳定增长，黄金饰品批发及加工市场呈现同步增长趋势

截至 2017 年，我国黄金消费量已连续 5 年保持世界第一位。中国黄金协会数据显示，2017 年我国黄金消费总量达 1,089.07 吨，与去年同期相比增长 9.41%，其中黄金首饰用金量同比增长 10.35%，2010 年至 2017 年黄金首饰用金量年均复合增长率为 10.02%。受益于居民可支配收入增长、中产阶级快速壮大、经济增长稳健等结构性利好因素，中国高端消费如黄金珠宝首饰消费呈现回暖势头，黄金珠宝首饰行业步入新一轮增长周期。此外，消费者对黄金饰品加工工艺精细程度和款式设计要求的提高，也为黄金珠宝首饰行业创造了更多的市场增长空间。

黄金饰品批发及加工市场主要为其下游市场的黄金珠宝首饰品牌商或零售商提供黄金饰品设计、加工及生产服务。受益于黄金珠宝首饰消费市场的持续增长以及消费者对黄金饰品工艺、款式的新增需求，黄金饰品加工及批发市场同步保持了较快的增长速度。

2、航民百泰旧厂房改造项目为其未来收入持续增长提供坚实基础

航民百泰是国内黄金饰品生产的大型企业和重要生产基地，目前产能为 80 吨/年。考虑到现有生产经营场地和生产设备难以应对日益增长的市场需求，航民百泰计划于 2018 年 6 月启动旧厂房改造项目，通过该项目的实施，至 2022 年将逐步形成年产 120 吨黄金饰品的生产能力，具体如下：

单位：吨

| 项目 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 |
|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 预计产能 | 80.00 | 90.00 | 100.00 | 110.00 | 120.00 |
| 预计产销量 | 78.01 | 83.58 | 89.24 | 94.96 | 99.89 |

注：上述预计产能含尚金缘的产能

如上表所示，根据航民百泰现有产能及旧厂房改造项目的实施和完成，预测期内航民百泰产能逐年提升，能够为预测销量的实现提供充足的产能保障。

除产能提升外，受益于新引进的工艺技术以及先进的生产、加工、研发检测设备，航民百泰生产工艺将得到进一步优化，部分人力工序将由机械程序替代，可大大提高生产效率和管理效率，在提高产量的同时降低产品的单位成本，有助于进一步提升产品附加值，提高标的公司黄金饰品的市场竞争能力。

3、航民百泰凭借多年深耕黄金饰品行业形成的研发、设计、生产、品牌、客户资源和区位等方面的核心竞争优势，是其未来业务盈利能力的根本保证。

(1) 品牌知名度较高

航民百泰多年来始终坚持“用真心、做好金”的品牌承诺，倾力打造黄金饰品精品品牌，“航民首饰”注册商标被认定为中国驰名商标，生产的“航民首饰”黄金饰品被认定为浙江名牌产品。航民百泰密切关注黄金饰品市场需求，一方面引入先进检测设备、建立严谨的质量控制制度，以高于行业标准的检测要求严格控制其产品的黄金纯度；另一方面，航民百泰已经培育了一支工艺精湛、培养体系成熟、人员结构稳定的工艺团队，其出品的黄金制品纯度、工艺技术备受客户信赖，在多年经营中为航民百泰赢得了良好的品牌声誉。

(2) 区域竞争优势明显

航民百泰目前为华东地区最大的黄金饰品加工企业，积累了一大批合作时间超过十余年的客户。航民百泰植根华东地区市场，牢牢把握区域独特的人文精神和历史底蕴，对区域消费者的审美观有着深刻理解，设计风格贴合当地消费者需求，具有明显的区域优势。

华东地区作为我国人均收入增长、城镇化发展、消费升级的领先地区之一，将持续为黄金珠宝首饰行业创造快速发展的机会。同时，其作为黄金珠宝首饰批

发及加工主要产业聚集地区之一，拥有较大的市场潜在增长空间。随着市场竞争格局逐步向优势企业和龙头企业集中，航民百泰作为该地区龙头企业将获得更多的市场份额，有望进一步巩固其行业地位。

(3) 客户资源丰富

经过多年经营发展，航民百泰客户储备范围较广，随着“西部开发、东北振兴、中部崛起、东部率先”以及长江经济带发展、“一带一路”建设等国家战略的推进实施，除江浙沪地区长期合作客户外，其业务覆盖地区还包括东北、华北、华南、华中、西南、西北等地区。一方面，航民百泰客户类型较为多元化，既包括国内知名黄金珠宝首饰品牌商、跨区域零售珠宝店，也包括区域性珠宝行等。受益于优质的产品与服务质量、新颖且多样的设计款式，航民百泰存量客户稳定性较高，能够为其创造持续稳定的收益。另一方面，在巩固存量客户的基础上，航民百泰开始逐步加强国内其他地区的市场开拓力度，随着行业发展，航民百泰有望进一步拓展新客户群体，持续增强盈利能力。

(4) 生产制造能力处于行业领先地位

在生产制造方面，航民百泰注重工艺质量控制、标准化操作和“工匠”精神培养。为保证产品质量，航民百泰不断建立健全质量控制体系，涵盖设计、采购、生产、销售等环节的质量控制文件，并通过 ISO9001 国际质量体系认证、测量管理体系认证、标准化良好行为 AAA 级认证。航民百泰能够根据行业及市场需求不断提升和改进工艺水平，并逐步用高效率机械化加工替代了部分手工加工程序，提升了黄金饰品的生产效率及产品质量。在手工加工流程方面，航民百泰已培育了一批工艺精湛的员工队伍，优良的工艺技术为产品创新奠定了基础。此外，旧厂房改造项目完成后，航民百泰将进一步提高生产和管理层面的自动化程度，在提高产量的同时降低单位产品成本，提高产品附加值，增强市场竞争能力。

(5) 研发设计能力突出

航民百泰坚持创新发展战略，根据市场需求及偏好，设计研发出传统、时尚系列黄金饰品，年可达数千余款，上述饰品充分融合了传统文化与现代审美倾向，能够满足市场多样化需求和消费者个性化情感表达诉求，客户黏性得以进一步增强。此外，航民百泰自主研发和外购了全自动冷焊制管机、自动化八轴车花机、自动圆珠及橄榄珠磨砂机、珠链自动化生产线等多项行业领先生产设备，同时拥

有钨钢游芯模拉管应用技术、钢模水溶蜡技术、精工手工雕刻技术以及玲珑金和炫舞金等工艺技术，并均应用于生产实践，有效提升了生产经营机械化、自动化程度。

综上所述，2018 年上半年航民百泰的经营业绩符合预期，为全年完成预测收入奠定了坚实的基础。航民百泰当前的订单情况符合行业特性和自身产品周转情况，经营稳定且业务开拓稳步推进。受益于黄金珠宝首饰消费市场规模的稳步增长，航民百泰将凭借其在研发、设计、生产、品牌、客户资源和区位等方面的核心竞争优势，通过技改项目有序实施，实现未来业务规模的持续增长，盈利能力稳步提升，航民百泰预测期收入增长具有合理性。

反馈意见第 13 题，航民百泰资产减值损失主要为应收账款难以收回而产生的坏账损失。本次收益法评估中，根据标的公司回款政策及回款情况并结合坏账计提政策及历史数据分析，综合确定各年度资产减值损失。请你公司结合预测期营业收入持续增长的情况，补充披露预测期航民百泰资产减值损失呈下降趋势的原因，资产减值损失预测是否充分。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、资产减值损失的预测方法

航民百泰收益法评估中，资产减值损失主要考虑应收款难以收回导致的坏账损失。在预测中，出于谨慎性考虑，综合考虑应收款回款率和坏账计提政策，根据企业的回款政策及回款情况并结合以前年度分析，综合确定了各预测的年度资产减值损失。

航民百泰主要从事黄金制品研发、设计、加工和批发业务，其主要销售模式包括加工和批发。在加工业务模式下，黄金原料由客户提供，航民百泰根据与客户约定的每克加工单价，按实际加工量收取加工费；在批发业务模式下，航民百泰通过自购或租赁黄金原料生产黄金饰品，批发销售时，依据“黄金基础价+加

工费”的定价原则进行销售。公司销售一般现款现结，部分老客户存在先销货后收款情况、以金换金的欠料情况，但该部分客户具有良好的资信状况，资金来源稳定。航民百泰 2015-2017 年未发生过实际坏账损失。

二、预测期内资产减值损失的确定

本次收益法预测资产减值损失时，根据历史年度应收款余额与营业收入的占比结合预测期各期营业收入来预测各预测期末的应收款余额，以各预测期末应收款余额及坏账准备占应收款项余额的比重，计算确定预测期各期末的坏账准备金额，以当年坏账准备金额减去上年度的坏账准备金额确定预测期的资产减值损失金额。

具体预测数据如下表所示：

单位：万元

| 项目 | 基准日 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 永续期 |
|--------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入 | 345,127.11 | 371,649.39 | 399,768.30 | 428,220.80 | 457,205.82 | 482,336.47 | 482,336.47 |
| 应收款余额 | 8,406.76 | 9,068.25 | 9,754.35 | 10,448.59 | 11,155.82 | 11,769.01 | 11,769.01 |
| 坏账准备金额 | 421.47 | 457.04 | 491.62 | 526.61 | 562.25 | 593.16 | 593.16 |
| 资产减值损失 | -53.70 | 35.57 | 34.58 | 34.99 | 35.64 | 30.91 | 30.91 |

随着航民百泰销售规模不断扩大，预测期内应收款余额呈不断上升趋势，相应按会计政策计提的坏账准备也呈上升趋势，但由于销售增速的放缓，坏账准备上升增速放缓，故相应的资产减值损失略有下降。本次评估中谨慎角度出发，考虑到 2022 年后航民百泰经营稳定，永续期资产减值损失金额保持和 2022 年一致。

按照会计政策确认的资产减值损失不同于企业实际发生的坏账损失。财务上确认的资产减值损失直接减少了期间损益，但未实际发生坏账损失则没有现金流出，因此会形成会计损益与现金流的差异。

本次收益法评估从谨慎角度出发，没有考虑上述财务确认的资产减值损失未实际发生导致的现金流高于净利润的金额调整。在航民百泰未来年度现金流预测时，按照坏账准备会计政策预测的资产减值损失直接作为现金流出计算。

综上所述，本次收益法预测的各年资产减值损失是结合航民百泰的坏账计提情况、行业特性、实际坏账损失情况、预测年度业务规模发展情况等综合确定的，

航民百泰的资产减值损失预测金额具有合理性。

反馈意见第 14 题，航民百泰本次收益法评估折现率为 12%，请你公司：1) 补充披露航民百泰折现率相关参数（无风险收益率、市场期望报酬率、 β 值、特定风险系数等）取值依据及合理性。2) 结合市场可比交易折现率情况，补充披露航民百泰折现率取值的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、补充披露航民百泰折现率相关参数取值依据及合理性。

航民百泰收益法评估中的折现率采用权益资本成本 (K_e)，与收益预测的股权自由现金流口径保持一致。权益资本成本的折现率计算公式为：

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

式中： K_e —权益资本成本

R_f —无风险报酬率

$B e$ —权益的系统风险系数

$M R$ —市场的风险溢价

R_c —企业特定风险调整系数

折现率计算中的主要参数取值依据分析如下：

1、无风险报酬率 R_f

无风险报酬率一般采用评估基准日交易的长期国债品种实际收益率确定。由于本次收益法预测期为永续，本次评估选取 2017 年 12 月 31 日国债市场上到期日距评估基准日 10 年以上的交易品种的平均到期收益率 4.09% 作为无风险报酬率。

2、市场的风险溢价 *MRP*

a. 衡量股市 ERP 指数的选取：估算股票市场的投资回报率首先需要确定一个衡量股市波动变化的指数，中国目前沪、深两市有许多指数，评估专业人员选用沪深 300 指数为 A 股市场投资收益的指标。

b. 指数年期的选择：本次对具体指数的时间区间选择为 2008 年到 2017 年。

c. 指数成分股及其数据采集

由于沪深 300 指数的成分股是每年发生变化的，因此评估专业人员采用每年年末时沪深 300 指数的成分股。

评估人员借助同花顺 IFinD 资讯的数据系统选择每年末成分股的各年末交易收盘价作为基础数据进行测算。由于成分股收益中应该包括每年分红、派息和送股等产生的收益，因此评估人员选用的成分股年末收盘价是包含了每年分红、派息和送股等产生的收益的复权年末收盘价格，以全面反映各成分股各年的收益状况。

d. 年收益率的计算采用算术平均值和几何平均值两种方法

(a) 算术平均值计算方法

设：每年收益率为 R_i ，则：

$$R_i = \frac{P_i - P_{i-1}}{P_{i-1}} \quad (i=1, 2, 3, \dots)$$

上式中： R_i 为第 i 年收益率

P_i 为第 i 年年末收盘价（后复权价）

P_{i-1} 为第 $i-1$ 年年末收盘价（后复权价）

设第 1 年到第 n 年的算术平均收益率为 A_i ，则：

$$A_i = \frac{\sum_{i=1}^n R_i}{N}$$

上式中： A_i 为第 1 年到第 n 年收益率的算术平均值， $n=1, 2, 3, \dots$

N 为项数

(b) 几何平均值计算方法

设第 1 年到第 i 年的几何平均收益率为 C_i ，则：

$$C_i = \sqrt[i]{\frac{P_i}{P_0}} - 1 \quad (i=1, 2, 3, \dots)$$

上式中： P_i 为第 i 年年末收盘价（后复权价）

e. 计算期每年年末的无风险收益率 R_{fi} 的估算：为估算每年的 ERP，需要估算计算期内每年年末的无风险收益率 R_{fi} ，本次评估专业人员采用国债的到期收益率作为无风险收益率。样本的选择标准是每年年末距国债到期日的剩余年限超过 10 年的国债，最后以选取的全部国债的到期收益率的平均值作为每年年末的无风险收益率 R_{fi} 。

f. 估算结论

经上述计算分析，得到沪深 300 成分股的各年算术平均及几何平均收益率，以全部成分股的算术或几何平均收益率的加权平均数作为各年股市收益率，再与各年无风险收益率比较，得到股票市场各年的 ERP。由于几何平均收益率能更好地反映股市收益率的长期趋势，故采用几何平均收益率估算的 ERP 的算术平均值作为目前国内股市的风险收益率，即市场风险溢价为 6.75%。

3、权益的系统风险系数 *Beta*

通过“同花顺 iFind”查询沪、深两地行业上市公司近 3 年含财务杠杆的 Beta 系数后，通过公式 $\beta_u = \beta_l \div [1 + (1-T) \times (D \div E)]$ (公式中，T 为税率， β_l 为含财务杠杆的 Beta 系数， β_u 为剔除财务杠杆因素的 Beta 系数， $D \div E$ 为资本结构) 对各项 beta 调整为剔除财务杠杆因素后的 Beta 系数，具体计算见下表：

剔除财务杠杆因素后的 Beta 系数表

| 序号 | 证券代码 | 证券简称 | D/E | BETA | T | 修正 BETA |
|----|-----------|------|--------|--------|--------|---------|
| 1 | 002345.SZ | 潮宏基 | 15.93% | 0.5588 | 15.00% | 0.4922 |
| 2 | 600612.SH | 老凤祥 | 35.15% | 0.7517 | 25.00% | 0.5949 |
| 3 | 002574.SZ | 明牌珠宝 | 0.17% | 0.5336 | 25.00% | 0.5329 |

| 序号 | 证券代码 | 证券简称 | D/E | BETA | T | 修正 BETA |
|----|-----------|------|---------|--------|--------|---------|
| 4 | 002721.SZ | 金一文化 | 72.63% | 0.7302 | 25.00% | 0.4727 |
| 5 | 002356.SZ | 赫美集团 | 31.14% | 1.3775 | 15.00% | 1.0892 |
| 6 | 002731.SZ | 萃华珠宝 | 31.52% | 1.2636 | 25.00% | 1.0220 |
| 7 | 000587.SZ | 金洲慈航 | 128.01% | 0.9767 | 25.00% | 0.4983 |
| 8 | 600891.SH | 秋林集团 | 46.93% | 0.7613 | 25.00% | 0.5631 |
| 平均 | | | 45.19% | | | 0.6582 |

通过公式 $\beta_i = \beta_u \times [1 + (1-t)D/E]$ ，计算被评估单位带财务杠杆系数的 Beta 系数。

其中： β_u 取同类上市公司平均数 0.6582；企业所得税按 25% 计算；D/E 取评估基准日同类上市公司资本结构的平均数 45.19%。

故公司 Beta 系数 = $0.6582 \times [1 + (1-25\%) \times 45.19\%] = 0.8813$

4、企业特定风险调整系数 R_c

企业特定风险调整系数表示非系统性风险，是由于被评估单位特定的因素而要求的风险回报。与同行业上市公司相比，主要考虑企业的经营规模、市场知名度、核心竞争力、资产负债情况。

(1) 企业经营规模

据中国黄金协会最新统计数据显示，2017 年全国黄金实际消费量 1,089.07 吨，与去年同期相比增长 9.41%。根据中国黄金协会发布的《中国黄金年鉴 2018》，航民百泰黄金加工量位居全国第三。因此，航民百泰在黄金饰品加工行业中的经营规模已位居国内前列，具备一定的规模优势，未来经营相对风险较小。

(2) 市场知名度

航民百泰自 2003 年成立以来，一直专注于黄金饰品的研发、设计、加工和批发业务。经过十余年发展，航民百泰通过深耕华东地区市场并积累了深厚的客户资源，建立了一套完整成熟的研发、生产、批发销售体系，在工艺、技术、人才培养及储备、品牌建设等方面处于国内领先水平，得到了市场及客户的充分认可，在国内黄金珠宝首饰行业中享有较高的知名度，是上海黄金交易所首批综合

类会员、国家首饰专业标准化技术委员会委员、中国黄金协会会员单位，还先后获得“中国黄金首饰加工量十大企业”、“中国珠宝首饰驰名品牌”、“创建中国珠宝品牌优秀企业”、“中国珠宝玉石首饰行业科技创新优秀企业”、“中国珠宝玉石首饰行业协会科学技术奖三等奖”、“中国黄金协会科学技术奖三等奖”等荣誉称号。未来公司将继续加大航民百泰品牌建设力度，市场知名度提升有助于控制未来经营风险。

(3) 核心竞争力

航民百泰经过十余年发展已经在研发、设计、生产、品牌、客户资源和区位等方面建立了核心竞争优势，有助于未来经营中的风险防范。核心竞争优势详见本反馈意见回复中关于问题十二的说明。

(4) 资产负债情况

航民百泰 2016 年末、2017 年末的资产负债率(合并报表口径)分别为 76.87%、77.78%，较为稳定，未出现较大幅度波动。航民百泰主要负债为开展黄金租赁业务产生的交易性金融负债，其从银行租入实物黄金并入库用于生产加工，并在合约到期后向银行归还等质等量的黄金并按照一定的利率支付租赁费。报告期各期末，航民百泰存货基本均为黄金原材料及黄金饰品，具有现金及现金等价物的属性，且其保有量均大于黄金租赁量，具备足额偿还租赁黄金的能力，偿债能力较强。

企业特定风险调整系数通常取值范围在 1%至 5%之间。综合上述各项因素分析，航民百泰经营规模较大，市场知名度较高，在研发、设计、生产、品牌、客户资源和区位等方面具备核心竞争优势，偿债能力相对较强。与同行业上市公司相比，未来航民百泰在生产经营和财务方面的风险没有特别的劣势，本次评估从谨慎角度出发，综合确定企业特定风险调整系数为 2%。

根据上述分析，折现率相关参数的确定已充分考虑航民百泰所在行业的市场风险水平，并综合考虑了航民百泰企业规模、竞争优势、资本结构等方面的风险因素对于折现率的影响，各项参数取值合理。

二、结合市场可比交易折现率情况，补充披露航民百泰折现率取值的合理性。

结合标的公司所属行业和主营业务类型，对近两年来 A 股上市公司的并购交易进行了梳理，筛选出同行业可比并购交易，其折现率（取同口径权益资本成本）取值情况如下：

| 序号 | 证券代码 | 上市公司 | 标的股权 | 基准日 | 折现率（Ke） |
|----|-----------|------|--------------|------------|---------|
| 1 | 002721.SZ | 金一文化 | 金艺珠宝 100%股权 | 2016/9/30 | 11.88% |
| 2 | 002721.SZ | 金一文化 | 捷夫珠宝 100%股权 | 2016/9/30 | 12.38% |
| 3 | 002721.SZ | 金一文化 | 臻宝通 99.06%股权 | 2016/9/30 | 12.41% |
| 4 | 002740.SZ | 爱迪尔 | 千年珠宝 100%股权 | 2017/9/30 | 12.70% |
| 5 | 002740.SZ | 爱迪尔 | 蜀茂钻石 100%股权 | 2017/9/30 | 11.40% |
| | | 航民百泰 | | 2017/12/31 | 12.00% |

注：截至本反馈意见回复日，可比交易④和⑤已召开股东大会，中国证监会尚未核准交易

上述可比交易折现率取值区间为 11.40%至 12.70%，本次交易收益法折现率为 12.00%，处于可比交易折现率水平区间内，具有合理性。

综上所述，本次评估折现率的折现率取值过程已充分考虑航民百泰所在行业的市场风险水平以及企业规模、竞争优势、资本结构等特定风险因素对折现率的影响，各项参数取值合理。结合可比交易案例折现率取值对比情况，本次评估的折现率取值具有合理性。

本页无正文，为《关于浙江航民股份有限公司发行股份购买资产申请一次反馈意见中有关评估事项的回复》之签字盖章页

评估机构负责人：_____

俞华开

经办资产评估师：_____

潘文夫

柴山

坤元资产评估有限公司

2018年8月20日