

上海申威资产评估有限公司关于
《上海证券交易所关于对无锡商业大厦大东方股份有限公
司重大资产出售暨管理交易草案信息披露的问询函》

上证公函【2021】0625 号之问题答复

上海申威资产评估有限公司

2021年 8 月 28 日



上海证券交易所上市公司监管一部：

根据贵部于二〇二一年六月十六日下发的上证公函【2021】0625号《上海证券交易所关于对无锡商业大厦大东方股份有限公司重大资产出售暨管理交易草案信息披露的问询函》（以下简称“《问询函》”），我公司对相关问题进行了认真研究，现针对贵部《问询函》中涉及上海申威资产评估有限公司（以下简称“评估机构”）的相关问题4的答复如下，请予审核。

本反馈意见回复中若出现总数与各分项数值之和尾数不符的情况，为四舍五入原因造成。

4、草案显示，在本次交易中，东方汽车全部股东权益评估值为19.94亿元，评估增值率26.48%；新纪元汽车全部股东权益评估值为1.54亿元，评估增值率25.47%。前期信息披露显示，公司于2020年10月转让东方汽车持有的两家参股汽车销售公司股权，评估增值率分别达到273.13%和242.08%。请公司补充披露：（1）东方汽车、新纪元汽车及其主要子公司近两年一期的经营情况及主要财务数据；（2）结合同行业公司、可比交易等方面情况，说明本次交易中标的公司资产评估和交易价格的合理性；（3）对比标的公司和前期转让参股公司在经营业绩、财务数据、资产构成等方面的情况，说明前后两次交易资产评估增值率差异较大的原因及合理性。请财务顾问、资产评估机构发表意见。

意见答复：

一、东方汽车、新纪元汽车及其主要子公司近两年一期的经营情况及主要财务数据

（一）东方汽车

东方汽车的主营业务为汽车销售、汽车维修及培训，此外，东方汽车同时经营租赁、广告发布，车险代理等其他业务。报告期内未发生变化。

最近两年一期，东方汽车主要财务数据情况如下：（其中2021年一季度财务数据未经审计）

1、合并资产负债表

单位：万元

项目	2021.3.31	2020.12.31	2019.12.31
总资产	270,839.77	267,656.81	273,238.41
总负债	116,776.71	122,233.73	154,882.96
所有者权益	154,063.06	145,423.09	118,355.45
归属于母公司所有者权益	150,016.84	141,951.27	114,910.00

2、合并利润表

单位：万元

项目	2021年1-3月	2020年度	2019年度
营业收入	163,378.74	624,326.88	600,732.99
营业利润	9,749.88	33,025.94	10,665.70
利润总额	9,739.59	34,292.37	12,372.50
净利润	8,639.97	25,698.97	9,561.21
归属于母公司股东的净利润	8,065.57	24,741.60	8,479.20

东方汽车 2021 年 1-3 月未经审计财务数据净利润较高的原因是，公司收到了 2020 年底出售的参股公司无锡永达东方汽车销售服务有限公司（以下简称“无锡永达”）和南通东方永达佳晨汽车销售服务有限公司（以下简称“南通永达”）按约定分配的年度分红 2,354.37 万元。同时，因过年消费需求旺盛、收到品牌方上年度返利等因素，东方汽车一季度净利润占全年净利润的比例一直较高。

3、合并现金流量表

单位：万元

项目	2021年1-3月	2020年度	2019年度
经营活动产生的现金流量净额	-2,682.65	26,292.51	20,301.54
投资活动产生的现金流量净额	4,659.69	20,734.99	-352.28
筹资活动产生的现金流量净额	-281.89	-44,067.92	-18,405.54
现金及现金等价物净增加额	1,695.16	2,959.58	1,543.72

（二）新纪元汽车

新纪元汽车的主营业务为汽车销售、汽车维修及培训业务。报告期内未发生变化。

最近两年一期，新纪元汽车主要财务数据情况如下：（其中 2021 年一季度财务数据未经审计）

1、合并资产负债表

单位：万元

项目	2021.3.31	2020.12.31	2019.12.31
总资产	29,718.34	29,231.00	31,399.79
总负债	15,115.54	14,078.56	15,837.57
所有者权益	14,602.80	15,152.44	15,562.21

项目	2021.3.31	2020.12.31	2019.12.31
归属于母公司所有者权益	11,270.17	11,765.79	11,311.97

2、合并利润表

单位：万元

项目	2021年1-3月	2020年度	2019年度
营业收入	21,736.27	87,665.40	103,982.79
营业利润	-543.80	130.46	1,045.65
利润总额	-540.26	131.11	1,159.19
净利润	-549.63	-268.56	901.19
归属于母公司股东的净利润	-495.61	461.83	699.44

3、合并现金流量表

单位：万元

项目	2021年1-3月	2020年度	2019年度
经营活动产生的现金流量净额	2,081.49	1,020.79	4,323.83
投资活动产生的现金流量净额	-39.55	1,562.70	-528.93
筹资活动产生的现金流量净额	-1,188.46	1,036.25	-2,788.81
现金及现金等价物净增加额	853.49	3,619.74	1,006.09

二、结合同行业公司、可比交易等方面情况，说明本次交易中标的公司资产评估和交易价格的合理性

（一）交易标的的估值水平

本次交易采用资产基础法和市场法对拟出售标的公司股权进行评估，以资产基础法评估结果作为评估结论。

根据申威评估出具的《资产评估报告》（沪申威评报字（2021）第0158号），截至评估基准日，东方汽车全部股东权益评估值为199,426.21万元，评估增值41,756.64万元，增值率26.48%。

根据申威评估出具的《资产评估报告》（沪申威评报字（2021）第0159号），截至评估基准日，新纪元汽车全部股东权益评估值为15,400.96万元，评估增值3,126.06万元，增值率25.47%。

本次交易价格对应的标的公司全部股权价值为 214,827.18 万元,经交易各友好协商,本次交易标的资产交易价格确定为 109,500.00 万元。

2020 年末标的公司合计归母净资产为 153,717.06 万元,本次交易作价对应的市净率为 1.40 倍。

根据 2018-2020 年标的公司财务数据(合并口径)测算,本次交易作价对应的市盈率情况如下:

单位:万元

项目	2018 年	2019 年	2020 年
东方汽车归母净利润(A)	5,088.83	8,479.20	24,741.60
东方汽车扣非后的归母净利润(B)	2,816.39	6,136.42	8,116.77
新纪元归母净利润(C)	-43.39	699.44	461.83
新纪元扣非后的归母净利润(D)	-90.62	562.81	-1,061.76
标的资产归母净利润合计(E=A+C)	5,045.44	9,178.64	25,203.43
标的资产扣非后的归母净利润合计(F=B+D)	2,725.77	6,699.23	7,055.01
本次交易作价(G)	109,500.00	109,500.00	109,500.00
对应当年归母净利润的 PE(倍) (H=G/(E*51%))	42.55	23.39	8.52
对应当年扣非后归母净利润的 PE(倍) (I=G/(F*51%))	78.77	32.05	30.43

如上表所示,本次交易作价对应 2018-2020 年的市盈率分别为 42.55 倍、23.39 倍、8.52 倍,其中 2020 年度市盈率较低的原因是东方汽车 2020 年处置参股公司长期股权投资产生了 19,141.78 万元的非经常性投资收益。剔除非经常性损益影响后,本次交易作价对应 2020 年度扣非后的市盈率为 30.43 倍,与对应 2019 年度扣非后的市盈率基本一致。

(二) 同行业上市公司估值比较

除上市公司外,中信证券行业分类中“汽车销售及服务行业”A 股上市公司有 6 家,剔除市盈率为负的中华控股(600653.SH)后,截至 2020 年末其余 5 家可比同行业上市公司的市净率和市盈率情况如下:

证券代码	证券简称	市盈率(TTM)	市盈率(TTM,扣非后)	市净率(LF)
------	------	----------	--------------	---------

600297.SH	广汇汽车	13.92	13.76	0.59
601258.SH	ST 庞大	4.56	-4.72	0.98
600335.SH	国机汽车	28.18	42.91	0.71
605151.SH	西上海	26.78	27.60	2.51
000757.SZ	浩物股份	58.04	89.39	1.79
平均值		26.30	33.79	1.32
中位数		26.78	27.60	0.98

注：数据来源于 Wind 资讯，市盈率、市净率取值时点为 2020 年 12 月 31 日。

本次交易价格对应 2020 年净利润市盈率为 8.52 倍，低于可比同行业上市公司市盈率（扣非前）的平均值和中位数，主要是因为东方汽车 2020 年处置参股公司长期股权投资产生了 19,141.78 万元的非经常性投资收益。剔除非经常性损益影响后，标的公司 2020 年合并报表口径归母扣非净利润合计为 7,055.01 万元，对应扣非后的市盈率为 30.43 倍，高于可比同行业上市公司的中位数，低于可比同行业上市公司平均值。

如前文所述，本次交易对应 2019 年度及 2018 年度净利润的市盈率分别为 23.39 倍和 42.55 倍，对应扣非后的市盈率分别为 32.05 倍和 78.77 倍，扣非前市盈率与可比同行业上市公司的市盈率水平基本一致，扣非后市盈率高高于可比同行业上市公司的中位数和平均值。因此，本次交易的市盈率与同行业上市公司相比处于合理范围内。

本次交易价格对应 2020 年 12 月 31 日合并报表口径净资产的市净率为 1.40 倍，略高于同行业可比上市公司市净率的平均值和中位数。

故我们认为本次交易中标的公司资产评估和交易价格是合理的。

（三）可比交易估值比较

本次重大资产出售的标的资产主营业务是汽车销售及服务业务，2010 年以来 A 股市场已完成的境内同行业标的资产的出售与购买案例主要如下：

序号	上市公司	收购/出售标的	股权比例	评估基准日	交易价格（万元）	交易市盈率（扣非前）	交易市盈率（扣非后）	交易市净率
1	申华控股	申华晨宝	100%	2017-03-31	39,300.00	13.60	14.59	40.72

2	申华控股	东昌汽投	22.10%	2017-03-31	47,324.21	22.05	37.08	1.99
3	广汇汽车	广汇汽车 (借壳上市)	100%	2014-06-30	2,427,000.00	15.14	17.35	1.69
4	国机汽车	中国进口 汽车(借壳上市)	100%	2010-06-30	258,796.13	9.66	11.65	1.44
平均值						15.11	20.17	11.46
中位数						14.37	15.97	1.84

本次交易价格对应 2020 年净利润市盈率为 8.52 倍，低于同行业上市公司交易案例市盈率（扣非前）的平均值和中位数，主要是因为东方汽车 2020 年处置参股公司长期股权投资产生了 19,141.78 万元的非经常性投资收益。剔除非经常性损益影响后，标的公司 2020 年合并报表口径归母扣非净利润合计为 7,055.01 万元，对应扣非后的市盈率为 30.43 倍，远高于交易案例扣非前后市盈率的平均值和中位数。

本次交易对应 2019 年度及 2018 年度净利润的市盈率分别为 23.39 倍和 42.55 倍，对应扣非后的市盈率分别为 32.05 倍和 78.77 倍，均高于同行业上市公司交易案例的市盈率水平。

本次交易价格对应 2020 年 12 月 31 日合并报表口径净资产的市净率为 1.40 倍，低于同行业交易案例市净率的平均值和中位数，主要原因是可比交易案例个数较少，且交易案例时间间隔较远，汽车行业景气度变化较大。申华控股交易市净率较大的原因是其合并报表中少数股东权益远大于归母公司所有者的净资产，剔除申华控股案例后，其余可比交易案例的交易市净率平均值为 1.70，中位数为 1.69，与本次交易市净率较为接近。

综上所述，通过与同行业上市公司以及可比交易的市盈率、市净率相比较，标的公司的交易定价具有一定的合理性。

三、对比标的公司和前期转让参股公司在经营业绩、财务数据、资产构成等方面的情况，说明前后两次交易资产评估增值率差异较大的原因及合理性

(一) 标的公司和前期转让参股公司在经营业绩、财务数据、资产构成等方面的具体对比情况

2018-2019年，标的公司东方汽车（合并报表）、新纪元汽车（合并报表）和前期转让的参股公司无锡永达（单体报表，无合并报表）、南通永达（单体报表，无合并报表）在经营业绩、财务数据、资产构成等方面的对比情况具体如下：

单位：万元

报告期	项目	东方汽车	新纪元汽车	无锡永达	南通永达
2018年末 /2018年度	流动资产	134,557.04	29,126.28	29,037.81	13,205.86
	非流动资产	138,060.63	4,317.39	7,180.95	5,983.60
	资产合计	272,617.67	33,443.67	36,218.76	19,189.46
	流动负债	152,874.71	18,595.60	23,641.22	9,534.56
	非流动负债	10,066.78	60.00	243.75	143.50
	负债合计	162,941.48	18,655.60	23,884.97	9,678.05
	归属于母公司 所有者权益	106,409.50	10,640.01	12,333.79	9,511.40
	股东权益合计	109,676.19	14,788.07	12,333.79	9,511.40
	营业收入	577,910.67	107,406.87	117,096.98	80,189.27
	营业利润	7,030.55	472.30	7,284.99	6,086.80
	净利润	5,460.34	176.14	5,445.87	4,564.30
	归属于母公司 股东的净利润	5,088.83	-43.39	5,445.87	4,564.30
	2019年末 /2019年度	流动资产	143,647.91	27,275.10	18,065.52
非流动资产		129,590.50	4,124.68	6,689.78	5,742.76
资产合计		273,238.41	31,399.79	24,755.30	18,504.24
流动负债		145,892.99	15,802.57	12,562.22	9,180.00
非流动负债		8,989.97	35.00	240.12	174.22
负债合计		154,882.96	15,837.57	12,802.34	9,354.22
归属于母公司 所有者权益		114,910.00	11,311.97	11,952.95	9,150.02
股东权益合计		118,355.45	15,562.21	11,952.95	9,150.02
营业收入		600,732.99	103,982.79	122,914.97	85,088.30
营业利润		10,665.70	1,045.65	5,975.77	4,987.95
净利润		9,561.21	901.19	4,520.45	3,746.49
归属于母公司		8,479.20	699.44	4,520.45	3,746.49

	股东的净利润				
--	--------	--	--	--	--

由上表可见，本次交易标的公司资产规模、收入规模要显著高于前次所转让的无锡永达和南通永达，但无锡永达和南通永达均具有较强的盈利能力，2018年，两家主体合计净利润显著高于本次交易标的公司合计金额，2019年也基本一致。主要是由于无锡永达和南通永达为高端汽车品牌保时捷车辆的高端4S店，得益于高端品牌定位，其经营业绩受传统汽车行业下行影响较小，资产盈利能力强。

而本次交易拟出售的标的公司以中低端4S店经营为主，除少数宝马、雷克萨斯等品牌4S店盈利外，其余多数中低端4S店受传统汽车行业下行影响较大而处于亏损状态。相比于前次转让的参股公司，本次拟出售的标的公司虽然资产、收入规模更大，但盈利水平低，资产盈利能力相比较差。

（二）前后两次交易资产评估增值率差异较大的原因及合理性

1、前后两次交易采用的评估方法不同

（1）前次转让参股公司采用的评估方法

前次转让参股公司所采用的评估方法为资产基础法和未来收益法。截至评估基准日2019年12月31日，无锡永达资产基础法下股东全部权益价值评估值为8,957.69万元，评估增值率为-25.06%，收益法下股东全部权益价值评估值为44,600.00万元，评估增值率为273.13%；南通永达资产基础法下股东全部权益价值评估值为7,510.56万元，评估增值率为-17.92%，收益法下股东全部权益价值评估值为31,300.00万元，评估增值率为242.08%。

由于收益法评估是从资产的未来盈利能力的角度对企业价值的评价，是被评估企业客户资源、内控管理、核心技术、管理团队、管理经验和实体资产共同作用下的结果。同时，无锡永达和南通永达主营高端汽车品牌保时捷车辆的销售与服务，受传统汽车市场下行发展趋势影响小，预计经营前景较好，盈利能力较强，资产组合能够发挥相应效用，额外考虑上市公司出售资产的实际情况，故最终均采用评估增值较高的收益法结果作为评估结果。

采用收益法评估结果增值率较高的原因是：（1）高档品牌车辆的销售及售后服务所形成的盈利情况较好；（2）两家参股公司近年来利润分配较多，导致了股

东全部权益账面值较低。

(2) 本次拟出售标的公司采用的评估方法

本次拟出售的标的公司采用的评估方法为资产基础法和市场法。截至评估基准日 2020 年 12 月 31 日，东方汽车资产基础法下股东全部权益价值评估值为 199,426.21 万元，评估增值率为 26.48%，市场法下股东全部权益价值评估值为 199,800.00 万元，评估增值率为 26.72%；新纪元汽车资产基础法下股东全部权益价值评估值为 15,400.96 万元，评估增值率为 25.47%，市场法下股东全部权益价值评估值为 15,500.00 万元，评估增值率为 26.27%。

标的公司最近几年的净利润中投资收益占比较高，扣除非经常性损益后的净利润较小，资产盈利能力较差。标的公司下属子公司以中低端 4S 店经营为主，除少数宝马、雷克萨斯等品牌 4S 店盈利外，其余多数中低端 4S 店受传统汽车行业下行影响较大而处于亏损状态，未来预期收益的可预测性不强。因此本次评估未使用收益法作为评估方法。

由于资产基础法结果与市场法结果接近，较能客观反映标的公司的股东全部权益价值，而市场法对企业预期收益仅考虑了增长率等有限因素对企业未来价值的影响，并且其价值乘数受股市波动的影响较大，由此得到的评估结果的精确度较差。考虑标的公司所处行业的特点及其主要资产特性，最终采用资产基础法结果作为本次评估结果。

综上，前后两次交易资产评估增值率差异较大的原因主要为被评估公司的实际经营业绩和资产盈利情况有所不同，从而导致了采用的评估方法有所差异。

2、本次交易采用资产基础法评估增值率高于前两次交易的评估增值率

前次转让参股公司采用资产基础法的评估结果增值率分别为-25.06%和-17.92%，本次拟出售标的公司采用资产基础法的评估结果增值率分别为 26.48%和 25.47%。

本次评估中东方汽车和新纪元汽车投资性房地产及无形资产评估增值较多，导致了前后两次评估中资产基础法下的评估增值率所有差异。东方汽车和新纪元汽车有较多的土地使用权，近年来土地价格上涨造成了投资性房地产及无形资产

的评估增值较大。

本次标的公司资产基础法评估过程中无形资产-土地使用权的评估采用市场比较法，评估增值合理。剔除无形资产-土地使用权的增值影响后，前后两次评估中资产基础法下的评估增值率接近，具有合理性。

3、本次交易对应的估值水平与前次转让基本一致

前次转让的评估基准日为 2019 年 12 月 31 日，本次交易的评估基准日为 2020 年 12 月 31 日，两次交易最终采用的评估值所对应的市盈率情况如下：

单位：万元

公司名称	最终评估价值	2019 年 归母净利润	2020 年 归母净利润	对应市盈率 (倍)
无锡永达	44,600.00	4,520.45		9.87
南通永达	31,300.00	3,746.49		8.35
合计	75,900.00	8,266.94		9.18
东方汽车	199,426.21		24,741.60	8.06
新纪元汽车	15,400.96		461.83	33.35
合计	214,827.18		25,203.43	8.52

如上表所示，前次转让评估值对应的市盈率为 9.18 倍，本次交易标的公司评估值对应的市盈率为 8.52 倍，基本一致。如前文所述，若考虑扣除非经常性损益，本次交易评估值对应的市盈率为 30.43 倍，远高于前次转让对应的估值水平。

因此，本次交易资产评估增值率符合标的资产实际经营和资产状况，具有合理性，不存在损害上市公司利益的情形。前后两次交易资产评估增值率差异较大也是合理的。

(本页无正文,为《上海申威资产评估有限公司关于〈上海证券交易所关于对无锡商业大厦大东方股份有限公司重大资产出售暨管理交易草案信息披露的问询函〉上证公函【2021】0625号之问题答复》之签章页)

签字资产评估师:



徐 恺



颜继军

上海申威资产评估有限公司

2021年 6月 28日

