

中威正信（北京）资产评估有限公司
Zhong Wei Zheng Xin(Beijing) Asset Appraisal Co.,Ltd.

海南航空控股股份有限公司拟出售持有的“Atlantic
Gateway”公司 20%股权所涉及的葡萄牙航空公司(TAP)股
东全部权益价值项目估值报告

中威正信评咨字（2019）第 1001 号

中国·北京

BEIJING CHINA

目 录

声 明	1
估值报告摘要	2
估值报告	4
一、委托人、被估值单位（或产权持有单位）和估值委托合同约定的其他估值报告使用人概况.....	4
二、估值目的.....	8
三、估值对象和估值范围.....	8
四、价值类型及其定义.....	9
五、估值基准日.....	10
六、估值参考依据.....	10
七、估值方法.....	11
八、估值程序实施过程和情况.....	13
九、估值假设.....	14
十、行业分析.....	15
十一、估值技术说明.....	23
十二、估值结论.....	37
十三、特别事项说明.....	38
十四、估值报告使用限制说明.....	39
十五、估值报告日.....	39
附件目录	41

声 明

一、委托人或者其他估值报告使用人应当按照本估值报告载明的使用范围使用本估值报告；委托人或者其他估值报告使用人违反前述规定使用本估值报告的，本估值机构不承担责任。

二、本估值报告仅供委托人、估值委托合同中约定的其他估值报告使用人使用；除此之外，其他任何机构和个人不能成为本估值报告的使用人。

三、本估值机构提示估值报告使用人应当正确理解估值结论，估值结论不等同于估值对象可实现价格，估值结论不应当被认为是对估值对象可实现价格的保证。

四、我们在执行本估值业务中，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，估值报告陈述的内容是客观的，并对估值结论合理性承担相应的法律责任。

五、估值对象涉及的资产、负债清单由委托人申报并经其签章确认；委托人和其他相关当事人依法对其提供资料的真实性、完整性、合法性负责。

六、我们与估值报告中的估值对象没有现存或者预期的利益关系；与相关当事人没有现存或者预期的利益关系，对相关当事人不存在偏见。

七、本次估值，由于估值程序受限，估值人员无法对估值对象的法律权属状况给予必要的查验，并对查验情况予以披露。因此，估值人员无法对其法律权属作任何形式的保证，亦不承担验证估值对象法律权属资料的真实性、合法性和完整性的责任。提请委托人及相关当事人对估值对象及其所涉及资产的法律权属状况给予必要的关注。

八、我们出具的估值报告中的分析、判断和结论受估值报告中假设和限定条件的限制，估值报告使用人应当充分考虑估值报告中载明的假设、限定条件、特别事项说明及其对估值结论的影响。

海南航空控股股份有限公司拟出售持有的“Atlantic Gateway”公司20%股权所涉及的葡萄牙航空公司(TAP)股东全部权益价值项目估值报告摘要

中威正信评咨字(2019)第1001号

中威正信(北京)资产评估有限公司接受海南航空控股股份有限公司(以下简称:海南航空)的委托,采用市场法,按照必要的估值程序,对海南航空控股股份有限公司拟出售持有的“Atlantic Gateway”公司20%股权所涉及的葡萄牙航空公司(TAP)股东全部权益在2018年6月30日的市场价值进行了估值。现将估值报告主要内容摘要如下:

一、委托人:海南航空控股股份有限公司。

二、被估值单位:葡萄牙航空公司(TAP)。

三、经济行为:海南航空控股股份有限公司拟出售持有的“Atlantic Gateway”公司20%股权。

四、估值目的:海南航空控股股份有限公司拟出售持有的“Atlantic Gateway”公司20%股权事宜所涉及的葡萄牙航空公司(TAP)股东全部权益价值进行估值,为该股权出售事宜提供价值参考意见。

五、估值对象:本次估值对象为葡萄牙航空公司(TAP)的股东全部权益价值。

六、估值范围:本次估值范围是葡萄牙航空公司(TAP)截止2018年6月30日经审计后资产负债表中反映的全部资产和负债,即总资产2,369.83百万美元、总负债3,048.43百万美元,净资产-678.60百万美元。

七、价值类型及其定义:本次估值确定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,估值对象在估值基准日进行正常公平交易的价值估计数额。

八、估值基准日:2018年6月30日,一切取价标准均为估值基准日有效的价格标准。

九、估值方法:市场法。

十、估值结论:

根据对葡萄牙航空公司(TAP)的基本情况及其标的公司配合情况进行分析,本次对葡萄牙航空公司(TAP)估值采用市场法进行估值,经市场法估值,葡萄牙航空公司(TAP)股东全部权益价值为609.95百万美元,账面净资产为-678.60百万美元,增值额为1,288.55百

万美元，增值率 189.88%。

十一、特别事项说明

(一) 本次估值，由于估值程序受限，估值人员无法对估值对象的法律权属状况给予必要的查验，并对查验情况予以披露。因此，估值人员无法对其法律权属作任何形式的保证，亦不承担验证估值对象法律权属资料的真实性、合法性和完整性的责任。提请委托人及相关当事人对估值对象及其所涉及资产的法律权属状况给予必要的关注。

(二) 本次估值，由于受标的公司配合情况有限，估值人员无法采用除市场法以外的其他估值方法对标的公司进行估值，提请委托人及相关当事人对不同估值方法可能得出不同估值结论的情况给予必要的关注。

(三) 本次估值，由于受标的公司配合情况有限，估值人员无法对标的公司履行全面的估值现场核实程序，如实物资产盘点、往来款函证等，只能采用替代程序，通过对被估值单位管理层进行访谈，以确定被估值单位的经营状况和资产权属情况。提请委托人及相关当事人对该部分估值程序受限情况给予必要的关注。

十二、估值结论使用有效期：本次估值结论使用的有效期限为一年，有效期从估值基准日开始计算。即从 2018 年 6 月 30 日至 2019 年 6 月 29 日，该估值结论有效。

十三、估值报告日：本估值项目的报告日为 2019 年 3 月 11 日。

以上内容摘自估值报告正文，欲了解本估值项目的详细情况和正确理解估值结论，应当阅读估值报告正文，并关注特别事项说明。

海南航空控股股份有限公司拟出售持有的“Atlantic Gateway”公司20%股权所涉及的葡萄牙航空公司(TAP)股东全部权益价值项目 估值报告

中威正信评咨字(2019)第1001号

海南航空控股股份有限公司:

中威正信(北京)资产评估有限公司(以下简称:中威正信评估公司)接受贵单位的委托,坚持独立、客观和公正的原则,采用市场法,按照必要的估值程序,对海南航空控股股份有限公司拟出售持有的“Atlantic Gateway”公司20%股权所涉及的葡萄牙航空公司(TAP)股东全部权益在2018年6月30日的市场价值进行了估值。现将估值情况报告如下:

一、委托人、被估值单位(或产权持有单位)和估值委托合同约定的其他估值报告使用人概况

(一)委托人:海南航空控股股份有限公司(以下简称:海南航空)

海南航空控股股份有限公司的统一社会信用代码:914600006200251612,法定住所及经营场所:中国海南省海口市国兴大道7号海航大厦。法定代表人:谢皓明;注册资本:1218218.179000万人民币;经营范围:国际、国内(含港澳)航空客货邮运输业务;与航空运输相关的服务业务;航空旅游;机上供应品,航空器材,航空地面设备及零配件的生产;候机楼服务和经营;保险兼业代理服务(限人身意外险)。(以上凡涉及行政许可的项目须凭许可证经营)

(二)被估值单位:葡萄牙航空公司(TAP)(以下简称:葡萄牙航空)

1、概况

企业名称:葡萄牙航空公司(TAP)

总部:里斯本机场,25号楼

股份资本:15,000,000欧元

NIPC: 506 623 602

2、历史沿革

葡萄牙航空公司是葡萄牙国有航空公司,以里斯本为该公司基地,主要业务是经营欧洲、非洲、美洲的业务。

葡萄牙航空成立于1945年3月14日，在1946年9月19日开展由里斯本至马德里的商业航线，同年12月31日扩展至12个地区，包括安哥拉、莫桑比克等。

1947年，航线扩展到从里斯本到波尔图以及圣多美和普林西比以及伦敦。并于1949年开始技术咨询方案服务丹吉尔和卡萨布兰卡。在1953年，该航空公司是一家私营公司。

在1969年，服务拓展到纽约，使用圣玛丽亚岛亚速尔群岛中转。而在1970年则到达波士顿。在1975年，TAP被收归国有，成为国有企业，并改变其名称为葡萄牙TAP航空公司，时间是1979年3月。

在20世纪70年代，TAP曾购买波音747客机取代他们的波音707客机，但是由于缺乏需求最终747客机被出售。之后他们使用空中客车A310s飞行长途路线。到1990年代末，TAP出售了所有旧波音727s和波音737飞机，并用空中客车A319，A320和A321飞机取代。而长途大型客机则使用空中客车A340。

在1991年，TAP开始到达柏林。在1993年，开始飞往特拉维夫。在1994年，塔签署了代码共享协议，与达美航空在北大西洋合作提供服务，但是该协议已于2005年结束。

1997年，开始服务于蓬塔卡纳和曼谷。

2003年4月26日，依据2003第87号法令，葡萄牙航空公司（TAP）开始私有化进程，由葡萄牙投资公司（Parpública）SGPS, S. A.（“Parpública”）通过股权形式实现，随后2003年6月25日在里斯本的商业登记局注册。

2005年，TAP成为星空联盟第16位成员。在2月，TAP航空公司被重新命名为葡萄牙航空，当时雇用9750员工。还结束了与达美航空的代码共享协议，与美国联合航空公司开始新协议，作为其成员的星空联盟。根据这一协定联合航空（UA）的代码被放置在葡萄牙的跨大西洋航班和一些非洲的航班，以及葡萄牙航空的代码（普瑞尔）被放置在美国的航班。

2006年11月6日，葡萄牙航空签署了一项协议，用于购置葡萄牙语区域航空公司Portugália98%的股份。

2015年6月24日，在TAP集团重新私有化的进程中，葡萄牙投资公司（Parpública）和“Atlantic Gateway”公司签署TAP公司的“直接销售协议”，该交易于2015年11月12日结束，通过葡萄牙投资公司（Parpública）向“Atlantic Gateway”公司转移915.000股，占TAP公司总股份的61%，其余39%股本属于葡萄牙投资公司（Parpública）。

2016年2月6日，葡萄牙共和国和“Atlantic Gateway”公司签署了“谅解备忘录”，

后来于2016年4月26日对其进行了修订,以确定重新规定后葡萄牙共和国通过葡萄牙投资公司(Parpública)参与葡萄牙航空公司(TAP)应遵循的原则,规则和条件。根据谅解备忘录,葡萄牙投资公司(Parpública),HPGB公司(HPGB),DGN公司(DGN)以及“Atlantic Gateway”公司在2016年5月19日订立收购及出售协议。根据协议,“Atlantic Gateway”公司出售在葡萄牙航空公司(TAP)以及葡萄牙投资公司(Parpública)的股本中的股份,从而使葡萄牙投资公司(Parpública)成为了葡萄牙航空公司(TAP)的50%股份的持有方。

转让股份后,葡萄牙航空公司(TAP)的股份构成如下:

TAP员工共持有75,000股普通股,占葡萄牙航空公司(TAP)股份,投票权和经济权利的5%;

葡萄牙投资公司(Parpública)持有750,000股B类股份,占葡萄牙航空公司(TAP)50%的股份和投票权以及5%的经济权利;

“Atlantic Gateway”公司持有675,000股A股,占葡萄牙航空公司(TAP)45%的股份和投票权以及90%的经济权利。

3、公司股东及持股比例

截至估值基准日,葡萄牙航空公司(TAP)股东名称、股份数额和持股比例如下:

股东名称、股份数额和比例

股东名称	股份数	股份比例
TAP员工	75,000股普通股	5%
葡萄牙投资公司(Parpública)	750,000股B类股份	50%
“Atlantic Gateway”公司	675,000股A股	45%

4、近三年资产、财务状况

葡萄牙航空公司(TAP)近年财务状况如下表:

资产负债表

金额单位:百万美元

项目	2018.6.30	2017.12.31	2016.12.31	2015.12.31
一、流动资产合计	1,120.12	820.12	670.56	537.52
二、非流动资产合计	1,249.71	1,112.79	1,265.58	1,067.89
固定资产	880.52	709.47	840.04	748.95
投资性房地产	4.10	2.48	2.63	2.59

海南航空控股股份有限公司拟出售持有的“ Atlantic Gateway” 公司 20% 股权所涉及的葡萄牙航空公司 (TAP) 股东全部权益价值估值报告 正文

项目	2018. 6. 30	2017. 12. 31	2016. 12. 31	2015. 12. 31
商誉	148. 29	157. 95	201. 03	175. 02
无形资产	7. 09	3. 57	1. 76	0. 62
交易性金融资产	5. 26	6. 67	-	-
其他金融资产	16. 16	54. 69	47. 39	1. 29
递延所得税资产	69. 47	66. 68	78. 95	81. 19
其他应收款	118. 81	111. 28	93. 79	58. 25
资产总计	2, 369. 83	1, 932. 91	1, 936. 14	1, 605. 42
三、流动负债合计	1, 862. 53	1, 354. 52	1, 449. 81	1, 140. 97
四、非流动负债合计	1, 185. 90	1, 134. 45	1, 035. 05	1, 084. 06
负债合计	3, 048. 43	2, 488. 97	2, 484. 86	2, 225. 04
所有者权益合计	-678. 60	-556. 07	-548. 72	-619. 62

利润表

金额单位：百万美元

项目	2018 年 (1-6 月)	2017 年	2016 年	2015 年
一、营业收入	1, 787. 21	3, 479. 03	2, 732. 04	2, 815. 79
减：营业成本	1, 805. 05	3, 251. 31	2, 649. 98	2, 880. 63
折旧、摊销	37. 53	77. 18	66. 83	72. 27
不属于折旧、摊销的减值	-	25. 70	-	-
二、营业利润	-55. 36	124. 83	15. 24	-137. 10
加：利息收入	4. 36	7. 77	3. 36	5. 41
减：利息支出	79. 45	87. 69	51. 63	79. 34
三、除税前利润	-130. 45	44. 91	-33. 03	-211. 03
减：所得税费用	- 25. 65	31. 39	4. 31	- 23. 57
四、持续经营净利润	-104. 81	13. 52	-37. 34	-187. 46
加：非持续经营净利润	-	13. 68	10. 45	10. 12
五、净利润	-104. 81	27. 20	-26. 89	-177. 34

注：1. 原审计报告金额单位为欧元，本估值报告书中已经统一按照估值基准日汇率换算为美元；

2. 被估值单位 2015 年、2016 年、2017 年及估值基准日的财务报表已经普华永道会计师事务所审计。

5、主要资产概况

葡萄牙航空公司 (TAP) 主要运营资产为飞机。基本情况如下：

葡萄牙航空公司 (TAP) 自购、融资租赁、经营租赁和湿租赁的飞机，共计 101 架，其中：自购飞机 14 架，包括 4 架空客 A340 飞机、3 架福克 100 飞机和 7 架 Embraer 145

飞机；融资租赁飞机 19 架，包括 3 架空客 A330 飞机、9 架空客 A319 飞机、5 架空客 A320 飞机、2 架空客 A321 飞机；经营租赁飞机 60 架，包括 14 架空客 A330 飞机、13 架空客 A319 飞机、16 架空客 A320 飞机、1 架空客 A320 NEO 飞机、2 架空客 A321 飞机、1 架空客 A321 NEO 飞机、9 架 Embraer 190 飞机和 4 架 Embraer 195 飞机；湿租赁飞机 8 架，均为 ATR 72 飞机。

	TAP 集团所属资产	融资租赁	经营租赁	湿租赁	总额
空客 A340	4	-	-	-	4
空客 A330	-	3	14	-	17
空客 A319	-	9	13	-	22
空客 A320	-	5	16	-	21
空客 A320 NEO	-	-	1	-	1
空客 A321	-	2	2	-	4
空客 A321 NEO	-	-	1	-	1
福克 100	3	-	-	-	3
Embraer 145	7	-	-	-	7
Embraer 190	-	-	9	-	9
Embraer 195	-	-	4	-	4
ATR 72	-	-	-	8	8
	14	19	60	8	101

注：湿租赁是将人才、管理和租赁物件同时租赁的方式，主要指经营性租赁的一种附加特殊服务的经营方式。如承租飞机时，将飞机机组人员、维护和保险一起租赁。

6、委托人和被估值单位之间的关系

海南航空控股股份有限公司（委托人）持有的“Atlantic Gateway”公司 20% 股权，“Atlantic Gateway”公司持有葡萄牙航空公司(TAP)（被估值单位）45% 股权。

（三）估值委托合同约定的其他估值报告使用人

本估值报告的使用人为：委托人。

本估值报告仅供委托人和估值委托合同约定的其他估值报告使用人按照本估值目的使用，估值人员和估值机构对委托人和其他估值报告使用人不当使用估值报告所造成的后果不承担责任。

二、估值目的

海南航空控股股份有限公司拟出售持有的“Atlantic Gateway”公司 20% 股权事宜所涉及的葡萄牙航空公司 (TAP) 股东全部权益价值进行估值，为该股权出售事宜提供价值参考意见。

三、估值对象和估值范围

(一) 估值对象: 本次估值对象为葡萄牙航空公司 (TAP) 的股东全部权益价值, 与本次委托方委托估值对象一致。

(二) 估值范围:

被估值单位估值基准日的财务报表已经普华永道会计师事务所审计, 并由注册会计师桑德拉·坎代亚斯·马托斯·达·卢斯 (Sandra Candeias Matos da Luz) 签字确认。本次估值范围是葡萄牙航空公司 (TAP) 截止 2018 年 6 月 30 日经审计后资产负债表中反映的全部资产和负债, 即总资产 2,369.83 百万美元、总负债 3,048.43 百万美元, 净资产-678.60 百万美元, 与本次委托人委托估值对象所涉及估值范围一致。

依据葡萄牙航空公司 (TAP) 的资产负债表, 其中: 流动资产账面值为 1,120.12 百万美元; 固定资产账面净值为 880.52 百万美元; 无形资产账面净值为 7.09 百万美元; 现金及现金等价物账面值 372.40 百万美元; 流动负债账面值 1,862.53 百万美元; 非流动负债账面值 1,185.90 百万美元, 具体如下表:

账面值估值范围简表

金额单位: 百万美元

项目	帐面价值
流动资产	1,120.12
非流动资产	1,249.71
固定资产	880.52
无形资产	7.09
现金及现金等价物	372.40
资产总计	2,369.83
流动负债	1,862.53
非流动负债	1,185.90
负债合计	3,048.43
净资产 (所有者权益)	-678.60

本次估值委托人和被估值单位未申报其他表外资产。

本次估值引用了北京金笔佳文翻译有限公司按照《中华人民共和国行业标准翻译服务规范之服务质量标准》对被估值单位在估值基准日的葡萄牙文审计报告经翻译的中文稿。

委托估值对象和估值范围与经济行为涉及的估值对象和估值范围一致。

四、价值类型及其定义

本次估值确定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，估值对象在估值基准日进行正常公平交易的价值估计数额。

五、估值基准日

1、本项目估值基准日是 2018 年 6 月 30 日；

2、估值基准日是海南航空控股股份有限公司根据本次经济行为的实现及估值目的确定的。

3、选取估值基准日考虑的主要因素包括：估值基准日为会计期末且接近经济行为的实现日；

4、本项目估值的一切取价标准均为基准日有效的价格标准或执行的标准。

六、估值参考依据

(一) 经济行为依据

1、海南航空控股股份有限公司和中威正信（北京）资产评估有限公司签订的《估值委托合同》。

(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）。

(三) 评估准则依据

1. 《资产评估准则—基本准则》（财资[2017]43 号）；
2. 《资产评估职业道德准则》（中评协[2017]30 号）；
3. 《资产评估执业准则—资产评估程序》（中评协[2018]36 号）；
4. 《资产评估执业准则—资产评估报告》（中评协[2018]35 号）；
5. 《资产评估执业准则—资产评估委托合同》（中评协[2017]33 号）；
6. 《资产评估执业准则—资产评估档案》（中评协[2018]37 号）；
7. 《资产评估执业准则——利用专家工作及报告》（中评协[2017]35 号）；
8. 《资产评估执业准则——企业价值》（中评协[2018]38 号）；
9. 《资产评估机构业务质量控制指南》（中评协[2017]46 号）；
10. 《资产评估价值类型指导意见》（中评协[2017]47 号）。

(四) 估值取价依据

1. 估值基准日外汇汇率；
2. 被估值单位提供的审计报告、财务会计经营方面的资料；
3. 国家有关部门发布的统计资料和技术标准资料及价格信息资料，以及我公司收集的有有关询价资料和取价参数资料等。

4. Wind 金融终端资料；
5. 与此次估值有关的其他资料。

七、估值方法

(一) 估值方法介绍

企业价值估值通常可以通过市场途径、成本途径和收益途径。具体估者过程中，根据估值对象、价值类型、资料收集情况等相关条件，分析资产基础法、收益法和市场法三种估值基本方法的适用性，恰当选择一种或多种估值基本方法。

企业价值估值中的资产基础法，是指以被估值企业估值基准日的资产负债表为基础，合理确定企业表内及表外各项资产、负债价值，确定估值对象价值的估值方法。

企业价值估值中的收益法，是指将预期收益资本化或者折现，确定估值对象价值的估值方法。即通过估算委估企业在未来有效年期内的预期收益，并采用适当的折现率将未来预期净收益折算成现值，然后累加求和确定估值对象价值的一种方法。

企业价值估值中的市场法，是指将估值对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定估值对象价值的估值方法。

(二) 估值方法的选取

由于本次委托方拟转让的对象为标的公司母公司 Atlantic Gateway 20% 的股权，而 Atlantic Gateway 自身为持股平台公司无实际经营业务，委托方经过努力无法协调具有经营业务的标的公司配合提供资产基础法和收益法估值的基础资料及数据，因此，资产基础法和收益法在本项目中均无法实施。

市场法是以现实市场上的参照物来评价估值对象的现行公平市场价值。市场法估值数据直接来源于市场，它具有估值角度和估值途径直接、估值过程直观；估值方法以市场为导向，估值结果说服力较强；参考企业与目标企业的价值影响因素趋同，影响价值的因素和价值结论之间具有紧密联系，其关系可以运用一定方法获得，相关资料可以搜集。从上

述市场法的特点可以看出, 确定价值或检验价值最好的地方就是市场。目标公司估值一个基本的途径就是观察公众市场并寻求这样的价格证据: 即投资者愿意为类似的公司付出多少价格。由于资本市场上有较多与被估值单位相同或相似行业的上市公司 (或由于资本市场上有较多与被估值单位相同或相似公司的交易案例) , 其市场定价可以作为被估值单位市场价值的参考。

综上, 本次估值选用市场法进行估值。

※ 市场法

(一) 市场法定义

企业价值估值中的市场法, 是指将估值对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较, 确定估值对象价值的估值方法。市场法根据替代原则, 即利用与可比上市公司的价值指标或可比公司的股权交易案例, 通过被估值单位与参照企业之间的对比分析, 以及必要的调整, 来估算被估值企业整体价值的估值思路。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。

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, 在与被估值企业比较分析的基础上, 确定估值对象价值的具体方法。上市公司比较法中的可比企业应当是公开市场上正常交易的上市公司, 估值结论应当考虑流动性对估值对象价值的影响。

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, 在与被估值企业比较分析的基础上, 确定估值对象价值的具体方法。运用交易案例比较法时, 应当考虑估值对象与交易案例的差异因素对价值的影响。

上市公司比较法与交易案例比较法相比, 在估值实务中采用前者的案例更多。这主要是由于上市公司比较法的市场交易价格数据源于上市公司的股票交易价格, 对比公司均是上市公司, 交易价格容易取得而且对比公司的财务数据资料也比较容易获得, 因为上市公司的年报、中报都需要定期公告, 且上市公司的其他重要事项也需要披露, 这就为估值人员较全面地了解对比公司提供了保障。

相比较而言, 交易案例法就没有如此条件, 在产权交易市场的公开渠道只能取得一些交易案例的一些基本信息, 而对于交易案例的财务数据一般则难以取得, 而交易案例的财务数据对估值至关重要, 对于一些非上市公司收集其财务数据对估值人员来说不是

一件容易的事。由于上述原因使得交易案例比较法的实际应用受到限制。

综上分析，本次估值选用上市公司比较法作为本次市场法估值的具体方法。

(二) 市场法适用前提条件

- 1、必须有一个充分发展、活跃的资本市场；
- 2、存在相同或类似的参照物；
- 3、参照物与估值对象的价值影响因素明确，可以量化，相关资料可以搜集；
- 4、参考企业和被估值单位在经营指标、资产性能等方面必须相同或接近。

(三) 估值模型

对上市公司比较法，首先选择与被估值企业处于同一行业且股票交易活跃的上市公司作为对比公司，然后通过交易股价计算对比公司的市场价值。其次再选择对比公司的一个或几个收益性或资产类参数，如营业收入、净利润，或实收资本、总资产、净资产等作为“分析参数”。最后计算对比公司市场价值与所选择分析参数之间的比例关系一称之为比率乘数，将上述比率乘数应用到被估值企业的相应的分析参数中从而得到被估值企业的市场价值。

具体步骤：

- 1、根据总资产、净资产、净资产收益率、业务类型及营业网点等比较因素选择对比上市公司。
- 2、选择对比公司的收益性、资产类参数，如利息收入、净利润，实收资本、总资产、净资产等作为分析参数。
- 3、计算对比公司市场价值与所选择分析参数之间的比例关系一称为比率乘数(Multiples)。
- 4、将对比公司比率乘数的算术平均值乘以被估值企业相应的分析参数，再扣除缺少流通性折扣，从而得到被估值企业的市场价值。

公式如下：标的股东全中权益市场价值=对比公司比率乘数算术平均值×被估值企业相应分析参数×缺少流通性折扣率

八、估值程序实施过程和情况

中威正信评估公司接受估值委托后，立即组成估值组制定估值计划，正式开展估值

工作。具体步骤如下：

- 1、听取有关人员介绍委估资产的基本情况，明确估值业务基本事项；
- 2、与海南航空控股股份有限公司签订估值委托合同；
- 3、编制估值计划，组织估值人员，指导委托方准备估值资料；
- 4、对委托方提供的标的公司资料及从公开渠道收集的相关资料及信息进行分析判断，确定估值对象及范围路径及方法；
- 5、由于估值程序受限，本次估值无法进行全面现场清查调查，并对实物资产进行实地抽查盘点，采用替代程序，通过对被估值单位管理层进行访谈，以确定被估值单位的经营状况和资产权属情况；
- 6、根据估值目的及委估资产所具备的条件，确定估值方法；
- 7、进行市场调查，收集相关资料，进行估算；
- 8、核定修正估值，编制填写有关估值表格；
- 9、归纳整理估值资料，撰写各项估值技术说明及估值报告；
- 10、对估值结论进行分析、复核、签发估值报告；
- 11、整理装订估值工作底稿并归档。

九、估值假设

（一）一般性假设

- 1、本次交易各方所处地区的政治、经济和社会环境无重大变化，无其他不可预测和不可抗力因素造成的重大不利影响。
- 2、以企业持续经营为估值假设前提，估值结论是以列入估值范围的资产按现有规模、现行用途不变的条件下，在估值基准日的市场价值的反映。
- 3、假设被估值单位的经营者是负责的，且管理层有能力担当其职务。
- 4、除非另有说明，假设被估值单位完全遵守所有有关的法律法规。
- 5、假设公司未来将采取的会计政策和编写此份报告时所采用的会计政策在重要方面基本一致。
- 6、假设公司在现有的管理方式和管理水平的基础上，经营范围、方式与目前方向保持一致。
- 7、有关利率、汇率、赋税基准及税率、政策性征收费用等不发生重大变化。

8、无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素对企业造成重大不利影响。

(二) 针对性假设

1、被估值单位经营范围、经营方式、管理模式等在保持一贯性，主营业务相对稳定；

2、假设未来被估值单位会计政策与核算方法无重大变化；

3、本次市场法估值时没有考虑控股权溢价和少数股权折价以及不同股权的经济权利和表决权对具体股权交易价格的影响；

本估值报告及估值结论是依据上述估值假设和限制条件，以及本估值报告中确定的原则、依据、条件、方法和程序得出的结果，若上述前提条件发生变化时，本估值报告及估值结论一般会自行失效。

十、行业分析

(一) 民用航空——周期性与成长性并存

1. 科技进步引导现代民航业发展

喷气式发动机技术发展是现代民航业基础。喷发式发动机首先诞生于军事用途的战斗机，随后应用于民用航空飞机。现代喷气式（涡喷/涡扇发动机）飞机与传统的活塞式（螺旋桨）飞机相比，推力更大、飞行速度更快、航程更远、稳定性更好，给航空公司带来了更好的用户体验和更经济的单位使用成本，在完善了安全性等问题后，喷气式飞机正式成为了现代民航业干线运输的主力飞机，而涡轮螺旋桨飞机取代活塞螺旋桨飞机成为现代民航业中短程支线运输的主力飞机。

2. 飞机生产商与民航运输公司互相影响产业格局

现代民航业起步于喷气式飞机的大规模商用。标志性事件是 1958 年，第一架波音 707 飞机交付给泛美航空公司。在行业发展过程中，有不少飞机制造商都研发出喷气式飞机，经过激烈的市场竞争，特别是波音公司 (Boeing) 在 1996 年收购了麦道公司 (McDonnell Douglas)，标志着干线民航客机制造商进入了波音公司和空客公司 (Airbus) 双寡头竞争时代。

飞机生产商双寡头带来稳定的产业格局。波音、空客垄断干线飞机供应市场，带来的客观结果就是民航飞机供给量始终处在一个相对合理的水平，稳定的机队供应给民航业的健康发展带来了巨大的保护作用，虽然历史上有不少航空公司破产，但整体行业没有出现过供给严重过剩带来的萧条。根据波音、空客的统计数据，1989 年全年波音、空客共同

交付的新飞机数量是507架，2017年为1481架，年复合增长率为3.77%，低于同期世界GDP年复合增长率5.94%。

3. 航空公司运营具有高资本投入、高负债、高杠杆经营特点

民航运输飞机价格昂贵。对于航空公司而言，航空器——飞机，是最主要的生产工具。干线飞机价格非常昂贵，单架飞机需要至少数千万美元，还不包括运行时的维护保养成本。虽然航空公司在购买时或多或少都有一些折扣，但实际购买价格仍然是笔庞大的金额。

航空公司对资本投入需求量大。航空公司引进飞机的方式有两种：购买（融资租赁）和经营租赁。虽然经营租赁方式对航司短期现金流占用较少，但长期来看综合财务成本远高于通过购买或融资租赁方式引进，所以大部分航空公司自购比例较高。对飞机购买的巨额资金需求使得航空公司融资需求非常旺盛，航空公司的资产负债率一直都处于高位，大部分航空公司都寻求上市股权融资来满足日益增长的资金需求。对于初创期和快速成长期的航空公司来说，经营租赁飞机在机队中占比通常较高。

高资本投入背景下，航空公司的固定资产周转率却很低。由于航空公司的机队扩张具有延续性，一般需要持续数年，直到新开航线无法盈利为止。即使公司机队到了扩张瓶颈，还要面临旧飞机更新换代的需求，高资本投入在航空公司发展历史是一个常态过程。

4. 收入成本联动性较弱，受经济周期影响大

成本端缺乏议价权，油价影响大。航空公司的成本构成中，绝大部分航空公司只能被动接受，缺乏议价权。比如飞机以及相关零配件折旧、维修费、经营租赁租金，这些价格受飞机制造商定价影响，飞机一旦引进后就基本固定下来；飞机燃料、机场起降费、飞机餐食、人工成本等，都是与实际飞行相关的变动成本，航空公司能够调节的余地不大，其中飞机燃料成本占比最高，受到国际油价波动影响。

收入端以客座率为主导，与成本端联动弱。航空公司票价制定机制并不是完全参考成本定价，而是以维持一个目标客座率作为定价基础，导致航司收入成本联动性较弱，成本上涨无法直接传导至票价水平。

5. 行业进入壁垒高，整体产能相对稳定

航空运输业，特别是民航运输，进入壁垒高。进入壁垒一方面在于重资产行业资金需求量大，另一方面航空公司牌照需要监管机构严格审批。产能退出困难，整体供给相对稳定。与其他行业不同，航空公司的破产并不代表产能退出。如果航空公司因为经营不善破

产或被兼并，飞机、飞行员、航线等资源都会被其他航司或资本吸收，并不会退出这个市场。

（二）竞争激烈，航空公司寻求差异化服务

1. 优质航线资源有限，公司扩张存在天花板

航空公司规模效应存在合理区间。一般来说，大规模机队既可以降低航空公司运营成本，也可以覆盖更多的航线网络或者增加热门航线频次，这些都可以提供航空公司自身盈利能力。但是航司的机队扩张严重依赖机场时刻的供给以及航线覆盖区域的经济水平，所以机队只能扩张到覆盖所有盈利航线，此后再扩张机队只会带来边际亏损。

从航空业发展史来看，航空公司大都是在经济发达地区的城市机场设立主基地，一些大型航空枢纽都有两家以上的基地航空公司，同时其他非主基地航司也会来设立分公司或过夜基地。设立较早的基地航空不仅能够拿到优质航线时刻资源，而且能够在旅客心中较早建立起品牌和口碑，这给其他潜在进入者造成了极大压力，提高了他们的进入成本。以中国为例，一线机场航班需求旺盛，客座率、票价收益水平高，现在上海浦东机场、虹桥机场，北京首都机场航班时刻已经接近饱和，新增时刻非常困难。

2. 同质化服务严重，差异化服务方兴未艾

飞行器差异小，导致飞行服务同质化严重。虽然各家航空公司品牌、口碑均有不同，但对于乘客而言，航空出行的选择并没那么复杂，价格、时刻符合自己的需求即可，具体承运人反而显得没那么重要。服务同质化的根源在于波音、空客的产品给乘客的感受没有明显差异，传统航空公司提供的差异化服务只能在头等舱、公务舱、经济舱，主要用于区分对票价不敏感的商务旅客和优质客户。

服务差异化需求导致低成本航空的兴起。对于大多数消费者而言，经济舱的票价门槛也不够亲民，导致廉价航空公司，也称低成本航空公司，逐渐发展起来。低成本航空主要通过削减服务内容，进一步降低机票价格，吸引了不少对价格敏感的旅客，美国的西南航空公司、国内的春秋航空都是廉价航空的代表。

服务差异化需求导致超级经济舱的兴起。另一方面，传统航空公司为了进一步抢占市场，也开发出自己的差异化产品，比如超级经济舱。超级经济舱在不同的航空公司有不同的叫法，但实质上还是属于经济舱，只是它的软硬件都全面向商务舱靠拢。

3. 从竞争到合作，航司尝试抱团取暖

股权投资的局限性。股权投资是航司之间一种非常紧密的合作方式，航司之间小比例参股的情况比较多见，而控股乃至收购兼并的情况却不常见。主要原因在于，大部分航司是高负债经营，巨额资金收购会增加公司财务风险；另一方面拥有优质航线资源的航司，特别是载旗航空，背后大都有当地政府支持，很难通过纯市场方式收购兼并。从历史经验来看，航司之间控股兼并大都是政府背书的非市场行为。

典型的案例就是意大利航空 (Alitalia)。意大利航空 2008 年因金融危机破产，意大利航空拒绝了法荷航 (Air France-KLM) 的救助，而是选择与国内第二大航空公司 Air One 合并度过危机，虽然此后法荷航与阿提哈德航空 (Etihad Airways) 先后入股意大利航空，但都无法获得公司控股权。后来由于意大利航空经营不善，2017 年 5 月再次宣告破产保护，虽然易捷航空 (EasyJet Airline)、法荷航和汉莎航空 (Lufthansa) 都有收购意向，但时至今日，意大利航空仍没有确定最终的归宿。

航司之间收购兼并困难，行业集中度提升有瓶颈。在很多完全竞争行业，头部公司通过价格战或收购兼并，不断扩大自己的份额，最终获得市场定价权赚取利润。虽然民航运输的产品特点部分符合完全竞争市场的产品特点，但行业发展路径却无法简单复制。上面提到的规模效应的合理区间、航空公司产能退出困难，这些都导致航司通过价格战驱赶对手的策略很难凑效。在行业集中度提升困难的情况下，航司与航司之间形成隐形的“均衡”机票价格体系，是对所有市场参与者最有利的结果。

4. 航空联盟的兴起

航司之间一般通过中转联程、代码共享、航线联营、航空联盟的方式合作。在服务差异化程度有限、价格战无法持续的情况下，为了保持自己的竞争力，航空公司之间开始通过航线合作来给旅客提供额外的服务内容。由于大部分旅客选择承运人时，首先考虑买票便利程度以及机票里程累积福利，并不会特别在意实际执飞航班是不是承运人自身。事实证明，航空公司能够出售的目的地机票越丰富，越能增加旅客粘性。

中转联程最大的优点就是票价便宜，但旅行过程中需要旅客在中途转机，旅客除了增加疲劳程度还要面临航班延误导致的衔接问题，这种合作模式并不普遍。

代码共享、航线联营是航司之家较为频繁的合作方式，这两种方式简单灵活，不受到航空联盟的限制。但这两种方式都是局部合作，不同航线协议期限不统一，没有全面长期排他的约束力。

航空联盟是非常紧密的合作方式。联盟条约限定了联盟成员间的义务，对于所有联盟成员有全面长期排他的约束力。同时加入联盟会员所需要承担的成本和义务，也远低于股权投资。

航空联盟成员航空公司在主要机场进驻同一航站楼运营，共用机场设施，如值机柜台、行李设施、中转柜台、休息室和办公区域等，共用的航线网络及停机位。航线网络上，建立协调一致的定期航班，单张机票可搭乘联盟其他航空公司的航班，而且在对旅客服务质量上力求协调一致。

对旅客而言，航空联盟的出现，使远程旅行更加便利，联盟本身对旅客也提供额外的服务，原本这些服务需要是承运航司的高等级会员才能享受，现在只需要成为联盟高级会员，就可以享受联盟内所有航司的对应服务，这些都大大加强了旅客的粘性。

（三）行业发展现状

1. 机队规模

以干线客机计，全球最大航司美国航空拥有干线客机 948 架，国内最大航司南方航空拥有干线客机 728 架。此外美国航司普遍还拥有大量支线客机，如美航拥有支线客机 597 架，合计客机 1545 架。

截至 2018 年 11 月，南航、国航、东航干线机队规模分别为 801、680、675 架飞机，美国航空、达美、美联航、美西南截至 3 季度末干线机队分别为 956、872、760 和 742 架。

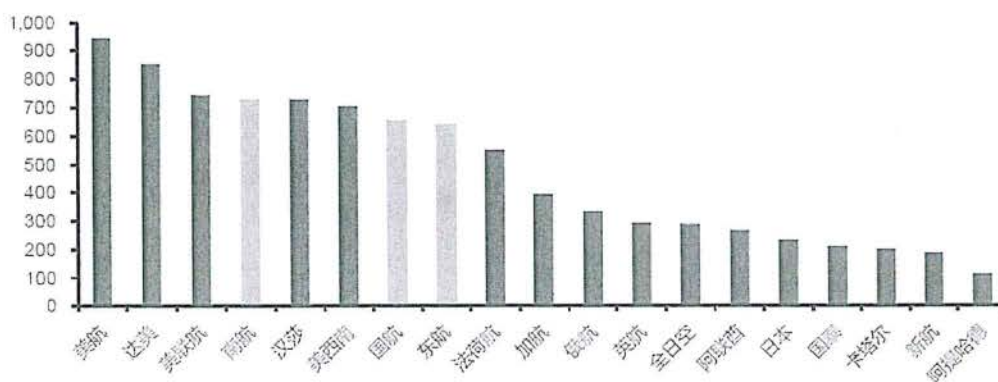


图 1 全球主要航司干线机队规模对比（2017）

资料来源：Bloomberg，公司公告，华创证券

2. 承运规模

以可用座位公里计算，美国三大航和阿联酋航空排名靠前，介于 3500-4500 亿座公里，美西南相对较少为 2400 亿座公里，主要由于美西南为低成本航空，主要经营美国国内航

线，平均航距较短。国内航司介于 2000-2500 亿座公里，为美国大航司的 50%-70%。

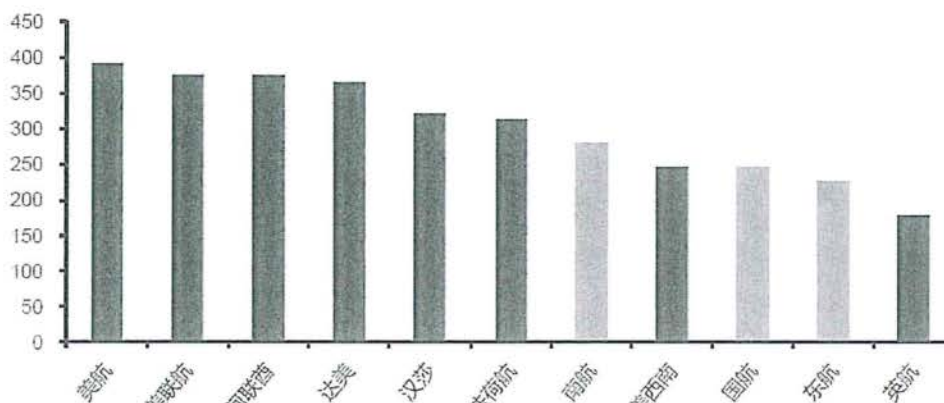


图 2 主要航司可用座公里对比 (十亿座公里)

资料来源: Bloomberg, 公司公告, 华创证券

3. 座公里收益

比较全球主要航司座公里收益水平，汉莎遥遥领先，达到约 0.66 元/座公里，英航 (0.58)、法荷航 (0.55) 和美国四大航 (达美 0.53、美西南 0.51、美航 0.49、美联航 0.46) 依次排后，我国三大航国航、南航、东航分别为 0.43、0.4 和 0.4 元。

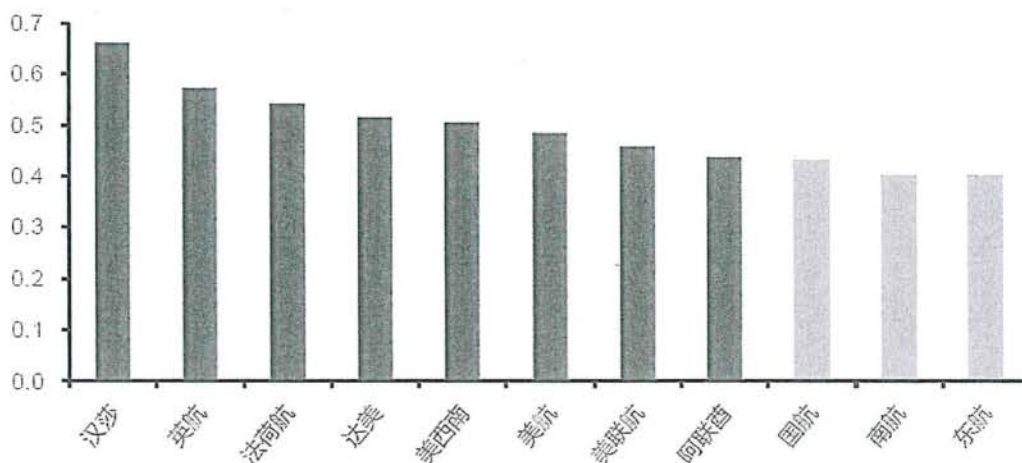


图 3 全球主要航司座公里收益对比 (客运收入口径, 2017)

资料来源: Bloomberg, 公司公告, 华创证券

4. 收入利润

全球比较来看，以 17 年底汇率计算，美国三大航及汉莎航空总收入普遍为 2500-2800 亿人民币，其中汉莎 2776 亿，美航、达美、美联航分别为 2758、2695 和 2466 亿，国内三大航中最大的南航为 1275 亿，仅为达美航空的 47%，汉莎的 46%。差距一方面来自于客运单位收益水平差距，另一方面大航司业务广泛，辅助收入、维修、货运等占比较高。以汉莎为例，航空运输收入仅占比 75%，另有 10%维修运营、7.2%餐饮、7%物流和 0.8%其他

附属业务；达美航空性收入占比84.4%，其中70.6%为干线收入，13.8%为支线收入，另有13.8%辅助业务收入，1.8%货运收入。

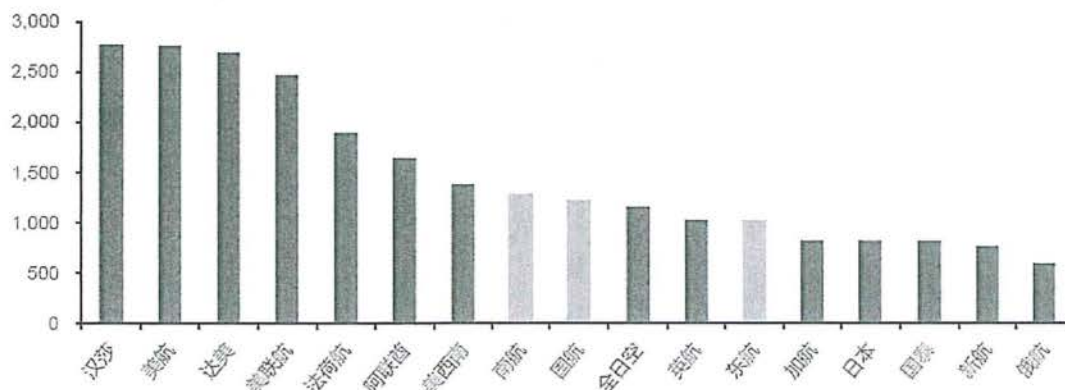


图4 全球主要航司与三大航收入规模对比 (总收入口径, 2017)

资料来源: Bloomberg, 公司公告, 华创证券

净利润角度, 达美航空2017年实现净利润35.77亿美元, 约合人民币234亿, 国航、东航、南航分别为72.4、63.5和59.1亿, 达美比国内三大航净利润总和还多约20%, 为利润最多的国航的3.2倍。

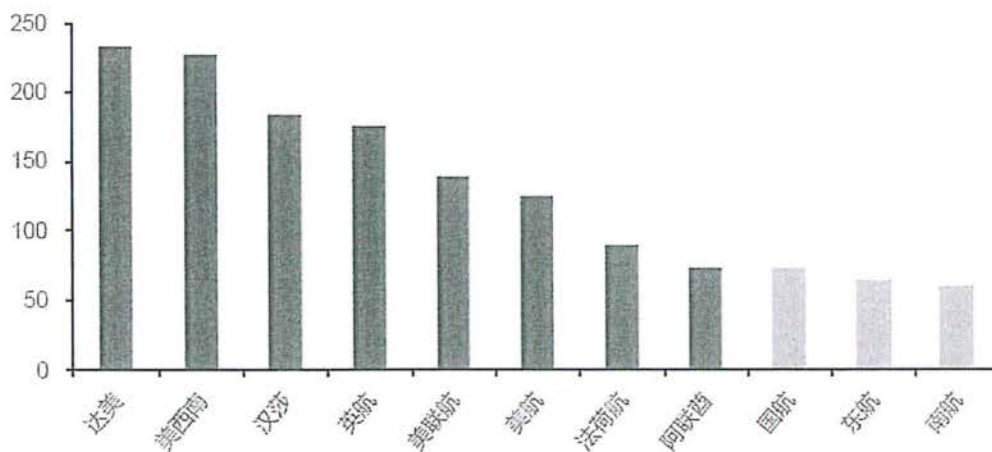


图5 全球主要航司利润规模对比 (2017)

资料来源: Bloomberg, 公司公告, 华创证券

(四) 欧洲航空市场竞争状况

2004年, 法国航空和荷兰航空合并, 成立了法航-荷航集团, 2011年英国航空和西班牙国家航空合并成立国际航空集团(IAG)。这两家新成立的航空公司与欧洲传统民航巨头汉莎集团已在欧洲形成了“三分天下”的格局。汉莎航空目前已经拥有奥地利航空、瑞士航空和布鲁塞尔航空, 加上新近纳入囊中的柏林航空, 成为欧洲名副其实的民航业巨无霸。意大利航空目前也濒临破产, 汉莎集团已打算将其加入自己的“购物车”之中。

过去几年，欧洲民航市场竞争十分激烈，欧洲民航市场正面临深度调整。不少小型航空公司未能渡过难关，纷纷倒闭。例如，奥格斯堡航空、卷云航空 (Cirrus Airlines) 等纷纷被航空巨头吞并。目前，各航空公司纷纷用大机型取代了小机型执飞欧洲内部短途航线。这种策略极大地提升了航空公司的经济效益和运输效率，但却给小型航空公司带来了极大的竞争压力。

从市场份额来看，大型民航公司占据绝对优势。数据显示，汉莎、法航、国际航空、易捷航空和瑞安航空瓜分了欧洲三分之二的市场。但是，在欧洲，大型航空公司垄断市场的局面并不会导致机票价格上涨。相反，从中长期看票价仍呈下降趋势。因为在欧洲廉价航空的竞争压力仍然存在，且短期内不会消失。

(五) 行业风险分析

1. 宏观经济波动风险

航空业的发展与宏观经济高度相关，全球航空客、货运输量趋势受宏观经济周期影响显著。随着 2010 年全球经济的逐步回暖，航空运输业总体亦基本恢复增长态势。目前，经济下行影响航空出行需求。宏观经济下行会导致商务出行需求以及旅游出行需求下降。

2. 航油价格波动风险

航油是航空公司生产成本最主要构成项之一，未来原油供应、美元加息、地缘政治等因素均存在不确定性，预计油价仍存在一定的波动风险。航油市场价格的波动将导致航空公司生产成本的变化，进而影响航空公司业绩。油价波动除了受到供需关系影响以外，还会受到政治因素扰动。考虑到油价上涨带来的成本增加无法直接转嫁给消费者，虽然有燃油附加费可以补贴航司，但如果油价大幅上涨，还是会大幅影响航空公司利润。

3. 航空安全风险

因航空业直接关系到乘客人身与货物的安全，各航空公司都以航空安全为首要关注点，安全飞行是航空公司维持正常运营和良好声誉的前提条件。若在航空安全方面出现漏洞，航空公司在面临严重资产损失的同时，亦将遭受声誉下降、客户流失等巨大风险。近年发生的多起航空公司客机失事事件再一次提升了公众对全球航空业的安全意识，也为各家航空公司的安全运营带来更多挑战。空难等安全事故发生降低旅客乘机需求。如果未来发生空难等航空安全事故，会在短期降低旅客乘机需求，影响航空公司营收。

4. 经营业绩波动风险

国内外宏观经济形势纷繁复杂，2018 年上半年，美联储多次加息，美元持续走强；美国退出伊朗核协议，国际油价触底反弹；未来的一段时间内，航空公司将面对的是油价和汇兑成本持续增加的局面。此外，行业和财税政策的变化、人员流动、不可抗力等因素的综合影响，都将给航空公司经营业绩的表现带来波动影响。

十一、估值技术说明

(一) 市场法估值模型

考虑到被估值单位净资产为负值，因此不适用市净率对估值对象进行估值，另外，由于被估值单位估值基准日处于亏损状态，市盈率也不适用。

本次选择全投资口径的价值比率进行估值。所谓全投资口径指标主要包括息税前利润 (EBIT)、息税折旧及摊销前利润 (EBITDA)、息税折旧摊销及扣除租赁费用前利润 (EBITDAR)。

1. EBIT 价值比率：

使用全投资口径的市场价值和息税前利润指标，可最大限度地降低资本结构对价值比率的影响，但该指标无法区分不同企业折旧及摊销政策所产生的影响。

2. EBITDA 价值比率：

采用全投资口径的市场价值和息税、折旧及摊销前利润指标，既可以减少资本结构的影响，又可以最大限度地减少不同企业折旧及摊销政策可能带来的影响。

3. EBITDAR 价值比率：

采用全投资口径的市场价值和息税、折旧、摊销及扣除租赁费用前利润指标，既可以减少资本结构以及不同企业折旧及摊销政策可能带来的影响，又可以降低经营性租赁占比较高的影响。

航空业的一个特点是自购、融资租赁和经营租赁是公司获取固定资产的主要手段。自购和融资租赁的飞机在会计处理时将会体现在固定资产、长期负债、财务费用和折旧等科目中，而经营租赁则直接影响费用科目。因此，如果两家航空公司拥有同样的飞机数量且运营绩效完全相同，固定资产获取手段的不同将造成两家公司 EBITDA 指标的巨大差异。因为自购和融资租赁飞机产生的折旧已经在 EBITDA 指标中被加回了，而经营性租赁飞机的租金却被相应剔除。因此在经营绩效完全相同的前提下，经营性租赁飞机比重较大的航空公司 EBITDA 指标会明显偏低。因此应该将航空公司 EBITDA 指标中已经扣除的租赁费用

加回，变形为 EBITDAR 指标，从而实现公司之间的可比性。

本次市场法估值，价值比率选择企业价值 (EV) 倍数。

$EV/EBITDAR = \text{企业价值} / \text{息税、折旧、摊销及扣除租赁费用前利润}$

(二) 可比公司的选取

对于市场法，虽然估值机构也很难获取标的资产东道国的市场交易信息，但是估值机构可以通过扩大可比公司样本空间的方法来获取市场交易信息。将样本空间扩大到欧洲航空公司市场后，估值人员发现欧洲航空公司与目标公司会计年度匹配的分别为法荷航空 (Air France-KLM)、国际航空集团 (IAG) 和汉莎航空 (Lufthansa AG)，但是经营规模和营收规模与目标公司相差悬殊。再扩大样本空间至全球后，估值人员发现美国有三家航空公司与目标公司规模相当，分别为阿拉斯加航空、捷蓝航空和忠实航空，但是忠实航空上市公司为集团旅游公司；中国有两家规模相当的公司，分别为吉祥航空和春秋航空。考虑到所有数据可获得性及规模匹配等因素，最后选择阿拉斯加航空、捷蓝航空、吉祥航空和春秋航空四家上市公司做为可比公司。

(三) 可比公司财务数据

1. 阿拉斯加航空 (ALASKA AIR)

(1) 公司简介

企业名称：阿拉斯加航空 (ALASKA AIR)

证券代码：ALK.N

证券类别：纽约证券交易所

ISIN：US0116591092 纽约证券交易所

当前发行数量 (股)：123,299,895

历史背景：阿拉斯加航空公司 (NYSE: ALK) 是一家总部设于华盛顿州西塔科的航空公司，主要的营运中心在西雅图-塔科马国际机场、泰德·史蒂文斯安克拉治国际机场、波特兰国际机场和洛杉矶国际机场。

航空公司以前名为 McGee 航空，1932 年公司服务在安克拉治和布里斯托尔海湾之间，用承带三乘客航空器。合并和承购后名字改变了被引起并且航线展遍及阿拉斯加。1942 年航空公司名字为“阿拉斯加星航空公司”。1944 年名字改为阿拉斯加航空公司并击败了竞争者。1961 年阿拉斯加航空公司迈向喷气机时代，公司有了康维尔 CV-880。阿拉斯加

航空的姐妹（和完全拥有）航空公司，地平线航空，由 1981 年建立为地区服务更多航线 1978 年阿拉斯加航空在航空公司解除干预法案后变成更大的航空公司。1985 年，阿拉斯加航空小组被成为阿拉斯加航空公司的一家控股公司为。控股公司一年后获取了地平线航空和喷捷美国航空公司，1987 年合并入阿拉斯加航空公司。

2016 年，阿拉斯加航空公布了新涂装和新 Logo，这是该航企 25 年来首次对品牌进行重大升级。一架波音 737-800 客机被喷涂了新的涂装。新涂装最显著的变化是机身字体发生了变化、爱斯基摩人头像的颜色从黑色变为更青春活力的蓝色。自 1972 年以来，阿拉斯加航空的机尾上就喷涂爱斯基摩人头像，对乘客表示欢迎。从 2 月开始，阿拉斯基航空接收的 4 架波音 737 客机都将喷涂新涂装。到 2016 年年底，将有 40 架飞机喷涂新涂装。阿拉斯加航空还对其网站进行了更新，网站同样使用新的品牌 Logo。

2016 年 12 月 14 日，阿拉斯加航空通过完成 26 亿美元收购维珍美国 (Virgin America Inc.) 的交易，超过了捷蓝航空成为美国按运载量计算的第五大航空公司。目前，美国航空业四巨头：美国航空、达美航空、美联航和西南航空控制了全美 80% 的航空客运市场。

(2) 财务数据

资产负债表

单位：百万美元

	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-06-30
流动资产：				
现金及现金等价物	73.00	328.00	194.00	102.00
其他短期投资	1,255.00	1,252.00	1,427.00	1,466.00
应收款项合计	284.00	423.00	468.00	591.00
应收账款及票据	212.00	302.00	341.00	411.00
其他应收款	72.00	121.00	127.00	180.00
存货	51.00	47.00	57.00	57.00
流动资产合计	1,663.00	2,050.00	2,146.00	2,216.00
非流动资产：				
固定资产净值	4,802.00	5,666.00	6,284.00	6,493.00
商誉及无形资产		2,077.00	2,076.00	- 2,073.00
其他非流动资产	68.00	169.00	234.00	273.00
非流动资产合计	4,870.00	7,912.00	8,594.00	8,839.00
总资产	6,533.00	9,962.00	10,740.00	11,055.00
流动负债：				
应付账款及票据	63.00	92.00	120.00	115.00
短期借贷及长期借贷当期到 期部分	115.00	319.00	307.00	314.00
其他流动负债	1,628.00	2,124.00	2,273.00	2,607.00
流动负债合计	1,806.00	2,535.00	2,700.00	3,036.00

海南航空控股股份有限公司拟出售持有的“Atlantic Gateway”公司20%股权所涉及的葡萄牙航空公司 (TAP) 股东全部权益价值估值报告 正文

非流动负债:				
长期借贷	571.00	2,645.00	2,262.00	1,998.00
其他非流动负债	1,745.00	1,851.00	2,057.00	2,428.00
非流动负债合计	2,316.00	4,496.00	4,319.00	4,426.00
总负债	4,122.00	7,031.00	7,019.00	7,462.00
股东权益:				
普通股股本	1.00	1.00	1.00	1.00
储备	2,963.00	3,678.00	4,618.00	4,571.00
库存股	250.00	443.00	518.00	544.00
其他综合性收益	-303.00	-305.00	-380.00	-435.00
普通股权益总额	2,411.00	2,931.00	3,721.00	3,593.00
归属母公司股东权益	2,411.00	2,931.00	3,721.00	3,593.00
总负债及总权益	6,533.00	9,962.00	10,740.00	11,055.00

利润表

单位: 百万美元

	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-06-30
营业总收入	5,598.00	5,931.00	7,933.00	3,988.00
主营业务收入	5,598.00	5,931.00	7,933.00	3,988.00
营业总支出	4,268.00	4,465.00	6,555.00	3,618.00
营业开支	4,268.00	4,465.00	6,555.00	3,618.00
营业利润	1,330.00	1,466.00	1,378.00	370.00
加: 利息收入	21.00	27.00	34.00	18.00
减: 利息支出	8.00	30.00	86.00	40.00
其他非经营性损益	1.00	-1.00	-1.00	-13.00
非经常项目前利润	1,344.00	1,462.00	1,325.00	335.00
加: 非经常项目损益	-32.00	-117.00	-118.00	-70.00
除税前利润	1,312.00	1,345.00	1,207.00	265.00
减: 所得税	464.00	531.00	173.00	68.00
少数股东损益				
持续经营净利润	848.00	814.00	1,034.00	197.00
加: 非持续经营净利润				
其他特殊项				
净利润	848.00	814.00	1,034.00	197.00

2. 捷蓝航空公司

(1) 公司简介

企业名称: 捷蓝航空公司

证券代码: JBLU.0

证券类别: 纽约证券交易所

成立日期: 1998-08

注册资本: 9,000,000 USD

历史背景: 捷蓝航空 (JetBlue Airways) 于1998年8月成立。捷蓝航空的几个高级

管理人员，包括当时为执行长的捷蓝航空董事长大卫·尼尔曼 (David Neeleman) 都曾经是美国西南航空公司的前雇员。

2001 年 9.11 事件后，几乎所有的美国航空业陷入了困境，而捷蓝航空是几家能维持盈利的美国航空公司之一。

2002 年捷蓝航空公司首次公开募股并于纳斯达克上市，捷蓝航空成为有史以来最受欢迎的航空股份。2002 年到 2004 年间捷蓝航空的财务状况仍然十分稳健，其它航空公司都争相仿效捷蓝航空成立廉价航空，达美航空成立了 Song (只营运了 3 年便结束)，而联合航空则成立了 Ted (泰德航空)。

2002 年，捷蓝航空收购 LiveTV。LiveTV 为捷蓝航空提供 36 条 DirecTV 卫星电视频道。2004 年捷蓝航空宣布会增加 100 条频道，包括 XM 电台、福克斯广播公司和二十世纪福克斯的电影。

捷蓝航空并未有跟随其它大型航空公司向乘客售卖小食品以增加收入，反而在广告中鼓励乘客使用召唤铃 (“encourage you to use the call button”)，以宣传他们的殷勤服务。

随着盈利屡创新高，捷蓝航空购入更多新飞机加强航线网络。2004 年 6 月捷蓝航空开办首条国际航线，纽约至多米尼加共和国的圣多明哥。最初捷蓝航空在纽约选中约翰·肯尼迪国际机场作为枢纽机场，虽然距离市区较远，但是航班较少，飞机的过站时间较少。2004 年捷蓝航空开办由拉瓜地亚机场起飞的航班。2005 年再扩展到纽瓦克自由国际机场，令纽约市三个主要机场均有捷蓝航空的航班服务。

2007 年 12 月，捷蓝航空宣布提供无线上网服务，首架提供此服务的航班于 12 月 11 日首航。

捷蓝航空主要营运美国内陆航线和来往加勒比海、巴哈马和百慕大的国际航线。美国西南航空与捷蓝航空运营模式相似，与西南航空点对点的中短途航线为主不同，捷蓝则选择一些更长些的航线，并经营地区航线。与其它廉价航空不同，捷蓝航空以舒适环境为卖点，如个人电视、真皮座椅等。引用尼勒曼的说话，捷蓝航空的诞生就是为了把人性化带入航空旅行中。定位准确、战略对头是捷蓝航空的成功的前提。捷蓝航空在低票价的情况下仍能保持盈利，主要得益于降低成本的做法。由于机队机种单一，捷蓝航空地勤、技术人员的培训成本也因此降低。捷蓝航空也是第一家采取 100% 无纸化机票服务的航空公司。

捷蓝航空飞机利用效率比较高。

(2) 财务数据

资产负债表

单位：百万美元

	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-06-30
流动资产：				
现金及现金等价物	318.00	433.00	303.00	603.00
交易性金融资产				
其他短期投资	558.00	538.00	390.00	312.00
应收款项合计	308.00	385.00	458.00	456.00
应收账款及票据	136.00	172.00	245.00	225.00
其他应收款	172.00	213.00	213.00	231.00
存货	44.00	47.00	55.00	77.00
其他流动资产	145.00	164.00		
流动资产合计	1,373.00	1,567.00	1,206.00	1,448.00
非流动资产：				
固定资产净值	6,652.00	7,271.00	8,049.00	7,902.00
其他长期投资	49.00	90.00	2.00	2.00
其他非流动资产	586.00	559.00	524.00	588.00
非流动资产合计	7,287.00	7,920.00	8,575.00	8,492.00
总资产	8,660.00	9,487.00	9,781.00	9,940.00
流动负债：				
应付账款及票据	205.00	242.00	378.00	417.00
短期借贷及长期借贷当期到期部分	448.00	189.00	196.00	230.00
其他流动负债	1,622.00	1,792.00	1,821.00	1,802.00
流动负债合计	2,275.00	2,223.00	2,395.00	2,449.00
非流动负债：				
长期借贷	1,395.00	1,195.00	1,003.00	1,128.00
其他非流动负债	1,780.00	2,056.00	1,549.00	1,882.00
非流动负债合计	3,175.00	3,251.00	2,552.00	3,010.00
总负债	5,450.00	5,474.00	4,947.00	5,459.00
股东权益：				
普通股股本	4.00	4.00	4.00	4.00
储备	3,575.00	4,496.00	5,720.00	5,599.00
库存股	366.00	500.00	890.00	1,122.00
其他综合性收益	-3.00	13.00		
普通股权益总额	3,210.00	4,013.00	4,834.00	4,481.00
归属母公司股东权益	3,210.00	4,013.00	4,834.00	4,481.00
少数股东权益				
股东权益合计	3,210.00	4,013.00	4,834.00	4,481.00
总负债及总权益	8,660.00	9,487.00	9,781.00	9,940.00

利润表

单位：百万美元

	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-06-30
营业总收入	6,416.00	6,632.00	7,015.00	3,682.00
主营业务收入	6,416.00	6,632.00	7,015.00	3,682.00
营业总支出	4,451.00	4,454.00	5,082.00	2,858.00
营业开支	4,451.00	4,454.00	5,082.00	2,858.00
营业利润	1,965.00	2,178.00	1,933.00	824.00
加：利息收入	1.00	7.00	6.00	5.00
减：利息支出	120.00	103.00	85.00	39.00
其他非经营性损益	-749.00	-866.00	-933.00	-521.00
非经常项目前利润	1,097.00	1,216.00	921.00	269.00
加：非经常项目损益				-319.00
除税前利润	1,097.00	1,216.00	921.00	-50.00
减：所得税	420.00	457.00	-226.00	-18.00
少数股东损益				
持续经营净利润	677.00	759.00	1,147.00	-32.00
加：非持续经营净利润				
其他特殊项				
净利润	677.00	759.00	1,147.00	-32.00

3. 吉祥航空

(1) 公司简介

企业名称：上海吉祥航空股份有限公司

证券代码：603885. SH

证券类别：上交所主板 A 股

上市日期：2015-5-27

注册资本：179701.347700 万人民币

历史背景：上海吉祥航空股份有限公司（简称：吉祥航空或 Juneyao Airlines）是国内著名民营企业均瑶集团成立的以上海为基地的新兴民营航空公司，由均瑶集团所属的上海均瑶（集团）有限公司和上海均瑶航空投资有限公司共同投资筹建的民营资本航空公司，已于 2015 年 5 月在 A 股上市。公司英文名字以均瑶 (JuneYao) 命名。于 2005 年 6 月经中国民用航空局和上海市人民政府批准筹建。选用全新空中客车 A320 系列机型投入运营，向 GECAS 租赁 A320、A319 投入运营。2007 年 11 月吉祥航空推出常旅客奖励计划。吉祥航空在 2014 年的平均客座率为 87%。

2018 年 5 月 15 日，吉祥航空获得“中国优秀空乘团队”排行榜的第一。2018 年 12 月，吉祥航空第二架波音 787 交付，彩绘中国丝路涂装。

经营范围：国内（含港澳台）航空客货运输业务、国际航空客货运输业务，航空配餐，飞机零配件的制造，日用百货，五金交电，纺织品，电子产品，家用电器，文化用品，工艺美术品，化工原料（除危险品），金属材料，仪器仪表，机械设备，汽车配件的销售，从事货物及技术的进出口业务【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) 财务数据

资产负债表

单位：百万美元

	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-06-30
流动资产：				
现金及现金等价物	143.68	213.69	294.86	157.81
应收款项合计	213.28	222.62	239.01	290.35
应收账款及票据	34.42	32.27	39.55	51.17
其他应收款	178.86	190.35	199.46	239.18
存货	6.82	9.75	13.74	16.07
其他流动资产	64.55	97.84	60.42	717.91
流动资产合计	428.33	543.91	608.02	1,182.15
非流动资产：				
固定资产净值	1,503.26	1,847.86	2,335.71	1,790.76
可供出售投资		13.34	22.48	21.72
其他长期投资	1.46	0.66	2.77	0.98
商誉及无形资产	3.30	3.33	5.26	5.95
土地使用权			10.24	10.01
其他非流动资产	127.93	93.06	112.60	111.29
非流动资产合计	1,635.94	1,958.25	2,489.05	1,940.71
总资产	2,064.27	2,502.16	3,097.08	3,122.86
流动负债：				
应付账款及票据	87.93	129.91	154.05	163.75
应交税金	46.60	50.84	80.97	44.02
短期借贷及长期借贷当期到期部分	678.97	546.03	470.02	525.78
其他流动负债	153.02	149.82	164.62	693.56
流动负债合计	966.52	876.60	869.65	1,427.11
非流动负债：				
长期借贷	459.11	420.72	764.66	223.57
其他非流动负债	105.32	89.80	118.53	113.38
非流动负债合计	564.43	510.51	883.20	336.95
总负债	1,530.95	1,387.11	1,752.84	1,764.06
股东权益：				
普通股股本	174.94	185.03	275.02	271.59
储备	343.30	914.47	1,046.50	1,064.99
其他综合性收益	-0.02	0.15	2.33	1.77

海南航空控股股份有限公司拟出售持有的“ Atlantic Gateway” 公司 20% 股权所涉及的葡萄牙航空公司 (TAP) 股东全部权益价值估值报告 正文

普通股权益总额	518.22	1,099.65	1,323.84	1,338.35
归属母公司股东权益	518.22	1,099.65	1,323.84	1,338.35
少数股东权益	15.11	15.40	20.39	20.45
股东权益合计	533.33	1,115.05	1,344.23	1,358.80
总负债及总权益	2,064.27	2,502.16	3,097.08	3,122.86

利润表

单位：百万美元

	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-06-30
营业总收入	1,253.64	1,428.45	1,895.53	1,046.31
主营业务收入	1,253.64	1,428.45	1,895.53	1,046.31
营业总支出	1,037.89	1,226.91	1,649.43	940.56
营业成本	929.96	1,115.81	1,508.80	869.41
营业开支	107.93	111.10	140.63	71.16
营业利润	215.75	201.54	246.11	105.75
加：利息收入	2.75	4.00	3.88	1.63
减：利息支出	22.01	25.76	45.07	11.02
加：权益性投资损益	0.06	-0.71	0.11	0.17
其他非经营性损益	-21.97	-4.11	39.85	20.02
非经常项目前利润	174.59	174.96	244.87	116.55
加：非经常项目损益	41.24	64.44	34.63	9.46
除税前利润	215.82	239.40	279.50	126.01
减：所得税	57.50	59.23	72.60	32.25
少数股东损益	-2.96	0.10	4.02	0.32
持续经营净利润	161.28	180.06	202.88	93.44
加：非持续经营净利润				
其他特殊项				
净利润	161.28	180.06	202.88	93.44

4. 春秋航空

(1) 公司简介

企业名称：春秋航空股份有限公司

证券代码：601021. SH

证券类别：上交所主板 A 股

上市日期：2015-1-21

注册资本：91689. 771300 万人民币

历史背景：春秋航空 (Spring Airlines) 股份有限公司，是首个中国民营资本独资经营的低成本航空公司专线，也是首家由旅行社起家的低成本航空公司。春秋航空是中国首批民营航空公司之硕果仅存者，是国内首家低成本航空公司，2011 年净利润逾 4.7 亿元，成为当前国内最成功的低成本航空公司，总部在上海，在上海虹桥机场、上海浦东机场、

石家庄正定机场、沈阳桃仙机场、扬州泰州国际机场设有基地。春秋航空有限公司自2004年5月26日得到当时的中国民航总局（现交通部中国民用航空局）批准后开始筹建，由春秋旅行社创办，注册资本8000万元人民币，约一年左右成功开航。首航班机于2005年7月18日上午由上海虹桥机场起飞前往山东烟台。

创立之初，只有3架租赁的飞机空客A320飞机，经营国内航空客货运输业务和旅游客运包机运输业务。春秋航空平均上座率达到95.4%，成为国内民航最高客座率的航空公司。

截止2013年8月，机队规模达到37架180座空客A320飞机。开通了往返于日本、韩国、泰国、马来西亚、柬埔寨、香港、澳门等的10余条国际及地区航线，及北京、上海、广州、成都、深圳、昆明、重庆、珠海、揭阳（汕头）、厦门、三亚、沈阳、哈尔滨、长春、大连、青岛、石家庄、西安、绵阳、兰州、乌鲁木齐、呼和浩特、杭州、南京、合肥、宁波、常德、张家界、桂林、南宁、淮安、洛阳、扬州等国内航线，共约70余条。

2018年5月15日，获得“中国优秀空乘团队”排行榜的第三名。

经营范围：国内航空客货运输业务；内地至香港、澳门特别行政区和周边国家的航空客货运输业务；航空公司间的代理业务；与航空运输业务相关的服务业务；市际包车客运；市县际定线旅游客运；从事货物及技术的进出口业务；代理货物运输保险、健康保险、人寿保险、意外伤害保险、责任保险；预包装食品（不含熟食卤味、冷冻冷藏）、工艺礼品、家用电器、日用百货、五金交电、纺织品、电子产品、化工原料（除危险品）、金属材料、仪器仪表、机械设备、汽车零配件的批发零售，自有设备租赁业务，职工食堂、航空配餐（限分支经营）。【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）财务数据

资产负债表

单位：百万美元

	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-06-30
流动资产：				
现金及现金等价物	473.43	674.34	644.03	744.44
交易性金融资产			1.51	2.75
应收款项合计	166.86	254.95	326.43	646.29
应收账款及票据	15.67	18.33	13.04	16.28
其他应收款	151.19	236.61	313.39	630.01
存货	8.46	9.78	14.22	15.10
其他流动资产	7.96	32.73	27.42	22.37

海南航空控股股份有限公司拟出售持有的“Atlantic Gateway”公司20%股权所涉及的葡萄牙航空公司(TAP) 股东全部权益价值估值报告

正文

流动资产合计	656.71	971.80	1,013.61	1,430.95
非流动资产:				
固定资产净值	1,562.45	1,634.46	1,902.37	2,024.43
权益性投资	14.68	1.26	3.18	3.35
可供出售投资		7.21	8.09	7.99
商誉及无形资产	2.56	2.58	3.28	3.40
土地使用权	7.13	6.53	6.78	6.62
其他非流动资产	224.89	208.31	215.69	204.14
非流动资产合计	1,811.71	1,860.35	2,139.41	2,249.93
总资产	2,468.43	2,832.14	3,153.01	3,680.89
流动负债:				
应付账款及票据	52.28	46.94	65.25	86.75
应交税金	48.81	28.78	40.22	48.45
交易性金融负债			6.36	1.38
短期借贷及长期借贷当期到 期部分	398.00	446.70	495.62	438.34
其他流动负债	267.62	230.59	226.49	242.88
流动负债合计	766.72	753.01	833.95	817.79
非流动负债:				
长期借贷	516.44	886.84	872.76	825.67
其他非流动负债	178.17	136.57	150.98	150.94
非流动负债合计	694.60	1,023.41	1,023.74	976.61
总负债	1,461.32	1,776.43	1,857.69	1,794.40
股东权益:				
普通股股本	123.20	115.41	122.52	138.58
储备	883.91	942.34	1,174.63	1,749.18
库存股		2.03	2.16	1.60
其他综合性收益			0.33	0.33
普通股权益总额	1,007.11	1,055.71	1,295.32	1,886.49
归属母公司股东权益	1,007.11	1,055.71	1,295.32	1,886.49
少数股东权益				
股东权益合计	1,007.11	1,055.71	1,295.32	1,886.49
总负债及总权益	2,468.43	2,832.14	3,153.01	3,680.89

利润表

单位: 百万美元

	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-06-30
营业总收入	1,242.70	1,214.17	1,676.75	955.93
主营业务收入	1,242.70	1,214.17	1,676.75	955.93
营业总支出	1,061.68	1,123.90	1,559.19	879.16
营业成本	995.81	1,059.59	1,475.05	839.60
营业开支	65.87	64.31	84.14	39.56
营业利润	181.02	90.27	117.56	76.77
加: 利息收入	10.26	22.20	20.08	17.17
减: 利息支出	17.97	40.22	43.04	20.79
加: 权益性投资损益	-18.06	-13.07	0.18	-0.24
其他非经营性损益	-16.07	-17.49	122.89	54.36

海南航空控股股份有限公司拟出售持有的“ Atlantic Gateway” 公司 20% 股权所涉及的葡萄牙航空公司 (TAP) 股东全部权益价值估值报告

正文

非经常项目前利润	139.17	41.68	217.66	127.27
加：非经常项目损益	138.65	143.35	35.06	18.40
除税前利润	277.82	185.03	252.72	145.67
减：所得税	73.33	48.01	59.65	35.84
少数股东损益				
持续经营净利润	204.49	137.02	193.07	109.84
加：非持续经营净利润				
其他特殊项				
净利润	204.49	137.02	193.07	109.84

(四) 测算企业价值倍数

根据可比公司 2018 年 6 月 30 日股票交易价格，测算可比公司权益市值。

公司名称	总股本 (亿股)	股票价格 P (美元/股)	权益市值 (百万美元)
阿拉斯加航空	1.23	60.39	7,427.97
捷蓝航空	3.05	18.98	5,788.90
吉祥航空	17.97	2.33	4,184.26
春秋航空	9.17	5.29	4,853.17

注：阿拉斯加航空、捷蓝航空、吉祥航空、春秋航空股票价格均为从新浪财经查询的上市公司在估值基准日的收盘价；其中吉祥航空、春秋航空股票价格已经按照估值基准日人民币兑换美元汇率换算为美元。

付息债务包括短期借贷及长期借贷当期到期部分和长期借款，其市值一般和账面值一致。

金额单位：百万美元

	阿拉斯加航空	捷蓝航空	吉祥航空	春秋航空
企业价值	9,739.97	7,146.90	4,954.06	6,117.18
权益价值	7,427.97	5,788.90	4,184.26	4,853.17
付息债务	2,312.00	1,358.00	749.35	1,264.01
少数股东权益	0	0	20	0
EBITDAR	712.00	1,109.00	244.91	208.46
EV/EBITDAR	13.68	6.44	20.23	29.34

各公司有非经营性资产、负债，为便于各公司之间的比较，对非经营性资产、负债进行调整，调整后的企业价值及企业价值倍数见下表。

金额单位：百万美元

	阿拉斯加航空	捷蓝航空	吉祥航空	春秋航空
非经营性资产及负债	-3,116.00	-2,551.00	284.14	475.41
资产	1,919.00	1,133.00	1,091.08	870.61
负债	5,035.00	3,684.00	806.94	395.20
调整后的企业价值	12,855.97	9,697.90	4,669.92	5,641.77
EBITDAR	712.00	1,109.00	244.91	208.46
EV/EBITDAR	18.06	8.74	19.07	27.06

(五) 影响价值倍数的因素调整

1. 价值倍数影响因素

根据估值目的，被估值单位所处行业性质，被估值单位和可比企业的特点，本次估值选取盈利能力、收益质量、资本结构、偿债能力、营运能力、成长能力等六个方面的多个指标作为可比指标。

即以 EV/EBITDAR 为乘数，从盈利能力、收益质量、资本结构、偿债能力、营运能力、成长能力等方面采用上述指标进行比较调整，作为对可比企业 EV/EBITDAR 进行调整的系数，得出以各可比企业的 EV/EBITDAR 为基础调整后的 EV/EBITDAR，然后乘以被估值单位以估值基准日财务数据计算的息税折旧摊销及扣除租赁费用前利润，得出被估值单位在估值基准日经营性资产形成的全投资市场价值（考虑缺乏流动性折扣之前）。

2. 价值倍数影响因素的对比分析

目标公司与可比公司影响价值倍数的各主要指标情况如下：

对比指标	葡萄牙航空	阿拉斯加航空	捷蓝航空	吉祥航空	春秋航空
投入资本回报率(年化)	-16.73	3.67	-0.68	6.57	8.11
EBITDAR/营业总收入(%)	0.07	0.18	0.30	0.23	0.22
营业利润/利润总额(%)	42.44	139.62	-16.48	83.92	52.70
资产负债率(%)	128.63	67.50	-54.92	56.49	48.75
流动比率	0.60	0.73	0.59	0.83	1.75
总资产周转率	0.83	0.37	0.37	0.34	0.28
营业收入同比增长率(%)	2.74	3.80	7.13	1.14	1.18

3. 价值倍数影响因素修正及目标公司价值倍数的确定

通过对比分析，可以确定可比公司与目标公司在多项指标方面都具有较强的可比性，但考虑到各项指标间仍有差异，我们采取对相关指标进行打分，并对 EV/EBITDAR 进行修正的方式，以消除这些差异，具体修正过程如下：

公司名称	葡萄牙航空	阿拉斯加航空	捷蓝航空	吉祥航空	春秋航空
------	-------	--------	------	------	------

海南航空控股股份有限公司拟出售持有的“Atlantic Gateway”公司20%股权所涉及的葡萄牙航空公司 (TAP) 股东全部权益价值估值报告

正文

公司名称	葡萄牙航空	阿拉斯加航空	捷蓝航空	吉祥航空	春秋航空
投入资本回报率(年化)	1.00	0.91	0.93	0.90	0.89
EBITDAR/营业总收入(%)	1.00	0.90	0.80	0.85	0.87
营业利润/利润总额(%)	1.00	0.89	1.07	0.95	0.99
资产负债率(%)	1.00	0.95	0.94	0.94	0.94
流动比率	1.00	0.98	1.00	0.96	0.81
总资产周转率	1.00	1.03	1.03	1.04	1.04
营业收入同比增长率(%)	1.00	0.98	0.92	1.03	1.03
合计	1.00	0.68	0.71	0.70	0.63
EV/EBITDAR					
调整前 EV/EBITDAR		18.06	8.74	19.07	27.06
调整后 EV/EBITDAR		12.28	6.21	13.35	17.05
EV/EBITDAR 倍数中值	12.81				
EV/EBITDAR 倍数均值	12.22				

根据测算，按调整后 EV/EBITDAR 计算的 EV/EBITDAR 均值为 12.22 倍，作为目标公司葡萄牙航空公司 (TAP) 的权益价值倍数水平。

(六) 经营性股权价值估值结果

被估值单位息税折旧摊销租赁前利润(EBITDAR)计算结果为 141.27 百万美元。

采用企业价值(EV)倍数测算，葡萄牙航空经营性资产价值估值结果为 1,726.49 百万美元。

从经营性资产价值中减除付息债务和少数股东权益，即为经营性股权初步价值，估值结果为 423.10 百万美元。

(七) 流通性折扣率的确定

根据可比上市公司的市场价格算出的价格实际上是把目标公司作为一个准上市公司测算出的目标公司价格，并不能将该价格作为委估股份的市场价格，因为被估值单位非上市公司，其股票不能在股票市场进行自由流通。在产权交易市场，其股份流通与上市公司相比缺乏相应的流通性，从而使其股票价格存在一定的折扣，这种折扣即为流通性折扣。

缺少流通性会使企业股权价值减值，这一结论，在国外，已被许多这方面的研究证实。这些研究包括两类：一类是通过研究有流通限制的股票的交易价格与自由流通股票的交易价格之间的差异来确定缺少流通性的减值折扣率；另一类是研究同一公司在未上市前的交易价格和上市的发行价格之间的差异确定缺少流通性折扣率。

关于非流动性折扣率取值或区间问题，国外 EVCA (欧洲风险投资协会) 估值指南规定的最低水平为 25%，英国风险投资协会 (BVCA) 估值指南认为的合理区间在 10%-30%之间，瑞士私募权益调查报告中的区间为 20%-35%，平均折扣率为 28%。结合国际资本市场情况，本次估值从谨慎性原则出发，确定本次市场法股份流动性折扣为 35%。

(八) 市场法估值结果

被估值单位估值基准日的现金及现金等价物账面值为372.40百万美元,考虑到被估值单位由于资金回收有规律有保障,可以通过科学计划减少营运现金的使用量,不需要为日常经营而保持巨额营运资金,综合考虑日常货币资金保有量取平均1个月的付现成本147.42百万美元,因此本次估值将被估值单位基准日的现金及现金等价物扣除日常保有量后作为溢余资产考虑,计算过程如下:

$$\begin{aligned} \text{溢余货币资金} &= \text{基准日货币资金} - 1 \text{个月付现成本} \\ &= 224.98 \text{百万美元} \end{aligned}$$

被估值单位估值基准日非经营性资产为投资性房地产、交易性金融资产、划分为持有至待售资产、递延所得税资产和其他应收款,共计302.05百万美元;非经营性负债为递延所得税负债、其他应付款,共计192.10百万美元。非经营性资产负债净值为109.95百万美元。

考虑流动性折扣后再加回溢余资产和非经营净资产的价值,就得到估值基准日股东全部权益价值。

则,葡萄牙航空公司(TAP)估值基准日股东全部权益价值估值结果为609.95百万美元。详见下表:

金额单位: 百万美元

项目			金额
EBITDAR			141.27
企业价值倍数(EV/EBITDAR)			12.22
经营性资产价值			1,726.49
减:	付息债务		1,304.56
	少数股东权益		-1
经营性股权初步价值			423.10
减:	流动性折扣	35%	148.08
考虑流动性折扣后经营性股权价值			275.01
加:	溢余资产		224.98
	非经营性资产负债净值		109.95
股东全部权益价值			609.95

十二、估值结论

根据对葡萄牙航空公司(TAP)的基本情况及其配合情况进行分析,本次估值采用市场法进行估值,估值结论根据以上估值工作得出。葡萄牙航空公司(TAP)在估值假设前提下于估值基准日2018年6月30日所表现的市场价值如下:

经采用市场法进行估值,在估值基准日,葡萄牙航空公司(TAP)股东全部权益价值估

值结果为 609.95 百万美元。

十三、特别事项说明

(一) 本次估值是在独立、公正、客观、科学的原则下作出的, 中威正信(北京)资产评估有限公司及参加估值工作的全体人员与经济行为各方之间无任何特殊利害关系, 估值人员在估值过程中恪守职业道德和规范, 并进行了充分努力。

(二) 本估值报告仅为本次特定估值目的提供价值参考意见, 没有考虑其他经济行为及衍生的价值依据对估值结论的影响, 故本次估值报告及估值结论一般不能套用其他估值目的。

(三) 本次估值, 由于估值程序受限, 估值人员无法对估值对象的法律权属状况给予必要的查验, 并对查验情况予以披露。因此, 估值人员无法对其法律权属作任何形式的保证, 亦不承担验证估值对象法律权属资料的真实性、合法性和完整性的责任。提请委托人及相关当事人对估值对象及其所涉及资产的法律权属状况给予必要的关注。

(四) 本次估值, 由于估值程序受限, 估值人员无法对被估值单位非经营性资产和负债进行现场核查, 也无法取得非经营性资产及负债的明细构成, 只能依据审计报告披露的账面值进行计算。因此, 估值人员无法对非经营性资产和负债的真实性和完整性进行保证。提请委托人及相关当事人对此事项给予必要的关注。

(五) 重大期后事项

1、报告有效期内, 在估值报告日后资产数量发生变化时, 应根据原估值方法对资产额进行相应调整。

2、估值基准日后有效期内资产价格标准发生重大变化, 并对估值价格已产生了严重影响时, 委托人应及时聘请估值机构重新确定价值。

3、估值基准日期后发生重大事项, 不得直接使用本估值报告。

(六) 本次估值未考虑控股权和少数股权等因素产生的溢价或折价对估值对象价值的影响。

(七) 本估值结论未考虑估值增减可能产生的纳税义务变化也未考虑因本次股权转让行为而产生的相关税费。

(八) 根据估值的要求, 估值测算中所依据的, 部分是现行的政策条款, 部分是估值时常用的行业惯例、统计参数或通用参数。当未来经济环境发生较大变化时, 估值人员将不承担由于前提条件变化而导致与本次估值结果不同的责任。

以上特别事项, 提请报告使用人予以关注。

十四、估值报告使用限制说明

1、本估值报告只能用于报告中载明的估值目的和用途。

委托人或者其他估值报告使用人未按照估值报告载明的使用范围使用估值报告的, 估值机构及其估值师不承担责任。

2、本估值报告只能由报告载明的估值报告使用人使用。

除委托人、估值委托合同中约定的其他估值报告使用人之外, 其他任何机构和个人不能成为估值报告的使用人。

3、估值报告使用人应当正确理解估值结论, 估值结论不等同于估值对象可实现价格, 估值结论不应当被认为是对估值对象可实现价格的保证。

本次估值结果是反映估值对象在本次估值目的下, 在假设委估企业持续经营的前提下, 根据公开市场的原则确定现行公允市价, 没有考虑特殊的交易方可能追加或减少付出的价格等对估值价格的影响, 也未考虑宏观经济政策发生变化以及遇有自然力和其它不可抗力对资产价格的影响。当前述条件以及估值中遵循的持续经营原则等其它情况发生变化时, 估值结果一般会失效。

4、估值报告的全部或者部分内容被摘抄、引用或者披露于公开媒体, 需估值机构审阅相关内容。

5、估值结论的使用有效期

本报告估值结论使用的有效期为一年, 从估值基准日2018年6月30日起计算一年内有效。只有当估值基准日与经济行为实现日相距不超过一年时, 才可以使用本估值报告。

6、本报告的全部或部分内容由中威正信评估公司负责解释。

十五、估值报告日

本估值报告的报告日为2019年3月11日。

(此页无正文)

估值机构：中威正信（北京）资产评估有限公司



2019年3月11日

附件目录

1、委托人法人营业执照.....	1
2、估值机构资格证书复印件.....	2
3、估值机构法人营业执照副本复印件.....	3



营业执照

(副本) 1-1

统一社会信用代码 914600006200251612

名称 海南航空控股股份有限公司
类型 股份有限公司(中外合资、上市)
住所 中国海南省海口市国兴大道7号海航大厦
法定代表人 谢皓明
注册资本 壹佰贰拾壹亿捌仟贰佰壹拾捌万壹仟柒佰玖拾人民币整
成立日期 1995年12月29日
营业期限 1995年12月29日至2050年12月29日
经营范围 国际、国内(含港澳)航空客货邮运输业务;与航空运输相关的服务业务;航空旅游;机上供应品,航空器材,航空地面设备及零配件的生产;候机楼服务和经营;保险兼业代理服务(限人身意外险)。(以上凡涉及行政许可的项目须凭许可证经营)(一般经营项目自主经营,许可经营项目凭相关许可证或者批准文件经营)(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。)



登记机关



北京市财政局

2018-0001 号

备案公告

根据《财政部关于做好资产评估机构备案管理工作的通知》（财资〔2017〕26号）第十四条有关规定，下列原取得资产评估资格证书的资产评估机构，符合《资产评估法》第十五条规定条件，其原持有的资产评估资格证书已交回，现予以公告。

- 1、北京嘉润资产评估有限公司
- 2、北京鲁光资产评估有限公司
- 3、北京中恒正源资产评估有限责任公司
- 4、北京中立华资产评估有限责任公司
- 5、中威正信（北京）资产评估有限公司
- 6、北京中鹏衡资产评估有限公司



- 7、北京国嘉信资产评估事务所（普通合伙）
- 8、北京立信润德资产评估事务所（普通合伙）
- 9、北京长城金桥国际资产评估事务所（普通合伙）

以上资产评估机构的相关信息可通过中国资产评估协

会官方网站进行查询

特此公告。





证券期货相关业务评估资格证书

经财政部、**中国证券监督管理委员会**审查，批准**中威正信**
(北京)资产评估有限公司**从事证券、期货相关评估业务。**



批准文号：财企[2009]2号

证书编号：0100016006

发证时间：二〇〇九年一月六日

序列号：000032



营业执照

(副本) (2-1)

统一社会信用代码 91110106726376314T

名称	中威正信（北京）资产评估有限公司
类型	有限责任公司(自然人投资或控股)
住所	北京市丰台区星火路1号I幢22层BC
法定代表人	赵继平
注册资本	275万元
成立日期	2001年09月07日
营业期限	2001年09月07日至 2031年09月06日
经营范围	从事各类单项资产评估、企业整体资产评估、市场所需的其他资产评估或者项目评估。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动。）



在线扫码获取详细信息

提示：每年1月1日至6月30日通过企业信用信息公示系统报送上一年度年度报告并公示。

登记机关



2018年 12月 12日