



关于海南海汽运输集团股份有限公司  
发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关  
联交易  
申请文件的第二轮审核问询函的回复

独立财务顾问



二〇二三年九月

**上海证券交易所：**

海南海汽运输集团股份有限公司（以下简称“公司”、“上市公司”或“海汽集团”）于2023年9月5日收到贵所下发的《关于海南海汽运输集团股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易申请文件的第二轮审核问询函》（上证上审（并购重组）[2023]42号）（以下简称“《问询函》”），公司已会同中信建投证券股份有限公司（以下简称“独立财务顾问”）、中天运会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“标的公司会计师”）、大华会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“上市公司会计师”）、中联资产评估集团有限公司（以下简称“评估师”）进行了认真研究和落实，并按照《问询函》的要求对所涉及的问题进行了回复，现回复如下，请予审核。

**说明：**

1、如无特别说明，本问询函回复中所述的词语或简称与《海南海汽运输集团股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》（以下简称“《重组报告书》（修订稿）”）中相同，所定义的词语或简称具有相同的含义。

2、本问询函回复所涉数据的尾数差异或不符系四舍五入所致。

**本回复的字体：**

问询函所列问题	黑体（不加粗）
对问询函所列问题的回复	宋体

## 目录

问题 1.关于评估预测合理性 .....	4
问题 2.关于标的公司偿债能力 .....	24

## 问题1. 关于评估预测合理性

重组报告书显示，本次交易标的资产的评估增值率708.96%。首轮问询回复显示，（1）中共中央、国务院于2020年6月1日发布《海南自由贸易港建设总体方案》，明确2025年前适时启动全岛封关运作；同时，2022年底及2023年初中国中免及王府井旗下免税店获批开业，且近年来，随着进入中国免税品市场的限制有所放宽，取得免税牌照的竞争对手或拟申请免税牌照的潜在竞争对手逐渐增加。但公司未详细分析封关政策、新增免税店以及潜在牌照发放对评估的具体影响以及评估预测的具体考虑；（2）2023年1-6月，完税业务收入12,658.85万元，相比2023年预测59,790.89万元收入，完成度较低，但毛利率较低，考虑相关费用后，预测利润较低，影响较小；（3）华庭项目主要从事奥特莱斯项目，租赁物业进行经营，计划于2023年9月开业，经营性资产评估值42,161.3万元，因其为预测期新增项目，因此无历史数据参考；（4）公司预期未来境外旅游市场将逐渐恢复，离岛免税市场将承受一定消费分流压力，也存在购买力下降、消费能力减弱的风险。

请公司说明：（1）评估预测中对封关政策、新增免税店以及潜在牌照发放的具体考虑；（2）完税业务相关费用是否为变动费用及依据，是否随着收入同比例变动，是否存在收入下降、费用刚性导致亏损风险，上述情况对评估预测的影响；（3）华庭项目相关资产、负债及支出情况，在标的公司无相关运营经验、无历史数据参考、相关业务门槛较低的情况下，评估方法选择的审慎性、评估值较高的合理性及作价的公允性；（4）2023年以来，标的公司各月的客流量、转换率、客单价以及收入情况，结合相关变动趋势，分析标的公司是否受到境外旅游市场分流、消费降级等的影响及依据；（5）结合上述情况，综合论证评估预测的合理性及作价公允性。

请评估师核查并发表明确意见。

回复：

### 一、公司说明

（一）评估预测中对封关政策、新增免税店以及潜在牌照发放的具体考虑

## 1、评估预测中对封关政策的考虑

(1) 海南封关有利于促进海南整体发展，建设国际旅游消费中心是封关政策重要组成部分，旅游零售业有望进一步受益

2020年6月1日，中共中央、国务院印发的《海南自由贸易港建设总体方案》中提出：到2025年，初步建立以贸易自由便利和投资自由便利为重点的自由贸易港政策制度体系；到2035年，自由贸易港制度体系和运作模式更加成熟，以自由、公平、法治、高水平过程监管为特征的贸易投资规则基本构建，营商环境更加优化，法律法规体系更加健全，风险防控体系更加严密，现代社会治理格局基本形成，成为我国开放型经济新高地；到本世纪中叶，全面建成具有较强国际影响力的高水平自由贸易港。

中国香港、新加坡和迪拜都被认为是当前世界上知名的自由贸易港。以香港为例，香港自2003年开放国内自由行后，2005年至2014年10年期间，中国香港零售业总销货规模为2,043.73亿港元到4,932.38亿港元，年均复合增长率为10.28%；中国香港旅游总开支之境内消费由2005年的793.95亿港元增长至2014年的3,060.95亿港元，年均复合增长率为16.18%。

综合海南省自贸港建设方案、世界自由贸易港建设对于零售业及旅游业的影响来看，海南省自贸港建设将促进海南整体发展，旅游零售业有望进一步受益。

此外，根据《海南省“十四五”旅游文化广电体育发展规划》中“四、升级旅游产业建设国际旅游消费中心”提出相关具体方案：提升供给侧产品品质，包含通过升级打造世界一流文旅项目和培育国际级旅游产品和业态的方式打造一批精品旅游项目，通过延长游客停留时间、吸引高消费力人群和提高旅游消费质量和水平的方式扩大中高端旅游消费。

根据海南建设国际旅游消费中心的规划，一流文旅项目、国际级旅游产品和业态的打造将为海南省吸引高消费人群提供条件，海南旅游购物有望进一步提质。随着海南精品旅游项目的打造、高消费旅游群体比例的提高，离岛免税作为海南旅游购物的重要组成成分，市场规模有望进一步提升。

(2) 成本差距犹存，同时叠加较高的购物额度及购物便利性，离岛免税业

态优势突出

封关后，离岛免税零售商和常规零售商差异如下：

企业类型	离岛免税零售商	常规零售商
税负情况	4% 免税商品特许经营费 不征销售税（存在调整的可能）	B2C X% 销售税
消费者购物额度	10 万离岛免税购物额度	居民旅客进境物品 5000 元人民币 免税限额，允许其在口岸进境免税 店增加一定数量的免税购物额，连 同境外免税购物额总计不超过 8000 元人民币。
消费者提货方式	店内购物，机场隔离区提货 邮寄送达 返岛自取 即购即提	即购即提

目前离岛免税政策作为承接海外消费回流的重要政策，离岛免税政策中10万离岛免税购物额度政策实施效果良好。同时，根据《海南自由贸易港建设总体方案》，其制度设计为“一线放开、二线管住。”在海南自由贸易港与中华人民共和国关境内的其他地区（以下简称“内地”）之间设立“二线”。货物从海南自由贸易港进入内地，原则上按进口规定办理相关手续，照章征收关税和进口环节税。行邮物品由海南自由贸易港进入内地，按规定进行监管，照章征税。结合海南自由贸易港建设“一线放开、二线管住”的制度设计，离岛旅客在非离岛免税店购买的免税产品，需要按规定照章征税。在当前离岛免税政策不变的情况下，对于离岛旅客而言，离岛免税店仍是离岛旅客购买商品的更优选择。

此外，根据毕马威与Moodie Davvit发布的《海南自贸港旅游零售市场白皮书2023版》，封关后，全岛将免征关税，并简并增值税和消费税，启动零售环节征收销售税，且在B2B环节不缴纳流转税。在此情况下，免税牌照商和普通零售商之间的成本差距会缩小。根据专家预计，封关后零售商所需缴纳的销售税仍高于免税牌照商所需缴纳的特许经营费，成本差距可能有所减少但仍然存在。离岛免税较高的购物额度以及提货方式多样性，保障了离岛免税店仍将是更优的选择。

### （3）封关政策下，税制简化，企业有税业务税费负担有望进一步下降

根据毕马威与Moodie Davvit发布的《海南自贸港旅游零售市场白皮书2023版》，封关后，全岛将免征关税，并简并增值税和消费税，启动零售环节征收销

售税，且在B2B环节不缴纳流转税。随着税制简化相关政策的出台，标的公司华庭项目有税板块业务的税费负担有望进一步下降。标的公司提前布局有税奥莱，在政策出台时可享受政策红利，预计在未来的市场竞争中，标的公司仍将保持优势地位。

目前，海南封关时点、封关政策的执行时点相关政策尚未出台，对离岛免税行业实质产生影响的时点存在不确定性，相应事项的影响金额也较难合理量化估计。

针对未来全岛封关运作及简并税制，本次编制盈利预测过程中，为保障整体预测逻辑的谨慎性，在综合分析相关政策影响基础上，按照现有税制进行了盈利预测，未考虑后续标的公司税负进一步下降对于盈利能力的影响。

## 2、评估预测中对新增免税店以及潜在牌照发放的考虑

(1) 新增免税店以及潜在牌照发放以有序竞争为原则，综合考虑旅游人数规模等基础上由国家统筹安排

根据财政部、商务部、海关总署、税务总局印发的《海南离岛旅客免税购物商店管理暂行办法》（财企[2011]29号）第五条规定，国家统筹安排海南离岛免税店的布局和建设。离岛免税店的布局选址应符合海南国际旅游岛建设总体规划，满足节约资源、保护环境、有序竞争、避免浪费、便于监管的要求，由海南省人民政府提出意见，送财政部会同海关总署、税务总局、商务部审核后，报国务院批准。

根据国家发展改革委印发的《海南省建设国际旅游消费中心的实施方案》（发改社会[2018]1826号）中内容，适当提高离岛免税政策免税限额，进一步增加免税商品品种，对旅游人数达到一定规模且具备免税品安全离岛等实施条件的，可考虑增设免税店。

根据《海南省“十四五”旅游文化广电体育发展规划》（琼府办[2021]25号），科学布局离岛免税购物场所，争取增加城市和门店。鼓励各经营主体加强合作、共享资源、有序竞争。引进更多免税市场主体，鼓励适度竞争，引入更多具有免税品经销资格的经营主体参与海南离岛免税经营，促进海南离岛免税市场在“十

四五”时期形成多元化供给格局。

结合《海南离岛旅客免税购物商店管理暂行办法》、《海南省建设国际旅游消费中心的实施方案》、《海南省“十四五”旅游文化广电体育发展规划》的文件精神，新增免税店以及潜在牌照发放中反复强调有序竞争，免税店的增设需要考虑旅游人数达到一定规模且具备免税品安全离岛等实施条件。2020年，在离岛免税政策再次加码以及出入境严格受限的双重利好背景下，海南离岛免税市场新增若干张免税牌照，进一步说明新增免税店以及潜在牌照发放是以海南旅游及离岛免税市场容量有效扩容为前提。

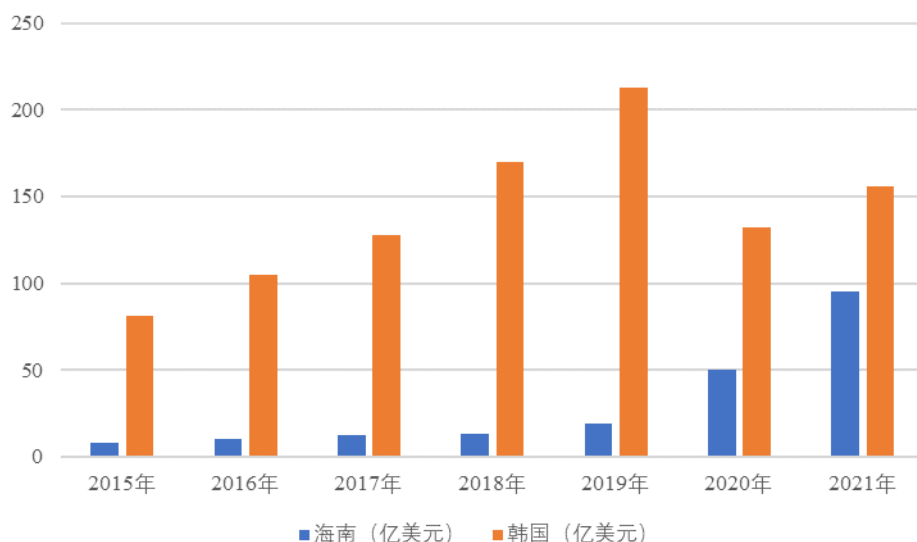
#### （2）海外消费回流有望持续，海南离岛免税市场增长潜力巨大

我国长期处于旅游贸易顺差，大量消费通过出境游和代购流至海外，在香化、奢侈品等消费领域高度依赖海外产品和商业业态。近年来，我国消费升级带来的需求快速发展，2018年中国旅客海外销售额达到2,773亿美元，位居世界第一。

据商务部估算，2018年中国消费者免税消费占全球免税市场的41%，但境内免税市场占全球免税市场比重仅不到10%。世界免税业协会口径数据显示，2019年我国居民境外购买免税商品总体规模超1,800亿元，其中超1,000亿元发生在韩国，约800亿元发生在境外其他国家或地区，而在中国境内的免税消费仅约500亿元，国内免税业发展空间较大。离岛免税政策是海南自由贸易港建设的重要内容，也是带动海外高端消费回流和消费升级的重要抓手。国家相关部委多次加持政策，促进离岛免税市场高速发展。

以韩国免税市场为例，海南免税市场和韩国免税销售额情况如下：





注：数据来源于穆迪戴维特、毕马威、KDFA、平安证券研究所；2021年海南免税销售额包含有税。

韩国免税业协会数据显示，2017-2019年，韩国免税业复合增速29%，2019年销售额规模达到213亿美元，外国消费者贡献绝大多数销售，外国人购物金额占比高达83%。随着海南市场地位的提升，部分奢侈品牌逐渐转移市场重点，2022年LV、香奈儿等陆续宣布从韩国免税渠道（包括乐天免税店釜山店、乐天免税店济州店、新罗免税店济州店等）撤柜<sup>1</sup>，并表明将在海南寻找机会。

日本旅游市场方面，根据日本国家旅游局（JNTO）数据，2023年4月，访日外国游客约195万人，游客人数恢复至2019年4月的66.6%；中国大陆赴日旅游方面，2023年1-6月，中国大陆赴日游客59.46万人，较2019年1-6月下降86.9%。2023年8月下旬以来，受核污水排海问题影响，赴日游不断遭遇“退单潮”，预计该事件对于赴日旅游的影响将在一段时间内持续。

长期来看，与全国主要旅游城市相比，海南游客量有较大发展空间，2019年全国第一大旅游城市重庆全年接待旅客数量达到6.57亿人次，接待游客数量破亿的城市数量超过31个，而海南省整体的接待游客量尚不足亿，随着税制简化相关政策的出台，海南旅游成本下降将进一步增加对于游客的吸引力，同时，湛海高铁作为海南岛对外高速客运的重要通道，目前正在加速推进，未来随着海南交通衔接效率的进一步增加，海南旅游发展空间将进一步提升。

<sup>1</sup> 参考平安证券《中国中免（601888.SH）免税行业领军者，静待疫后修复》（P21）。

中国消费境外回流市场潜力尚未完全挖掘，随着海南离岛免税市场地位快速提升，国际奢侈品牌陆续关注海南市场，海南旅游市场旅游人数有待进一步提升，海南离岛免税市场增长潜力巨大。

### （3）海南省旅游资源得天独厚，政府倾力建设国际旅游消费中心

习近平总书记在庆祝海南建省办经济特区30周年大会上的讲话提出，国际旅游岛是海南的一张重要名片。推动海南建设具有世界影响力的国际旅游消费中心，是高质量发展要求在海南的具体体现。

海南省旅游资源丰富，海岸带景观；山岳、热带原始森林；珍禽异兽；大河、瀑布、水库风光；大河、瀑布、水库风光；火山、溶洞、温泉等兼而有之，其得天独厚的旅游资源为国际旅游消费中心建设提供必要的自然资源保障。

2020年6月1日，中共中央、国务院正式发布《海南自由贸易港建设总体方案》，提出与国际上其他自贸港不同，海南自贸港建设不以转口贸易和加工制造为重点，而是大力发展旅游、现代服务业、高新技术产业。据《海南自贸港建设白皮书》中内容，2021年，旅游业、现代服务业、高新技术产业和热带特色高效农业四大主导产业增加值占比达七成，对经济增长的贡献率近八成，成为海南经济高质量发展的最主要支柱。

根据《海南省“十四五”旅游文化广电体育发展规划》，其中对国际旅游消费中心的建设提出了明确指示和规划，国际旅游消费中心的建设可吸引更多高消费群体，离岛免税市场有望进一步受益。

综上，根据相关政策，新增免税店以及潜在牌照发放以有序竞争为原则，且结合海南旅游人数、游客消费能力提升等由国家综合规划；在促进消费回流长期战略目标下，相关政策在推动做大国内免税市场规模的同时，为激发海南免税市场活力，提升国内免税经营主体国际竞争力，不排除引入新的市场参与者参与适度竞争。如有新参与者加入虽会加剧行业竞争，但同时也有望带来企业群聚效应，优化游客购物体验，增强对游客的吸引力，有利于进一步做大免税市场规模，标的公司基于其自身优势也有望获得更大的发展。综上，盈利预测中考虑以上因素，未来新增免税品业务经营资格对海旅免税不会造成重大不利影响。

**（二）完税业务相关费用是否为变动费用及依据，是否随着收入同比例变动，是否存在收入下降、费用刚性导致亏损风险，上述情况对评估预测的影响**

根据本次盈利预测，不考虑固定费用分摊，完税业务费用主要为销售费用，占比约5%，销售费用中主要为人工薪酬及佣金；管理费用占比不到2%，主要为人工薪酬。预测期完税业务净利润水平较低，对于估值影响较小，具体情况如下：

单位：万元

项目	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年及以后年度
收入	62,402.17	65,864.10	69,422.87	73,211.14	77,039.24	77,039.24
成本	56,514.14	59,531.07	62,648.51	65,955.51	69,329.65	69,329.65
税金及附加	421.14	454.87	666.68	814.86	908.51	908.51
销售费用及管理费用	4,737.54	4,979.59	5,228.27	5,495.73	5,769.76	5,769.76
其中：职工薪酬	3,120.11	3,293.20	3,471.14	3,660.56	3,851.96	3,851.96
佣金	1,136.03	1,191.88	1,250.57	1,312.27	1,377.13	1,377.13
其他费用	481.41	494.51	506.56	522.90	540.66	540.66
财务费用	644.10	541.62	507.99	494.52	485.28	485.28
利润总额	85.25	356.94	371.42	450.52	546.05	546.05
净利润	72.46	303.40	315.71	382.94	464.14	464.14

完税业务相关费用中其他费用为刚性费用，其余为变动费用，具体情况如下：

税金及附加主要为城市维护建设税、教育费附加、地方教育费附加、印花税等，其中，城市维护建设税、教育费附加和地方教育费附加，均以缴纳的增值税额为计税（费）依据，税（费）率分别为7%、3%、2%，增值税额所涉及的销项税额、进项税额与销售、商品采购相关；对于印花税的预测，管理层结合历史期缴纳情况和预测期主营业务收入变化情况预测。税金及附加中相关费用与标的公司收入规模密切相关。

销售费用和管理费用主要为职工薪酬、佣金费用等，根据标的公司绩效管理原则，员工工资水平与收入完成情况密切相关，职工薪酬规模随收入变化而变化；佣金费用系完税线上平台销售中所缴纳的平台佣金，相关平台根据销售额收取一定的佣金费，该部分费用随收入情况而变动。

其他费用主要为相关人员办公费用、差旅费、水电费用等，费用金额较小，

对完税业务影响较小。

财务费用主要是利息支出和手续费，系根据完税业务规模分摊的财务费用。

综上，完税业务主要费用系为与收入密切相关的变动费用，收入规模下降情况下，费用规模同样会下降。因此，收入下降、费用刚性导致亏损风险较小，对企业整体经营稳定性影响较小。

(三) 华庭项目相关资产、负债及支出情况，在标的公司无相关运营经验、无历史数据参考、相关业务门槛较低的情况下，评估方法选择的审慎性、评估值较高的合理性及作价的公允性

### 1、华庭项目资产相关资产、负债及支出情况

截至2022年及2023年5月31日，华庭项目相关资产、负债及支出情况如下：

单位：万元

项目	2022年12月31日	2023年5月31日
<b>资产合计</b>	<b>40,084.03</b>	<b>42,484.97</b>
其中：在建工程		5,091.56
使用权资产	36,763.19	37,393.41
其他非流动资产	3,320.84	
<b>负债合计</b>	<b>37,084.03</b>	<b>37,084.44</b>
其中：租赁负债	37,084.03	37,084.44
<b>支出合计</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

### 2、评估方法选择的审慎性

(1) 华庭项目是海旅免税重要战略组成部分，是现有流量的深度利用

自贸港建设政策落地和双循环的新发展格局为海南旅游消费市场带来新的发展契机。为把握海南旅游零售行业发展机遇，标的公司积极推进华庭业务，不断丰富商品的种类和品牌，促进标的公司未来成为“离岛免税+有税奥莱”双轮驱动的旅游零售商，不断提高标的公司的竞争力，华庭项目是海旅免税整体业务的重要战略组成部分。

华庭项目目标消费群体为岛内居民和岛外游客，与海旅免税城的消费群体存在重叠，华庭项目与海旅免税城商场定位互补，品牌存在差异，可以满足客户对

于不同品类产品的消费需求，增加客户粘性，互惠互利，提高标的公司对会员的触及度，深度挖掘消费者的购物需求，充分利用海旅免税的客流量。

此外，免税业态和奥特莱斯业态是目前相对传统商业具有价格优势的商业模式，免税经营有品类和额度限制及购买条件限制，其经营的商品以当季新品或经典款为主，奥特莱斯业务则无购买条件限制，可以即买即提，且经营的商品大部分以过季商品为主，性价比较高，深受消费者喜欢。华庭项目距离海旅免税城不超过一公里，两者可以实现相互导流，亦可满足不同层次不同消费者的需求，进一步深度挖掘消费者的消费潜力。

(2) 海旅免税和华庭项目定位目标人群存在重叠，运营经验具有借鉴意义

海旅免税城目前经营面积9.5万平方米，累计引进、经营1,000多个国际知名品牌，是集免税购物、有税购物、餐饮娱乐于一体的高端旅游零售综合体，华庭项目主要为国际轻奢、国内知名品牌为主，同时具有餐饮、娱乐等功能。从商场功能定位上讲，两者具有相似性。

海旅免税经过三年的免税运营管理，培养出一批优秀的运营管理人才，并通过社会招聘储备了一批具有多年运营管理经验的人才。华庭项目同海旅免税同属于零售行业，且免税业态和奥特莱斯业态是目前相对传统商业具有价格优势的商业模式，核心消费群体具有重合性，海旅免税团队的运营经验具有可借鉴性。

海旅免税城2020年12月开业以来，市场占有率不断提升，其2021年度、2022年度和2023年1-5月市场占有率分别为3.58%、7.84%和7.97%，在海南离岛免税领域处于行业前列，稳居国内离岛免税市场占有率第二，运营团队卓越的战略视野和丰富的管理经验有效促进了海旅免税市场占有率的持续提高。管理团队对行业 and 政策的深度理解能够把握市场机遇，为华庭项目的高效运营提供人才支持。

(3) 华庭项目招商顺利，是现有供应链优势的再次挖掘

海旅免税经过三年的发展，成功组建了自有招采团队，涵盖免税和有税招商，目前招商团队规模达到51人，50%以上具有海外留学经验，部分员工在各大品牌或免税企业有任职经验，采购经验丰富，团队效率高。

海旅免税与国内外各大品牌商、批发代理商、各大电商平台的供货商开展密

切合作，标的公司通过线上线下结合的商业运营模式，采用互联网思维运营奥莱实体店，实现其线上线下销售渠道全覆盖。截至2023年8月底，华庭项目已招商面积占出租面积的比例约90%，其余面积正在商务洽谈中，华庭项目已引进品牌中，主要为国际轻奢、国内知名品牌为主，同时具有餐饮、娱乐等功能，可以满足不同类型游客的消费需求。

华庭项目的开展是在标的公司已有门店基础上的业务拓展，是其现有供应链优势、采购优势和门店运营优势的再次挖掘，其品牌招商进展充分体现了供应商对于海旅免税管理运营团队能力、企业竞争优势的认可和信任。

本次评估中，华庭项目的流量潜力、品牌影响力、供应链优势、团队运营优势等，无法采用资产基础法进行合理估算；同时，由于市场无类似运营阶段的商场交易案例，无法采用市场法进行评估；华庭项目具备持续经营的基础和条件，未来收益和风险能够合理预测且可量化，因此可选择收益法进行评估。

综合以上因素，华庭项目采用收益法评估具有审慎性。

### 3、评估值较高的合理性及作价的公允性

华庭项目由海旅免税运营，无单独法人运营主体，该项目总投资2亿元，其中项目装修工程费用约1.5亿元，用于备货、经营费用等流动资金约0.5亿元。截至评估基准日，该项目已投入资金3,000万元，前期投入主要依靠海旅免税的自有资金投入及银行借款。

结合评估基准日时点已投入资本性支出和项目总投资额，本次企业盈利预测中，考虑华庭项目后续需支出的长期资产投资额，已投金额和后续投资额对应含税金额为1.5亿元。因此以长期资产投资额1.5亿元作为华庭项目注册资本情况下，华庭项目经营性资产估值54,161.30万元，对应评估增值率为261.08%。

单位：万元

项目	评估基准日	模拟注册资本
经营性资产估值	42,161.30	54,161.30
对应投入资金	3,000.00	15,000.00
评估增值率	1,305.38%	261.08%

备注：华庭项目长期资产投资额为15,000万元，截至评估基准日，海旅免税已经投入资金3,000万元，假设以长期资产投资额15,000万元作为华庭项目注册资本进行测算。

华庭项目主要从事有税商品零售业务，与国内百货零售业务的交易案例具有可比性。华庭项目与可比交易案例评估增值率对比情况如下：

上市公司	标的资产	评估基准日	交易作价	评估增值率
武汉中商	居然新零售	2018/12/31	3,565,000.00	217.74%
广百股份	友谊集团	2020/03/31	390,982.88	62.55%
大商股份	东港千盛	2021/09/30	5,445.66	净资产为负
	鞍山商业投资	2021/09/30	56,568.23	611.75%
平均值				<b>297.35%</b>
海汽集团	华庭板块 (模拟注资)	<b>2022/12/31</b>	<b>54,161.30</b>	<b>261.08%</b>

如上表所示，以长期资产投资额1.5亿元作为华庭项目注册资本情况下，华庭项目评估增值率为261.08%，与可比交易案例297.35%的评估增值率均值不存在显著差异。因此，华庭项目评估增值具有合理性及公允性。

(四) 2023年以来，标的公司各月的客流量、转换率、客单价以及收入情况，结合相关变动趋势，分析标的公司是否受到境外旅游市场分流、消费降级等的影响及依据

#### 1、2023年以来，标的公司各月的客流量、客单价、转化率及收入情况

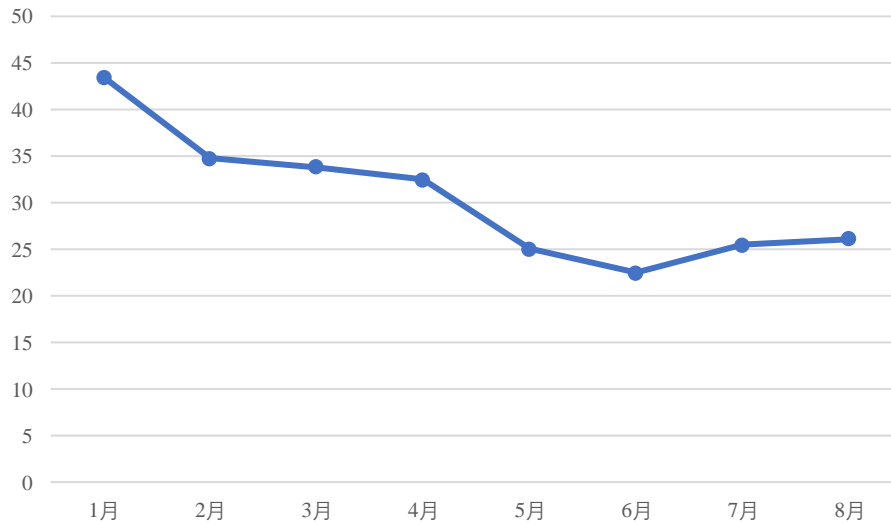
##### (1) 客流量情况

2023年以来，标的公司各月客流量情况如下所示：

单位：万人次

月份	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
客流量	43.48	34.71	33.80	32.42	25.00	22.45	25.47	26.06

图1：2023年以来海旅免税城线下门店客流量趋势图（单位：万人次）



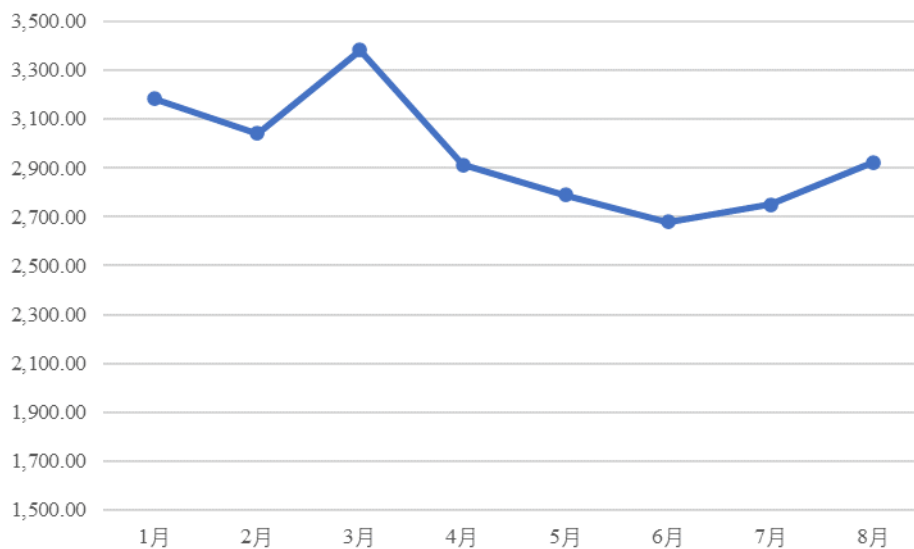
### (2) 客单价情况

2023年以来，标的公司各月客单价情况如下所示：

单位：元/人

月份	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
客单价	3,184.63	3,041.66	3,383.17	2,912.25	2,790.26	2,679.71	2,750.28	2,923.13

图2：2023年以来海旅免税城线下门店客单价趋势图（单位：元/人）



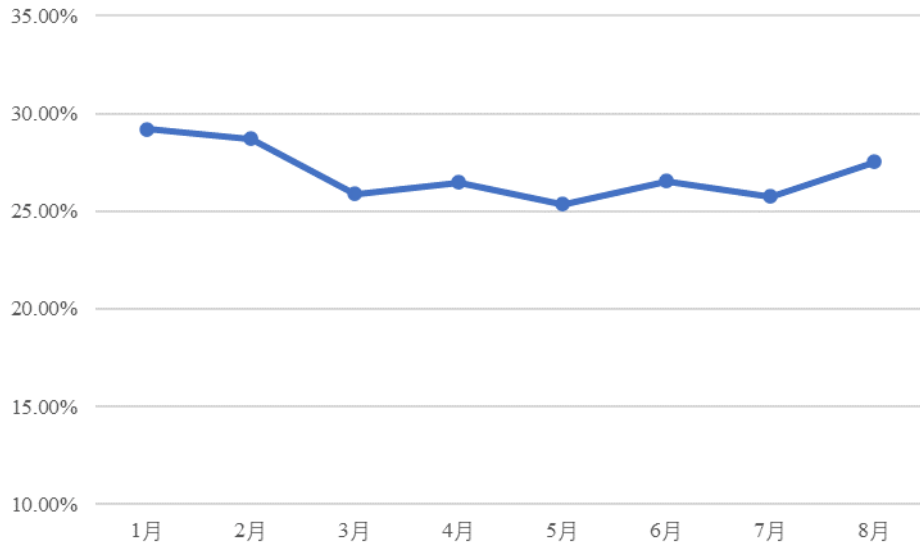
### (3) 转化率情况

2023年以来，标的公司各月转化率情况如下所示：



月份	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
转化率	29.19%	28.72%	25.89%	26.48%	25.35%	26.55%	25.76%	27.53%

图3：2023年以来海旅免税城线下门店转化率趋势图



#### (4) 收入情况

2023年以来，标的公司各月收入情况如下所示：

单位：万元

月份	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
收入	43,803.80	50,303.13	45,056.10	41,459.11	26,979.10	22,568.22	21,814.95	25,256.89

图4：2023年以来海旅免税月度收入走势图

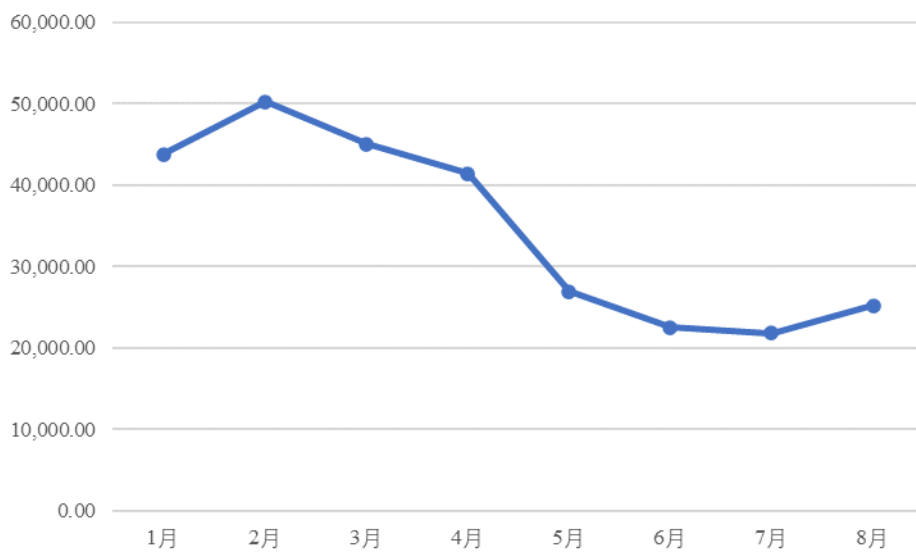
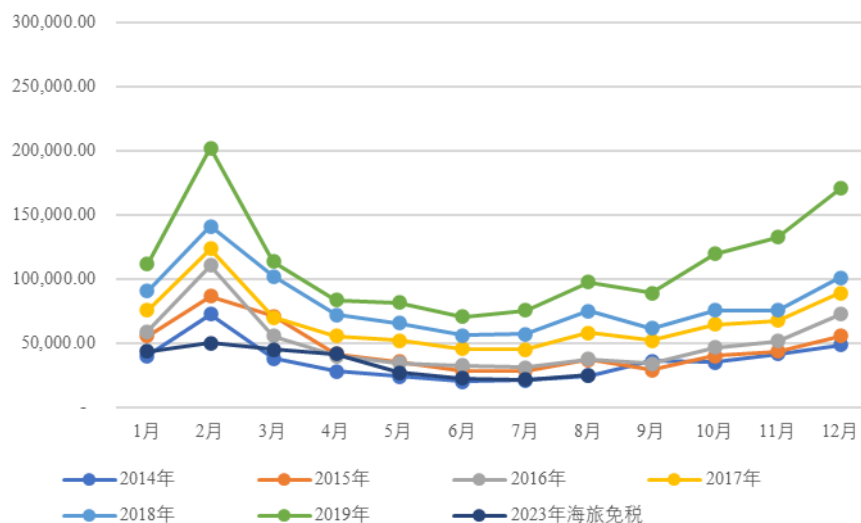


图5：2023年海旅免税与疫情前海南离岛免税月度销售走势图对比



注：2014年至2019年海南离岛免税月度销售额数据来源于海口海关。

## 2、结合2023年以来各月的客流量、客单价、转化率及收入情况分析受到境外旅游市场分流、消费降级等的影响及依据

### (1) 客流量

客流量方面,开业以来随着标的公司宣传推广力度的加大,运营能力的提升,其持续积累了较强的人气,2021年至今海南离港旅客数量复合增长率21.44%,标的公司客流量复合增长率为36.82%,已超过市场增幅水平。

海旅免税城线下门店客流量与海南离港旅客数量比较如下:

单位:万人次

项目	2021年	2022年	2023年	复合增长率
海南离港旅客数量	2,257.83	1,563.62	3,329.54	21.44%
海旅免税城线下门店客流量	199.03	181.53	372.57	36.82%

注：2023年数据在2023年1-7月数据的基础上做年化处理。

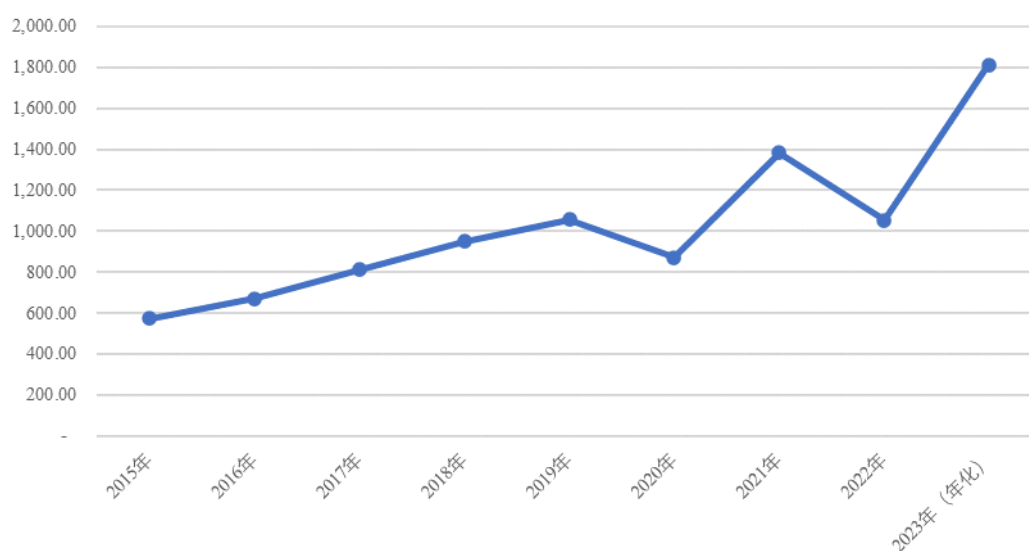
从图1来看,2023年一季度海旅免税客流量处于较高水平,特别是1月份春节期间,之后逐渐回落,下半年受暑假因素影响,客流量已逐渐提升,预计四季度销售旺季期间将进一步提升。

从海南旅游收入来看,2023年1-7月,海南旅游收入规模1,057.05亿元,经年化后为1,812.09亿元;2019年海南旅游收入规模1,057.80亿元,2023年1-7月海南

旅游收入规模已接近疫情前2019年水平。

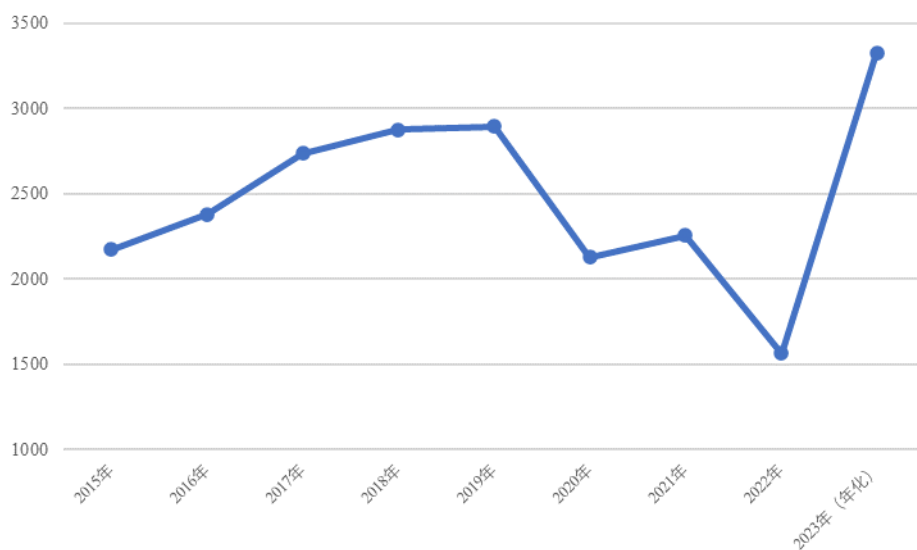
从海南离港游客数量来看，2023年1-7月，离港游客数量1,942.23万人次，经年化后为3,329.54万人次，已超过疫情前2019年水平，2023年以来离港游客、离岛免税客流量受境外旅游市场分流的影响相对较小。2015年以来海南旅游热度不断提升，2015年至2019年海南离港游客数量呈稳步上升态势，2019年较2015年增长32.44%；按此增长率进行推算，2023年离港游客数量将达到3,835.45万人次，与经年化后3,329.54万人次较为接近。由此来看，2023年以来离港游客、离岛免税客流量的提升系与近年来海南旅游市场热度提升趋势相关，并非疫情过后报复性旅游消费，2023年以来客流量的提升趋势可持续维持。

**图6：2015年至2023年海南旅游收入趋势图**



注：2015年至2023年海南旅游收入数据来源于海南省旅游和文化广电体育厅。

**图7：2015年至2023年海南离港旅客数量趋势图**



注：海南离岛旅客数量来源于海南省统计局。

此外，海南离岛免税市场部分商品性价比相对于境外市场已具有一定优势，2023年以来人民币贬值压力持续存在，2023年1-8月美元兑人民币汇率均值7.0102，2022年美元兑人民币汇率均值6.7403，2023年1-8月较2022年均值提升4.00%，受人民币贬值影响，海南离岛免税市场价格优势进一步提升，预计未来一段时间美元兑人民币汇率仍将处于较高水平，海南离岛免税受到境外旅游市场分流的影响相对较小。

## (2) 客单价

客单价方面，受消费降级因素影响，2023年以来海旅免税客单价有所下降，2023年1-7月海旅免税城线下门店销售客单价较2022年相比变动情况如下：

品类	线下门店收入占比（2022年及2023年1-7月合计）	客单价变动幅度
香化	63.82%	-31.90%
精品	15.29%	7.96%
电子	5.07%	-56.37%
酒水	3.17%	-44.49%
珠宝	4.00%	84.21%

2023年消费降级主要影响的是中端消费者，而高端消费影响较小。从各产品降幅及占比来看，降幅较大的主要是香化、电子和酒水，而精品、珠宝等客单价有所提升。

从毛利率角度来看，客单价下降幅度较大香化产品占整体收入比重相对稳定，略有下降，对整体毛利率影响不大；电子和酒水客单价也有所下降，其中电子毛利率较低，客单价下降对于整体毛利率较为有利，酒水收入占比较低，对整体毛利率影响有限。精品品牌供应商控价能力强，不允许轻易打折，且各免税店同质化品牌不多，因此精品毛利率水平较高，2023年标的公司精品处于不断上升趋势，客单价提升有利于整体毛利率水平。总体来看，2023年标的公司毛利率保持稳中有升，客单价下降对毛利率的影响较小。

考虑到高端消费降级影响较小，标的公司2023年持续提升精品销售占比，加大招商力度，对品牌进行汰换，引进更多畅销及精品品牌，如：浪琴、OF、GCDS、美度、三星手机、Salomon、高端运动奢侈品系列集合店、免税酒类集合店、免税黄金、珠宝首饰品类等均于近期落地，同时，受2022年下半年疫情影响，标的公司在精品订货方面保守，导致今年精品备货不足，对精品销售造成了一定影响，2023年下半年公司加大了精品采购量。2023年8月标的公司客单价环比增幅6.28%，随着精品招商逐步落地、新订单陆续到货，预计精品占比将进一步提升，继而带动下半年客单价及销售额的进一步提升。此外，从海南离岛免税市场整体客单价水平来看，标的公司客单价较行业水平尚有一定提升空间，随着未来精品占比的进一步增加，其客单价水平也将进一步提升。

### （3）转化率

转化率方面，随着经营的开展，2022年以来标的公司转化率亦超过海南离岛免税市场水平。

海旅免税城线下门店转化率海南离岛免税转化率比较如下：

项目	2021年	2022年	2023年1-6月
海南离岛免税转化率	29.74%	27.02%	22.21%
海旅免税城转化率	20.12%	28.08%	27.26%

由图3来看，随着离岛游客增加，2023年一季度海旅免税转化率有所提升，旺季过后逐渐回落，下半年受暑假因素影响，转化率已逐渐提升，预计2023年四季度旺季转化率将较二、三季度进一步提升。

### （4）收入

由图5可以看出，剔除疫情因素影响，离岛免税行业销售旺季主要集中在一、四季度，上半年受春节假期因素影响，一季度为销售旺季，之后逐渐回落，下半年受暑假因素影响，8月份销售额有所提升，从10月黄金周起，销售额持续上升。2023年海旅免税收入月度走势基本与疫情前行业走势一致，1-4月保持较高销售水平，4月后受销售淡季影响逐渐下降，从8月起业绩逐渐回升，四季度将迎来下半年旺季，收入将进一步提升。

结合客流量、客单价、转化率的分析来看，标的公司受到境外旅游市场分流的影响相对较小，受消费降级因素影响，客单价有所下降。2023年消费降级主要影响的是中端消费者，而高端消费影响较小。随着高端精品加速布局海南市场，标的公司进一步提升精品占比，以及政策持续发力下消费动能持续释放，预计消费降级对于标的公司的影响不会长期持续。

#### ①消费政策持续发力，消费降级非长期趋势

2023年是消费提振年。从中央到地方，各级政府协同发力，打出促消费政策组合拳，组织开展一系列促消费活动。就近期而言，国家发展改革委发布《关于恢复和扩大消费的措施》，与各领域、各品类重点政策形成促进消费的一揽子政策体系，从稳定大宗消费、扩大服务消费、促进农村消费、拓展新型消费、完善消费设施和优化消费环境等方面，优化政策和制度设计，进一步满足居民消费需求、释放消费潜力。促消费组合拳精准发力，更大力度促进消费扩容，有助于增强消费信心，持续推进消费市场恢复向好。

国家统计局8月公布的数据显示，2023年7月份，全国居民消费价格指数(CPI)环比上涨0.2%，由降转升，7月份CPI环比是近6个月来首次转正，表明居民消费持续恢复。

综合来看，在政策持续发力下，消费者消费信心的提振、消费能力提升，消费动能持续释放，消费降级并不会是长期趋势。

#### ②海南自贸港建设促进奢侈品品牌入驻，有利于提高客单价

海南自贸港所占据的政策优势是其他区域市场所无法跨越的“护城河”，促进国际奢侈品品牌加速布局海南市场。目前，海南离岛免税市场在品牌、品种、

价格方面与国际市场仍有一定的差异，随着海南自贸港建设的推进，离岛免税企业将加大奢侈品品牌的引进，海南省离岛免税市场客单价有望进一步提高。

综上，在消费政策组合拳推动下，随着消费者信心的提升、消费能力的提升，消费动能的释放，以及奢侈品品牌加速布局海南市场，离岛免税经营企业加速引进奢侈品品牌，离岛免税市场客单价有望进一步提高，消费降级对于标的公司的影响不会长期持续。

#### **（五）结合上述情况，综合论证评估预测的合理性及作价公允性**

1、成熟形态的自贸港建设是一个长期发展过程，离岛免税作为其中的重要组成部分，未来仍将作为促进海南旅游和消费发展的重要手段。海南自贸港建设的背景下，离岛免税市场有望持续扩容，行业内企业将迎来高速发展机会。随着海南精品旅游项目的打造、高消费旅游群体比例的提高，离岛免税作为海南旅游购物的重要组成成分，有望进一步提高市场规模。封关政策下，税制简化，企业有税业务税费负担有望进一步下降。目前，海南封关时点、封关政策的执行时点相关政策尚未出台，对离岛免税行业实质产生影响的时点存在不确定性，相应事项的影响金额也较难合理量化估计。针对未来全岛封关运作及简并税制，本次编制盈利预测过程中，为保障整体预测逻辑的谨慎性，在综合分析相关政策影响基础上，按照现有税制进行了盈利预测，未考虑后续标的公司税负进一步下降对于盈利能力的影响。

2、根据相关政策文件指示，新增免税店以及潜在牌照发放必然根据海南旅游人数、旅客消费能力提升为前提。同时在促进消费回流长期战略目标下，相关政策在推动做大国内免税市场规模的同时，为激发海南免税市场活力，提升国内免税经营主体国际竞争力，不排除引入新的市场参与者参与适度竞争。如有新参与者加入虽会加剧行业竞争，但同时也有望带来企业群聚效应，优化游客购物体验，增强对游客的吸引力，有利于进一步做大免税市场规模。标的公司基于其自身优势也有望获得更大的发展。综上，盈利预测中考虑以上因素，未来新增免税业务经营资格对海旅免税不会造成重大不利影响。

3、完税业务主要费用系与收入密切相关的变动费用，收入规模下降情况下，费用规模同样会下降。因此，收入下降、费用刚性导致亏损风险较小，对企业整

体经营稳定性影响较小。

4、本次评估中，华庭项目的流量潜力、品牌影响力、供应链优势、团队运营优势等，无法采用资产基础法进行合理估算；同时，由于市场无类似运营阶段的商场交易案例，无法采用市场法进行评估；华庭项目具备持续经营的基础和条件，未来收益和风险能够合理预测且可量化，因此选择收益法进行评估具有审慎性。华庭板块以长期资产投资额1.5亿元作为华庭项目注册资本情况下，华庭项目评估增值率为261.08%，与可比交易案例297.35%的评估增值率均值不存在显著差异。因此，华庭项目评估增值具有合理性及公允性。

5、结合客流量、客单价、转化率的分析来看，标的公司受到境外旅游市场分流的影响相对较小，受消费降级因素影响，客单价有所下降。2023年消费降级主要影响的是中端消费者，而高端消费影响较小。随着高端精品加速布局海南市场，标的公司进一步提升精品占比，以及政策持续发力下消费动能持续释放，预计消费降级对于标的公司的影响不会长期持续。同时，在消费政策组合拳推动下，随着消费者信心的提升、消费能力的提升，消费动能的释放，以及奢侈品品牌加速布局海南市场，离岛免税经营企业加速引进奢侈品品牌，离岛免税市场客单价有望进一步提高，消费降级对于标的公司的影响不会长期持续。

综合以上因素，评估预测具有合理性，作价具有公允性。

## 二、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

上市公司补充说明了评估预测中对封关政策、新增免税店以及潜在牌照发放的具体考虑；补充说明了完税业务收入下降、费用刚性导致亏损风险较小，对企业整体经营稳定性影响较小；补充披露了华庭项目相关资产、负债及支出情况并说明了评估方法选择的审慎性、评估值较高的合理性及作价的公允性；结合2023年标的公司客流量、转换率、客单价以及收入情况趋势，分析了标的公司受到境外旅游市场分流、消费降级等的影响及依据；并结合上述情况，综合论证了评估预测的合理性及作价公允性。相关说明具有合理性。

### 问题2. 关于标的公司偿债能力



重组报告书显示，（1）报告期各期末标的公司备货金额较高，逾17亿元，资金占用较高，标的公司最近一期账面资金仅8,000余万；（2）预测期每年存在较高金额的资产更新、营运资本增加以及资本性支出；（3）报告期各期末标的公司长短期负债分别为16.7亿元、13.7亿元和9.6亿元，金额较高，并且存在由短期负债向长期负债过度的情况；（4）标的公司每年的财务费用在4,000万-6,000万之间，预测期内付息债务利息呈下降趋势，占收入的比例大幅降低；（5）报告期各期，标的公司资产负债率分别88.27%、82.91%和78.72%，根据备考财务报表，本次交易完成后，上市公司资产负债率将由55.78%上升至81.22%。

请公司说明：（1）在标的公司各期末备货金额较高、账面资金较少的情况下，说明预测期收入增速较快所带来的备货金额上升是否导致公司面临较高的营运风险以及应对措施；（2）结合标的公司目前的资金情况、授信额度、其他融资渠道等，说明其能否满足资产更新、营运资本增加以及资本性支出的需求；（3）结合（1）（2），说明标的公司在预测期内负债比例是否将升高，与评估预测是否存在不一致的情况及依据；（4）标的公司短期和长期负债期限，短期负债减少、长期负债增多的原因，结合负债期限、利息、标的公司盈利情况、授信额度等，说明其是否存在较高的偿债风险；（5）结合上述情况以及本次交易完成后上市公司资产负债率大幅上升，说明本次交易是否将导致上市公司承担较大的偿债压力。

请会计师核查并发表明确意见，请评估师核查（3）并发表明确意见。

回复：

## 一、公司说明

（一）在标的公司各期末备货金额较高、账面资金较少的情况下，说明预测期收入增速较快所带来的备货金额上升是否导致公司面临较高的营运风险以及应对措施

### 1、标的公司存货滞销风险较小，营运风险较小

截至2023年5月末，标的公司1年以上库龄的存货余额为40,219.53万元，该部分长库龄存货主要系免税香化、精品、珠宝、酒水类商品，具体构成如下：

单位：万元

项目	2023年5月31	
	金额	占比
有税商品	1,206.54	3.00%
免税商品	38,793.81	96.46%
其中：香化	24,641.80	61.27%
精品类	11,776.89	29.28%
珠宝	1,275.80	3.17%
酒水	807.65	2.01%
其他	291.67	0.73%
跨境商品	219.18	0.54%
合计	40,219.53	100.00%

由上表可以看出，标的公司长库龄商品集中于免税商品中的香化、精品、珠宝、酒水类商品，而该部分免税商品存货跌价风险较小，具体分析如下。

#### （1）免税香化类商品

##### ①商品保质期较长

免税香化类商品保质期一般为三年，保质期相对较长，有效期在6个月以上的香化商品为非临期商品；除临期商品外，其余香化类商品的销售模式、销售数量、销售价格同库龄长短并无直接关系。

由于标的公司大部分香化类商品有效期在6个月以上，并非临期商品，因此存货跌价风险较低。

##### ②香化类商品滞销风险较低

2021年及2022年，标的公司与主要香化类商品同供应商采取约定毛利率的合作方式，根据品牌、采购时间不同，保证毛利率在一定范围内波动；自2023年起，标的公司同主要供应商合作结算模式转变为“背靠背”的成本加成模式，将进一步有助于标的公司降低采购成本，改善毛利率水平，标的公司可以在保证合理利润的前提下设置较低的折扣率来避免存货滞销。同时，对于部分销量未达预期的商品，品牌方为维护合作关系，提升市场占有率，通常会通过返利的手段对标的公司进行补贴，从而提升标的公司价格竞争力，减少此部分存货滞销风险。

综上，标的公司免税香化类商品临期品较少，且可以设置较低的折扣率避免滞销，因此长库龄免税香化类商品跌价风险较低。

## （2）免税精品类商品

### ①配饰类

配饰类商品主要构成为腕表，腕表类商品单位货值高，库存数量较低，标的公司易于对其进行精细化库存管理，制定合理采购销售计划，商品滞销风险较低；此外，腕表类商品更新换代速度较慢，保值率较高，存货跌价风险较低。

### ②服饰类

标的公司免税服饰类商品以 Burberry、Ferragamo、Moschino 等一线品牌为主，消费者认可度高，具有较高的品牌附加价值，出现跌价的可能性较小；同时，供应商通常给予标的公司免税服饰类商品较高的保证毛利率水平或较低的成本加成率，标的公司可以在保证合理利润的前提下采用较低的折扣水平对长库龄的商品进行促销，因此服饰类商品出现滞销的可能性较低，存货跌价风险较小。

### ③箱包类

标的公司免税箱包类商品以 Michael Kors、Chloe、Ferragamo 等一线品牌为主，消费者认可度较高，具有较高的品牌附加价值，出现跌价的可能性较小；同时，供应商通常给予标的公司免税箱包类商品较高的保证毛利率水平或较低的成本加成率，标的公司可以采用较低的折扣水平对长库龄的商品进行促销，出现存货滞销的可能性较低，存货跌价风险较小。

## （3）免税珠宝类商品

标的公司免税珠宝类商品以周大福、六福等知名品牌的贵金属类、珠宝类饰品为主，保值率较高，存货跌价风险较小。

## （4）免税酒水类商品

库龄对酒水类商品存货价值影响较小，因此酒水类商品出现存货跌价的可能性较低。

## 2、报告期内备货规模虽然较高，但是存货周转率有所上升，营运能力持续改善

报告期各期末，标的公司存货余额分别为 174,754.39 万元、171,795.97 万元、181,211.50 万元，占总资产的比重分别为 65.52%、57.54%、62.64%，对应存货周转率为 1.89、1.64、2.28。2021 年度，公司经营不断开展，销售规模增长，商品流转速度加快，存货周转率得到提升。2022 年度标的公司受外部环境因素影响客流量有所下滑，商品周转速度有所下降，导致存货周转率略有下降。2023 年 1-5 月，随着旅游市场回暖以及标的公司运营效率的提升，商品周转速度提高，存货周转率有所上升。

报告期内，营业收入分别为 244,258.87 万元、339,795.81 万元、207,601.25 万元，收入规模持续上涨，对应存货周转率处于上升趋势，标的公司营运能力持续改善，随着企业收入规模扩大，标的公司营运风险也在有效控制。

## 3、标的公司应收账款回款较好，应付账款周转天数相对较长，资金周转较快

海旅免税的客户主要为自然人消费者和少部分贸易采购商，其中，贸易采购商结算条件为先款后货，不会产生应收账款；自然人消费者通过银行卡、微信、支付宝、快手、京东、抖音等支付方式付款，相应款项回款账期较短，应收账款回款较好，资金周转较快，报告期内应收账款周转天数分别为 5.59 天、5.70 天、1.80 天。

序号	支付渠道	回款账期	是否会形成应收账款及对手方
1	银行卡	T+1	是，如中国光大银行海口南沙支行、中国银行股份有限公司三亚迎宾路支行等
2	微信	当日结算	否
3	支付宝	当日结算	否
4	快手渠道	T+15	是，成都快购科技有限公司
5	京东渠道	T+1	是，江苏京东旭科信息技术有限公司
6	抖音渠道	T+15/T+5	是，北京空间变换科技有限公司、成都光合信号科技有限公司

注：快手渠道（T+15）、抖音渠道（T+15/T+5）结算的收入占比较小，报告期内不超 10%，其中 2023 年占比约 1%。

报告期各期末，标的公司应收账款的账面金额分别为 6,637.65 万元、3,928.62 万元、955.96 万元，占总资产的比重分别为 2.49%、1.32%、0.33%。标的公司应收款主要为应收营业款，账龄主要在一年以内，且回款状况良好，总体金额及占比较低。

此外，报告期内，相较于应收账款回款周期，供应商账期较长，其中，主要供应商拉格代尔报告期内应付账款周转天数分别为 16.44 天、21.60 天、31.33 天，标的公司应收账款回款较快，应付账款周转天数相对较长，资金周转较快。

#### 4、报告期内标的公司现金流情况快速改善，借款规模逐步缩小，偿债能力稳步提升

单位：万元

项目	2023 年 1-5 月	2022 年度	2021 年度
期末借款规模	95,731.93	127,404.18	139,551.15
经营活动产生的现金流量净额	31,262.73	-1,651.47	-99,244.47
筹资活动产生的现金流量净额	-36,627.44	-3,725.41	88,311.26
资产负债率	78.72%	82.91%	88.27%

报告期各期末，标的公司借款余额分别为 139,551.15 万元、127,404.18 万元、95,731.93 万元，借款规模持续下降；报告期各期经营活动产生的现金流量净额分别为-99,244.47 万元、-1,651.47 万元、31,262.73 万元，企业经营活动产生的现金流持续改善；报告期各期筹资活动产生的现金流量净额分别为 88,311.26 万元、-3,725.41 万元、-36,627.44 万元，同时资产负债率由 88.27% 下降至 78.72%，企业偿债能力逐步提升，并通过经营现金流的改善有效地控制借款规模确保企业财务稳健性。

#### 5、预测期持续提高存货管理水平和资金管理水平，保证有效控制营运风险

预测期内，标的公司各业务部门将积极配合门店需求，制定淡旺季存货采购计划，结合产品历史销售情况，通过预算控制每期采购量，将期末存货总量控制在一个较为稳定的水平上。在采购商品管理方面，标的公司根据各产品的销量变化趋势，不断优化商品结构，汰换销售贡献度较低、销售表现较差的商品，降低商品滞销风险，保证免税城商品体系的正常运转。

在供应链管理方面，标的公司持续争取最优条件，与供应商签订退换货合同，对于销量不佳的滞销、临期产品，将按协议约定向供应商退货或换货。

标的公司预计持续提高存货管理水平和资金管理水平和资金管理，保证有效控制营运风险。

综合以上因素，标的公司各期末备货金额较高，但是存货滞销风险较小，应收账款回款较好，应付账款周转天数相对较长，资金周转较快；同时企业持续提高运营能力，存货周转率有效提高，持续改善经营现金流情况，保证企业财务稳健性。预测期，标的公司持续优化存货管理水平，部门协调合理制定采购计划，及时优化调整存货结构降低存货滞销风险，因此账面资金较少的情况下，预测期收入增速较快所带来的备货金额上升不会导致公司面临较高的营运风险。

**（二）结合标的公司目前的资金情况、授信额度、其他融资渠道等，说明其能否满足资产更新、营运资本增加以及资本性支出的需求**

### **1、标的公司经营活动产生的现金流量情况逐渐改善**

报告期内，标的公司经营活动产生的现金流量情况如下：

单位：万元

项目/年度	2023年1-5月	2022年度	2021年度
经营活动现金流入小计	225,421.39	364,333.80	244,624.23
经营活动现金流出小计	194,158.66	365,985.26	343,868.70
经营活动产生的现金流量净额	31,262.73	-1,651.47	-99,244.47

报告期内，标的公司经营活动产生的现金流量净额分别为-99,244.47万元、-1,651.47万元和31,262.73万元，经营活动产生的现金流量情况逐渐改善。随着采购和销售回款的情况趋于稳定及销售规模的逐步扩大，标的公司盈利能力和经营现金流逐步改善和增强，为其持续经营提供了有力保障。

### **2、标的公司银行融资渠道畅通**

标的公司具有良好的信用记录，银行融资渠道畅通，截至2023年8月末，标的公司剩余可使用银行综合授信额度为293,520.00万元，上述银行综合授信额度可填补标的公司资金紧张时的资金缺口。此外，海南旅投在本次重组完成后将继续为标的公司提供融资支持。

综上，随着标的公司盈利能力改善，经营现金流增强，为标的公司的持续经营提供了有力保障；同时标的公司银行融资渠道畅通，银行综合授信额度可填补资金紧张时的资金缺口。

根据标的公司盈利预测，预测期内（2023年至2027年）预计累计实现净利润为229,196.75万元，资产更新、营运资本增加以及资本性支出预计合计金额为102,439.31万元，预计积累净利润之和可以覆盖资产更新、营运资本增加以及资本性支出预计合计金额，且其银行融资渠道畅通，银行综合授信额度可填补资金紧张时的资金缺口，因此能满足资产更新、营运资本增加以及资本性支出的需求。

### **（三）结合（1）（2），说明标的公司在预测期内负债比例是否将升高，与评估预测是否存在不一致的情况及依据**

标的公司备货金额较高，但滞销风险较低，且与供应商签订退换货合同，对于销量不佳的滞销、临期产品，将按协议约定向供应商退货或换货。报告期内，标的公司存货周转率有所上升，营运能力持续改善，且应收账款回款较好，资金周转较快，随着采购和销售回款的情况趋于稳定及销售规模的逐步扩大，标的公司现金流情况快速改善，借款规模逐步缩小。报告期各期末，标的公司借款余额分别为139,551.15万元、127,404.18万元、95,731.93万元，资产负债率由88.27%下降至78.72%，借款规模和资产负债率均处于下降水平。

此外，预测期内积累净利润之和可以覆盖资产更新、营运资本增加以及资本性支出预计合计金额，标的公司依靠自身经营周转能够满足未来资本性支出的需求，通过大规模借贷来支付未来资本性支出的可能性较小。

本次盈利预测中，预计的负债比例较历史期下降，预测期内，标的公司持续优化存货管理水平，部门协调合理制定采购计划，及时优化调整存货结构降低存货滞销风险，控制存货规模。随着标的公司经营规模的扩大，营运能力持续改善，偿债能力有望进一步提升，资产负债水平有望进一步下降，标的公司在预测期内负债比例与评估预测趋势不存在不一致的情况。

**（四）标的公司短期和长期负债期限，短期负债减少、长期负债增多的原因，结合负债期限、利息、标的公司盈利情况、授信额度等，说明其是否存在**

## 较高的偿债风险

### 1、标的公司短期和长期负债期限，短期负债减少、长期负债增多的原因

标的公司短期负债借款期限均在一年以内，长期负债借款期限以一年以上两年以内为主。截至 2023 年 5 月 31 日，标的公司长短期负债期限、利息情况如下所示：

单位：万元

分类	债权人	借款金额	利率	起始日	到期日
短期借款	中国银行三亚分行	10,000.00	3.10%	2022/7/29	2023/7/25
	民生银行	97.54	4.57%	2022/11/23	2023/11/23
	民生银行	1,001.33	4.57%	2022/9/30	2023/9/30
	民生银行	1,400.00	4.57%	2022/12/1	2023/6/1
	交通银行海口大同支行	9,980.00	3.20%	2023/4/25	2024/3/25
	交通银行海口大同支行	8,000.00	3.20%	2023/5/30	2024/3/25
长期借款	进出口银行海南省分行	9,980.00	3.21%	2022/9/15	2024/9/14
	进出口银行海南省分行	11,000.00	3.21%	2022/9/23	2024/9/14
	进出口银行海南省分行	3,000.00	3.21%	2023/4/25	2024/9/14
	进出口银行海南省分行	20,000.00	3.21%	2023/5/19	2024/9/14
	进出口银行海南省分行	21,020.00	3.21%	2023/5/30	2024/9/14

报告期各期末，标的公司长短期负债金额及占比情况如下所示：

单位：万元

项目	2023 年 5 月 31 日		2022 年 12 月 31 日		2021 年 12 月 31 日	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
短期借款	30,560.41	31.92%	106,403.60	83.52%	139,551.15	100.00%
一年内到期的长期借款	171.52	0.18%	-	-	-	-
长期借款	65,000.00	67.90%	21,000.58	16.48%	-	-
<b>总计</b>	<b>95,731.93</b>	<b>100.00%</b>	<b>127,404.18</b>	<b>100.00%</b>	<b>139,551.15</b>	<b>100.00%</b>

标的公司于 2020 年正式投入运营，前期合作金融机构主要为各商业银行，标的公司可以通过申请短期借款较快的与银行建立业务合作关系，满足前期运营资金需求，因此报告期前期负债结构以短期负债为主。



2022 年起，标的公司开始同中国进出口银行开展合作，中国进出口银行提供的借款虽为长期借款，但实际借款期限均在 2 年以内，借款期限同短期借款差异较小；同时由于标的公司信用状况良好，中国进出口银行提供的长期借款仍维持较低的利率水平，资金使用成本较低；此外，配置部分长期借款便于标的公司提前进行资金使用规划，锁定资金成本，提高资金使用效率。因此，出于合理使用授信额度、提高资金使用效率、降低财务成本等因素考虑，公司长期负债比例有所提升。

## **2、结合负债期限、利息、标的公司盈利情况、授信额度等，说明是否存在较高的偿债风险**

从负债期限、利息、授信额度及标的公司盈利能力等角度分析，标的公司不存在较高的偿债风险，具体原因分析如下：

### **（1）负债期限、利息及授信**

截至 2023 年 5 月 31 日，标的公司短期负债本金金额为 30,478.87 万元，长期负债本金金额为 65,000.00 万元，且期限均不超过两年，标的公司资金使用成本较低，出于提高运营效率、满足日常经营需要及置换到期借款的考虑，标的公司维持一定的借款规模具备合理性。考虑到标的公司作为国有免税经营主体，始终和各银行保持良好关系，未出现过逾期还款的情形，信用状况良好，截至 2023 年 8 月末，标的公司可用授信额度为 293,520.00 万元，授信金额充足，除自身经营积累外，标的公司能够通过金融机构借款的方式置换到期借款，偿债风险较低。

此外，由于标的公司资信状况良好，利率水平较低，财务费用中利息费用金额分别为 3,503.53 万元、4,307.61 万元、1,168.43 万元，占当期营业收入比重分别为 1.43%、1.27%、0.56%，占比相对较低，对标的公司财务状况影响较小，相应付息压力较小。

### **（2）盈利能力**

随着标的公司业务发展，营业收入呈现大幅上升趋势，标的公司经营活动现金流情况逐渐得到改善；2022 年度及 2023 年 1-5 月，标的公司营业收入分别为 339,795.81 万元、207,601.25 万元，经营活动现金流净额分别为-1,651.47 万元、

31,262.73 万元，随着业务的开展，经营活动现金流净额整体呈现大幅度上升的趋势，营业收入超过当期贷款偿付金额，良好的盈利能力及现金流状况为标的公司偿债能力提供了保证。

随着本次重组完成，标的公司将被纳入上市公司海汽集团体系内运营，届时可通过资本市场直接融资，融资渠道得到扩展，偿债能力进一步得到增强。综上，标的公司不存在较高的偿债风险。

**（五）结合上述情况以及本次交易完成后上市公司资产负债率大幅上升，说明本次交易是否将导致上市公司承担较大的偿债压力**

### **1、标的公司运营情况良好，不存在较高偿债风险**

标的公司收入增速较快所带来的备货金额上升不会导致公司面临较高的营运风险，预测期内积累净利润之和可以覆盖资产更新、营运资本增加以及资本性支出预计合计金额，标的公司依靠自身经营周转能够满足未来资本性支出的需求，通过大规模借贷来支付未来资本性支出的可能性较小。

标的公司营业收入呈现大幅上升趋势，标的公司经营活动现金流情况逐渐得到改善；随着业务的开展，经营活动现金流净额整体呈现大幅度上升的趋势，营业收入超过当期贷款偿付金额，良好的盈利能力及现金流状况为标的公司偿债能力提供了保证。

同时，标的公司信用状况良好，授信金额充足，除自身经营积累外，标的公司能够通过金融机构借款的方式置换到期借款，能够覆盖公司未来到期的长短期贷款，偿债风险较低。标的财务费用中利息费用占营业收入相对较低，对标的公司财务状况影响较小，相应付息压力较小。

综上，标的公司运营情况良好，不存在较高的偿债风险，不会导致上市公司承担较大的偿债压力。

### **2、本次交易不会导致上市公司存在较大偿债压力情况**

根据大华核字[2023]0013719号备考财务报表，假设本次重大资产重组事项已于2021年12月31日实施完成，则2023年5月31日，上市公司资产负债率情况如

下表所示：

项目	上市公司	标的公司	备考报表	备考报表 (足额募集)
资产负债率	55.78%	78.72%	81.22%	59.66%

根据上市公司备考财务报表，截至2023年5月31日，公司资产负债率为81.22%，资产负债率变动原因如下：

(1) 标的公司负债规模较大，导致本次重组完成后，资产负债率有所上升。随着标的公司盈利能力改善，经营现金流增强，为标的公司的持续经营提供了有力保障；同时标的公司银行融资渠道畅通，银行综合授信额度可填补资金紧张时的资金缺口，标的公司不存在融资缺口，不存在较高的偿债风险。因此不存在导致上市公司承担较大偿债压力的情况。

(2) 本次交易完成后，上市公司需支付现金对价61,205.70万元，备考财务报表中已将本次交易的现金对价列报为其他应付款，导致资产负债率有所上升。本次交易现金对价资金来源系募集配套资金，假设配套资金足额募集，截至2023年5月31日的备考合并资产负债率预计进一步下降到59.66%，显著低于标的公司及备考财务报表资产负债率，有助于上市公司、标的公司增强现金储备，保障上市公司流动性。

若募集配套资金失败，上市公司拟通过并购贷款、抵押贷款等方式筹集资金，将增加一定的财务费用。假定上市公司通过债务融资61,205.70万元支付现金对价，按照公司2023年银行贷款平均利率3.54%测算，每年增加的财务费用约2,166.68万元，根据本次重组进展，预计将于今年年底前完成交割，于明年初进行现金对价的支付，若本次募集配套资金失败，相关财务费用预计发生于2024年度。根据《资产评估报告》中盈利预测数据，标的公司2024年度预计净利润32,630.88万元，本次重组完成后，上市公司归属于母公司所有者的净利润将有所提升。如募集资金失败或不足，上市公司将使用自有资金或自筹资金支付或补足现金对价，对上市公司经营及财务状况预计不构成重大不利影响。因此不存导致上市公司承担较大偿债压力情况。

综上，标的公司不存在较高的偿债风险，本次交易不会导致上市公司存在较

大偿债压力情况。

## 二、中介机构核查意见

### （一）会计师核查意见

经核查，标的公司会计师认为：

1、标的公司预测所参考的报告期内财务数据经标的公司会计师审计，与会计师在核查过程中获取的信息没有重大不一致。

2、标的公司已经说明了短期和长期负债期限及短期负债减少、长期负债增多的原因；标的公司负债规模及期限合理、盈利能力较强、长短期负债利率水平较低、授信额度较高，不存在较高的偿债风险。

经核查，上市公司会计师认为：

标的公司不存在较高的偿债风险，本次交易不会导致上市公司存在较大偿债压力情况。

### （二）评估师核查意见

经核查，评估师认为：

上市公司结合预测期收入增速较快所带来的备货金额上升对公司营运风险情况，以及标的公司目前的资金情况、授信额度、其他融资渠道能满足资产更新、营运资本增加以及资本性支出的需求，说明标的公司随着经营规模的扩大、营运能力持续改善，偿债能力有望进一步提升，资产负债水平有望进一步下降。标的公司在预测期内负债比例与评估预测趋势不存在不一致的情况。相关说明具有合理性。

对本回复材料中的公司回复内容，独立财务顾问均已进行核查，确认并保证其真实、完整、准确。

（本页无正文，为海南海汽运输集团股份有限公司《关于海南海汽运输集团股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易申请文件的第二轮审核问询函的回复》之盖章页）

海南海汽运输集团股份有限公司



2023年9月28日

（本页无正文，为中信建投证券股份有限公司《关于海南海汽运输集团股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易申请文件的第二轮审核问询函的回复》之签字盖章页）

财务顾问主办人签名： 田斌      王瑀      袁晨  
田 斌                      王 瑀                      袁 晨

中信建投证券股份有限公司



2023年9月28日