

中国国际金融股份有限公司
关于
深圳证券交易所
《关于对中航善达股份有限公司的重组问询函》
相关问题之核查意见

独立财务顾问



二零一九年九月

深圳证券交易所公司管理部：

根据深圳证券交易所公司管理部《关于对中航善达股份有限公司的重组问询函》（许可类重组问询函[2019]第 20 号）（以下简称“《问询函》”）的要求，中国国际金融股份有限公司作为中航善达本次发行股份购买资产暨关联交易的独立财务顾问，对有关问题进行了认真分析和核查，现对《问询函》中涉及独立财务顾问发表意见的问题回复如下。

如无特别说明，本核查意见中的简称与《中航善达股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》（以下简称“报告书”或“重组报告书”）中的简称具有相同含义。

问题1、报告书显示，本次重组完成后，中航善达（释义同报告书，下同）控股股东变更为招商蛇口，实际控制人变更为招商局集团，最终控制人仍为国务院国资委。除本次重组收购资产外，招商蛇口、招商局集团及其控制的企业存在与中航善达从事相同、相似业务的情形。其中，招商蛇口拟将招商局漳州开发区南太武产业园物业服务有限责任公司（以下简称“南太武物业”）51%股权转让给招商物业。请你公司补充披露中航善达未来向收购人及其关联人购买资产的计划，同时结合招商物业收购南太武物业股权的情况，根据《<上市公司重大资产重组管理办法>第十四条、第四十四条的适用意见——证券期货法律适用意见第12号》有关执行预期合并原则的规定，测算上述情况对中航善达及标的公司相关指标的影响，进一步分析说明本次交易是否构成重组上市情形。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

答复：

一、请你公司补充披露中航善达未来向收购人及其关联人购买资产的计划，同时结合招商物业收购南太武物业股权的情况，根据《<上市公司重大资产重组管理办法>第十四条、第四十四条的适用意见——证券期货法律适用意见第12号》有关执行预期合并原则的规定，测算上述情况对中航善达及标的公司相关指标的影响，进一步分析说明本次交易是否构成重组上市情形。

截至本核查意见出具日，除本次重组拟收购的标的资产及招商物业拟收购的南太武物业51%股权、北京招商局物业管理有限公司（下称“北京招商物业”）20%股权¹外，中航善达不存在其他向招商蛇口及其关联方购买资产的计划。

根据招商蛇口出具的《关于避免同业竞争的承诺》及出具的《说明》，就其下属的对外从事物业管理业务的南太武物业，招商蛇口将促使南太武物业股东招商局漳州开发区有限公司将其持有的南太武物业51%股权全部转让给招商物业。另根据招商物业出具的《说明》，招商物业拟收购招商局集团（北京）有限公司持有的北京招商局物业20%股权及招商局漳州开发区有限公司持有的南太武物业51%股权，除前述外，不存在其他向招商蛇口及其关联方购买资产的计划。

¹ 北京招商物业的股权结构为招商物业持股 80%、招商局集团（北京）有限公司持股 20%；招商物业收购北京招商物业 20%股权，是基于招商局集团进一步整合集团内部物业管理资源的安排。

招商物业上述收购南太武物业51%股权、北京招商物业20%股权事项均已取得招商局集团出具的《关于推进集团内部物业管理资源与招商物业整合的批复》同意，截至本核查意见出具日，各方正在办理对前述收购标的的资产评估工作。

根据《〈上市公司重大资产重组管理办法〉第十四条、第四十四条的适用意见—证券期货法律适用意见第12号》的规定，上市公司在计算重组上市标准时应执行预期合并原则，即上市公司“申报重大资产重组方案时，如存在同业竞争或非正常关联交易等问题，则对于收购人及其关联人为解决该等问题所制定的承诺方案，涉及未来向上市公司注入资产的，也将合并计算”。本次重组在计算是否构成重组上市标准时，就招商物业拟购买的南太武物业51%股权、北京招商物业20%股权，应执行上述预期合并原则。

按照预期合并原则，本次交易标的的公司以及南太武物业、北京招商物业经审计的截至2019年3月31日的资产总额、资产净额（归属于母公司股东的所有者权益）及2018年度所产生的营业收入、净利润（归属于母公司所有者的净利润）情况与上市公司2018年度经审计的合并财务报表相关指标的比较如下：

单位：万元，%

项目	①上市公司	②预期合并的标的资产	③交易作价	④测算依据 (②, ③孰高)	指标占比 (④/①)
资产总额	1,323,564.61	172,305.75	309,490.98	309,490.98	23.38
资产净额	484,202.54	45,990.61	309,490.98	309,490.98	63.92
营业收入	665,564.65	316,346.08	-	316,346.08	47.53
归属于母公司所有者的净利润	85,661.34	15,337.89	-	15,337.89	17.91

注1：表格中“预期合并的标的资产”是指已预期合并了南太武物业51%股权、北京招商物业20%股权的招商物业。

注2：南太武物业及北京招商物业的交易作价系根据中通诚以2019年3月31日为评估基准日对南太武物业及北京招商物业股权价值的评估值进行的预估，购买南太武物业发行股份数量=南太武物业的预估值*51%/本次发行股份购买资产的发行价格7.60元/股；购买北京招商物业发行股份数量=北京招商物业的预估值*20%/本次发行股份购买资产的发行价格7.60元/股。

上述四项指标占上市公司最近一个会计年度经审计的相关指标的比例不超过100%，未达到《重组管理办法》第十三条第一款第（一）至第（四）项标准；

且本次发行股份数量（39,338.4644万股）和购买南太武物业、北京招商物业发行股份数量（1,384.0331万股）之和（40,722.4975万股）占上市公司首次向交易对方购买标的资产的董事会决议前一个交易日的股份数量（66,696.1416万股）的比例为61.06%，未达到《重组管理办法》第十三条第一款第（五）项标准。此外，本次交易前后上市公司主营业务未发生根本变化，交易前后的主营业务均为物业资产管理业务，因此本次交易不属于《重组管理办法》第十三条规定的情形，本次交易不构成重组上市。

补充披露情况：

以上内容已在重组报告书“重大事项提示/三、本次交易不构成重组上市”、“第八章/二、本次交易不适用《重组管理办法》第十三条的说明”进行了补充披露。

独立财务顾问核查意见：

经核查，独立财务顾问认为：上市公司已在《重组报告书》中补充披露相关内容。本次交易不构成重组上市。

问题2、报告书显示，招商物业作为招商局集团系统内物业服务平台，长期以来为招商局系统自有物业及招商蛇口开发建设的物业提供物业管理及相关服务，业务拓展市场化程度较低。报告期内，招商物业发展较为迅速，项目个数、管理面积等指标持续上升，同时存在较多关联交易情形。未来，承接母公司房地产开发企业项目仍然是物业管理企业提升现有规模和充实储备的重要方式，招商物业仍需借力招商蛇口开发的地产项目实现扩张。请你公司：

（1）说明报告期内招商物业管理的物业项目中，涉及到招商蛇口、招商局集团及其控制的下属企业开发的项目占比、对应的收入金额及占比、毛利率情况，分业态说明与招商物业为其他非关联方提供的物业管理服务的毛利率、与同行业可比上市公司毛利率水平是否存在较大差异，同时结合各关联交易的交易背景、项目获取方式、定价依据及其合理性、收费模式等，说明关联交易是否公允；

（2）说明招商物业报告期内新增管理面积是否主要来自关联方，是否具备独立拓展业务能力，是否在影响持续经营的重要方面依赖上述关联方，并说明其未来增强市场化获取项目能力的具体措施；

（3）补充披露此次交易前后中航善达各类关联交易占比变化情况，是否存在交易完成后关联交易显著上升的情形；

（4）基于上述问题的回复，分析说明本次交易是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第十一条第（六）项和《关于规范上市公司重大资产重组若干问题的规定》第四条第（四）款有关增强独立性、减少关联交易的规定。

请独立财务顾问核查并发表明确意见。

答复：

一、说明报告期内招商物业管理的物业项目中，涉及到招商蛇口、招商局集团及其控制的下属企业开发的项目占比、对应的收入金额及占比、毛利率情况，分业态说明与招商物业为其他非关联方提供的物业管理服务的毛利率、与同行业可比上市公司毛利率水平是否存在较大差异，同时结合各关联交易的交易背景、项目获取方式、定价依据及其合理性、收费模式等，说明关联交易是

否公允

1、说明报告期内招商物业管理的物业项目中，涉及到招商蛇口、招商局集团及其控制的下属企业开发的项目占比、对应的收入金额及占比、毛利率情况，分业态说明与招商物业为其他非关联方提供的物业管理服务的毛利率

截至2019年3月末，招商物业管理的物业项目中，招商蛇口、招商局集团及其控制的下属企业（以下简称“集团内”）开发的项目及集团外开发的项目管理面积情况如下：

单位：万平方米，%

分类	集团内开发的项目		集团外开发的项目		合计面积
	管理面积	占比	管理面积	占比	
总计	5,565.11	78.58	1,516.61	21.42	7,081.72
其中：住宅	4,371.69	94.86	236.77	5.14	4,608.46
商业、办公	524.79	50.85	507.20	49.15	1,031.99
其他	668.63	46.39	772.64	53.61	1,441.27

报告期内，招商物业来自于集团内开发的项目与集团外开发的项目的收入情况如下：

单位：万元，%

分类	2019年1-3月			
	集团内开发的项目		集团外开发的项目	
	营业收入	占比	营业收入	占比
基础物业管理	40,305.96	74.90	13,509.84	25.10
其中：住宅	25,928.37	95.29	1,282.18	4.71
商业、办公	10,699.12	50.96	10,296.97	49.04
其他	3,678.47	65.58	1,930.69	34.42

单位：万元，%

分类	2018年度			
	集团内开发的项目		集团外开发的项目	
	营业收入	占比	营业收入	占比

分类	2018 年度			
	集团内开发的项目		集团外开发的项目	
	营业收入	占比	营业收入	占比
基础物业管理	175,675.19	77.90	49,825.46	22.10
其中：住宅	105,742.42	96.76	3,543.44	3.24
商业、办公	53,817.78	60.99	34,417.84	39.01
其他	16,114.99	57.60	11,864.18	42.40

单位：万元，%

分类	2017 年度			
	集团内开发的项目		集团外开发的项目	
	营业收入	占比	营业收入	占比
基础物业管理	143,706.53	75.24	47,280.78	24.76
其中：住宅	83,570.88	97.55	2,098.59	2.45
商业、办公	43,842.96	54.75	36,236.01	45.25
其他	16,292.69	64.55	8,946.18	35.45

由于招商物业成立之初系招商局集团系统内物业服务平台，长期以来为招商局系统自有物业及招商蛇口开发建设的物业提供物业管理及相关服务，基于公司定位及业务发展，标的公司承接了较多的招商蛇口、招商局集团开发的住宅项目及商办项目，与其他大型开发商下属的物业管理公司情况类似，符合行业的普遍特征；自启动市场化改革以来，招商物业着重拓展门槛和附加值较高的第三方非住宅项目，因此承接的集团外开发的项目面积和收入结构均以非住宅为主，集团外开发的非住宅项目管理面积和收入在标的公司对应类型的物业管理面积和基础物业管理收入中的占比相对较高。

报告期内，招商物业来自于集团内开发的项目与集团外开发的项目的毛利率情况如下：

单位：%

毛利率	2019 年 1-3 月		2018 年度		2017 年度	
	集团内开发的项目	集团外开发的项目	集团内开发的项目	集团外开发的项目	集团内开发的项目	集团外开发的项目

毛利率	2019年 1-3月		2018年度		2017年度	
	集团内开发的项目	集团外开发的项目	集团内开发的项目	集团外开发的项目	集团内开发的项目	集团外开发的项目
基础物业管理	5.66	5.79	6.03	6.56	4.73	6.42
其中：住宅	4.48	4.04	4.56	4.09	3.08	3.58
商业、办公	7.93	5.99	8.61	7.40	7.06	6.41
其他	7.40	5.89	7.08	4.88	6.90	7.14

分业态来看，报告期内集团内开发的项目与集团外开发的项目的毛利率水平基本相当。集团内项目和集团外同类项目毛利率的差异在0.5%-2%左右，绝对差异较小；由于招商蛇口、招商局集团开发的项目大多数位于一二线城市，品质较高、收费较高，与集团外开发项目的具体结构存在一定差异。同时，各年度的毛利率水平与当年在管项目的业态结构组成直接相关，在管项目业态结构的差异也会造成毛利率水平的差异。例如，2018年度其他业态项目中，集团内相比集团外开发的项目毛利率较高，主要是因为2018年集团外的在管项目中，部分公共机构、物流园等低毛利业态类型的项目占比较高。因此，项目毛利率受到业态类型、所在城市、所在区位、市场定位等多方面因素的影响，当前毛利率情况及差异具备合理性。

此外，从总体毛利率来看，集团内开发的项目总体毛利率低于集团外开发的项目，主要是由于两者之间业态组成的结构差异。集团内开发的项目中，相对低毛利的住宅项目占比较高，而集团外开发的项目大多为相对高毛利的非住宅项目。截至2019年3月31日，集团内开发的项目中，住宅项目管理面积为4,371.69万平方米，占总面积5,565.11万平方米的78.56%；集团外开发的项目中，住宅项目管理面积为236.77万平方米，占总面积1,516.61万平方米的15.61%。

2、与同行业可比上市公司毛利率水平的比较

主营业务为物业资产管理的同行业 A 股上市公司均未披露分业态物业管理业务的毛利率情况，同行业 A 股上市公司的物业管理业务毛利率情况如下：

单位：%

证券代码	公司名称	物业管理业务毛利率	
		2018 年度	2017 年度
000043.SZ	中航善达	10.05	10.89
603506.SH	南都物业	19.22	20.91
平均值		14.64	15.90
招商物业来自于集团内开发的项目		6.03	4.73
招商物业来自于集团外开发的项目		6.56	6.42

数据来源：上市公司年报

招商物业来自于集团内与集团外开发项目的毛利率均低于中航善达和南都物业的物业管理业务毛利率，主要原因为：

(1) 主要服务的物业业态不同。南都物业较早进入综合商业物业市场，获得了多个综合体、写字楼等商办项目，且业务区域较为集中。中航善达服务的物业业态中写字楼等办公物业占比较大，该类业态的物业服务毛利率低于商办物业，但高于住宅物业。相对而言，招商物业服务的物业业态中毛利率相对较低的住宅物业占比较高。因此，南都物业和中航善达的物业管理业务毛利率高于招商物业。

(2) 公司战略定位因素影响。招商物业成立之初系招商局系统内物业服务平台，为招商局系统自有物业及向招商蛇口开发的楼盘提供物业服务。经过多年发展，招商物业在业内取得较好市场声誉，招商物业十分注重服务质量和品牌建设，投入相对较大，对毛利率有一定影响。

(3) 受用工成本因素影响。物业服务成本中占比最大的项目是人工成本。招商物业服务定位高端，人均薪酬开支相对较高。

从趋势角度分析，招商物业2018年毛利率较2017年有所提升，主要原因为：2016年起招商物业启动市场化改革，加大市场拓展力度，发展专业增值服务，并且进一步完善市场化业务协同模式，随着市场化改革的不断深入，单项业务规模效应与盈利能力不断提升；此外，招商物业积极落实质效提升各项措施，加强集中采购、节能降耗和降本增效，进一步提高人均效能，有效提升了物业管理业务的盈利能力。

3、结合各关联交易的交易背景、项目获取方式、定价依据及其合理性、收费模式等，说明关联交易的公允性

标的公司业务主要为提供物业管理及相关服务。物业服务行业是房地产产业链下游子行业。标的公司成立之初系招商局集团系统内物业服务平台，长期以来为招商局系统自有物业及招商蛇口开发建设的物业提供物业管理及相关服务；基于公司定位及业务发展，标的公司与关联方发生业务往来和关联交易属于市场化的双向选择和业务协同，具有普遍性，符合行业特征。具体来讲，标的公司的关联交易主要包括（1）开发商交房前提供的包括协销、案场等一系列服务；（2）为关联方持有的物业（主要是写字楼、商场、园区等）提供保安、保洁等物业管理服务；（3）为关联方提供诸如楼宇设备安装及维修等服务。

项目获取方式主要为协议委托。招商物业与关联方的关联交易严格执行市场化定价原则，有严格的管控制度及流程，物业管理行业服务价格较为公开透明，协议委托前需要与市场比价，同时招商物业在报价时会严格编制项目预算，经过科学评审及议价，保证关联交易价格公允。

收费方面，政府及行业协会对物业管理行业的收费定价通常制定有指导性文件，例如《物业服务收费管理办法》《物业服务收费明码标价规定》《住宅专项维修资金管理办法》等，标的公司结合目标物业管理项目所在地物业服务的相关收费规定、经济情况、当地物业管理水平等情况，综合评估后拟定目标物业管理项目的物业费价格策略，经与客户商业谈判后确定价格。整个物业管理服务价格市场化，具有公开透明的特点，容易接受用户和社会的监督。标的公司为高度市场化的经营运作主体，在行业内具有较高的知名度，与关联方及非关联方提供物业管理服务在同等条件下价格一致，定价公允。

综上，从关联交易发生背景、项目获取方式、定价模式和收费模式等角度分析，招商物业的关联交易定价合理、公允。

二、说明招商物业报告期内新增管理面积是否主要来自关联方，是否具备独立拓展业务能力，是否在影响持续经营的重要方面依赖上述关联方，并说明其未来增强市场化获取项目能力的具体措施

报告期内，招商物业新增管理面积来源情况如下：

单位：万平方米，%

业态类型	集团内开发的项目		集团外开发的项目	
	新增管理面积	占比	新增管理面积	占比
住宅	1,693.47	91.99	147.36	8.01
商业、办公	241.87	45.48	289.93	54.52
其他	507.28	42.03	699.79	57.97
合计	2,442.62	68.24	1,137.08	31.76

报告期内，集团外开发的非住宅物业管理项目占比超过56%，且2018年集团外合计新增744.46万平方米，较2017年集团外合计新增面积266.57万平方米大幅增长，集团外市场化获取项目能力提升成效显著。

住宅项目中，集团内开发的项目新增管理面积较多，是因为招商物业作为招商蛇口下属子公司，承接了较多由招商蛇口开发的项目的物业管理业务。随着招商蛇口住宅项目开发量的增加，招商物业的新增管理面积也逐步增加。这与行业内其他地产开发商旗下的物业管理公司情况类似，符合行业普遍特征，有利于公司业务发展。

由于非住宅物业项目市场化程度高，盈利水平佳，故招商物业的主要市场化精力聚焦于非住宅物业项目，且取得了持续进展，报告期内招商物业新增非住宅物业项目的集团外开发的项目面积超过了集团内开发的项目面积。

非住宅项目管理难度高，市场竞争激烈；招商物业目前在国内非住宅物业管理领域处于行业前列，自身的业务能力与管理水平得到了市场认可，获得了大量第三方项目的管理合约，标的公司具备独立面向市场开展业务的能力。

此外，招商物业的现有客户多数为非关联方，销售收入中关联交易占比较小。报告期内，公司保持了与客户较高的续约率水平，预计未来非关联方物业管理收入仍会保持稳定增长。

综上，招商物业具备独立拓展业务的能力，在影响持续经营的重要方面不依赖集团内关联方。

招商物业未来增强市场化获取项目能力的具体措施有：

1、推行全员拓展工作—化蝶计划

化蝶计划从2019年初开始推行，招商物业要求各运营中心在现有管理项目周边主动寻找新项目，与市场拓展部门共同拓展，以此增加局部区域管理项目的数量和密度，降低管理成本。

2、重点客户突破

标的公司集中优势资源突破重点客户。从2017年起，招商物业即开展重点客户突破工作，集中优势资源对阿里巴巴、宝马、华为、京东、腾讯、宁德新能源、百度、唯品会、顺丰等大型连锁客户进行重点研究，并取得丰厚成果：截止目前，招商物业已进入以上客户的核心物业供应商名录，并已成功拓展阿里巴巴杭州西溪园区4期项目、阿里巴巴广东数据中心、京东总部办公楼、宝马动力总成工厂等明星项目。

此外，标的公司已经获得以上客户物业类核心供应商身份，未来将继续参与所有该类客户物业项目投标。

3、重点城市突破

招商物业2019年将济南、昆明、苏州、沈阳等城市设为重点突破城市，集中资源拓展市场，目前在苏州、沈阳已取得较好成效。未来这种模式将持续应用，以期短期内在新进入城市获得突破，建立可自主运营的分支机构。

4、科技平台的建立

标的公司建立了一系列科技平台以更好地整合资源、提高效率。

2017年，招商物业上线“投标云平台”，将过往投标资料集中在平台上管理，方便市场人员调用相关资料，提高投标质量和效率。2019年8月，标的公司开始试运行“商机管理系统”。商机管理系统可以自动抓取各大招标平台的物业管理类招标信息，亦可手动输入新项目信息，增加获取项目信息的机会。商机管理系统正式运行后，将有效拓宽项目信息来源，提升市场拓展能力。

5、与中航善达形成合力拓展外部市场

中航善达在行业内是较早开始对外拓展的大型公司，在市场上积累了良好的口碑，形成了有效的拓展体系，在机构类物业服务领域取得了良好的业绩；招商物业从2016年底开始重视对外拓展，历经3年历练，形成了具有招商特色的拓展体系和拓展团队，在市场上建立了非住宅领域中高端项目专家的品牌形象。本次交易完成后，招商物业和中航善达的有效整合，将进一步增强市场拓展能力。

三、补充披露此次交易前后中航善达各类关联交易占比变化情况，是否存在交易完成后关联交易显著上升的情形

本次交易完成前后关联交易占比情况变化如下：

1、关联采购与关联销售

单位：万元，%

关联交易类型	2019年1-3月						
	本次交易前					本次交易后	
	中航善达		招商物业	中航善达+招商物业		备考合并报表	
采购商品、接受劳务	金额	占当期营业成本比重	金额	金额	占当期营业收入比重	金额	占当期营业成本比重
		220.62	0.22	465.54	686.16	0.41	686.16
销售商品、支付劳务	金额	占当期营业收入比重	金额	金额	占当期营业收入比重	金额	占当期营业收入比重
		11,645.81	9.36	14,744.68	26,390.49	13.38	26,390.49
关联交易类型	2018年度						
	本次交易前					本次交易后	
	中航善达		招商物业	中航善达+招商物业		备考合并报表	
采购商品、接受劳务	金额	占当期营业成本比重	金额	金额	占当期营业成本比重	金额	占当期营业成本比重
		2,138.13	0.40	5,865.24	8,003.37	0.97	8,003.37
销售商品、支付劳务	金额	占当期营业收入比重	金额	金额	占当期营业收入比重	金额	占当期营业收入比重
		39,891.83	5.99	64,195.70	104,087.53	10.64	104,087.53

(1) 本次交易完成前后，中航善达关联采购金额均较小；本次交易前，2018年、2019年1-3月中航善达关联销售占同期收入比例分别为5.99%、9.36%，本次交易后分别为10.64%、13.38%，主要是由于标的公司历史上与招商蛇口之间

的业务协同原因、关联销售收入占比高于中航善达，导致交易完成后，关联销售占收入比例有小幅上升，但总体占比较低，上市公司对关联销售收入不存在重大依赖。

(2) 本次交易前，2018 年上市公司关联销售金额为 39,891.83 万元，标的公司关联销售金额为 64,195.70 万元，两者合计 104,087.53 万元，占同期收入比例为 10.64%，本次交易后上市公司备考关联销售金额及收入占比与交易前两者合计数相比均未增加。2019 年 1-3 月上市公司关联销售金额为 11,645.81 万元，标的公司关联销售金额为 14,744.68 万元，两者合计 26,390.49 万元，占同期收入比例为 13.38%，本次交易后上市公司备考关联销售金额及收入占比与交易前两者合计数相比均未增加。关联采购情况与关联销售类似且金额较小，本次交易后不新增关联采购金额。

(3) 本次交易前，上市公司与招商蛇口及其关联方之间不存在关联交易、标的公司与上市公司及其关联方亦不存在关联交易。本次交易后，由于招商蛇口预计将成为上市公司控股股东，而中航国际仍然控制上市公司 5% 以上股份，上市公司关联方及关联交易为上市公司和标的公司关联方、关联交易的简单加总，除此之外上市公司及标的资产均未因本次交易而新增上市公司关联销售收入及关联采购金额。

(4) 本次交易完成后，深圳中航城发展有限公司对上市公司股份持股比例将降至 5% 以下，未来深圳中航城发展有限公司将不再是上市公司的关联方，上市公司与深圳中航城发展有限公司及其关联方的交易将不再是上市公司的关联交易，有利于上市公司关联交易金额及收入占比的进一步降低。

2、关联担保、经营管理托管、资产转让等

由于本次交易前，标的公司招商物业无关联担保、经营管理托管、资产转让等类关联交易，所以本次交易后上市公司该类关联交易备考金额与本次交易前无变化。

此外，为解决中航善达与招商蛇口、招商局集团及其控制的其他企业的同业竞争情形，上市公司将由于招商蛇口与九方资管签订的《购物中心委托管理协议》

²及中航善达与招商蛇口签订的房地产开发项目《股权托管项目》³而新增经营管理托管类关联交易。同时，为落实国务院国资委关于国有企业“瘦身健体、提质增效”以及优化国有资本布局结构的部署、进一步减少房地产开发相关业务，中航善达拟解除与中航国际及其下属公司的房地产开发项目委托经营，有利于减少该类业务关联交易。根据相关协议，上述关联交易涉及金额较小。

综上，预计本次交易前后上市公司关联担保、经营管理托管、资产转让⁴等类型的关联交易金额不会发生较大变化。

四、基于上述问题的回复，分析说明本次交易是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第十一条第（六）项和《关于规范上市公司重大资产重组若干问题的规定》第四条第（四）款有关增强独立性、减少关联交易的规定

（一）本次交易完成前，中航善达的关联交易主要为与中航国际及其下属企业在房屋租赁、工程维保、物业管理等方面的交易。根据《备考审阅报告》，本次交易完成后，中航善达与其关联方仍主要在物业管理服务、工程维保、房屋租赁等方面存在关联交易，中航善达原有业务主要关联交易类型、种类均未增加。

（二）本次交易完成后，招商物业与其关联方的主要关联交易类型、种类及规模未增加，该等关联交易的内容主要为物业管理服务、智能化工程、推广营销服务等，该等关联交易于本次交易前即存在，系双方市场化双向选择的结果，有利于招商物业的业务发展，不会对中航善达的持续经营造成重大影响，不存在损害中航善达利益的情况。

（三）本次交易完成前，中航善达及其子公司已受托管理中航国际及其下属公司的若干房地产开发项目，构成关联交易。为进一步减少房地产开发相关业务，中航善达拟解除与中航国际及其下属公司的房地产开发项目委托经营。本次交易

²就“蛇口花园城”、“毕节花园城”、“沈阳花园城”、“成都花园城”，招商蛇口各项目公司分别与九方资管于2019年8月23日签订了购物中心委托管理协议，约定招商蛇口各项目公司将其拥有的已运营的上述购物中心委托给九方资管进行管理和经营。该项委托安排于本次交易新增股份上市之日起实施。

³中航善达与招商蛇口于2019年8月23日签署《股权托管协议》，约定中航善达将所持衡阳中航地产有限公司（衡阳中航城市花园项目的开发主体）、天津格兰云天置业有限公司（天津九方城市广场项目的开发主体）的股权托管给招商蛇口，该等托管安排拟于本次交易新增股份上市之日起实施。

⁴对于现存的两个在开发房地产项目天津九方城市广场和衡阳中航城市花园项目，具体的开发或处置进度尚不明确，因此在分析交易前后关联交易情况时并未考虑。

完成后，中航国际仍然控制中航善达5%以上股份，为中航善达的关联方，因此，前述房地产开发项目委托经营的解除也有利于减少关联交易。

（四）本次交易完成后，中航善达业务模式、规模及发展战略均有利于降低未来上市公司关联交易占比、增强上市公司独立性：

1、本次交易将显著提高中航善达的物业管理规模、拓宽业务广度，提高中航善达的综合业务能力。在行业竞争逐渐加剧的情况下，本次交易有助于中航善达做优做强，随着招商物业注入中航善达体内，中航善达物业管理业务的实力将得到进一步提升，有利于提升中航善达的行业地位及市场竞争力，增强中航善达获取市场化业务能力。

2、本次交易完成后，中航善达及标的资产主要关联交易类型为向关联方提供物业管理服务（主要为商办类物业）、开发商服务、建筑科技（智能化工程）等，除未来新增的物业管理项目外，预计上述各类关联交易金额不会出现大幅波动。本次交易完成后，中航善达收入规模将较大幅增长，中航善达将继续坚持聚焦战略市场，加大市场拓展力度，加快规模扩张和聚集资源，鼓励开展市场化业务，积极扩展新客户。通过战略布局和市场开拓，提高市场化业务占比，有利于进一步降低关联交易占比。

3、本次交易完成后，未来招商蛇口、招商局集团及其他关联方与中航善达发生的关联交易，将在符合《上市规则》《上市公司治理准则》等相关规定的前提下进行，中航善达将及时履行相关决策程序和信息披露义务。此外，为进一步减少和规范本次交易完成后中航善达可能产生的关联交易，维护中航善达及其中小股东的合法权益，中航技深圳、招商局集团、招商蛇口、深圳招商地产出具了《关于减少及规范关联交易的承诺函》，保证其及其控制的其他企业尽量避免与中航善达及中航善达控股、参股公司之间产生关联交易事项，具体承诺如下：“1、本次交易完成后，本公司及本公司控制的其他企业将尽量避免与中航善达及其控股、参股公司之间产生关联交易事项；对于不可避免发生的关联业务往来或交易，将在平等、自愿的基础上，按照公平、公允和等价有偿的原则进行，交易价格将按照市场公认的合理价格确定。2、本公司将严格遵守中航善达公司章程等规范性文件关于关联交易事项的回避规定，所涉及的关联交易均将按照规定的决策

程序进行，并将履行合法程序、及时对关联交易事项进行信息披露；不利用关联交易转移、输送利润，损害中航善达及其他股东的合法权益。3、本公司如因不履行或不适当履行上述承诺因此给中航善达及其相关股东造成损失的，本公司将依法承担赔偿责任”。

因此，本次交易完成后，中航善达的关联交易公允、合理，不会损害中航善达及其全体股东的利益。

4、本次交易完成前，中航善达及招商物业均具有较强的市场拓展能力，中航善达拓展第三方业务的占比较高，而招商物业近年来亦成功新拓了京东总部、阿里巴巴西溪园区等特大市场化项目。招商物业已制定相关措施，其将通过一系列管理措施及技术措施增强市场化获取项目能力；中航善达亦将继续坚持聚焦战略市场，加大市场拓展力度。本次交易有利于中航善达增大管理规模，体现规模优势。在两家公司进行业务整合后，可以发挥规模优势，提升管理效率，进一步提升中航善达在行业内的竞争力，进而有利于保证上市公司的独立性。

5、本次交易完成后，中航善达关联交易占比远低于30%，不会对中航善达的独立性产生影响。本次交易完成后，中航善达在业务、资产、财务、人员、机构等方面与实际控制人及其关联方仍然保持独立，符合中国证监会关于上市公司独立性的相关规定。此外，招商蛇口、招商局集团已出具相关承诺函，承诺将在业务、资产、财务、人员、机构等方面保持中航善达的独立性。

综上，本次交易有利于上市公司规范关联交易，增强上市公司独立性；本次交易符合《重组管理办法》第十一条第（六）项和《关于规范上市公司重大资产重组若干问题的规定》第四条第（四）款的相关规定。

补充披露情况：

此次交易前后中航善达各类关联交易占比变化情况已在重组报告书“第十一章/二、关联交易的情况”进行了补充披露。

独立财务顾问核查意见：

经核查，独立财务顾问认为：

1、截至2019年3月末，招商物业管理面积中，住宅物业项目集团内开发的项

目占比94.86%，集团外开发的项目占比5.14%；非住宅物业项目集团内开发的项目占比48.25%，集团外开发的项目占比51.75%。2017年度、2018年度及2019年1-3月，集团内开发的项目收入占基础物业管理收入比例分别为75.24%、77.90%及74.90%。集团内开发的项目与集团外开发的项目毛利率水平基本相当；

2、招商物业报告期内新增管理面积，住宅物业主要来自集团内开发的项目，而市场化程度高、盈利水平更佳的非住宅物业主要来自集团外开发的项目。招商物业具备独立面向市场开展业务的能力，在影响持续经营的重要方面不依赖集团内关联方。招商物业未来增强市场化获取项目能力的具体措施包括推行全员拓展工作、重点客户突破、重点城市突破与科技平台的建立及与中航善达形成合力拓展外部市场等；

3、本次交易完成前后，关联采购金额均较小；本次交易前，2018年、2019年1-3月关联销售占同期收入比例分别为5.99%、9.36%，本次交易后分别上升为10.64%、13.38%，主要是由于标的公司历史上与招商蛇口之间的业务协同原因、关联销售收入占比高于中航善达，导致交易完成后，关联销售占收入比例有小幅上升，但占比仍较低，上市公司对关联销售收入不存在重大依赖；

4、本次交易有利于中航善达规范关联交易，增强中航善达独立性；本次交易符合《上市公司重大资产重组管理办法》第十一条第（六）项和《关于规范上市公司重大资产重组若干问题的规定》第四条第（四）款的相关规定。

问题3、报告书显示，本次发行股份购买资产所发行股份的定价依据为不低于定价基准日（2019年4月29日）前60个交易日上市公司股票交易均价的90%，即7.90元/股，鉴于2018年度利润分配方案已实施完毕，发行价格由7.90元/股调整为7.60元/股。在定价基准日至发行完成日期间，发行价格随中航善达派息、送股、资本公积金转增股本等除权除息事项进行调整。截至8月23日，中航善达收盘价为12.99元/股。请你公司补充披露未在市场 and 同行业指数变动基础上设立发行价格调整方案的原因，是否有利于保护中小股东合法权益。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

答复：

一、本次交易未在市场 and 同行业指数变动基础上设立发行价格调整方案的原因及合理性

本次交易中，标的资产的交易价格以具有证券期货相关业务资格的资产评估机构出具的经国务院国资委备案的《标的资产评估报告》中所载评估值为基础经交易各方协商确定，发行价格由交易各方参考定价基准日前60个交易日中航善达股票交易均价经友好协商确定，定价原则符合法律法规和《重组管理办法》的规定，定价方式公平、合理。

根据本次交易方案，在定价基准日至发行完成日期间，若上市公司发生派息、送股、资本公积金转增股本等除权除息事项，发行价格将按照中国证监会及深交所的相关规则作相应调整。除上述发行价格调整方案外，本次交易未在市场 and 同行业指数变动基础上设置发行价格调价机制。

本次交易未设置上述发行价格调价机制给交易提供了更高的确定性，降低了发行价格因为市场出现较大幅度的波动而进行调整，进而影响交易推进或导致中小股东权益被摊薄的风险；同时，确定的发行价格也体现了交易各方对本次交易方案和上市公司长期价值的认可，有利于本次交易顺利实施。因此，未设置上述发行价格调价机制不存在损害上市公司中小股东合法权益的情形。

此外，根据《重组管理办法》第四十五条的相关规定，“本次发行股份购买资产的董事会决议可以明确，在中国证监会核准前，上市公司的股票价格相比最

初确定的发行价格发生重大变化的，董事会可以按照已经设定的调整方案对发行价格进行一次调整”，故设置上述发行价格调整机制并非《重组管理办法》的强制要求；中国证监会于2018年9月7日发布的《关于发行股份购买资产发行价格调整机制的相关问题与解答》亦未强制要求发行股份购买资产必须设置该项发行价格调整机制。因此，本次交易未设置上述发行价格调价机制符合《重组管理办法》及中国证监会相关规则的规定。

综上，本次发行股份购买资产的定价系交易各方参考定价基准日前60个交易日中航善达股票交易均价经友好协商确定，定价原则符合法律法规和《重组管理办法》的规定，定价方式公平、合理，不存在损害中小股东合法权益的情形。

补充披露情况：

以上内容已在重组报告书“重大事项提示/五/（二）发行价格、定价原则及合理性分析”、“第五章/一/（三）发行价格、定价原则及合理性分析”进行了补充披露。

独立财务顾问核查意见：

经核查，独立财务顾问认为：本次发行股份购买资产的定价系交易各方参考定价基准日前60个交易日中航善达股票交易均价经友好协商确定，定价原则符合法律法规和《重组管理办法》的规定，定价方式公平、合理，不存在损害中小股东合法权益的情形

问题4、报告书显示，招商物业2018年度的营业收入、净利润同比分别增长21.28%、109.85%，净利润增幅明显大于收入增幅，而经营活动产生的现金流量净额同比下降19.89%；2018年末应收账款余额较2017年末增加13,265.53万元，增长64.04%，应收对象前五名主要为关联方；2018年度应收账款周转率同比下降1.95个百分点，占营业收入比重上升了2.83个百分点。请你公司：

(1) 说明招商物业2018年度净利润增幅显著超过收入增幅、业绩快速增长而经营活动产生的现金流量净额下降的原因及合理性，收入成本确认是否符合行业惯例及企业会计准则的有关规定；

(2) 说明在物业费采取先收费后服务的结算模式下，招商物业报告期内应收账款余额占比较大、增长较快、周转率下降等情形的发生原因及合理性，采取预收方式的物业项目是否发生变化及原因，预收比例是否发生变化及原因，酬金制项目和包干制项目所占比例变化及原因，是否符合行业惯例及趋势，是否与同行业可比上市公司存在显著差异；

(3) 补充披露招商物业报告期内各期末在信用期内和信用期外的应收账款余额及占比，在期后的收回金额和比例，并对收回比例的变动进行分析，说明是否存在物业项目收款率恶化的情形以及坏账计提是否充分。

请会计师、独立财务顾问核查并发表明确意见。

答复：

一、说明招商物业2018年度净利润增幅显著超过收入增幅、业绩快速增长而经营活动产生的现金流量净额下降的原因及合理性，收入成本确认是否符合行业惯例及企业会计准则的有关规定；

1、招商物业2018年度净利润增幅显著超过收入增幅、业绩快速增长而经营活动产生的现金流量净额下降的原因及合理性。

招商物业2018年净利润增幅显著超过收入增幅主要系招商物业2018年主营业务的毛利率大幅增加所致。主营业务毛利率从2017年的5.92%增长到2018年7.79%，增加1.87%。招商物业毛利率增长主要原因为：2016年起招商物业启动市场化改革，加大市场拓展力度，发展专业增值服务，并且进一步完善市场化业

务协同模式，随着市场化改革的不断深入，单项业务规模效应与盈利能力不断提升；此外，招商物业积极落实质效提升各项措施，加强集中采购、节能降耗和降本增效，进一步提高人均效能，有效提升了物业管理业务的盈利能力。

由于招商物业收入规模在2018年实现了较大增长，同时提升质效使得营业成本得到了较好的控制，成本增长幅度低于收入增长。在收入基数较大的情况下，净利润金额有了较大幅度的提升。

根据招商物业的两年一期的审计报告，招商物业 2018 年营业收入较 2017 年增加 5.49 亿元（含税收入增加额 5.82 亿元），销售商品、提供劳务收到的现金较 2017 年增加 4.13 亿元，较营业收入少 1.36 亿元，主要为 2018 年的未回款金额有所增加，约 1.69 亿元（含税收入增加额 5.82 亿元-销售商品、提供劳务收到的现金增加额 4.13 亿元）。招商物业 2018 年营业成本较 2017 年增加 4.58 亿元，购买商品、接受劳务支付的现金以及支付给职工以及为职工支付的现金合计共增加 4.57 亿元，与营业成本增加额基本相当。招商物业 2018 年其他经营活动现金流净额（收到其他与经营活动有关的现金-支付其他与经营活动有关的现金）较 2017 年增加 0.72 亿元，金额变动不大。

单位：万元，%

项目	2018 年	2017 年	变动金额	变动幅度
销售商品、提供劳务收到的现金	301,931.56	260,652.51	41,279.06	15.84
收到其他与经营活动有关的现金	110,829.26	63,257.55	47,571.71	75.20
经营活动现金流入小计	412,760.82	323,910.06	88,850.77	27.43
购买商品、接受劳务支付的现金	118,336.95	98,008.38	20,328.57	20.74
支付给职工以及为职工支付的现金	158,083.32	132,701.91	25,381.42	19.13
支付的各项税费	14,703.49	11,508.64	3,194.85	27.76
支付其他与经营活动有关的现金	119,778.15	79,370.81	40,407.34	50.91
经营活动现金流出小计	410,901.92	321,589.73	89,312.18	27.77
经营活动产生的现金流量净额	1,858.91	2,320.32	-461.42	-19.89

综上所述,2018年业绩快速增长而经营活动产生的现金流量净额下降的主要原因为2018年实现的营业收入中当年未回款金额增加较大所致。2018年末应收账款余额较2017年末增加13,265.53万元,增长64.04%,主要原因系应收关联方账款增长较多。由于招商蛇口内部资金统筹调配的需要及付款流程调整的影响,2018年招商物业应收关联方物业服务收入的回款进度受到一定影响。2018年末应收关联方余额较2017年末增加9,790万元。截至2019年8月31日,应收关联方款项大部分已经收回,其中账龄一年以上的应收关联方款项除了少量未到期的质保金外,已经全部收回。同时,招商物业已制定相关应收账款管理规定,未来招商物业亦将严格实施相关应收账款信用政策,与招商蛇口及其他关联方及时结算应收款项。由此,招商物业2018年经营活动产生的现金流量净额有所下降,不存在重大异常情况。

2、收入成本确认是否符合行业惯例及企业会计准则的有关规定。

招商物业收入成本确认符合行业惯例及企业会计准则的有关规定。

招商物业收入确认原则如下:

①基础物业服务收入

公司在基础物业服务已经提供,与物业服务相关的经济利益能够流入企业,与物业服务相关的成本能够可靠计量时,确认物业服务收入的实现。

在具体进行会计处理时,招商物业的物业服务收入一般情况按照合同约定的服务期间及收费标准按期及时确认收入,同时也考虑公司因向客户提供服务而有权取得的对价是否很可能收回。

②专业服务收入

公司在提供专业服务完成后,并与客户确认,相关的经济利益能够流入企业,相关的成本能够可靠计量时,确认提供专业服务收入的实现。

专业服务收入主要包括经纪顾问服务收入、建筑科技服务收入与设施运营服务收入等。

经纪顾问服务:在房地产中介服务已经提供,买卖双方完成物业交接手续后确认收入的实现。公司在已将车位、储物间所有权上的主要风险和报酬转移给购

买方时，确认销售收入的实现。

建筑科技与设施运营服务：一般在履行了合同中的履约义务，双方对工程进行确认，验收完成后确认收入的实现。

物业行业的营业成本主要为人工成本及外包费用。对于人工成本，招商物业按照各项目当月实际到岗的人数及薪酬标准计算人工成本并计入该项目当月营业成本。对于外包费用，按照合同约定的服务期限及费用标准确认营业成本。

二、说明在物业费采取先收费后服务的结算模式下，招商物业报告期内应收账款余额占比较大、增长较快、周转率下降等情形的发生原因及合理性，采取预收方式的物业项目是否发生变化及原因，预收比例是否发生变化及原因，酬金制项目和包干制项目所占比例变化及原因，是否符合行业惯例及趋势，是否与同行业可比上市公司存在显著差异；

1、说明在物业费采取先收费后服务的结算模式下，招商物业报告期内应收账款余额占比较大、增长较快、周转率下降等情形的发生原因及合理性

依据与业主签署的物业服务合同，招商物业确定物业服务收费标准，并定期进行收缴，收费模式有先收费后服务和先服务后收费；先收费后服务的模式主要包括新入伙阶段预收物业费、预收停车管理费及合同中约定的业主预缴物业费等，其他业务一般采用先服务后收费模式。报告期内，预收账款占各期营业收入的比例在 25%左右。招商物业最近两年及一期末应收账款余额分别为 2.07 亿元、3.40 亿元和 4.17 亿元，增幅分别为 16%、64%、23%，应收账款周转率分别为 13.39 次/年、11.44 次/年、7.68 次/年。其中 2018 年应收账款增幅较大，主要系应收关联方账款增长较多，具体原因详见本问题第一部分回复内容。截至 2019 年 8 月 31 日，应收关联方款项大部分已经收回，其中账龄一年以上的应收关联方款项除了少量未到期的质保金外，已经全部收回。2019 年 3 月末应收账款周转率有所下降，主要系（1）2019 年 1-3 月正值春节期间，除基础物业管理服务之外的其他专业服务呈现季节性特征，尤其是为房地产开发商提供的专项服务收入下降，导致 1-3 月的收入与全年相比处于较低的水平。（2）受春节假期影响，部分客户付款审核周期有所延迟，回款期增加，导致应收账款周转率有所下降。

2、采取预收方式的物业项目是否发生变化及原因，预收比例是否发生变化

及原因

公司预收账款形成原因主要系：①新入伙预收物业费；②预交停车管理费；③业主提前缴费/业主预缴物业费等。

报告期内采取预收方式的物业项目及预收比例未发生重大变化。

涉及预收项目数量及预收比例情况：

单位：个，万元，%

项目总 情况	2019年1-3月		2018年		2017年	
	涉及预收的 项目个数	预收款贷方 发生金额(不 含税)	涉及预收的 项目个数	预收款贷方 发生金额 (不含税)	涉及预收的 项目个数	预收款贷方 发生金额(不 含税)
	282.00	18,685.52	274.00	72,526.65	234.00	65,358.42
	项目总个数	收入金额	项目总个数	收入金额	项目总个数	收入金额
	528.00	72,721.11	435.00	312,976.58	376.00	258,057.53
占比	53.41	25.69	62.99	23.17	62.23	25.33

3、酬金制项目和包干制项目所占比例变化及原因，是否符合行业惯例及趋势，是否与同行业可比上市公司存在显著差异

招商物业报告期内酬金制项目和包干制项目收入金额情况：

单位：万元，%

项目	2019年1-3月		2018年度		2017年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
酬金制	14,893.81	22.77	71,617.37	25.39	67,078.08	29.21
包干制	50,517.16	77.23	210,487.17	74.61	162,587.84	70.79
合计	65,410.97	100.00	282,104.54	100.00	229,665.92	100.00

报告期内酬金制项目和包干制项目所占比例无重大变化，2017年至2019年1-3月酬金制项目收入所占比例分别为29.21%、25.39%、22.77%，包干制项目收入所占比例分别为70.79%、74.61%、77.23%。

同行业可比上市公司中航善达及南都物业情况如下：

单位：万元，%

项目	中航善达	南都物业
----	------	------

	2018 年度		2017 年度		2018 年度		2017 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
酬金制	31,863.33	9.06	26,851.08	9.91	670.92	0.77	744.97	1.10
包干制	319,860.93	90.94	244,226.29	90.09	86,814.45	99.23	66,720.59	98.90
合计	351,724.26	100.00	271,077.37	100.00	87,485.37	100.00	67,465.57	100.00

与同行业可比上市公司相比，报告期内招商物业酬金制收入占比为22%~30%，高于中航善达和南都物业。报告期内招商物业包干制业务收入占比为70%~78%，中航善达和南都物业包干制占比在90%以上。总体来看，招商物业酬金制收入占比高于同行可比上市公司，包干制业务收入占比低于同行业可比上市公司。项目收费采用酬金制还是包干制，一般是依据客户要求而定，招商物业包干制业务收入占比相对较大，且报告期内比例相对稳定，符合行业惯例及趋势，与同行业可比上市公司不存在显著差异。

三、补充披露招商物业报告期内各期末在信用期内和信用期外的应收账款余额及占比，在期后的收回金额和比例，并对收回比例的变动进行分析，说明是否存在物业项目收款率恶化的情形以及坏账计提是否充分。

1、招商物业报告期内各期末在信用期内和信用期外的应收账款余额及占比

公司信用期一般为6个月以内，应收账款信用期余额如下：

单位：万元，%

应收账款期末余额	2019年3月31日		2018年12月31日		2017年12月31日	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
六个月内	33,304.26	79.14	27,428.57	80.08	15,438.36	74.25
六个月到1年	6,512.44	15.48	3,979.98	11.62	3,960.83	19.05
1年以上	2,264.24	5.38	2,841.19	8.30	1,393.02	6.70
合计	42,080.94	100.00	34,249.73	100.00	20,792.21	100.00

2、在期后的收回金额和比例，并对收回比例的变动进行分析，说明是否存在物业项目收款率恶化的情形以及坏账计提是否充分。

(1) 2019年3月31日应收账款余额截至2019年8月31日回款情况：

单位：万元，%

期后回款	2019年3月31日金额	截至2019年8月31日回款金额	回款比例	未回款的主要原因
六个月内	33,304.26	22,970.83	68.97	主要系关联公司物业服务收入未能在当期全部回款所致； 部分客户集中在每年年底进行付款结算。
六个月到1年	6,512.44	3,481.21	53.45	
1年以上	2,264.24	1,559.16	68.86	主要是因为2018年收购润和公司，接管的物业项目历史欠款催缴难度较大，目前公司已采取措施积极追缴； 部分项目小业主欠款未收回。
合计	42,080.94	28,011.20	66.57	

注：上表列示的为2019年3月31日标的公司应收账款余额按账龄划分的金额，以及截至2019年8月31日，相关余额对应的回款情况，下同。

(2) 2018年12月31日应收账款余额截至2019年8月31日回款情况：

单位：万元，%

期后回款	2018年12月31日金额	截至2019年8月31日回款金额	回款比例	未回款的主要原因
六个月内	27,428.57	19,166.35	69.88	主要系2018年关联公司物业服务收入未能在当期全部回款所致。
六个月到1年	3,979.98	2,682.85	67.41	
1年以上	2,841.19	2,242.97	78.94	主要是因为2018年收购润和公司，接管的物业项目历史欠款催缴难度较大，目前公司已采取措施积极追缴； 部分项目小业主欠款未收回。
合计	34,249.73	24,092.16	70.34	

(3) 2017年12月31日应收账款余额截至2018年8月31日回款情况：

单位：万元，%

期后回款	2017年12月31日金额	截至2018年8月31日回款金额	回款比例	未回款的主要原因
六个月内	15,438.36	9,721.33	62.97	主要系2017年关联公司物业服务收入未能在当期全部回款所致。
六个月到1年	3,960.83	3,816.90	96.37	部分项目小业主欠款未收回。
1年以上	1,393.02	1,331.72	95.60	部分项目小业主欠款未收回。
合计	20,792.21	14,869.95	71.52	

(4) 2017年12月31日应收账款余额截至2019年8月31日回款情况：

单位：万元，%

期后回款	2017年12月31日金额	截至2019年8月31日回款金额	回款比例	未回款的主要原因
六个月内	15,438.36	15,265.32	98.88	部分项目小业主欠款未收回。
六个月到1年	3,960.83	3,929.31	99.20	部分项目小业主欠款未收回。
1年以上	1,393.02	1,351.67	97.03	部分项目小业主欠款未收回。
合计	20,792.21	20,546.30	98.82	

2017年末及2018年末应收账款于期后8个月同比期间内回款比例差异不大，分别为71.52%、70.34%。2019年3月31日应收账款截至2019年8月31日回款率为66.57%。报告期间内应收账款回款率无重大波动。2017年12月31日账面应收账款截至2019年8月31日的平均回款率为98.82%，2017年末应收账款已基本收回。

2018年末、2019年3月31日应收账款余额未全部回款主要原因为（1）2018年末收购了浙江润和物业有限公司，该公司接管的物业项目历史欠款催缴难度较大；（2）关联公司物业服务收入未能全部回款；（3）部分项目小业主催收欠款需要较长时间。

浙江润和物业有限公司于2018年12月被纳入招商物业合并范围，截止2018年末的历史欠款为374.97万元，根据预期信用损失率计提坏账207.13万元。2019年1-3月收回欠款6.37万元，回款率较低，该部分应收款项的预期信用损失率进一步增加，2019年3月末坏账准备余额241.02万元。

综上所述，公司物业项目实际收款率未出现明显恶化迹象，信用期外的回款率与信用期内相比并未显著降低，实际发生坏账损失的可能性较小，坏账准备计提充分。

补充披露情况：

招商物业报告期内各期末在信用期内和信用期外的应收账款余额及占比、在期后的收回金额和比例及收回比例的变动分析、应收账款周转率变动原因的进一步说明已在重组报告书“第九章/四/（一）拟购买资产的财务状况”中补充披露。物业费的结算模式已在重组报告书“第四章/七/（三）主要经营模式”中进行了补

充明确。

独立财务顾问核查意见：

经核查，独立财务顾问认为：

1、招商物业2018年度净利润增幅显著超过收入增幅的原因为招商物业毛利率等盈利指标提升，业绩快速增长而经营活动产生的现金流量净额下降的原因为2018年关联公司物业服务收入未能在当期全部回款，原因合理，收入成本确认符合行业惯例及企业会计准则的有关规定；

2、招商物业报告期内应收账款余额占比较大、增长较快、周转率下降等情形原因为收入变动、部分关联方回款较慢及部分客户付款审核周期较长导致部分物业服务收入未能在当期全部回款等，发生原因合理。采取预收方式的物业项目、预收比例、酬金制项目和包干制项目所占比例未发生重大变化，符合行业惯例及趋势，与同行业可比上市公司不存在显著差异；

3、招商物业报告期内各期末在信用期内和信用期外的应收账款余额及占比、在期后的收回金额和比例及变动分析已在重组报告书中补充披露，不存在物业项目收款率恶化的情形，坏账准备计提充分。

问题5、报告书显示，报告期内招商物业其他应收款下存在较多应收关联往来，其中最主要的部分为应收招商蛇口的资金归集款。根据招商蛇口资金管理的管理制度要求，招商物业在账面保留足够日常使用的资金后，剩余部分归集至招商蛇口，由其集中管理。截至报告书签署日，上述资金归集款已经全部归还至招商物业。请你公司说明：

(1) 截至目前招商物业与招商蛇口、招商局集团及其控制企业是否存在联合或者共管账户或其他协议约定等导致其资金可能被关联方使用的情况；

(2) 截至目前标的公司是否仍存在对关联方非经营性资金往来未收回的情形，如是，说明收回安排；

(3) 报告书签署日至本次交易实施前是否仍可能新增对关联方非经营性资金往来的情形及应对措施；

(4) 本次交易完成后标的公司在业务、资产、财务、人员、机构等方面与控股股东、实际控制人及其关联方保持独立性、防范违规资金占用等已/拟采取的内部控制措施。

请独立财务顾问核查并发表明确意见。

答复：

一、截至目前招商物业与招商蛇口、招商局集团及其控制企业是否存在联合或者共管账户或其他协议约定等导致其资金可能被关联方使用的情况

截至本核查意见出具日，招商物业与招商蛇口、招商局集团及其控制企业不存在联合或者共管账户或其他协议约定等导致其资金可能被关联方非经营性占用及其他影响标的公司财务独立的情况。

二、截至目前标的公司是否仍存在对关联方非经营性资金往来未收回的情形，如是，说明收回安排

本次交易前，根据招商蛇口资金管理的管理制度要求，招商物业作为招商蛇口全资100%控制的子公司，在账面保留足够日常使用的资金后，剩余部分归集至招商蛇口，由其集中管理，招商物业有资金需求时向招商蛇口提取使用。2019

年8月初，招商蛇口已经将上述资金归集款全部退回至招商物业。除上述情况外，招商物业不存在向其他关联方归集资金的情形。

截至本核查意见出具日，标的公司不存在对关联方非经营性资金往来未收回的情形。

三、报告书签署日至本次交易实施前是否仍可能新增对关联方非经营性资金往来的情形及应对措施

根据招商蛇口出具的《关于集团资金归集情况的说明》，其确认不会要求招商物业向其进行资金归集。另根据招商物业、招商蛇口分别出具的说明，其均确认自重组报告书签署之日至本次交易实施完成前，不会发生新增的招商蛇口及其控制的其他企业对招商物业非经营性资金占用的情形。

此外，为防范本次交易完成后对上市公司违规资金占用的情形，招商蛇口、招商局集团于2019年8月23日分别作出《关于资金占用和违规担保的承诺函》，承诺本次交易完成后，其作为中航善达的控股股东/实际控制人，将维护中航善达资产的独立性，确保本次交易完成后，中航善达不会出现被其及其下属控股企业违规占用资金的情形。

除上述外，自重组报告书签署日至本次交易实施前，招商物业将严格遵守其公司章程、《财务管理制度》等规章制度，确保招商物业财务机构的独立性，并对相关财务人员进行培训，要求其定期核查招商物业与其关联方之间的交易情况及资金往来，杜绝本次交易实施前关联方对其新增非经营性资金占用的情况。本次交易完成后，招商物业也将继续执行前述措施。

四、本次交易完成后标的公司在业务、资产、财务、人员、机构等方面与控股股东、实际控制人及其关联方保持独立性、防范违规资金占用等已/拟采取的内部控制措施。

（一）采取的内部控制措施

本次交易前，上市公司已经按照《公司法》《上市规则》等法律法规及中国证监会、深交所的相关规定，建立了完善的法人治理结构和严格的内部控制制度（包括《公司章程》《股东大会议事规则》《董事会议事规则》《关联交易管理

制度》等），对上市公司与其关联方之间的资金往来等关联交易建立了严格的内部决策权限及决策程序，上市公司在资产、业务、机构、人员及财务方面保持了独立。

本次交易完成后，标的公司将成为上市公司的全资子公司，招商蛇口将成为上市公司的控股股东，招商局集团将成为上市公司的实际控制人。上市公司将对标的公司的日常经营进行监管，在机构、人员、业务、财务及资产方面，将整体维持标的公司的独立法人架构以及现有经营、管理模式，在财务方面上市公司将督促标的公司严格按照《上市规则》等上市公司规范运作的相关规定及上市公司《公司章程》《关联交易管理制度》等内部管理制度的要求运作，并进一步完善标的公司内部控制制度，督促标的公司就关联交易事项严格履行相应的决策程序和信息披露程序，严格控制标的公司与招商蛇口、招商局集团及其控制的其他企业之间的资金往来，以保证上市公司的独立性、防范违规资金占用。

（二）关于防范违规资金占用、规范关联交易、增强上市公司独立性的承诺

1、关于防范违规资金占用的承诺或声明

为防范违规资金占用，招商蛇口、招商局集团于2019年8月23日作出《关于资金占用和违规担保的承诺函》，承诺“截至本函出具之日，本公司对招商物业不存在非经营性资金占用的情形。本次交易完成后，本公司作为中航善达的控股股东/实际控制人，将维护中航善达资产的独立性，确保本次交易完成后，中航善达不会出现被本公司及下属控股企业违规占用资金的情形，也不会出现对本公司及下属控股企业违规提供担保的情形。若本公司不再拥有中航善达的控股/控制权，则本函自动失效”。

此外，招商物业已出具说明，确认“自《发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）》签署之日起至本次交易实施完成前，不会发生新增的对关联方非经营性资金往来的情形”；招商蛇口已出具说明，确认“自《中航善达股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）》签署之日起至本次交易实施完成前，本公司或本公司下属企业不会发生新增的与招商物业非经营性资金往来的情形”。

2、关于规范和减少关联交易的承诺

本次交易完成后，标的公司将成为上市公司的全资子公司。为规范和减少上市公司的关联交易，中航技深圳、本次交易的交易对方作出《关于规范和减少关联交易的承诺函》，承诺：“1、本次交易完成后，本公司及本公司控制的其他企业将尽量避免与中航善达及其控股、参股公司之间产生关联交易事项；对于不可避免发生的关联业务往来或交易，将在平等、自愿的基础上，按照公平、公允和等价有偿的原则进行，交易价格将按照市场公认的合理价格确定。2、本公司将严格遵守中航善达公司章程等规范性文件中关于关联交易事项的回避规定，所涉及的关联交易均将按照规定的决策程序进行，并将履行合法程序、及时对关联交易事项进行信息披露；不利用关联交易转移、输送利润，损害中航善达及其他股东的合法权益。3、本公司如因不履行或不适当履行上述承诺因此给中航善达及其相关股东造成损失的，本公司将依法承担赔偿责任”。

此外，招商局集团作出《关于规范和减少关联交易的承诺函》，承诺：“1、本次交易完成后，本公司及本公司控制的其他企业将尽量避免与中航善达及其控股公司之间产生关联交易事项；对于不可避免发生的关联业务往来或交易，将在平等、自愿的基础上，按照公平、公允和等价有偿的原则进行，交易价格将按照市场公认的合理价格确定。2、本公司将严格遵守中航善达公司章程等规范性文件中关于关联交易事项的回避规定，所涉及的关联交易均将按照规定的决策程序进行，并将履行合法程序、及时督促对关联交易事项进行信息披露；不违法利用关联交易转移、输送利润，损害中航善达及其他股东的合法权益。3、本公司如因不履行或不适当履行上述承诺因此给中航善达及其相关股东造成损失的，本公司将依法承担相应法律责任”。

3、关于保持上市公司独立性的承诺

为保持上市公司的独立性，中航技深圳、本次交易的交易对方作出《关于保持上市公司独立性的承诺函》，承诺：“1、本次交易完成后，本公司及本公司控制的其他企业不会利用上市公司股东的身份影响上市公司的独立性，将继续按照A股上市公司相关规范性文件的相关要求履行法定义务，避免同业竞争、规范关联交易、保证中航善达在资产、机构、业务、财务、人员等方面保持独立性。

2、本公司如因不履行或不适当履行上述承诺因此给中航善达及其相关股东造成损失的，本公司将依法承担赔偿责任。”

此外，招商局集团作出《关于保持上市公司独立性的承诺函》，承诺：“1、本次交易完成后，本公司及本公司控制的其他企业不会利用上市公司股东的身份影响上市公司的独立性，将继续按照A股上市公司相关法律法规及规范性文件的相关要求在资产、机构、业务、财务、人员等方面与中航善达保持独立性。2、本公司如因不履行或不适当履行上述承诺因此给中航善达及其相关股东造成损失的，本公司将依法承担相应法律责任。”

独立财务顾问核查意见：

经核查，独立财务顾问认为：

1、截至本核查意见出具日，招商物业与招商蛇口、招商局集团及其控制企业不存在联合或者共管账户或其他协议约定等导致其资金可能被关联方非经营性占用及其他影响标的公司财务独立的情况；

2、截至本核查意见出具日，标的公司不存在对关联方非经营性资金往来未收回的情形；

3、根据招商物业及招商蛇口出具的书面说明，自重组报告书签署日至本次交易实施前不会发生新增的招商蛇口及其控制的其他企业对招商物业非经营性资金占用的情形；此外，招商物业将采取相应措施，以防范本次交易实施前关联方对其新增非经营性资金占用的情况；

4、本次交易完成后，标的公司将成为上市公司的全资子公司，标的公司将按照《上市规则》等上市公司规范运作的相关规定及上市公司的内部管理制度的要求运作，以保证其独立性、防范违规资金占用；此外，中航技深圳、本次交易的交易对方及招商局集团已作出相关承诺，以保证本次交易完成后标的公司在业务、资产、财务、人员、机构等方面与控股股东、实际控制人及其关联方保持独立并防范违规资金占用。

问题6、报告书显示，标的公司2017年、2018年归属于母公司股东的净利润分别为6,792.96万元、14,594.46万元。业绩补偿义务人承诺，如本次交易于2019年度实施完毕，则标的公司2019年度、2020年度及2021年度净利润分别为不低于1.59亿元、1.89亿元、2.15亿元；如本次交易于2020年度实施完毕，则标的公司在业绩承诺期2020年度、2021年度、2022年度净利润分别为不低于1.89亿元、2.15亿元、2.35亿元。报告书称，上述业绩承诺金额参考了《标的资产评估报告》中收益法下净利润的测算，并经交易各方进一步协商后得出。交易完成后，中航善达账面商誉占净资产比例预计达31.60%。请你公司：

(1) 补充披露收益法下招商物业合并报表层面各期预测净利润金额，与上述业绩承诺金额的差异及原因；

(2) 说明相关业绩承诺指标设置的合理性及可实现性，承诺业绩是否符合标的公司实际经营情况及所处行业发展趋势。

请评估机构、独立财务顾问核查并发表明确意见。

答复：

一、补充披露收益法下招商物业合并报表层面各期预测净利润金额，与上述业绩承诺金额的差异及原因

本次评估对招商物业母公司及其下属全部子公司分别进行了评估，评估机构对招商物业及其下属控股子公司（不包含合营公司和联营公司）预测期的净利润加和汇总，得到本次评估收益法的预测净利润。本次评估的收益法净利润预测与交易对方的业绩承诺金额的差异比较情况如下：

单位：亿元

	2019年	2020年	2021年	2022年
业绩承诺金额	1.59	1.89	2.15	2.35
本次评估收益法预测净利润	1.44	1.64	1.88	2.06
差异金额	0.15	0.25	0.28	0.29

注1：非全资子公司北京招商局物业管理有限公司的利润已考虑按80%的持股比例计算；

注2：标的公司2019年1-3月实际实现归母净利润0.41亿元，标的公司2019年1-3月实际实现归母净利润与2019年4-12月评估预测净利润加总后为1.44亿元。

业绩承诺金额与收益法下各期预测净利润金额的差异主要包括标的公司溢余货币资金产生的利息收入（计入财务费用）与投资收益。在对标的资产进行收益法评估时，截至评估基准日的溢余货币资金在最终计算评估值时加回，故溢余货币资金在未来实际经营活动中产生的利息收入并未体现在收益法预测净利润中，因此在设置业绩承诺指标时需对相关利息收入进行补充预测与加回；除此以外，招商物业对联营、合营公司深圳招商华侨城物业管理有限公司、招商局漳州开发区南太武产业园物业服务与北京招商局天平物业管理有限公司的长期股权投资作为非经营性资产在最终计算评估值时加回，故其产生的投资收益未体现在收益法预测净利润中，因此在设置业绩承诺指标时需对投资收益进行补充预测与加回。

二、说明相关业绩承诺指标设置的合理性及可实现性，承诺业绩是否符合标的公司实际经营情况及所处行业发展趋势。

本次交易的交易对方对标的资产的承诺净利润的构成主要包括业绩承诺期的经营利润与利息收入、投资收益等。业绩承诺指标设置时已经充分考虑了标的公司历史经营情况、同行业公司水平、行业发展趋势等因素，具有合理性及可实现性。具体分析如下：

（一）评估机构对本次评估的收益法中经营利润的预测充分考虑了标的公司的实际经营情况，假设合理、具有可实现性

1、物业管理业务

影响物业管理板块收入的关键指标为管理面积和物业费单价。

招商物业管理面积的增长来源于借力招商蛇口开发的地产项目和第三方市场业务拓展。在预测未来管理面积时，评估机构充分考虑了历史实际管理面积、历史平均续约率水平、报告期内各期新拓展管理面积水平、管理层未来的拓展计划等，相关假设合理、谨慎。

对于物业费单价，评估机构考虑了历史平均收费水平和变动情况及行业平均物业费变动趋势的数据，并参考了招商物业2018年实际物业费单价、2016年至2018年发布的《中国物业服务百强企业研究报告》及《2017年中国物业服务价格

指数研究报告》《2018年中国物业服务价格指数研究报告》披露的物业费单价变动情况等，对未来物业费增速做出了较为合理和谨慎的预测。

物业管理的营业成本主要由人工成本、安保费用、清洁卫生费等费用构成，占营业收入比例较为稳定。评估机构结合企业业务规模及发展计划，参考历史期成本水平，在充分考虑预测期各项成本变动的基础上，本着谨慎性原则，合理预测了预测期的营业成本。

2、专业服务业务

专业服务板块主要包括设施运营业务、建筑科技业务、社区商业业务与经纪顾问业务，影响收入和成本的关键因素为相关业务的业务规模。评估机构综合考虑了标的公司报告期内专业服务业务的实际经营情况、标的公司未来规划等因素，并参考了行业的发展趋势，合理预测了专业服务的收入与成本。

综上，本次评估的收益法预测的各项关键假设符合标的公司实际经营情况和行业发展趋势，各项假设合理、谨慎，具有可实现性。

（二）评估机构对本次评估的收益法中经营利润的预测符合行业发展趋势

除基于标的公司自身实际经营情况外，评估机构在本次评估进行收益法盈利预测时，相关假设充分考虑了以下行业特征与发展趋势：

1、行业规模增长迅速

物业管理行业的增量主要来自于新售出的商品房及新增商办项目，据国家统计局数据显示，从2008年到2018年，全国房屋竣工面积累计达101.15亿平方米，年均竣工面积达9.20亿平方米；全国商品房销售面积累计136.33亿平方米，年均销售12.39亿平方米。2018年，全国房地产开发企业商业营业用房新开工房屋面积达到20,065.69万平方米。增量可观的同时，也有一大批存量商品房亟需引入现代化物业管理服务。我国一些地方政府推动老旧住宅区引入物业管理。增量房、存量房以及老旧住宅区为物业管理行业提供了巨大的市场空间。

基础物业服务市场未来潜力巨大。根据《2019中国物业服务百强企业研究报告》，结合内外部宏观经济环境，预计到2025年商品住宅销售面积累计238亿平方米，预计市场规模6,426亿元；非住宅销售面积累计达到37亿平方米，

预计市场规模 2,628.48 亿元。

增值服务市场亦有广阔发展空间。根据上述行业报告，2018 年中国社区增值服务市场规模约为 9,220.90 亿元，按照 10% 的增长率计算，到 2025 年市场容量预计达 1.80 万亿元。根据《2019 中国物业服务百强企业研究报告》，2018 年，我国百强物业管理企业多种经营收入均值达 17,290.65 万元，同比增长 28.02%。

2、行业内公司经营绩效逐步提升

近年来领先的物业管理企业通过引入新科技、新模式、新管理技术，不断提高经营效率，经营绩效明显改善。根据中国指数研究院与中国房地产 TOP10 研究组发布的《2019 中国物业服务百强企业研究报告》，2018 年，百强企业营业收入均值达 88,617.51 万元，同比增幅 19.41%，净利润均值为 7,221.40 万元，同比增长 25.95%，净利率为 8.15%，同比增加 0.42 个百分点，经营绩效逐步提升。

3、技术创新与模式创新推动增值服务多样化，收入结构更加完善，业务规模持续发展

领先的物业管理企业突破传统框架，借力新技术、新模式，实现规模业绩提升。头部物业管理企业嫁接移动互联网、大数据、云计算等新技术，持续创新服务模式，延伸服务链条，打磨个性化、差异化和定制化产品，优化服务供给，拓宽收入来源，完善收入结构，不断挖掘物业服务的附加值和边际效益。

物业管理企业积极满足业主美好生活需求，不断丰富业主增值服务种类，提升业主及住户生活体验；2018 年，业主增值服务收入占多种经营服务收入比例达 54.40%，其中，空间运营收入占比达 22.33%，房屋经纪、电商服务及社区金融占比分别为 18.35%、13.90% 及 10.17%，家政服务及养老服务占比分别达 8.01% 和 5.39%。另一方面，物业管理企业开展针对地产开发商等的非业主增值服务，在多种经营服务收入中的占比达 45.60%。

（三）承诺净利润的其他部分具备合理性与可实现性

除以上所述的经营利润外，承诺净利润其他部分主要包含利息收入与投资收益部分，其合理性及可实现性分析如下：

1、利息收入

截至评估基准日，标的公司持有货币资金 8,892.31 万元，应收集团资金归集款 98,641.95 万元。截至重组报告书披露日，上述资金归集款项已经全部归还至招商物业。

招商物业整体持有现金量较大，本次评估在测算标的公司正常经营所必需持有资金后，将其余部分货币资金作为溢余资金，在计算企业全部权益价值中直接加回，财务费用预测不再单独考虑该部分货币资金的利息收入，对财务费用的预测仅考虑标的公司正常业务开展所需发生的银行手续费。

报告期内，标的公司除正常经营所必需外的溢余资金主要根据招商蛇口资金管理的管理制度要求归集至招商蛇口，参考同期银行存款基准利率获得利息收入，截至报告书出具日，标的公司已将集团资金归集款全部收回，标的公司未来可将该等资金及因持续经营产生的增量货币资金用于银行定期存款、结构性存款等保本理财类产品，获得相应的利息收入。该等利息收入属于经常性损益，在设置业绩承诺指标时以收益法下各期预测净利润金额为基础，对该等利息收入进行了预测并在财务费用中加回，管理层参考市场有保本约定投资产品的收益率与标的公司自身投资计划，对预测期利息收入进行了估计，具有合理性与可实现性。

2、投资收益

本次评估对标的公司持有的未纳入合并报表范围的长期股权投资进行评估后，将评估结果作为非经营性资产在计算企业全部权益价值中直接加回，收益法的利润预测中不再单独考虑该等长期股权投资产生的投资收益。

投资收益中的被投资企业为深圳招商华侨城物业管理有限公司、招商局漳州开发区南太武产业园物业服务有限公司与北京招商局天平物业管理有限公司等稳定经营的物业管理公司。管理层预测被投资企业经营情况不会发生重大变动，综合历史期投资收益情况与被投资企业合理的增长速度对投资收益进行了预测，具备合理性与可实现性。

（四）业绩承诺指标的总体合理性和可实现性分析

总体来看，相关业绩承诺指标设置具备合理性及可实现性：

1、评估机构对预测期收入、成本等相关参数的估算主要根据招商物业历史

经营数据、行业发展趋势和同行业公司水平以及评估机构对其未来成长的判断进行测算，对于各业务影响收入、成本关键参数的确定均考虑了该业务所在行业的发展趋势，引用的历史经营数据真实准确、对招商物业的预测期收益参数和成长预测合理、测算金额符合行业及招商物业本身的实际经营情况。

2、业绩承诺指标系以收益法下各期预测净利润金额为基础，经交易各方协商，结合标的公司实际经营模式、资产类型进行合理调整确定，业绩承诺指标构成与标的公司盈利实现形式一致。业绩承诺指标是对本次交易标的资产价值与盈利能力的合理反映，且不低于本次收益法评估预测对应的税后净利润数，有利于保护中小股东利益。

3、招商物业未来盈利增长的实现得益于以下因素：（1）房地产市场各业态增量项目增长，存量项目替换带来巨大市场需求；（2）续约率持续高企，存量项目稳定；（3）借力招商蛇口实现稳健扩张，着力市场化业务拓展；（4）重视公司管理，持续提升经营管理效率。

综上，相关业绩承诺指标设置具有合理性、可实现性，承诺业绩符合标的公司实际经营情况及所处行业发展趋势。

补充披露情况：

本次评估的收益法净利润预测与交易对方的业绩承诺金额的差异及原因，已在重组报告书“第五章/一/（八）业绩承诺及补偿安排”进行了补充披露。

独立财务顾问核查意见：

经核查，独立财务顾问认为：本次评估的收益法净利润预测与交易对方的业绩承诺金额的差异及原因，已在重组报告书中补充披露；相关业绩承诺指标的设置有合理性、可实现性，承诺业绩符合标的公司实际经营情况及所处行业发展趋势。

问题7、毛利率敏感性分析显示，毛利率变动对标的公司估值有较大的影响，而标的公司报告期内毛利率波动较大。请分业务类型说明收益法下对标的公司评估过程中预测的毛利率情况是否与同行业可比上市公司存在较大差异及原因、毛利率较高的专业服务类业务快速增长原因以及是否符合相关行业的发展趋势。请评估师、独立财务顾问核查并发表明确意见。

答复：

一、收益法下对标的公司评估过程中预测的毛利率情况是否与同行业可比上市公司存在较大差异及原因

根据对招商物业及其下属控股子公司（不包含合营公司和联营公司）的物业管理业务和专业服务业务的收入和成本进行汇总，评估机构计算得到预测期物业管理业务和专业服务业务的毛利率。

（一）物业管理业务毛利率分析

标的公司预测期成本系以报告期内成本水平为基础，综合考虑单位人工成本上升、管理面积增加的规模效应以及科技化、信息化提升效率等因素进行预测，同时由于基础物业管理各业态收入结构在预测期的变动，物业管理业务综合毛利率基本稳定、略有下降，物业管理业务成本预测及毛利率表现相对谨慎、稳健。

报告期内，招商物业的物业管理业务毛利率情况如下：

单位：万元，%

项目	2017年	2018年	2019年1-3月
营业收入	229,665.92	282,104.54	65,410.97
营业成本	217,902.14	263,141.16	61,393.19
毛利率	5.12	6.72	6.14

预测期内，招商物业的物业管理业务毛利率情况如下：

单位：万元，%

项目	2019年4-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年-永续
营业收入	257,128.57	420,168.34	475,537.62	513,511.49	541,987.31	562,848.65
营业成本	239,866.38	392,252.39	444,001.41	479,580.20	506,293.83	525,862.96

项目	2019年 4-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年-永续
毛利率	6.71	6.64	6.63	6.61	6.59	6.57

主营业务为物业资产管理的同行业A股上市公司物业管理业务毛利率情况如下：

单位：%

证券代码	公司简称	2018年度	2017年度
000043.SZ	中航善达	10.05	10.89
603506.SH	南都物业	19.22	20.91
平均值		14.64	15.90

数据来源：上市公司年报

标的公司评估过程中预测的物业管理业务毛利率低于同行业可比上市公司水平，主要原因有：

1、主要服务的物业业态不同。南都物业较早进入综合商业物业市场，获得了多个综合体、写字楼等商办项目，且业务区域较为集中。中航善达服务的物业业态中写字楼等办公物业占比较大，该类业态的物业服务毛利率低于商办物业，但高于住宅物业。相对而言，招商物业服务的物业业态中毛利率相对较低的住宅物业占比较高。因此，南都物业和中航善达的物业管理业务毛利率高于招商物业。

2、公司战略定位因素影响。招商物业成立之初系招商局系统内物业服务平台，为招商局系统自有物业及向招商蛇口开发的楼盘提供物业服务。经过多年发展，招商物业在业内取得较好市场声誉，招商物业十分注重服务质量和品牌建设，投入相对较大，对毛利率有一定影响。

3、受用工成本因素影响。物业服务成本中占比最大的项目是人工成本。招商物业服务定位高端，人均薪酬开支相对较高。

（二）专业服务业务毛利率分析

招商物业预测期专业服务成本系以报告期内成本水平为基础进行预测，考虑到经历前期的业务培育、团队培养与业务规模拓展，各项专业服务业务模式、盈

利能力相对成熟，预测期毛利率表现相对稳定，小幅波动主要由于各项专业服务收入结构变化所致。总体而言，专业服务成本预测及毛利率表现相对稳健。

报告期内，招商物业的专业服务业务毛利率情况如下：

单位：万元，%

项目	2017年	2018年	2019年1-3月
营业收入	28,391.61	30,872.04	7,310.14
营业成本	24,884.54	25,469.02	6,327.87
毛利率	12.35	17.50	13.44

招商物业预测期专业服务业务毛利率情况如下：

单位：万元，%

专业服务	2019年4-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年-永续
营业收入	37,039.80	42,056.86	46,694.48	52,248.95	56,834.47	60,576.93
营业成本	32,745.01	37,389.94	41,482.61	46,353.53	50,415.66	53,780.85
毛利率	11.60	11.10	11.16	11.28	11.29	11.22

同行业A股上市公司增值服务/专业服务毛利率情况如下：

单位：%

证券代码	公司名称	综合毛利率	
		2018年度	2017年度
603506.SH	南都物业	67.08	74.32

市场上物业公司结合公司自身业务基础及发展战略以开拓多类型服务，延伸服务链条，打磨个性化、差异化和定制化产品，各公司专业服务类型及模式存在一定差异。例如，南都物业的增值服务内容是为住户提供家政服务、私人绿化服务、室内维修服务等，与招商物业专业服务内容不同，因此毛利率差别较大。

二、毛利率较高的专业服务业务快速增长原因

预测期内，招商物业专业服务业务收入增长率如下：

单位：万元，%

预测期	2019年4-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年-永续
营业收入	37,039.80	42,056.86	46,694.48	52,248.95	56,834.47	60,576.93
收入增长率	-	13.55	11.03	11.90	8.78	6.58

注：预测期2020年增长率系预测2020年专业服务业务收入较预测2019年4-12月专业服务业务收入的增长水平。

标的公司专业服务增长较快，主要原因如下：

1、标的公司按照市场化发展思路，积极践行物业基础服务和专业服务协同发展商业模式，即以“双文明”为特色，打造卓越的物业基础服务能力，形成相关专业服务业务协同发展的良好基础。未来，随着招商物业基础物业服务规模的扩大、在管面积的上升，专业服务业务发展会得到更多支持。

2、专业服务业务主要分为设施运营业务、建筑科技业务、社区商业业务与经纪顾问业务。预测期内，建筑科技与社区商业板块收入的快速增长构成招商物业专业服务业务规模提升的主要源动力。

预测期内建筑科技业务持续增长，主要得益于（1）业务拓展可有效借力招商蛇口，亦受益于招商物业自身管理面积的提升；（2）成功进行了建筑科技业务的市场化拓展；（3）积极开展研发。随着产品的逐渐增多，建筑科技板块可为存量客户提供更多服务，亦可开发新的客户类型。

社区商业服务以“到家汇”互联网平台为依托，整合服务商资源提供社区商城、企业集采、资源运营等服务。未来，依托于招商物业管理面积的持续扩大，在管物业客户群体规模不断上升，社区商业的社区商城、企业集采等业务会拥有更多的应用场景，业务规模可以得到持续的增长。

总体而言，招商物业专业服务业务的增长速度具备合理性，符合行业趋势，主要原因为：

1、专业服务业务预测期的增长速度符合历史增长趋势。报告期内，招商物业2017年和2018年专业服务业务收入增长率分别为25%和15%。总体来看，预测期专业服务业务收入规模以10%左右的增长率稳定扩大，且增长水平逐年趋缓。

考虑到专业服务逐渐进入成熟期、行业竞争日趋激烈等因素，专业服务的增长速度具备合理性。

2、专业服务的快速增长与行业趋势相符。除基础物业服务以外的多种经营收入/专业服务收入逐步成为物业公司收入的重要组成部分。近年来，主流物业公司根据自身定位，理性发展多种经营业务，取得了良好的收入增长水平。根据《2019中国物业服务百强企业研究报告》，2018年，中国百强物业管理企业多种经营收入均值同比增长率为28.02%。考虑到招商物业专业服务业务稳健的发展策略，专业服务的增长速度符合行业趋势。

独立财务顾问核查意见：

经核查，独立财务顾问认为：标的公司物业管理服务业务毛利率低于同行业可比上市公司，主要因为所管理物业业态不同、公司战略定位差异与用工成本因素的影响。专业服务业务毛利率与同行业可比上市公司差异较大，是由于各公司发展专业服务的类型及模式存在一定差异。专业服务业务快速增长源于协同发展的商业模式及细分业务规模的高速提升，符合相关行业的发展趋势。

问题8、评估说明显示，评估机构在对招商物业100%股权采用收益法评估过程中，选取了国创高新、世联行、深物业A、我爱我家和中航善达五家上市公司作为参照公司测算标的公司Beta值；报告书在进行发行价格合理性分析时，选取了世联行、国创高新、南都物业、我爱我家的市盈率情况作为参照分析对象。而世联行、国创高新、我爱我家均主要从事房地产经纪业务，业务模式与标的资产存在一定差异。

请说明未选择同行业其他主要已上市企业，如中海物业、雅生活服务、绿城服务、碧桂园服务等作为可比对象的原因及主要考虑，前述评估及分析过程中所选取的参照公司是否具备恰当性、代表性和可比性。请评估机构、独立财务顾问核查并发表明确意见。

答复：

一、未选择同行业其他主要已上市企业，如中海物业、雅生活服务、绿城服务、碧桂园服务等作为可比对象的原因及主要考虑

主要从事物业管理业务的主要已上市企业，除中航善达、南都物业外，如中海物业、雅生活服务、绿城服务、碧桂园服务等，均为香港联交所上市公司，而本次交易中上市公司中航善达为内地 A 股上市公司，标的公司招商物业为内地企业，由于内地 A 股上市公司与香港联交所上市公司所属的股票市场风险不同，Beta 值与股票市场风险直接相关，香港联交所上市公司 Beta 值可参考性较低，因此本次收益法评估过程中，测算标的公司 Beta 值未选择同行业其他主要已上市企业，如中海物业、雅生活服务、绿城服务、碧桂园服务等香港联交所上市公司作为参照。

如上所述，同行业其他主要已上市企业，如中海物业、雅生活服务、绿城服务、碧桂园服务等均为香港联交所上市公司，在香港联交所市场进行交易。香港联交所市场与内地 A 股市场在资本市场特征、估值水平、投资者构成和偏好等方面存在一定的差异，估值水平可比性较差，因此发行价格合理性分析未选择同行业其他主要已上市企业，如中海物业、雅生活服务、绿城服务、碧桂园服务等香港联交所上市公司作为参照。

二、选取国创高新、世联行、深物业 A、我爱我家和中航善达五家上市公司

作为参照公司测算标的公司 Beta 值的原因

目前 A 股市场主要从事物业管理业务的已上市企业仅有中航善达和南都物业。南都物业 2018 年 2 月 1 日上市，距本次评估基准日仅 1 年 2 个月，缺乏足够的交易记录以合理评估其 Beta 值，不宜作为可比公司，而仅选择中航善达作为可比公司参照范围单一，缺乏审慎及稳健性。

本次收益法评估过程中，测算标的公司 Beta 值的可比公司选取范围为 A 股房地产相关行业上市企业，选取标准如下：1、房地产相关行业，以房地产业务为主；2、公司上市满 2 年，2018 年营业收入超过 20 亿元；3、若为房地产开发业的，2018 年物业管理收入占总营业收入比例超过 10%。

基于上述标准，确定国创高新、世联行、我爱我家、中航善达和深物业 A 等 5 家可比公司。

1、国创高新主要从事房地产中介服务，以新房代理业务、房屋经纪业务为核心业务板块，致力于打造成为全国房地产行业提供线上与线下(O2O)全渠道营销解决方案的房地产互联网交易平台。

2、世联行是中国最具规模的房地产顾问公司之一，主要从事房地产交易服务、交易后服务、资产运营服务和资产管理（含物业管理）服务。

3、我爱我家主营业务为房地产综合服务，包含房地产经纪业务、住宅和商业资产管理业务（含物业管理）以及新房业务，房地产经纪业务、房屋资产管理业务等主业均居行业前列，是行业领域有重要影响力的龙头企业之一。

4、中航善达主业范围为物业资产管理（物业管理、设备设施管理、资产经营以及服务承包等）、商业物业资产的投资与经营、项目开发服务（项目咨询、开发服务）、创新项目孵化。

5、深物业 A 形成了以房地产开发为主业，物业管理、物业租赁、出租汽车营运、餐饮服务、物流仓储、工程监理等为辅的跨行业、多元化经营格局，2018 年物业管理收入占总营业收入比例为 14.39%。深物业 A 旗下深圳市国贸物业管理有限公司连续数年被评选为“全国物业管理企业百强”。

世联行、国创高新、我爱我家与标的公司同属于房地产服务行业，且同为轻

资产业务模式，具体业务内容虽然有一些差异，但收入来源均主要是围绕房地产资产为客户提供相关服务；中航善达与标的公司均主要从事物业管理业务；深物业 A 物业管理收入占比相对较高，且旗下物业管理公司规模相对较大、市场竞争力相对较强。

综上所述，本次收益法评估过程中，测算标的公司 Beta 值选取 A 股中国创新高、世联行、深物业 A、我爱我家和中航善达五家上市公司作为参照公司具备恰当性、代表性和可比性。

三、选取了世联行、国创新高、南都物业、我爱我家的市盈率情况作为参照分析对象进行发行价格合理性分析的原因

如前所述，A 股上市公司中，世联行、国创新高、我爱我家属于房地产服务行业，具体业务内容虽然与中航善达有一些差异，但收入来源均主要是围绕房地产资产为客户提供相关服务。南都物业则以物业管理为主业，与中航善达主要经营业务一致。

综上所述，重组报告书在进行发行价格合理性分析时，选取世联行、国创新高、南都物业、我爱我家作为参照公司具备恰当性、代表性和可比性。

独立财务顾问核查意见：

经核查，独立财务顾问认为：评估机构在对招商物业 100% 股权采用收益法评估过程中，及报告书进行发行价格合理性分析时所选取的参照公司具备恰当性、代表性和可比性。

问题9、报告书披露了本次重组相关的业绩承诺及补偿安排。考虑到业绩承诺期内可能出现股东现金补偿后其股份转让限制后续被解除的情形，请补充说明减值测试部分的“补偿股份数量”计算公式未剔除补偿期限内已实施现金补偿相关影响的考虑及合理性。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

答复：

一、业绩承诺及补偿安排关于减值测试部分约定的合理性

根据中国证监会于2015年9月18日发布的《上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》（下称“《监管问答》”）的规定，“交易对方为上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人，应当以其获得的股份和现金进行业绩补偿”；“业绩补偿应先以股份补偿，不足部分以现金补偿”；“在补偿期限届满时，上市公司应当对拟购买资产进行减值测试，如：期末减值额/拟购买资产交易作价 $>$ 补偿期限内已补偿股份总数/认购股份总数，则交易对方需另行补偿股份，补偿的股份数量为：期末减值额/每股发行价格 $-$ 补偿期限内已补偿股份总数”。

鉴于本次交易的交易对方招商蛇口为上市公司的潜在控股股东，招商蛇口、深圳招商地产已于本次交易的《补偿协议》中对相关业绩承诺及所涉股份、现金补偿安排作以约定，其中就减值测试部分，约定如招商物业100%股权业绩承诺期期末减值额/交易价格 $>$ 补偿期限内已补偿股份总数/认购股份总数，则招商蛇口、深圳招商地产需另行补偿股份，股份补偿数量计算公式为“补偿股份数量=期末减值额/每股发行价格 $-$ 补偿期限内已补偿股份总数”，与上述《监管问答》规定的内容一致。

此外，根据《监管问答》及《补偿协议》，当发生补偿事项时招商蛇口、深圳招商地产应以其获得的股份和现金进行业绩补偿，且股份补偿优先于现金补偿。故，在通常情况下，计算需补偿股份数量时不会发生现金减项，如果涉及现金减项，已补偿现金在计算期末减值额时将予以扣除。

综上，本次减值测试部分的“补偿股份数量”计算公式与《监管问答》规定一致，未直接约定需剔除补偿期限内已实施的现金补偿不影响相关安排的合理性。

独立财务顾问核查意见：

经核查，独立财务顾问认为：《补偿协议》减值测试条款所约定的“补偿股份数量”计算公式系根据《监管问答》的规定所确定，未直接约定需剔除补偿期限内已实施的现金补偿不影响相关安排的合理性。

（本页无正文，为《中国国际金融股份有限公司关于深圳证券交易所<关于对中航善达股份有限公司的重组问询函>相关问题之核查意见》之签章页）

中国国际金融股份有限公司

2019 年 9 月 6 日