

关于对港中旅华贸国际物流股份有限公司
收购大安项目事项的二次问询函
(上证公函【2019】2660号)
问询意见答复函



北京中同华资产评估有限公司

China Alliance Appraisal Co.,Ltd.

日期：2019年8月30日

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院中海地产广场西塔3层

邮编：100077

电话：010-68090001

传真：010-68090099

上海证券交易所上市公司监管一部：

感谢贵所对“港中旅华贸国际物流股份有限公司收购大安项目事项”进行审核并提出的问询意见。北京中同华资产评估有限公司（以下简称“我公司”）就贵所提出的问询意见，进行了认真的分析和研究，现就问询意见答复如下，提请贵所核阅。

问题：根据披露，本次拟收购业务组采用收益法和市场法进行评估，并最终选择了收益法的评估结果。本次评估中，两个相关业务组按益法评估增值率分别达到 78.4 倍和 103.92 倍。请补充披露：（1）本次评估选择收益法和市场法进行评估的原因及合理性；（2）收益法评估的预测期、增长率、折现率等关键参数，并说明选取依据及合理性；（3）市场法评估可比公司的选取标准、依据及合理性；（4）会计师和评估师对上述问题的发表意见并充分论证本次高溢价评估的合理性。

答复：

1、本次评估选择收益法和市场法进行评估的原因及合理性

（1）选择收益法和市场法进行评估的原因

依据资产评估基本准则，确定资产价值的评估方法包括市场法、收益法和成本法三种基本方法及其衍生方法。资产评估专业人员应当根据评估目的、评估对象、价值类型、资料收集等情况，分析上述三种基本方法的适用性，依法选择评估方法。

评估人员结合评估目的、评估对象、价值类型、资料收集等情况，确定本次评估选用的评估方法为收益法和市场法。评估方法选择理由如下：

选取收益法评估的理由：评估对象为与货运代理相关的业务组合，未来收益期和收益额可以预测并可以以货币衡量，获得预期收益所承担的风险也可以量化，故本次评估选用了收益法。

选取市场法评估的理由：评估对象为与货运代理相关的业务组合，可以在资本市场和产权交易市场中找到与评估对象相同或相似的可比上市公司，故适用市场法评估。

年度	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
量(亿件)	1.30	1.28	1.8	2.6	3.3	4.3	6.2	8.3	11.1
收入(亿元)	178.8	184.7	205.6	270.7	315.9	369.6	429	528.9	585.7

目前中国邮政为中国国际速递的业务巨头，本土运作数十年的经验，众多网点以及专业化的运输队伍仍然是未来营收的有力保障，此外中国邮政拥有巨大的品牌效应，中国邮政曾获得美国《读者文摘》评选的快递行业“中国最具影响力十大品牌”奖，具有较强的竞争力和发展前景。

通过与中国邮政相关人员访谈了解，大安物流、迅诚国际为中国邮政的主要货运代理商之一，历史年度大安物流、迅诚国际承做的货运代理业务占中国邮政邮件货运代理总运量的比例基本稳定，双方已合作已超过 10 年，大安物流、迅诚国际的服务质量得到了中国邮政的信任，随着中国邮政邮件出口运量逐年递增，未来大安物流、迅诚国际的货运代理运量将有较大可能实现上涨。

①大安物流

从评估对象自身业务数据分析，大安物流承做中国邮政的邮件出口货运代理业务，2016 年运量 20,000 吨、2017 年运量 25,000 吨、2018 年运量 28,000 吨。

根据审定的业务组模拟财务报表显示，大安物流收入包括国际货运代理业务、路面运输业务、代理报关业务，2018 年收入较 2017 年增长 7.9%，高于未来年度的预测增长率，较为合理。各业务于预测期内的增长情况如下：

金额单位：人民币万元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	稳定期
国际货运代理	59,233.96	64,543.98	68,739.34	73,207.40	77,599.84	82,255.83	87,191.18	87,191.18
增长率		9.0%	6.5%	6.5%	6.0%	6.0%	6.0%	0.0%
路面运输	2,936.05	2,787.03	2,315.19	2,315.19	2,315.19	2,315.19	2,315.19	2,315.19
增长率		-5.1%		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
代理报关	1,268.78	1,129.81	963.10	963.10	963.10	963.10	963.10	963.10
增长率		-11.0%		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
合计	63,438.80	68,460.82	72,017.63	76,485.69	80,878.13	85,534.12	90,469.47	90,469.47
		7.9%	5.2%	6.2%	5.7%	5.8%	5.8%	0.0%

国际货运代理业务：大安物流货运代理业务收入 2018 年增长率为 9.0%，本次大安物流管理层结合市场政策导向、行业发展情况、自身发展规划等方面，预计 2019 年、2020 年货运代理收入增长率为 6.5%，并于 2021 年至 2023 年降至 6%，

以反映预测期内市场竞争加剧等不确定性因素的影响。

路面运输与代理报关业务：对于 2019 年 4-12 月收入的预测，参考 2017 年 1 季度、2018 年 1 季度同类业务占全年收入的比例，结合 2019 年 1 季度实际收入金额，确定 2019 年全年收入金额，再扣减 2019 年 1 季度已实现收入金额确定。自 2020 年起预测年度收入金额保持与 2019 年全年收入金额持平。根据与大安物流业务人员访谈了解，2019 年路面运输业务量和代理报关业务已处在触底阶段，根据企业历史业务情况波动特点，未来收入将逐年递增。

大安物流 2018 年综合收入增长率为 7.9%，2019 年至 2023 年综合收入的预测增长率分别为 5.2%、6.2%、5.7%、5.8%、5.8%，均低于其最近完整年度增长率水平，考虑上游行业仍具有较大发展空间，评估对象与主要客户合作未发现异常等因素，大安物流管理层对于收入的预测较为合理。

②迅诚国际

迅诚国际为中国邮政提供货运代理业务，历史及预测年度各年收入情况如下：

金额单位：人民币万元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入	5,377.48	5,563.07	5,924.67	6,309.78	6,688.36	7,089.67	7,515.04
增长率		3.5%	6.5%	6.5%	6.0%	6.0%	6.0%

迅诚国际与大安物流共享客户资源，迅诚国际管理层结合市场政策导向、行业发展情况、自身发展规划等方面，预计 2019 年、2020 年货运代理收入增长率为 6.5%，并于 2021 年至 2023 年降至 6%，以反映预测期内市场竞争加剧等不确定性因素的影响。迅诚国际 2018 年度收入增长率为 3.5%，自 2018 年起，迅诚国际进一步开拓航空公司运力资源，新设部分国际新航线，收入水平已得到一定幅度的提升，截至 2019 年 1 季度，迅诚国际收入实现 2,098.25 万元，已完成 2019 年全年预测收入的 35%。综合上述分析，其收入预测是较为合理的。

2) 营业成本

大安物流历史年度毛利率水平相对稳定，2017 年、2018 年毛利率分别为 20.47%、22.24%，2019 年 1 季度毛利率为 18.66%，根据与大安物流业务人员访谈了解，2019 年 1 季度毛利率波动主要来自航线调整，中国邮政将在 2019 年下半年进行新一轮货运代理供应商的招标工作，大安物流会根据中标情况及时调整航线运量的分配，预计 2019 年全年毛利率可与 2017 年、2018 年基本持平。基于谨

慎性考虑，大安物流管理层参照 2017 年、2018 年、2019 年 1 季度国际货运代理业务平均毛利率确定 2019 年 4-12 月国际货运代理业务的毛利率。对于路面运输业务，考虑其成本呈递增趋势，按照其最近一期毛利率确定 2019 年度毛利率水平。对于代理报关业务，剔除异常历史数据后，以其历史年度平均毛利率水平确定预测期毛利率水平。

大安物流营业成本及毛利率情况请见下表：

金额单位：人民币万元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营业成本	50,454.46	53,234.01	57,668.88	60,968.48	64,486.52	68,215.80	72,168.83
毛利率	20.5%	22.2%	19.9%	20.3%	20.3%	20.2%	20.2%

迅诚国际的营业成本为支付给航空公司的运输费，历史年度毛利率水平较为稳定，未发现影响毛利率变动的因素。迅诚国际管理层按照历史年度平均毛利率确定预测期毛利率水平。迅诚国际营业成本及毛利率情况请见下表：

金额单位：人民币万元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营业成本	4,056.20	4,220.33	4,545.05	4,829.61	5,119.47	5,426.56	5,752.09
毛利率	24.6%	24.1%	23.29%	23.5%	23.5%	23.5%	23.5%

对于营业成本的预测，大安物流、迅诚国际管理层从自身经营策略及客户、供应商关系的角度，参考历史水平进行预测，较为符合评估对象的实际情况。

3) 净利润

大安物流历史年度及预测期净利润及其增长率数据如下：

金额单位：人民币万元

项目	历史数据				未来预测				
	2017	2018	2019 (1-3)	2019 (4-12)	2020	2021	2022	2023	稳定期
一、营业收入	63,436.80	68,460.82	16,205.73	55,811.90	76,485.69	80,878.13	85,534.12	90,469.47	90,469.47
减：营业成本	50,454.46	53,234.01	13,182.45	44,486.43	60,968.48	64,486.52	68,215.80	72,168.83	72,168.83
税金及附加	39.34	35.15	4.34	40.36	55.18	57.32	59.59	62.00	60.37
销售费用	1,074.08	1,092.03	220.92	907.34	1,182.39	1,250.83	1,323.39	1,400.30	1,400.30
管理费用	876.04	767.51	156.90	651.73	847.31	882.56	918.10	956.90	956.90
财务费用	-50.32	-35.18	-8.11	-	-	-	-	-	-
二、营业利润	11,045.20	13,367.30	2,647.23	9,726.04	13,432.33	14,200.90	15,017.25	15,881.45	15,883.07
三、利润总额	11,042.83	13,367.30	2,647.23	9,726.04	13,432.33	14,200.90	15,017.25	15,881.45	15,883.07
减：所得税费用	2,773.12	3,359.83	666.91	2,431.51	3,358.08	3,550.22	3,754.31	3,970.36	3,970.77
四、净利润	8,268.91	10,007.47	1,980.32	7,294.53	10,074.25	10,650.67	11,262.94	11,911.09	11,912.30

大安物流预测期内增长率分别为-7.32%、8.62%、5.72%、5.75%、5.75%，增长较为平缓，均低于 2018 年度历史增长率，反映出其净利润的预测增长幅度较为谨慎。

迅诚国际历史年度及预测期净利润及其增长率数据如下：

金额单位：人民币万元

项目	历史数据			未来预测					
	2017	2018	2019 (1-3)	2019 (4-12)	2020	2021	2022	2023	稳定期
一、营业收入	5,377.48	5,563.07	2,098.25	3,826.42	6,309.78	6,688.36	7,089.67	7,515.04	7,515.04
减：营业成本	4,056.20	4,220.33	1,612.44	2,932.61	4,829.61	5,119.47	5,426.56	5,752.09	5,752.09
税金及附加	-	-	-	-	-	-	-	-	-
销售费用	-	3.32	-	-	-	-	-	-	-
管理费用	30.82	153.45	-	218.35	244.37	256.77	269.85	283.65	283.65
财务费用	-189.83	279.22	-0.26	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
二、营业利润	1,480.29	906.75	486.08	675.41	1,235.75	1,312.07	1,393.20	1,479.26	1,479.26
三、利润总额	1,480.29	906.75	486.08	675.41	1,235.75	1,312.07	1,393.20	1,479.26	1,479.26
减：所得税费用	112.62	-	-	191.65	203.90	216.49	229.88	244.08	244.08
四、净利润	1,367.67	906.75	486.08	483.77	1,031.85	1,095.58	1,163.32	1,235.18	1,235.18

迅诚国际预测期内净利润增长率分别约为 6.96%、6.39%、6.18%、6.18%、6.18%，增长较为平缓。迅诚国际 2018 年净利润降低的主要原因为与大安物流之间业务量的调控。据企业管理层介绍，考虑税收优势，未来将扩大迅诚国际的业务量，2019 年 1 季度迅诚国际净利润已达到全年预测数据的 50.1%，预计 2019 年至 2023 年将保持稳健增长。

从增长率结果上分析，大安物流、迅诚国际管理层对于增长率的预测，低于 2018-2020 年跨境电商交易规模的复合增长率（18%），也低于 2010-2018 年国际快递业务收入的复合增长率（15%），处于相对合理区间。

（3）折现率

1) 行业平均水平

根据中国资产评估协会发布的《2018 年度上市公司重大资产重组资产评估分析报告》，2018 年上市公司重大资产重组评估中，收益法评估折现率取值的平均值为 11.86%。与本次评估使用的折现率较为接近。

2) 交易案例数据

根据在 WIND 中查找了与评估对象相似行业的案例，《密尔克卫化工供应链服务股份有限公司关于收购上海振义企业发展有限公司 100%股权的公告》、《密尔克卫化工供应链服务股份有限公司关于收购天津市东旭物流有限公司 100%股权的公告》，两次交易案例相关参数如下：

收购方	密尔克卫化工供应链服务股份有限公司	密尔克卫化工供应链服务股份有限公司
标的公司	上海振义企业发展有限公司	天津市东旭物流有限公司
转让方	张民先、杜婉芳、宋晓骏、季洁芳、许欣	杨廷旭、杨洋
转让股权比例	100%	100%
评估基准日	2019年1月31日	2019年2月28日
折现率	11.39%	11.82%
交易状态	已完成	已完成

大安物流折现率为 11.42%，与上述案例中使用的折现率接近，较为合理。

3、市场法评估可比公司的选取标准、依据及合理性

(1) 大安北京

1) 可比公司选取标准

可比公司选取标准包括：A 股上市；上市至少 3 年，且连续盈利；主营业务与标的公司类似；资本结构与标的公司类似。

2) 可比公司选取过程

经查询 WIND 数据，物流-货运代理行业沪深 A 股上市公司共有 3 家，分别是中国外运、华贸物流、中创物流，明细如下：

序号	股票代码	公司简称
1	601598.SH	中国外运
2	603128.SH	华贸物流
3	603967.SH	中创物流

考虑快递行业与标的公司所属行业关系紧密，经查询 WIND 数据，快递行业沪深 A 股上市公司共有 4 家，分别是顺丰控股、韵达股份、申通快递、圆通速递，明细如下：

序号	股票代码	公司简称
1	002352.SZ	顺丰控股
2	002120.SZ	韵达股份
3	002468.SZ	申通快递
4	600233.SH	圆通速递

3) 可比公司选取结果及合理性

根据上述条件筛选，确定本次可比上市公司为华贸物流、申通快递和韵达股份。上述对比公司所经营业务均为货运代理或与影响性较强，且已上市一定时间，股价无异常波动，其财务指标及交易情况可以作为评估对象与之比较的参照。

(2) 迅诚国际

1) 可比公司选取标准

可比公司选取标准包括：H股上市；上市至少3年，且连续盈利；主营业务与标的公司类似；资本结构与标的公司类似。

2) 可比公司选取过程

经查询WIND数据，航空及运输服务类港股上市公司共有16家，明细如下：

证券代码	证券简称	香港上市股 [交易日期] 2019-03-29 [单位] 万股	限售股合计 [交易日期] 2019-03-29 [单位] 万股	总股本 [交易日期] 2019-03-29 [单位] 万股	扣除非经常损益后净 利润[去年年报] [合并报表] [人民币][万元]
0598.HK	中国外运	214,488.7000	390,427.9644	740,080.3875	120,876.6389
0500.HK	先丰服务集团	234,481.8660		234,481.8660	-22,631.2822
0636.HK	嘉里物流	170,888.3112		170,888.3112	204,898.3186
1292.HK	长安民生物流	5,500.0000		16,206.4000	2,821.6000
1725.HK	恒达科技控股	30,000.0000		30,000.0000	1,672.0000
1803.HK	北京体育文化	130,675.0400		130,675.0400	-5,559.0509
3399.HK	粤运交通	20,700.0000		79,984.7800	2,949.2809
6083.HK	环宇物流(亚洲)	48,400.0000		48,400.0000	973.2829
6123.HK	圆通速递国际	41,427.0000		41,427.0000	8,515.6126
8035.HK	骏高控股	60,000.0000		60,000.0000	
8047.HK	中国海洋捕捞	422,596.0179		422,596.0179	
8292.HK	盛良物流	80,000.0000		80,000.0000	-642.3547
8348.HK	滨海泰达物流	9,824.3200		35,431.2000	78.7000
8430.HK	春能控股	64,000.0000		64,000.0000	90.1977
8457.HK	健升物流中国	80,000.0000		80,000.0000	2,223.6999
8482.HK	万励达	84,000.0000		84,000.0000	-504.2090

3) 可比公司选取结果及合理性

根据上述条件筛选，确定本次可比上市公司为圆通速递国际、长安民生物流、环宇物流（亚洲）。上述对比公司所经营业务均为货运代理或与影响性较强，且

已上市一定时间，股价无异常波动，其财务指标及交易情况可以作为评估对象与之比较的参照。

4、本次评估高溢价的合理性分析

(1) 高溢价的原因

评估对象的评估结果增值率偏高的主要原因为业务组合剥离了营运资金，评估范围根据审定的审计报告确定，审定的业务组合模拟财务报表剥离了大安物流、迅诚国际账面原有的货币资金、往来款项、应付职工薪酬、应交税费等科目，仅保留了其他应收款中支付航空公司押金、固定资产及部分其他应付款。以下为剥离前后净资产的对比情况：

项目	剥离前（万元）	剥离后（万元）
大安物流账面净资产	34,560.94	1,000.00
迅诚国际账面净资产	11,217.68	85.78

通过测算，大安物流营运资金剥离前估值约为 100,000.00 万元，剥离前后大安物流账面净资产、评估结果、溢价率对比情况请见下表：

项目	剥离前（万元）	剥离后（万元）
账面净资产	34,560.94	1,000.00
评估值	100,000.00	79,400.00
溢价率	189%	7840%
剥离前后估值差异	20,600.00	
剥离前后估值差异原因	剥离前后营运资金追加差异为 21,467.03 万元，首期折现系数为 0.9603，差异主要来源于营运资金首期折现，折现后差异较小。	

通过测算，迅诚国际剥离前的估值约为 7,200.00 万元，剥离前后迅诚国际账面净资产、评估结果、溢价率对比见下表：

项目	剥离前（万元）	剥离后（万元）
账面净资产	11,217.68	85.78
评估值	7,200.00	9,000.00
溢价率	-36%	10392%
剥离前后估值差异	-1,800.00	

项目	剥离前 (万元)	剥离后 (万元)
剥离前后估值差异原因	剥离前后估值差异为 1,800 万元, 剥离前后营运资金追加差异为 1,921.49 万元, 首期折现系数为 0.9623, 差异来源于营运资金首期折现, 折现后差异较小。	

通过分析, 本次高溢价率主要受经济行为的影响, 剥离营运资金导致净资产偏低所致。

(2) 评估结果的合理性分析

大安物流 2017 年、2018 年净利润分别为 8,268.91 万元、10,007.47 万元, 迅诚国际 2017 年、2018 年净利润分别为 1,367.67 万元、906.75 万元, 从历史数据看, 可以反映其较强的盈利能力。从预测数据看, 大安物流稳定期净利润为 11,912.30 万元, 迅诚国际稳定期净利润为 1,235.18 万元, 和 2018 年度数据相比, 复合增长率分别为 3%、5%, 其增长幅度较为稳健。

截至评估基准日, 货运代理行业平均 PE 为 22.39, 考虑流通性折扣后 PE 为 14.28, 大安物流按照 2019 年净利润测算 PE 为 8.56; 香港地区盈利的上市公司平均 PE 为 19.48, 考虑流通性折扣后 PE 为 12.43, 迅诚国际按照 2019 年净利润测算 PE 为 9.28; 均处于合理区间。

本次评估对象为与货运代理相关的业务组合, 账面净资产金额无法全部涵盖包括操作流程及经验、人力资源等对业务组合有较大贡献的因素, 无法公允体现评估对象的市场价值, 收益法、市场法从评估对象整体层面出发, 其结果更加可以反映评估对象全部资产、负债的公允价值。

北京中同华资产评估有限公司

二〇一九年八月三十日

