

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



北京中同华资产评估

China Alliance Apprais

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

邮编：100077 电话：010-68090001

上海证券交易所上市

感谢贵所对“港中旅集”
并提出的问询意见。北京
提出的问询意见，进行了
核阅。

问题：根据披露，本
选择了收益法的评估结果
达到 78.4 倍和 103.92 倍。
估的原因及合理性；（2）
说明选取依据及合理性；
（4）会计师和评估师对
性。

答复：

1、本次评估选择收益

（1）选择收益法和市
依据资产评估基本准则
本法三种基本方法及其衍生
象、价值类型、资料收集等
估方法。

评估人员结合评估目的
评估选用的评估方法为收益

选取收益法评估的理由
期和收益额可以预测并可
故本次评估选用了收益法。

选取市场法评估的理由
本市场和产权交易市场中
场法评估。

未选取得资产基础法评估的理由：评估对象为与货运代理相关的业务组合，表
 内外资产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，故本次评估未选用资产基础法。

(2) 选择收益法和市场法进行评估的合理性
 从评估目的方面分析，本次经济行为为业务组合收购，投资者相较于资产的可接受价格；从评估
 重置价值的方面分析，评估对象为轻资产，固定资产贡献较小，采用资产基础法不能
 全面反映其市场价值，收益法、市场法从整体出发，更加可以反映其全部资产负
 债的公允价值。结合上述分析，本次评估选取收益法、市场法是合理的。

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

(1) 预测期
 通过评估人员的调查、与企业管理层访谈，评估对象收益主要受宏观经济环
 境、市场政策导向、客户及供应商关系等因素的影响。评估对象经营均已超过
 10年，经过多年探索，已形成较为稳定的发展趋势和经营模式，企业管理层根
 据规划，预计于2024年起业务将保持相对稳定。结合上述了解，本次评估预测
 期为两年，第一段有限年期为2019年4月1日至2023年12月31日，第二段
 稳定期自2024年起。

经查阅，证券市场中大多数案例的预测期均分为两段，其中评估基准日起5
 年期为有限年期、之后作为稳定期，本次评估对于预测期的确定是符合评估对象
 实际情况及市场操作惯例的。

(2) 增长率
 1) 营业收入
 从上游行业情况分析，根据国家邮政局网站披露的历年邮政行业发展统
 计公报显示，2018年相比于2010年，国际快递(国际及港澳台)业务量增长753.85%，
 收入增长227.57%。

年度	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
----	------	------	------	------	------	------	------	------	------

年度	
量(亿件)	
收入(亿元)	

2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1.28	1.8	2.6	3.3	4.3	6.2	8.3	11.1
14.7	205.6	270.7	315.9	369.6	429	528.9	635.7

目前中国及专业队伍仍然是未来发展的有力保障，此外中国邮政拥有巨大的影响力。

中国国际速递的业务巨头，本土运作数十年的经验，众多网络，巨大的影响力。

业务巨头，本土运作数十年的经验，众多网络，巨大的影响力。

通过与中国相关人员的访谈了解，大安物流、迅诚国际为中国邮政的主要代理业务，双方合作已超过10年，大安物流对中国邮政的信任，随着中国邮政邮件出口运量逐年增加，大安物流的货运代理业务将有较大可能实现上涨。

通过与中国相关人员的访谈了解，大安物流、迅诚国际为中国邮政的主要代理业务，双方合作已超过10年，大安物流对中国邮政的信任，随着中国邮政邮件出口运量逐年增加，大安物流的货运代理业务将有较大可能实现上涨。

通过与中国相关人员的访谈了解，大安物流、迅诚国际为中国邮政的主要代理业务，双方合作已超过10年，大安物流对中国邮政的信任，随着中国邮政邮件出口运量逐年增加，大安物流的货运代理业务将有较大可能实现上涨。

①大安物流从评估对业务，2016年根据审定路面运输业务的预测

业务数据分析，大安物流承做中国邮政的邮件出口货运量25,000吨、2017年货运量28,000吨。根据审定路面运输业务的增长率

业务数据分析，大安物流承做中国邮政的邮件出口货运量25,000吨、2017年货运量28,000吨。根据审定路面运输业务的增长率

项目	2018年	2019年
国际货运代理	4,527.98	68,739.34
增长率	9.0%	6.5%
路面运输	1,787.03	2,315.19
增长率	-5.1%	
报关代理	9.81	963.10
增长率	-11.0%	
合计	6,314.82	72,017.63
增长率	7.5%	5.2%

		金额单位：人民币万元				
	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
国际货运代理	4,527.98	68,739.34	73,207.40	77,599.84	82,255.83	87,191.18
增长率	9.0%	6.5%	6.5%	6.0%	6.0%	6.0%
路面运输	1,787.03	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%
报关代理	9.81	963.10	963.10	963.10	963.10	963.10
增长率	-11.0%		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
合计	6,314.82	72,017.63	76,485.69	80,878.13	85,534.12	90,469.47
增长率	7.5%	5.2%	6.2%	5.7%	5.8%	5.8%

国际货运代理业务，2018年增长率预计为9.0%，2019年、2020年、2021年、2022年、2023年增长率预计为6.5%，并于2021年至2023年降至6.0%。

大安物流货运代理业务收入2018年增长率为9.0%，2019年、2020年、2021年、2022年、2023年增长率预计为6.5%，并于2021年至2023年降至6.0%。

大安物流货运代理业务收入2018年增长率为9.0%，2019年、2020年、2021年、2022年、2023年增长率预计为6.5%，并于2021年至2023年降至6.0%。

以反映预测期内市场竞争加剧等不确定性因素的影响。

路面运输与代理业务：对于 2019 年 4-12 月收入占全年收入的比例，结合 2019 年 1 季度实际收入金额确定。参考 2017 年 1 季度、2018 年 1 季度实际收入金额，确定 2019 年全年收入金额。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。根据企业历史业务情况波动特点，路面运输业务量和代理报关业务已处在触底阶段，未来收入将逐年递增。

大安物流 2018 年、2019 年 1 季度综合收入增长率分别为 5.2%、6.2%、5.7%、5.8%、5.8%，均低于其 2017 年、2018 年、2019 年 1 季度综合收入增长率 6.5%、7.0%、6.0%。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，大安物流管理层的收入预测较为合理。

②迅诚国际

迅诚国际为中国邮政提供航空货运代理业务，历史及预测年度

各年度收入情况如下：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	金额单位：人民币万元	
						2022 年	2023 年
营业收入	5,377.43	5,924.67	5,924.67	6,309.78	6,641.00	7,089.57	7,515.04
增长率		3.5%	6.5%	6.5%	6.38%	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、行业趋势、自身发展规划等方面，预计 2019 年、2020 年收入增长率均为 6.5%，并于 2021 年起收入增长率降至 6%，以反映预测期航空货运代理收入增长率下降等不确定性因素的影响。迅诚国际管理层结合市场竞争加剧等不确定性因素，预计 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，新增部分国际新航线，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%。综上所述，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、2019 年 1 季度毛利率分别为 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于航线调整，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 3 季度毛利率可与 2017 年、2018 年基本持平。基于谨

慎性考虑，大安物流管理层参
业务平均毛利率确定 2019 年 4
业务，考虑其成本呈递增趋势
平。对于代理报关业务，剔除异
定预测期毛利率水平。

大安物流营业成本及毛利

项目	2017 年	2018 年
营业成本	50,454.46	53,234.01
毛利率	20.5%	22.2%

迅诚国际的营业成本为支
稳定，未发现影响毛利率变动的
确定预测期毛利率水平。迅诚

项目	2017 年	2018 年
营业成本	4,056.20	4,220.33
毛利率	24.6%	24.1%

对于营业成本的预测，大
供应商关系的角度，参考历史

3) 净利润

大安物流历史年度及预测

项目	历史数据	
	2017	2018
一、营业收入	69,430.00	69,430.00
减：营业成本	50,454.46	53,234.01
税金及附加	31.34	31.34
销售费用	1,074.00	1,074.00
管理费用	678.04	767.00
财务费用	-50.00	-50.00
二、营业利润	11,042.03	13,363.65
三、利润总额	11,042.03	13,363.65
减：所得税费用	2,773.12	3,333.00
四、净利润	8,268.91	10,030.65

大安物流预测期内增长率
较为平缓，均低于 2018 年度
谨慎。

迅诚国际历史年度及预测

项目	历史数据			2019 (4-12)	2020
	2017	2018	2019 (1-3)		
一、营业收入					
减：营业成本	5,377.48	5,563.07	2,098.44	3,826.42	6,309.78
税金及附加	4,056.20	4,220.33	1,612.41	2,932.61	4,829.61
销售费用	-	-	-	-	-
管理费用	-	3.32	-	-	-
财务费用	30.82	153.45	-	218.35	244.37
二、营业利润	-189.83	279.22	-0.28	0.05	0.05
三、利润总额	1,480.29	906.75	486.08	675.41	1,235.75
减：所得税费用	1,480.29	906.75	486.08	675.41	1,235.75
四、净利润	112.62	-	-	191.65	203.90
	1,367.67	906.75	486.08	483.77	1,031.85

迅诚国际预测期内净利润增长率分别为6.96%、6.33%、6.33%、6.33%、6.33%。增长较为平缓。迅诚国际2018年净利润降低的主要原因系公司根据业务量的调控。据企业管理层介绍，考虑税收优势，未来将主要关注2019年1季度迅诚国际净利润已达到全年预测数据的50%。2020年公司将保持稳健增长。

从增长率结果上分析，大安物流、迅诚国际管理层对2018-2020年跨境电商交易规模的复合增长率（18%），也低于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评估报告》，2018年上市公司重大资产重组评估中，收益法折现率为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，服务股份有限公司关于收购上海振义企业发展有限公司、尔克卫化工供应链服务股份有限公司关于收购天津市东九股权的公告》，两次交易案例相关参数如下：

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

大安物流折现率为11.42%

3、市场法评估占可比公司折现率接近1，较为合理。

- (1) 公司的选取标准、依据及合理性
- 1) 可比公司选取标准包括：与标的公司类似；资本结构：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。
 - 2) 可比公司选取过程与标的公司类似。

经查询WIND数据，呈中国外运、华贸物流、中物流-货运代理行业沪深A股上市公司共有3家，分别是

创物流，明细如下：

序号	股票代码	公司简称
1		
2	601588.SH	中国外运
3	603128.SH	华贸物流
	603967.SH	中创物流

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

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

3) 可比公司
根据上述条件
份。上述对比公司
股价无异常波动

(2) 迅诚
1) 可比公司
可比公司选
与标的公司类似

2) 可比公司
经查询 WIND

证券代码	证券名称
0598.HK	中国通
0500.HK	先丰服
0636.HK	嘉里物
1292.HK	长安民
1725.HK	恒达科
1803.HK	北京体
3399.HK	粤运交
6083.HK	环宇物
6123.HK	圆通速
8035.HK	骏高控
8047.HK	中国海
8292.HK	盛良物
8348.HK	滨海泰
8430.HK	春能控
8457.HK	健升物
8482.HK	万励进

3) 可比公司
根据上述条件
环宇物流（亚洲）

合理性

定本次可比上市公司为华贸物流、中通快递和韵达股
均为货运代理或与影响性较强，且其上市一定时
示及交易情况可以作为评估对象与之比较的参照。

日股上市；上市至少 3 年，且连续盈利；主营业务
与标的公司类似。

及运输服务类港股上市公司共有 16 家，明细如下：

上市日期	限售股合计 [交易日期]	总股本 [交易日期]	扣除非经常性 利润[去年年报]	后 [合并报表]
[单位] 万股	[单位] 万股	[单位] 万股	[人民币]	[元]
2019-03-29	2019-03-29	2019-03-29		
488.7000	390,427.9644	740,083.13875	120	876.6
481.8660		234,481.8660	-22	631.2
888.3112		170,888.3112	204	898.3
500.0000		16,206.4000	2	821.6
000.0000		30,000.0000	1	672.0
675.0400		130,675.0400	-5	559.0
700.0000		79,984.7800	2	949.2
400.0000		48,400.0000		973.2
427.0000		41,427.0000	8	515.61
000.0000		60,000.0000		
596.0179		422,596.0179		-642.35
000.0000		80,000.0000		78.70
24.3200		35,431.2000		90.19
000.0000		64,000.0000		223.69
000.0000		80,000.0000	2	-504.20
000.0000		84,000.0000		

合理性

本次可比上市公司为圆通速通国际、长安民生物
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较之比较的参照。

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。根据审定的审计报告确定，审定的业务组合模拟财务报表，而原有的货币资金、往来款项、应付职工薪酬、应交税费、其他应收款中支付航空公司押金、固定资产及部分其他应收款等为剥离前净资产的对比情况：

项目	剥离前 (万元)	剥离后 (万元)
大安物流账面净资产		1,000.00
迅诚国际账面净资产	34,560.94	8,178.00

通过测算，大安物流营运资金剥离前估值约为 100,000.00 万元。通过测算，迅诚国际剥离前的账面净资产、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	79,000.00
溢价率	189%	78%
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 21,467.90 元，主要来源于折现系数为 0.9603，差异主要见，折现后差异较小。	

通过测算，迅诚国际剥离前的账面净资产、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	11,217.68	9,400.00
评估值	7,200.00	1,800.00
溢价率	-36%	92%
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1,928.00万元, 剥离后估值为1,491.49万元, 差异来源于营运资金首	

通过分析, 偏低所致。

(2) 评价

大安物流结果的合理性分析

国际 2017 年、2017 年、2018 年净利润分别为 8,268.91 万元、2018 年净利润分别为 1,367.67 万元、906.71 万元、10,007.47 万元, 迅诚国际的盈利能力。从预测数据看, 大安物流稳定其净利润分别为 1,235.18 万元, 和 2018 年净利润相比, 截至评估基准日, 其增长幅度较为稳健。

14.28, 大安物流货运代理行业平均 PE 为 22.39, 考虑按照 2019 年净利润测算 PE 为 8.56; 香港地区流通性折扣后 PE 为 12.43, 迅诚国际处于合理区间。

本次评估对象为与货运代理相关的业务组合, 包括操作流程及经验、人力资源等对业务组合有较大贡献, 评估对象的市场价值, 收益法、市场法从评估对象整体层面全部资产、负债的公允价值。

北京中

