

国泰君安证券股份有限公司

关于深圳证券交易所

《关于对浙江传化股份有限公司的重组问询函》

（中小板重组问询函（需行政许可）【2015】第7号）

之核查意见

国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本独立财务顾问”）作为浙江传化股份有限公司（以下简称“传化股份”、“上市公司”）发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易的独立财务顾问，根据深圳证券交易所于 2015 年 6 月 17 日下发的《关于对浙江传化股份有限公司的重组问询函》（中小板重组问询函（需行政许可）【2015】第 7 号，以下简称“重组问询函”）的要求，本独立财务顾问就本次标的资产评估作价的依据是否充分、合理以及本次交易业绩承诺的依据和可行性进行了核查，核查结果如下：

如无特别说明，本专项核查意见中的简称与《国泰君安证券股份有限公司关于浙江传化股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易之独立财务顾问报告》中“释义”所定义的词语或简称具有相同的含义。

一、《重组报告书》披露，标的资产传化物流 2013 年、2014 年及 2015 年 1-3 月归属于母公司股东的净利润分别为 1,279.64 万元、3,266.05 万元和 2,193.53 万元，扣除非经常性损益后的归属于母公司股东的净利润分别为-2,973.98 万元、-1,547.82 万元和-3,261.92 万元。

1、本次收购传化物流 100%股份的交易作价为 200 亿元，请说明标的资产评估作价的依据是否充分、合理，请财务顾问核查并发表意见。

回复：

(1) 关于标的资产评估作价的依据充分性及合理性的说明

本次交易以具有相关证券业务资格的评估机构出具的评估报告的评估结果为依据确定标的资产的价格，交易定价方式合理。本次交易聘请的评估机构符合独立性要求，具备相应的业务资格和胜任能力，评估机构在评估过程中实施了相应的评估程序，遵循了客观性、独立性、公正性、科学性原则，运用了合规且符合评估对象实际情况的评估方法，选用的参照数据、资料可靠，评估价值公允、准确，评估定价具备公允性。本次评估方法选用恰当，评估方法与评估目的具备相关性，所采用计算模型、选取的折现率、预测期收益分布等重要评估参数及关于预期未来各年度收益和现金流量等重要评估依据均符合评估对象的实际情况，具有合理性，评估结论合理。

传化物流主要从事公路物流平台运营业务，目前已形成公路港投资运营及配套服务、O2O 物流网络平台服务两大业务板块。传化物流商业模式的整体价值需要在加快建设公路港实体网络及互联网物流平台网络，并形成线上线下平台“双向联动，上下融合”后方能充分凸显，目前传化物流仍处于大量的资源投入阶段，短期内商业模式良好的效益尚未完全释放。

具体而言：传化物流未来 3-4 年仍有较大金额且持续的实体公路港建设投资支出，同时，O2O 物流网络平台服务业务目前仍处于起步阶段，需要大规模资金投入用于技术开发、平台搭建、品牌推广及会员基础培育，另外，基于互联网企业的发展规律，传化物流预计，到 2017 年前期积累的会员对各平台产生充分的粘性，传化物流向会员收费的条件逐步成熟，因而计划于 2017 年下半年开始

对易配货、易货嘀、运宝网的会员收取会员费并对成交的运费、信息费进行抽佣，同时基于已具规模的会员数量以及平台交易总额，来自支付、团购、保险代理、理财等业务的抽佣收入也将初具规模并呈现快速增长。

报告期及预测期传化物流两大业务板块营业收入对照图



传化物流商业模式的特征和所处的发展阶段决定了其短期内总体盈利水平偏低，而经过培育期后，会员数量和平台交易总额达到一定规模，收入和盈利将呈现爆发式增长趋势。因此，传化物流控股股东传化集团将业绩承诺期从三年延至六年，即承诺传化物流 2015 年至 2020 年累计经审计的净利润总数（含非经常性损益）为 35.01 亿元，2015 年至 2020 年累计经审计的扣除非经常性损益后的净利润总数为 28.13 亿元，以切实反映预测期后期传化物流业绩快速增长的情况，充分保护上市公司及广大中小股东的利益。

从另一角度而言，该类公司市场上可比交易案例较少，且目前国内未有以相同业务作为主营业务的上市公司，故未结合交易标的的市场可比交易价格、同行业上市公司的市盈率或者市净率等指标进行交易定价的公允性分析。

鉴于传化物流采用“物流+互联网+金融”的业务模式，根据企业发展规划以及本次预测情况，未来 O2O 物流网络平台服务收入将构成传化物流的最主要收入来源。市销率通常是评判具有互联网特征的企业估值水平较为理想、可靠的指标，

本次选择国内资本市场中与传化物流处于同一行业，存在部分相似业务，或受相同经济因素影响，且具有已发展或拟发展互联网业务的上市公司作为可比公司，上述可比公司的市销率情况如下表所示：

证券代码	证券简称	总市值 (亿元) (截至 2015 年 6 月 17 日)	营业收入 (亿元) (2014 年度)	市销率
600794.SH	保税科技	153.83	7.58	20.29
002183.SZ	怡亚通	758.84	219.50	3.46
002279.SZ	久其软件	166.06	3.27	50.83
002312.SZ	三泰控股	495.51	12.56	39.44
002711.SZ	欧浦钢网	150.31	17.74	8.47
300013.SZ	新宁物流	77.76	4.04	19.23
300209.SZ	天泽信息	84.16	1.73	48.71
300350.SZ	华鹏飞	129.18	6.80	19.01
	平均	251.96	34.15	26.18
	传化物流	200.00	9.53	21.00

数据来源：Wind

上表中，可比公司的市销率水平在 3.46-50.83 倍，平均为 26.18 倍，传化物流的市销率为 21 倍，低于可比公司市销率平均水平。因此，从市销率的角度考虑，本次交易定价具有合理性。

(2) 独立财务顾问核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：本次交易标的以评估结果作为定价的基础，交易价格公平、合理，不存在损害上市公司和中小股东合法权益的情形。

2、标的公司预计 2015 年-2020 年扣除非经常性损益前后的净利润分别合计为 35.01 元和 28.13 亿元。请你公司结合行业和标的资产的具体情况，说明作出该等业绩承诺的依据和可行性，请财务顾问核查并发表意见。

回复：

(1) 本次业绩承诺的依据和可行性

本次业绩承诺主要根据中和评估出具的中和评报字（2015）第 BJV3005 号

《评估报告》及其评估说明的预测结果，承诺期各年的预测数均不低于中和评报字（2015）第 BJV3005 号《评估报告》及其评估说明中相应的盈利预测数据，具有合理性。

从行业发展及传化物流的经营情况来看，本次业绩承诺符合标的公司所处行业的发展前景和标的公司的经营状况，具有可行性，具体分析如下：

1) 公路物流平台运营行业具有广阔的发展前景

报告期内，传化物流主要从事公路物流平台运营业务。近年来，国内公路物流行业快速发展，公路基础设施实现跨越式发展，公路物流网络日趋完善，公路营运载货汽车拥有量不断增长，公路物流从业人群持续扩大，公路货运量和货物周转量快速增长。与此同时，国内公路物流市场在快速扩张中也暴露出诸多问题，导致行业整体经营效益较差，物流运营效率低下，物流成本高企，亟需系统的解决方案，整合公路物流行业的必要性日益突出。国家先后出台了《关于促进物流业健康发展政策措施的意见》（国办发〔2011〕38号）、《关于推进物流信息化工作的指导意见》（工信部信[2013]7号）、《中长期物流发展规划（2014-2020）》（国发[2014]42号）等系列政策引导公路物流行业转型升级，预计后续将出台更多相关政策对公路物流行业整合予以大力支持。

公路物流平台运营商因此迎来发展的黄金机遇：第一，高昂的物流费用带来巨大的费用节约空间，根据国家统计局统计数据，2005年至2014年，国内社会物流总费用由3.4万亿元增长至10.6万亿元，年复合增长率达到13.47%，2014年该费用占GDP比例达到16.60%，若通过提高行业运行效率将该比例降低一个百分点，将节约超过6,000亿元的物流总费用，由于公路货运量占货运总量比重达到77%，整合公路物流行业能够节约可观的物流费用；第二，不断增长的货运车辆与货运从业人群带来巨大的消费市场，国内公路营运载货汽车拥有量由604.82万辆增长至1,419.48万辆，年复合增长率达到11.25%，货运从业人群也不断增长，围绕货运车辆的汽修汽配、保险等需求以及围绕货运从业人群的个人消费、理财、保险等需求不断增长，带来巨大的市场整合空间，公路物流平台运营商有望通过为货主企业、物流企业及个体货运司机等公路物流主体提供综合性物流及配套服务，大幅提升行业运行效率，并从中获取可观的收益。

2) 传化物流基于十五年来探索实践, 已经发展成为公路物流服务平台行业领军企业, 具有创新及落实商业模式的强大实力

传化物流是国内最早针对公路物流现状和症结, 采用平台经营模式对行业转型升级提出系统解决方案的企业之一。传化物流早在 2003 年建成杭州公路港, 在全国首创“公路港物流服务平台”模式, 实现“物流+信息化”的创新, 自 2005 年起, 在成都、苏州等地进行模式复制, 并得到国家发改委、工信部、国土资源部、住建部、交通运输部五部委的联合推广。自 2013 年起, 传化物流加快了全国化拓展的步伐, 并以“物流+互联网+金融”的创新模式, 再次引领行业发展新趋势。

基于十五年来探索实践, 传化物流已形成公路港投资运营及配套服务、O2O 物流网络平台服务两大业务板块, 具备了显著的先发优势和信息技术优势, 培养了一支高效专业的人才团队, 为继续落实及完善商业模式提供有力保障。

先发优势方面, 传化物流已在杭州、成都、无锡、苏州、富阳通过自建及合作开发的方式建成运营 5 大实体公路港, 并探索出可复制的公路港实体平台网络拓展模式, 目前传化物流已依据国家物流规划在全国公路运输关键节点规划建设运营共计 170 个实体公路港, 目前已在全国 17 个省份落实 70 个基地布点。实体公路港前期积累了丰富的客户基础, 能够为后续互联网物流平台用户的拓展提供有力保障, 截至 2015 年 3 月 31 日, 尽管推出未满一年, 传化物流互联网物流平台已成功积累了四十余万用户, 增长迅速。

信息技术优势方面, 传化物流利用自主研发的信息管理系统, 能够针对货源信息及运力信息进行自动计算匹配和主动推送, 大幅提升信息交易的成功率。传化物流对已经完成的交易进行大数据挖掘, 根据季节、线路等要素统计运力特征, 并对后续交易的运力投入进行自动推算, 提升运力调度的准确性, 从而提高服务效率及客户满意度。目前, 传化物流已先后自主开发出易配货、易货嘀、运宝网、总包管理等多项信息处理及管理系统, 强大的信息技术优势为后续互联网物流平台功能的开发及升级提供有力保障。

人力资源优势方面, 传化物流在多年经营过程中, 招聘并培育了一批优秀的业务骨干, 形成了良好的人力资源氛围。传化物流的高层管理人员具有多年业务

管理运营的经验，深谙公路物流服务运营的业务特点和管理诉求；核心技术人员具有国内大型互联网企业多年技术开发经验，具有较强的信息平台构建能力以及根据实际运营情况及时调整更新平台模块的应对能力。优秀的人力资源提高了传化物流的核心竞争力。

未来，传化物流将以不断壮大的会员和平台交易金额为基础，通过进一步完善商业模式以及丰富盈利模式，形成更多的利润增长点，实现爆发式的增长。

综上，本次业绩承诺符合行业发展趋势和自身经营状况，具有较高的可行性。

(2) 独立财务顾问核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：结合标的公司所处行业发展趋势、标的公司经营情况等因素，本次业绩承诺的依据较为充分、合理，本次业绩承诺具有较高的可行性。

(以下无正文)

（此页无正文，为《国泰君安证券股份有限公司关于深圳证券交易所<关于对浙江传化股份有限公司的重组问询函>（中小板重组问询函（需行政许可）【2015】第7号）之核查意见》之盖章页）

国泰君安证券股份有限公司

2015年6月20日