



坤元资产评估有限公司关于<马鞍山鼎泰稀土新材料股份有限公司重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易行政许可项目审查一次反馈意见之回复（修订稿）

中国证券监督管理委员会：

由马鞍山鼎泰稀土新材料股份有限公司转来的贵会 2016 年 8 月 12 日下发的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书（161724 号）》（以下简称“《反馈意见》”）奉悉。我们已对反馈意见中所提及的评估事项进行了审慎核查，现回复如下，请予审核。

（如无特别说明，本回复中的简称与《马鞍山鼎泰稀土新材料股份有限公司重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》（以下简称“报告书”、“重组报告书”）中“释义”所定义的简称具有相同含义）

问题 1：申请材料显示，顺丰控股及其子公司顺丰科技和顺丰香港与控股股东明德控股签署了《股权转让协议》，顺丰控股将其直接或间接持有的合丰小贷、乐丰保理和顺诚融资租赁 100%股权转让给明德控股或其指定的除顺丰控股及其子公司之外的第三方。乐丰保理股权转让涉及的工商变更程序正在办理之中；顺诚融资租赁股权转让尚需的深圳市前海自由贸易试验区商务部门相关审批工作正在推进中；合丰小贷股权转让尚需深圳市金融发展服务办公室审批，根据规定，顺丰控股作为合丰小贷发起人持有的合丰小贷股权在一定期限内不允许转让，协议约定，自协议签署之日起，与合丰小贷股权对应的所有股东权利、义务即无条件和不可撤销地由明德控股或其指定第三方享有、承担（包括合丰小贷股权所对应的对合丰小贷的表决权等）。请你公司补充披露：1）上述股权转让的进展，是否符合此前相关承诺。2）顺诚融资租赁股权转让的商务部门审批是否存在法律障碍，预计完成时间。3）合丰小贷股权不允许转让对本次交易及交易完成后上市公司的影响，深圳市金融发展服务办公室审批是否存在法律障碍，股权转让预计完成时间，上述协议安排是否符合规定，是否需经深圳市金融发展服务办公室等相关部门同意，相关收益、风险的承担安排。4）本次交易收益法评估中对合丰小贷、乐丰保理和顺诚融资租赁的评估方法及评估结果，重组方案的调整是否影响本次交易作价。请独立财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）上述股权转让的进展，是否符合此前相关承诺

2016年7月25日，顺丰科技与明德控股签署股权转让协议，协议约定顺丰科技将乐丰保理 100%股权转让给明德控股，转让价格参考坤元评估出具的“坤元评报【2016】305号”《顺丰控股（集团）股份有限公司拟进行股权转让涉及的深圳市顺诚乐丰保理有限公司股东全部权益价值评估项目资产评估报告》确定。2016年8月8日，上述股权转让完成工商变更登记手续，乐丰保理股东变更为明德控股。

2016年7月25日，顺丰香港与明德控股签署股权转让协议，协议约定顺丰控股将顺诚融资租赁 100%股权转让给明德控股或其指定第三方，转让价格参考坤元评估出具的“坤元评报【2016】304号”《顺丰控股（集团）股份有限

公司拟进行股权转让涉及的顺诚融资租赁（深圳）有限公司股东全部权益价值评估项目资产评估报告》确定。2016年8月1日，明德控股确定置业企业有限公司作为顺诚融资租赁的最终受让方，顺丰香港与置业企业有限公司签署股权转让协议。2016年8月9日，前海自由贸易试验区管委会出具本次股权转让的备案证明。2016年8月11日，上述股权转让完成工商变更登记手续，顺诚融资租赁股东变更为置业企业有限公司。

2016年7月25日，顺丰控股与明德控股签署股权转让协议，协议约定顺丰控股将合丰小贷100%股权转让给明德控股或其指定第三方，转让价格参考坤元评估出具的“坤元评报【2016】306号”《顺丰控股（集团）股份有限公司拟进行股权转让涉及的深圳市顺丰合丰小额贷款有限公司股东全部权益价值评估项目资产评估报告》确定。股权转让协议约定，自协议签署之日起，与合丰小贷股权对应的所有股东权利、义务即无条件和不可撤销地由明德控股或其指定第三方享有、承担（包括合丰小贷股权所对应的对合丰小贷的表决权等）；且自协议签署之日起的合丰小贷的全部盈亏均由明德控股或其指定第三方享有或承担。2016年9月7日，深圳市金融发展服务办公室（以下简称“深圳市金融办”）出具批复文件，同意顺丰控股将合丰小贷100%股权转让给明德控股。截至本反馈意见回复出具之日，合丰小贷已经提交本次股权转让的工商变更申请，后续工商变更程序不存在障碍，预计将在2016年9月30日前办理完成。

综上所述，乐丰保理和、顺诚融资租赁已按期完成股权转让的工商变更程序。合丰小贷虽然尚未办理完成股权转让的工商变更，但根据合丰小贷股权转让协议约定，顺丰控股自股权转让协议签署之日起，已将合丰小贷股权对应的所有股东权利、义务即无条件和不可撤销地由明德控股或其指定第三方享有、承担，合丰小贷自协议签署之日起的全部盈亏均由明德控股或其指定第三方享有或承担，自协议签署之日起合丰小贷不再纳入顺丰控股合并报表范围，且深圳市金融办已批复同意合丰小贷股权转让行为，因此乐丰保理、顺诚融资租赁和合丰小贷的剥离进展情况符合相关承诺。

（二）顺诚融资租赁股权转让的商务部门审批是否存在法律障碍，预计完成时间

顺诚融资租赁股权转让的商务部门审批不存在法律障碍，上述股权转让事宜已于 2016 年 8 月 9 日取得前海自由贸易试验区管委会备案证明。

（三）合丰小贷股权不允许转让对本次交易及交易完成后上市公司的影响，深圳市金融发展服务办公室审批是否存在法律障碍，股权转让预计完成时间，上述协议安排是否符合规定，是否需经深圳市金融发展服务办公室等相关部门同意，相关收益、风险的承担安排

2016 年 9 月 7 日，深圳市金融办出具批复文件，同意顺丰控股将合丰小贷 100% 股权转让给明德控股。截至本反馈意见回复出具之日，合丰小贷已经提交本次股权转让的工商变更申请，后续工商变更程序不存在障碍，预计将在 2016 年 9 月 30 日前办理完成。

（四）本次交易收益法评估中对合丰小贷、乐丰保理和顺诚融资租赁的评估方法及评估结果，重组方案的调整是否影响本次交易作价

本次交易收益法评估中对于顺丰控股的收益采用合并口径进行预测，即对母公司及纳入合并范围的下属公司的收入、成本、税金、费用、营运资金和资本性支出等按合并抵消后的金额进行预测。

合丰小贷、乐丰保理和顺诚融资租赁三家公司均由顺丰控股直接或间接 100% 持有，因而对三家公司已纳入合并范围进行收益预测，其收入、成本、税金、费用、营运资金和资本性支出均已在收益法的现金流预测中合并体现，故本次顺丰控股整体收益法评估中无法直接体现上述三家公司的单独之评估结果。

评估机构基于合丰小贷、乐丰保理和顺诚融资租赁各自的财务数据，经剔除与顺丰控股及下属公司可合并抵消的资产负债及损益数据，即对于三家公司对（顺丰控股合并体系）外业务按照本次整体收益法评估之同一口径，以三家公司持续经营和其与顺丰控股之间的往来款项及时清理为前提，进行了模拟测算（折现率根据业态及风险的差异，取值 13%），测算结果分别如下：

1、合丰小贷

合丰小贷在持续经营前提下的评估基准日估算价值为 7,400.00 万元（精确到百万元），测算过程如下：

单位：万

元

项目/年度	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	永续期
一、企业自由现金流量	530.33	593.96	641.48	667.14	673.82	673.82
折现率	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%
折现期	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	-
折现系数	0.9407	0.8325	0.7367	0.652	0.577	4.4385
折现额	498.88	494.47	472.58	434.98	388.79	2,990.73
二、企业自由现金流评估值	5,280.43					
加：溢余资产	-					
加：非经营性资产（扣除非经营性负债）	2,130.18					
三、企业整体价值	7,400.00					
减：付息债务	-					
四、股东全部权益价值	7,400.00					

2、乐丰保理

乐丰保理在持续经营前提下的评估基准日估算价值为-6,000万元（精确到百万元），测算过程如下：

单位：万
元

项目/年度	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	永续期
一、企业自由现金流量	340.57	381.44	411.95	428.43	432.71	432.71
折现率	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%
折现期	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	-
折现系数	0.9407	0.8325	0.7367	0.652	0.577	4.4385
折现额	320.37	317.54	303.49	279.34	249.68	1,920.59
二、企业自由现金流评估值	3,391.01					
加：溢余资产	-					
加：非经营性资产（扣除非经营性负债）	-9,372.49					
三、企业整体价值	-6,000.00					
减：付息债务	-					
四、股东全部权益价值	-6,000.00					

3、顺诚融资租赁

顺诚融资租赁对外业务在持续经营前提下的评估基准日估算价值为20,700万元（精确到百万元），测算过程如下：

单位：万

元

项目/年度	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	永续期
一、企业自由现金流量	561.47	628.84	679.15	706.32	713.38	713.38
折现率	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%
折现期	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	-
折现系数	0.9407	0.8325	0.7367	0.652	0.577	4.4385
折现额	528.18	523.51	500.33	460.52	411.62	3,166.36
二、企业自由现金流评估值	5,590.52					
加：溢余资产	2,790.00					
加：非经营性资产（扣除非经营性负债）	165,088.32					
三、企业整体价值	173,468.83					
减：付息债务	152,760.00					
四、股东全部权益价值	20,700.00					

综上，在持续经营前提下，三家公司（对外业务）的估算价值共计22,100万元。

顺丰控股将合丰小贷、乐丰保理和顺诚融资租赁 100%股分别以 29,932.04万元、5,057.46万元和 36,705.15万元的价格转让给明德控股或其指定第三方，转让价格高于上述模拟的收益法测算结果，能够有效保护上市公司和中小股东的利益，重组方案调整不影响本次交易作价。

（五）评估师核查意见

经核查，坤元评估认为：乐丰保理、顺诚融资租赁和合丰小贷的剥离进展情况符合相关承诺。本次重组方案的调整不影响本次交易作价，有利于保护上市公司和中小股东利益。

问题 20：申请材料显示，2013 年、2014 年和 2015 年顺丰控股实现净利润 18.32 亿、4.76 亿和 10.94 亿，2016 年-2018 年承诺净利润 21.85 亿、28.15

亿和 34.88 亿。请你公司补充披露顺丰控股承诺净利润大幅高于报告期净利润的原因、合理性和可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）顺丰控股承诺净利润大幅高于报告期净利润的原因

报告期内，顺丰控股主要业务包括速运物流业务、商品销售及代理业务和其他业务。2015 年 9 月，顺丰控股以股权转让的方式将主要从事商品销售及代理业务的子公司顺丰商业和顺丰电商相关资产和业务剥离（以下简称**剥离业务**）。剥离后，顺丰控股持续经营业务主要为速运物流和其他业务（以下简称**持续经营业务**）。2013 年-2015 年，顺丰控股归属于母公司所有者的净利润来源及构成如下：

单位：万元

项目	2015 年度		2014 年度		2013 年度	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
持续经营业务	196,731.21	178.61	109,261.41	228.36	195,748.60	106.87
剥离业务	-86,588.13	-78.61	-61,414.74	-128.36	-12,581.52	-6.87
合计	110,143.08	100.00	47,846.67	100.00	183,167.08	100.00

根据上表，2013 年至 2015 年，顺丰控股归属于母公司所有者的净利润分别为 18.32 亿元、4.78 亿元和 11.01 亿元。剔除剥离业务的影响，顺丰控股持续经营业务 2013 年度、2014 年度和 2015 年度分别实现归属于母公司所有者的净利润 19.57 亿元、10.93 亿元和 19.67 亿元。2014 年度顺丰控股净利润下滑主要原因为：（1）2014 年度，顺丰控股为拓展快递业务电商类客户市场份额，加大了对电商类相关产品的营销和推广力度。由于该产品单价较其他产品略低，一方面影响了顺丰控股当年的整体毛利率水平；另一方面也带来当年整体业务量及收入的较快增长，及在电商行业市场占有率和品牌影响力方面的提升；（2）为抓住市场发展契机，顺丰控股适度提前扩张，在当年投入了较多的人力、干线、车辆等资源并积极部署营业网点、中转场及交通枢纽等基础设施，导致职工薪酬、外包、运输、房租、折旧等成本均出现一定程度增长。上述各项资源及资产的投入有效提升了顺丰控股的经营能力和效率，亦为公司后续业务扩张和提高市场占有率奠定了基础。2015 年度，顺丰控股根据市场情况适时调整营销策略和产品结构，产品推广重心调整回中高端产品和增值服务，

导致当年收入增长速度虽略有放缓，但却有效提升了中高端客户的品牌感知和客户粘性，整体毛利率也因此明显回升。

2013年-2015年，顺丰控股持续经营业务扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润为1.5亿元、9.2亿元和16.23亿元，2013年度顺丰控股持续经营业务非经常性损益主要为同一控制下企业合并子公司期初至合并日前实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润17.40亿元，剔除上述影响，按照可比口径计算，2013年-2015年，顺丰控股持续经营业务扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润为18.9亿元、9.2亿元和16.23亿元。2016年-2018年，本次交易对方承诺顺丰控股扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于21.85亿、28.15亿和34.88亿，2016年承诺净利润相比2015年可比口径净利润16.23亿元增长34.63%，相比2013年度可比口径净利润增长15.61%。

综上，报告期内顺丰控股净利润水平有所下滑且波动较大，主要是受到剥离业务和2014年度阶段性经营策略调整的影响，剔除上述影响后，标的资产2016年-2018年承诺利润相比报告期净利润增长幅度有限。

（二）顺丰控股承诺净利润的合理性与可实现性

1、评估机构预测利润的方法及过程具有合理性

评估机构采用收益法对顺丰控股进行了评估，其中评估预期收益采用企业自由现金流，因此预测利润为息前税后利润，计算公式如下：

息前税后利润=主营业务收入-主营业务成本-营业税金及附加+其他业务利润-销售费用-管理费用-财务费用（不含利息支出）-资产减值损失+补贴收入+公允价值变动损益+投资收益+营业外收入-营业外支出-所得税

由于评估机构所采用的评估模型未考虑付息债务的利息支出，并且对于超过日常所需的货币资金作为溢余资产考虑，未在盈利预测中考虑其可能产生的收益，因此在上述息前税后利润的计算金额的基础上，对于利息支出、溢余货币资金的利息收入及相关的所得税等事项进行调整后，计算得到净利润。

2、顺丰控股业绩承诺与行业发展趋势相匹配

顺丰控股在 2016 年度、2017 年度及 2018 年度的业绩承诺为扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于 21.85 亿元、28.15 亿元和 34.88 亿元，按可比口径净利润计算的增长率分别为 34.63%、28.83%、23.91%，2015 至 2018 年的复合增长率为 29.05%。

2015 年，我国快递市场业务量达到 206.7 亿件，业务收入达到 2,769.60 亿元，分别比上年增长 48.07% 和 35.41%，目前我国已成为全球最大的快递市场，快递行业得到国家政策的大力支持。此外，快递上游产业不断转型升级，农业、制造业、其他服务业也将逐步与快递接轨，快递上游需求空间继续膨胀。随着农村市场、西部地区、跨境网购、食品生鲜领域和医药领域快递需求的释放，无论从市场拓展还是从区域扩张，未来快递行业都将保持高速增长。根据国家邮政局公布的历年邮政行业运行情况，我国人均快递使用量从 2008 年的 1.1 件上升至 2015 年的 15.0 件，年人均快递支出从 2008 年的 30.8 元上升至 2015 年的 201.5 元，虽然有较大幅度上升，但相比美国和日本同期年人均快递使用量有较大差距，我国人均使用快递量还有很大的发展空间。2015 年 10 月，国务院印发《国务院关于促进快递业发展的若干意见》，对快递业提出了发展目标：到 2020 年，我国快递市场规模稳居世界首位，快递年业务量达到 500 亿件，年业务收入达到 8,000 亿元。快递行业发展前景广阔。

快递行业保持良好的发展趋势，顺丰控股凭借其稳固的市场地位，将有较大概率保持与行业平均水平相当的增速；另外，随着顺丰控股不断优化业务及管理结构，提升运营及管理效率，并考虑到其拥有的中高端快递市场的领导者地位及独立定价权优势，结合顺丰控股业务增长带来的规模效应逐步体现，上述业绩承诺预期可顺利完成，该等业绩承诺具有合理性。

3、顺丰控股竞争优势对业绩承诺形成保障

作为 AAAAA 级物流企业，顺丰控股始终专注于服务质量的提升，立志成为客户“最值得信赖的，基于物流的商业伙伴”。顺丰控股经过多年的经营，形成了其独有的竞争优势，这些优势使其拥有较强的盈利能力，为业绩承诺的达成提供了有利的保障。

(1) 顺丰控股的优质服务带来良好口碑和品牌溢价，在快递行业内已经

成为“快”、“准时”、“安全”的代名词，是企业客户和中高端个人客户的首选品牌。顺丰控股在商务快递市场与中高端电商快递领域处于领先地位，并借此建立起竞争门槛。多年来，顺丰控股吸引了大批国内外知名企业的长期合作，并且拥有远高于同行业平均水平的业务单价，为顺丰控股的未来业务发展奠定了坚实的基础。

(2) 顺丰控股已建成覆盖全国的快递网络，并向全球主要国家拓展，已开通多个国家的国际快递服务。目前顺丰控股业务覆盖全国 320 余个地级市、2,500 余个县区级城市。顺丰控股已开通美国、日本、韩国、新加坡、马来西亚、泰国、澳大利亚等等国家的快递服务，以及二百多个国家和地区的跨境 B2C 和电商专递业务。航空运输方面，顺丰控股拥有较为完善的航空运输网络，在国内快递公司中竞争优势明显。顺丰控股拥有较为完善的快递网络和运输网络，能够为客户快件运输提供安全、可靠、稳定、高效的运力支持和保障。

(3) 顺丰控股对揽收、配送、装卸、中转、客服等各业务环节的语言、形象、操作动作和操作流程都经过详细设计和规定，并进行严格管控和考核。标准化操作流程一方面可以降低操作成本，另一方面保证了服务时限和质量。同时，顺丰控股高度重视自动化运输设备和智能化运输技术的开发与投入，在航空、信息系统和自动化设备方面的投入巨大，这些投入保证了顺丰控股可以提供更加精确的时效产品，丰富了顺丰控股的产品种类，提升了服务效率，为顺丰控股在竞争中缔造优势。

(4) 顺丰控股多年来一直坚持直营模式，保障服务品质，因而对各业务环节具有绝对控制力，直营模式有利于增强顺丰控股快递业务的时效性，可以有效保障服务质量和客户体验，提高客户忠诚度，与顺丰控股中高端的产品定位相适应，进而维持其品牌溢价。

(5) 顺丰控股能提供丰富的供应链管理服务，除快递服务之外，顺丰控股可以为客户提供库存优化管理、集散中心管理、订单管理、交叉配货、逆向物流执行等多种服务，满足客户产业升级与聚焦主业需要。为更好的满足客户需求，顺丰控股投入大量资源建设专业化的物流基础设施并引入高水平的供应链管理团队，以提供更为丰富、专业的供应链服务，从而在供应链综合服务市

场抢占先机。

(6) 顺丰控股拥有富有活力的经营管理团队及良好的人才培养机制，为适应不断变化的内外部经营环境与多元化业务发展需求，顺丰控股不断加强人才队伍建设。一方面，顺丰控股以开放包容的多元性文化，大量引进了国内外具备全球化视野、跨行业背景、高科技等各类复合型高端人才；另一方面，在一、二线基层员工方面，顺丰控股吸纳大批社会基层劳动力和大学毕业生。顺丰控股建立了良好人才培育和激励机制，为员工搭建发展双通道，上述举措能够为顺丰控股业务发展提供长期保障。

4、顺丰控股利润承诺增幅与同行业公司利润承诺情况相比较为正常

根据《大连大杨创世股份有限公司重大资产出售及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，圆通速递 2016 年度、2017 年度、2018 年度承诺的合并报表范围扣除非经常性损益后的归属于母公司所有者的净利润分别不低于 110,010 万元、133,290 万元、155,250 万元，同比增长率分别为 31.83%、21.16%和 16.48%；

根据《浙江艾迪西流体控制股份有限公司重大资产出售并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）》，申通快递 2016 年度、2017 年度、2018 年度扣除非经常性损益后归属于母公司所有者净利润分别不低于为 117,000.00 万元、140,000.00 万元和 160,000.00 万元，同比增长率分别为 64.44%、19.66%和 14.29%。

根据《宁波新海电气股份有限公司重大资产置换及发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）》，韵达货运 2016 年度、2017 年度、2018 年度承诺的合并报表范围扣除非经常性损益后的归属于母公司所有者的净利润分别不低于 113,039 万元、136,037 万元和 155,960 万元，同比增长率分别为 62.70%、20.35%和 14.65%。

经统计，上述三家类比公司及顺丰控股未来三年净利润增长率对比如下：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	年均复合增长率 (2015 年-2018 年)
圆通速递	31.83%	21.16%	16.48%	22.99%

申通快递	64.44%	19.66%	14.29%	31.01%
韵达货运	62.70%	20.35%	14.65%	30.94%
平均	52.99%	20.39%	15.14%	28.31%
顺丰控股	34.63%	28.83%	23.91%	29.05%

根据上表对比分析，顺丰控股 2016 年至 2018 年净利润复合增长率比申通快递和韵达货运低，较三家类比公司平均值高 0.74 个百分点，考虑到顺丰控股的行业地位、业务口碑等竞争优势，顺丰控股业绩承诺年均复合增长率处于合理区间范围内。

5、2016 年 1 季度顺丰控股业绩良好，为实现业绩承诺打下良好基础

2016 年 1-3 月，顺丰控股经审计的扣除非经常性损益后净利润为 70,709.62 万元，占 2016 年承诺净利润比例为 32.36%，2016 年一季度毛利率 22.32%，相比去年全年的 20.42%（可比业务口径）稳步回升。快递行业具有一定的季节性特征，通常顺丰控股第一季度收入、利润占比较低，主要由于元旦、春节长假的原因，个人及企业类客户均有较长的休假及暂停营业期，一季度业务量较少。顺丰控股一季度即完成了全年承诺利润的 32.36%，为实现业绩承诺打下了良好的基础。

（三）评估师核查意见

经核查，坤元评估认为：报告期内顺丰控股净利润水平有所下滑且波动较大，主要是受到剥离业务和 2014 年度阶段性经营策略调整的影响，剔除上述影响后，顺丰控股 2016 年-2018 年承诺利润相比报告期净利润增长幅度有限。顺丰控股业绩承诺的测算方法和过程具有合理性，顺丰控股承诺净利润增长趋势与行业发展趋势较为一致，并且顺丰控股拥有的核心竞争力为业绩承诺的实现提供了保障，顺丰控股业绩承诺增长幅度相比同行业可比公司较为合理，顺丰控股 2016 年一季度业绩良好，为 2016 年全年利润承诺的实现打下了基础，顺丰控股业绩承诺具有合理性和可实现性。

问题 27：申请材料显示，本次交易评估值基准日为 2015 年 12 月 31 日，评估值为 448.30 亿元，较 2015 年 11 月股改参照的评估值 353.30 亿元（评估基准日为 2015 年 6 月 30 日）增加 95.00 亿元，经剔除期后增资影响，两次评

估值的差异为 55.78 亿元，差异率为 15.79%。请你公司结合两次评估的评估方法、评估参数选择差异等，补充披露两次评估值差异的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）两次评估方法与估值思路

顺丰控股整体变更设立股份有限公司涉及的该公司相关资产及负债价值评估（以下简称股改评估）报告以 2015 年 6 月 30 日为评估基准日，根据其评估目的，整体采用了资产基础法，对于顺丰控股所属的四大 BG（速运 BG、供应链 BG、仓配物流 BG、金融 BG）采用收益法测算后，并入顺丰控股母公司长期股权投资价值之中，评估对象为顺丰控股的相关资产及负债，评估价值为 353.30 亿元，评估报告日为 2015 年 10 月。

本次重组评估以 2015 年 12 月 31 日评估基准日，整体分别采用了资产基础法和收益法，并以收益法结果作为最终评估结论，评估对象为股东全部权益，评估价值（含 39.22 亿元增资款）为 448.30 亿元，评估报告日为 2016 年 6 月。

虽然两次作价采用的评估方法有所不同，但对于主要资产及业务（即速运等业务板块）均采用了收益途径进行评估；股改评估中采用成本途径评估的其他资产（负债）亦可认为是整体采用收益法评估中的非经营性资产（负债）、溢余资产及付息债务之一部分，因此两次评估的思路较为接近，评估技术方案的内涵差异不大。

（二）两次评估参数选择的对比分析

根据两次评估基准日及报告日不同时点对应的行业发展及顺丰控股实际经营情况及不同规划，经对股改评估报告未纳入收益法预测的资产、负债的模拟调整，两次评估的主要参数对比分析如下：

1、息前税后利润

单位：百万元

类别	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年及以后
股改息前税后利润	2,380.49	3,036.81	3,567.07	3,993.05	4,288.84
重组息前税后利润	2,380.57	3,007.39	3,680.50	4,324.03	4,683.99
差异额	0.08	-29.42	113.43	330.98	395.15
差异率	0.00%	-0.97%	3.18%	8.29%	9.21%

2、企业现金流（息前税后利润+折旧及摊销-资本性支出-营运资金增加）

单位：百万元

类别	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年及以后
股改企业现金流	1,603.38	1,243.05	2,557.19	3,706.67	4,186.54	4,401.50
重组企业现金流	107.67	2,569.17	3,425.91	4,992.95	4,743.04	5,000.45
差异额	-1,495.71	1,326.12	868.72	1,286.28	556.50	598.95
差异率	-93.28%	106.68%	33.97%	34.70%	13.29%	13.61%

从上述对比中可以看出，重组评估中息前税后利润和企业现金流总体高于股改评估，原因主要如上文所述，一是公司 2015 年下半年优化了产品及业务结构，减少了中低端电商类等低附加值业务的占比，从以量为主演变为以质为主；二是公司主要成本（人工成本、运输成本等）通过优化用工结构、提高用工效率、枢纽飞、提升车辆装载率、优化路由设计等措施得以有效保障，毛利率总体保持稳中有升，费用率有所下降；三是部分固定资产超前投资（于 2015 年下半年及 2016 年陆续投入），导致 2016-2017 年的实际折旧金额较股改评估预测时为高；另外，重组评估时基于公司的战略规划及整体投资计划，在对收入的较为谨慎预测前提下，并未对冷运设施、未签协议的电商产业园及飞机等投资进行测算，亦未考虑增加的车辆购置支出（转为外包方式），虽相应增加了外包成本，但未来年度的资本性支出将明显小于股改评估对应测算数据，相应的 2018 年后的折旧、摊销金额将明显小于股改评估时金额，总体有利于盈利能力的改善。

综上，业务、产品、成本、费用、资本性支出等措施及规划的优化，总体增厚了预测期的利润，亦提升了未来年度的现金流。

3、折现率

股改评估收益法折现率为 10.47%，本次重组评估收益法折现率为 11.05%，增加 0.58%，主要差异系本次企业特定风险系数上调 0.5%所致，主要原因为考虑了业务转型、人员及运力外包比重增大及汇率波动风险等加大情形对折现率的影响。

4、溢余资产、非经营性资产（负债）及付息债务等

股改评估中四大 BG 加计母公司之溢余资产、非经营性资产（扣减负债）模拟值约为 106 亿元，付息债务模拟值约为 106 亿元。

本次重组溢余资产、非经营性资产（扣减负债）并加计折现后增资款合计约 164 亿元，付息债务约 112 亿元。

本次重组溢余资产及非经营性资产（负债）金额（含增资）较股改评估高 58 亿元，付息债务高 6 亿元，冲抵后净额高 52 亿元（该差异由 39.22 亿元增资款、2015 年下半年实际经营性现金流较原预测现金流变动、非经营性资产内容及价值变动等诸多因素共同所致，经分析总体变动属合理区间）。

综上，虽然本次评估折现率较股改评估高，但总体而言，本次评估因现金流等相关数据的提升，评估值亦有一定幅度的提高。

（三）两次评估结果差异的合理性分析

本次交易评估值基准日为 2015 年 12 月 31 日，评估值为 448.30 亿元，较 2015 年 11 月股改参照的评估值 353.30 亿元（评估基准日为 2015 年 6 月 30 日）增加 95.00 亿元，经剔除期后增资影响，两次评估值的差异为 55.78 亿元，差异率为 15.79%。两次评估之差异原因分析如下：

1、2015 年下半年及 2016 年一季度财务指标大幅提升

2015 年下半年尤其是第四季度，顺丰控股通过不断优化产品结构、业务模式及内部管理机制（公司在剥离顺丰商业及顺丰电子商务等公司及业务的同时，着力对过往管理的冗余现象进行回顾和改进，明显提升了管理及决策效率），对人力、运力模式及成本的精益管理，积极管控其他各项成本费用，合理的税务筹划，有效提升了公司经营效率，增厚了 2015 年全年盈利，相应提升了盈利能力。

评估机构经对 2015 年上半年合并财务数据的初步统计及审计审定的 2015 年、2016 年 1 季度合并财务数据分析，相关数据对比如下：

项目/年度	2015 年 1-6 月 (万元)	2015 年 (万元)	1-6 月绝对数占比或全年指标变动率	2016 年 1 季度 (万元)	较 2015 年度指标变动率
营业收入	2,164,943.64	4,730,818.66	45.76%	1,232,231.39	
营业成本	1,770,825.03	3,764,898.07	47.04%	957,230.26	
毛利	394,118.60	965,920.59	40.80%	275,001.12	
三项费用	312,831.11	716,357.17	43.67%	180,966.15	
营业利润	92,482.72	256,113.65	36.11%	86,210.12	
利润总额	102,349.76	284,510.81	35.97%	92,228.43	
净利润	75,655.81	196,010.24	38.60%	67,223.08	
归母净利润	75,743.56	196,731.21	38.50%	68,013.59	
毛利率	18.20%	20.42%	12.20%	22.32%	9.29%
净利率	3.49%	4.14%	18.62%	5.46%	31.77%

从上表数据可见，2015 年下半年尤其是第四季度，顺丰控股不断优化产品结构、业务模式及内部管理机制，挖掘各项收入提升潜力及成本优化空间，同时对人力及运力成本进行精细化管理，在剥离商业及电商业务后可集中人员及资源，有效提升了顺丰控股经营效率，相应增强了盈利能力。2016 年 1 季度盈利能力增长更为显著。

2015 年股改评估报告基准日为 2015 年 6 月 30 日，报告出具日为 2015 年 10 月 15 日，该次评估是建立在 2015 年半年报数据、当时市场状况及公司经营模式之上的，期后财务数据的持续提升在股改报告出具日难以预见，故 2015 年下半年及 2016 年 1 季度相应盈利能力的改善提升了估值。

2、管理层及员工通过顺达丰润、顺信丰合对顺丰控股进行的增资入股，提升了管理层及员工的积极性和主人翁意识，对于提升管理及经营效率有相应帮助，相应提升估值。

3、2015 年特别是股改后经营模式的改变大大增强了公司竞争力，改善了公司现金流

（1）业务、产品优化及销售策略调整

2014 年，为顺应电子商务发展机遇，开拓电商类客户，顺丰控股抓住时机，加大了对电商类相关产品的营销和推广力度，由此带来当年整体收入的较快增长，以及在电商行业市场占有率和品牌影响力的提升。与此同时，虽然公司整体收入增长较快，但由于电商产品特别是中低端电商产品市场竞争激烈，价格持续走低，并产生了部分业务的收入成本倒挂，公司盈利大幅下降。

2015 年二季度起，顺丰控股根据市场情况适时调整营销策略和产品结构，不断推陈出新，创新产品及运营模式，将产品推广重心调整至高附加值的中高端产品和增值服务，从追求收入规模向追求收益（产品边际效益）角度演变，导致当年收入增长速度略有放缓，但却有效提升了中高端客户的品牌感知和客户粘性，整体毛利率也因此明显回升。

（2）职工薪酬及运力模式的优化降低了成本

顺丰控股 2015 年以来不断优化成本及费用管控策略，加强人员及运输等的外包（伙伴计划）力度，2015 年下半年特别是 2016 年 1 季度职工薪酬及运输成本下降明显。

①人工成本

近年来顺丰控股采取了加强信息化、智能化投入、建立标准化操作流程、加强业务培训和绩效考核、优化用工模式等方式，特别是 2015 年，为了积极响应国务院“大众创业、万众创新”的号召，落实国家鼓励服务外包的政策，顺丰控股逐步优化用工模式，在品牌、网点、设备统一提供且保证统一服务质量标准的前提下，将部分揽收投递服务、装卸搬运服务、综合物流辅助服务等业务环节外包给劳务服务提供商。采用业务流程外包在保证顺丰控股服务质量的同时可以增加用工灵活性，通过其自主创业后的主观能动性及效率的提升，全面提升人员的活力。另外，顺丰控股将现有人工的一、二、三线分类梳理后重新分类为前端、中端、后端，然后基于业务价值链的不同环节及特征，对各个流程及岗位进行管控和优化，其中对于可趋向自动化、标准化的流程岗位通过系统和设备优化、替代。上述举措能有效的防止人工冗余的情形，提升效率，其效果在 2015 年 4 季度及 2016 年 1 季度更为显著。

②运输成本

公司于 2015 年后期对运力进行了新一轮的规划，采取了航空枢纽网络化（将一系列的航线集中到枢纽机场，使所有的航班在一个特定的时间内形成一个波峰，并在最短的时间内进行航班衔接中转，以获得最大化的市场覆盖）、陆运网络优化（提升大车型数量；优化直发模式，减少环节；结合产品时效需求，控制干线投入节奏；提升装载率；整合各级干线，形成组合优势；件量与线路优化组合，以达成成本最小化）、中转网络与“仓网”整合、班次标准化、大营运大集散（打破原有地区及等级管理为单位的规划限制，对整体资源进行全面规划与整合）等措施，明显改善了装载率，节约了成本，2015 年下半年特别是 2016 年 1 季度运输成本得以明显下降。

（3）资本性支出模式的优化提升了现金流

股改完成后，随着业务及成本模式的优化，本次评估较股改评估对于资本性支出的预测，根据企业的实际规划，进行了相应的调整。

本次评估预测中，结合以收入规模增长为重心向高附加值业务（即以利润）为重心的业务模式演化，同时考虑到大幅增加了人力及运力外包的成本模式，相应减少了电商产业园、冷运设施、运输工具等固定资产的新增产能投资，在较少影响利润的前提下，大大减少了资本性支出的现金流出，节约了资金的时间成本，有利于企业整体估值的提升。

上述经营模式的改变虽为近年来一直延续下来的，但主要政策的实施及效果体现在股改评估报告日后，在股改评估报告日，亦是难以预见的。

综上，本次评估较股改评估有一定增值，具有相应的合理性。

（四）评估师核查意见

经核查，坤元评估认为：从两次评估的评估方法、评估参数选择、两次评估时点顺丰控股盈利状况及发展规划等差异的分析，两次评估的思路基本一致，评估技术方案之内涵较为接近，相关参数及结果符合顺丰控股实际状况，两次评估差异具有合理性。

问题 28：申请材料显示，本次收益法评估当中，营业收入预测按类别划分为速递业务（包括顺丰标快、顺丰特惠、电商件业务、生鲜速运、大闸蟹专递、物流普运和其他速运业务）和其他业务。请你公司：1）结合速递业务具体类别，补充披露报告期内上述业务的件数、票均收入和营业收入。2）结合报告期上述业务的件数、票均收入，补充披露本次收益法评估营业收入预测的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）结合速递业务具体类别，补充披露报告期内上述业务的件数、票均收入和营业收入

1、报告期内上述业务的件数、票均收入和营业收入

（1）营业收入的预测

顺丰控股业务收入来源于速运业务及少量金融、投资等相关业务，其中绝大部分来源于速运物流业务。顺丰控股的速运业务收入近年来保持了较高的增长速度，报告期内持续经营业务营业收入构成如下表所示：

单位：元，件

项目		2013年	2014年	2015年
一	速运业务			
速运物流业务小计（收入同审计报告附注四一43）	收件量	1,097,133,696	1,610,276,489	1,969,355,898
	件数增长率		46.77%	22.30%
	收入	26,964,346,696	38,023,282,514	46,934,771,544
	收入增长率		41.01%	23.44%
顺丰标快(含顺丰即日、顺丰次晨)	件数	1,028,986,728	1,306,454,391	1,490,595,210
	件数增长率		26.97%	14.09%
	票均收入	23.27	22.73	22.67
	营业收入	23,941,849,525	29,700,384,875	33,790,766,087
	收入增长率		24.05%	13.77%
顺丰特惠	件数	51,430,065	123,316,609	177,978,136
	件数增长率		139.78%	44.33%
	票均收入	34.71	33.94	31.92
	营业收入	1,785,072,199	4,185,817,367	5,681,087,193
	收入增长率		134.49%	35.72%
电商件业务	件数	5,007,928	142,443,193	208,380,257
	件数增长率		2744.35%	46.29%
	票均收入	15.93	12.48	14.59
	营业收入	79,774,808	1,777,104,578	3,039,244,152
	收入增长率		2127.65%	71.02%

项目		2013年	2014年	2015年
生鲜速运	件数	-	1,235,345	10,655,479
	件数增长率			762.55%
	票均收入		42	39.2
	营业收入	-	51,885,417	417,700,873
	收入增长率			705.04%
大闸蟹专递	件数	-	5,076,807	8,201,529
	件数增长率			61.55%
	票均收入		36.79	34.66
	营业收入	-	186,797,193	284,300,387
	收入增长率			52.20%
物流普运	件数	303,336	2,243,717	5,605,459
	件数增长率		639.68%	149.83%
	票均收入	288.22	220.65	209.11
	营业收入	87,427,144	495,076,005	1,172,165,419
	收入增长率		466.27%	136.76%
其他速运业务	件数	11,405,639	29,506,427	67,939,828
	件数增长率		158.70%	130.25%
	票均收入	93.83	55.11	37.53
	营业收入	1,070,223,020	1,626,217,079	2,549,507,433
	收入增长率		51.95%	56.78%
二	其他业务			
其他业务	营业收入	104,507,071	225,359,763	373,415,056
	收入增长率		115.64%	65.70%
合计（同审计报告附注十一持续经营业务）	收入	27,068,853,767	38,248,642,277	47,308,186,600
	收入增长率		41.30%	23.69%

2、历史年度各业务件数及票均收入的变动趋势分析

（1）历史年度各业务件数的变动趋势分析

整体来看，顺丰控股速运物流总件数（包括顺丰标快、顺丰特惠、电商件业务、生鲜速运、大闸蟹专递、物流普运和其他速运业务）增长稳定，最近三年复合增速达到 33.98%。该增速较快主要基于以下因素：

①快递行业整体发展迅速。2008 年至 2015 年间，中国快递业务量增长了 12.7 倍，年均复合增长率达 45.3%。2015 年，中国快递服务企业市场规模升至世界第一位，同比增速高达 48.07%。顺丰控股作为行业领头羊，敏锐地抓住了行业发展契机，迅速建立起先发优势，业务规模持续扩大。

②进一步完善运输网络和网店布局。顺丰控股是国内最早采用飞机运送快递的企业，经过多年发展，截至 2015 年 12 月 31 日，顺丰控股拥有转运中心 304 个，服务网点 10,959 个，合作点（代理点、落地配）2,018 个，已形成 45

架飞机和约 1.5 万辆运输车辆组成的强大运力，有效覆盖全国 320 余个地级市、2,500 余个县区级城市、7,800 余个乡镇，运输能力和时效承诺保障大大加强。

③坚持直营模式，多元化产品和服务。顺丰控股一直坚持直营模式，优质的服务让“顺丰”在快递行业内已经成为“快”、“准时”、“安全”的代名词，加强了客户粘性，扩大了用户规模。此外，顺丰控股还基于客户需求和市场情况，推出了电商配送、冷运等创新产品，既满足了细分市场的客户需求，也一定程度上保证了收入的持续稳定增长。

从业务的具体分类来看，顺丰标快业务是报告期内的速运物流收入的主要来源，2013 年至 2015 年该业务件数占总件数的比例分别为 93.79%、81.13% 和 75.69%，占速运物流收入比例有所下降主要是由于顺丰特惠、电商配送等其他产品发展较快。

除顺丰标快业务外，顺丰特惠是占速运物流收入比重较大的产品，最近三年的件数占总件数的比例分别为 4.69%、7.66% 和 9.04%，其占比上升的主要原因为顺丰特惠是寄递非紧急物品而设计的经济型快递服务，有效补充了顺丰标快产品的服务缺口。因此，2014 年以来，顺丰控股加强了该项目推广力度，开拓了新的客户群体。受益于快递行业发展、运输网络和网店布局的完善及顺丰控股以前年度的相关积累及内生性驱动因素等，顺丰特惠预计将持续保持较快的增长。

由于电商行业的迅速发展，顺丰控股推出了专门针对电商行业产品的电商特惠和电商速配业务（统称电商件业务），电商特惠和电商速配分别为针对电商市场的不同时效承诺的产品。2013 年至 2015 年电商件业务占总件数分别为 0.46%、8.85% 和 10.58%。电商产品占比变化主要是由于 2014 年以前，顺丰控股在该业务领域尚处于发展阶段，创造收入较低。随着该业务的拓展，服务及品牌优势的凸显，仓配网络的逐步协同，同时，受益于国内外特别是国内电商市场规模将继续高速增长的大趋势，顺丰控股在中高端特别是高端电商件领域实现了相对较高的增长态势，促进该业务快速增长，因此占比逐步提高。

另外，顺丰控股同时通过向客户提供供应链一体化服务、大力发展跨境物流业务和优化冷运业务，不断建立和扩大竞争优势，因而，作为商务快递和中高

端电商快递细分市场的补充，生鲜速运、大闸蟹专递、物流普运和其他速运业务近三年亦处于快速发展阶段，业务件数及营业收入快速增长。

（2）历史年度票均收入的变动趋势分析

历史年度顺丰控股的票均收入基本保持稳定，主要原因在于：

顺丰控股的优质服务带来良好口碑和品牌溢价，是大量的企业客户和中高端个人客户的首选品牌。顺丰控股在商务快递市场与中高端电商快递领域处于领先地位，并借此建立起竞争门槛，与竞争日趋激烈的中低端电子商务快递市场相比，商务快递市场主要针对客户寄递高价值文件物品的需求，票均单价较高且客户对价格的敏感性较弱，但由于对快递件的时效、安全、服务等各方面均具有较高的要求，目前参与竞争的企业数量有限。顺丰控股定价较大程度独立于行业总体的价格竞争，因而顺丰控股的票均收入基本保持稳定；另外，顺丰控股不断优化产品及业务结构，亦较有利于票均收入的持续稳定。

（二）本次收益法评估营业收入预测的合理性

1、各业务件数预测的合理性

（1）各业务件数的增长与行业发展趋势相匹配

顺丰控股在 2016 年至 2020 年度的各业务件数的预测增速分别为 22.88%、15.51%、10.77%、7.49%和 4.34%，2015 年至 2020 年复合增长率为 12.01%。

2015 年，我国快递市场业务量达到 206.7 亿件，业务收入达到 2,769.60 亿元，分别比上年增长 48.07%和 35.41%，目前我国已成为全球最大的快递市场。此外，快递上游产业不断转型升级，农业、制造业、其他服务业也将逐步与快递接轨，快递上游需求空间继续膨胀。随着农村市场、西部地区、跨境网购、食品生鲜领域和医药领域快递需求的释放，无论从市场拓展还是从区域扩张，未来快递行业都将保持高速增长。根据《国务院关于促进快递业发展的若干意见》（国发[2015]61 号）提出的发展目标，到 2020 年，我国快递市场规模稳居世界首位，快递年业务量达到 500 亿件，年业务收入达到 8,000 亿元，行业发展前景广阔。

在该行业发展趋势下，顺丰控股凭借其稳固的市场地位，将有较大概率保持与行业平均水平相当的增速；另外，随着顺丰控股不断优化业务及管理结构，提升运营及管理效率，并考虑到其拥有的中高端快递市场的领导者地位及

独立定价权优势，结合顺丰控股业务增长带来的规模效应之逐步体现，预测期上述业务件数的实现具有合理性。

(2) 各业务件数预测与其业务特征、细分行业形势、公司规划等相配比，方法和过程具有合理性

①顺丰标快及顺丰特惠业务

顺丰标快及顺丰特惠业务系顺丰控股的最重要的快递业务板块，主要定位国内商务快递市场，与竞争日趋激烈的中低端电子商务快递市场相比，商务快递市场主要针对客户寄递高价值文件物品的需求，票均收入较高且客户对价格的敏感性较弱，但由于对快递件的时效、安全、服务等各方面均具有较高的要求，目前参与竞争的企业数量有限。

顺丰控股拟在保持国内商务快递市场领先优势的基础上，不断推陈出新，创新产品及运营模式，针对不同潜在用户对于快递件的时效诉求设计更具竞争力产品，既满足了客户的多种需求，也一定程度上保证了业务件数及收入的持续稳定增长，并通过配比成本费用的协同增加边际效益。预计该业务近年仍将保持既有的市场领先地位，受益于宏观经济及政策、基础设施建设及公司以前年度的相关积累及内生性驱动因素等，2016年起业务件数将有较大概率保持较快的增长，期后增速逐渐放缓，直至稳定（根据历史细分市场状况分析及公司规划，预测期内顺丰特惠业务增速将高于顺丰标快业务）。

②电商件业务

公司在电商件业务领域尚处于发展阶段，随着该业务的拓展，服务及品牌优势的凸显，现有（及在建）仓配网络的逐步协同，并考虑到近年来大量实体产业业务对接线上渠道之有利现状，公司拟通过客户产品的差异化定位，针对各类电商件业务收入成本的边际效用分析，制定更贴合目标市场的产品及业务策略。在 C2C 电商快递市场或小规模没有入仓需求的 B2C 电商快递市场，顺丰控股主要提供时效性相对较弱、价格相比普通快递更加优惠的快递产品；在具有入仓需求的专业 B2C 电商快递市场，顺丰控股结合自有仓库资源，主打“仓干配”一体化服务。除为客户提供仓储、干线运输、配送等服务外，顺丰控股结合数据分析等技术，为客户提供销售预测、提前发货、数据分析等服务，提高客户运营效率，帮助客户实现零库存管理。同时，受益于国内外特别是国

内电商市场规模将继续高速增长的预期，预计未来顺丰控股在中高端特别是高端电商件领域仍将保持相对较高的增长态势，促进营业收入的快速增长，待电商市场达到较为稳定的发展阶段后，业务件数的增速将逐步放缓直至趋于稳定。

③生鲜业务及大闸蟹业务

生鲜业务及大闸蟹业务均处于起步阶段，随着公司定向开发、联合营销等销售策略的实施，基于该细分行业近年来规模快速提升的现状与发展预期，结合细分市场竞争状况、公司运送能力、设施配备状况及发展规划，预计公司生鲜业务及大闸蟹业务的网络覆盖面将继续扩大，业务票数亦将持续增长，待市场达到较为稳定的发展阶段后，业务件数的增速将逐步放缓直至趋于稳定。

④物流普运业务

物流普运业务作为速运业务的补充，物流普运业务近年连续大幅增长，根据细分市场容量、发展现状、潜在客户转化率及公司规划，预计未来仍将保持较高的增幅，随着市场竞争的趋稳，业务件数增速未来将放缓直至稳定。

⑤其他速运物流业务

其他速运物流业务主要系除上述细分业务外的其他服务业务，包括保价、代收货款、国际特惠、国际小包、重货快运及其他增值业务。根据行业发展状况、公司业务规划、速运业务收入增长预测，结合现有营销策略、客户对于保价、代收货款等增值业务及对应时效之诉求变化、国际业务的发展现状及预期，并结合相关运送、服务等能力分析，预计未来业务票数将保持一定幅度的增长。

(3) 顺丰控股竞争优势对业务件数的实现形成保障

顺丰控股经过多年的经营，形成了其独有的竞争优势，这些优势使其拥有较强的业务扩张能力，为预测期业务量的实现提供了有利的保障。

①顺丰控股的优质服务带来良好口碑和品牌溢价，在快递行业内已经成为“快”、“准时”、“安全”的代名词，是企业客户和中高端个人客户的首选品牌。顺丰控股在商务快递市场与中高端电商快递领域处于领先地位，并借此建立起竞争门槛。多年来，顺丰控股吸引了大批国内外知名企业的长期合作，为顺丰控股的未来业务发展奠定了坚实的基础。

②顺丰控股拥有完善的快递网络和运输网络，具有先发规模优势，为客户快件运输提供安全、可靠、稳定、高效的运力支持和保障。

③顺丰控股拥有业内领先的运营操作流程并不断完善，并且对自动化、智能化运输设备和技术持续大量投入，这些举措一方面能持续提升效率、降低成本，另一方面缔造了技术壁垒，为竞争者的进入制造了较高的门槛。

④顺丰控股多年来一直坚持直营模式，保障服务品质，因而对各业务环节具有绝对控制力，可以有效保障服务质量和客户体验，与顺丰控股中高端的产品定位相适应，进而维持其品牌溢价。

⑤顺丰控股能提供丰富的供应链管理服务，满足客户产业升级与聚焦主业需要。为更好的满足客户需求，顺丰控股投入大量资源建设专业化的物流基础设施并引入高水平的供应链管理团队，以提供更为丰富、专业的供应链服务，从而在供应链综合服务市场抢占先机。

⑥顺丰控股拥有富有活力的经营管理团队及良好的人才培养机制，为业务发展提供长期的保障。

⑦顺丰控股不仅仅定位于为客户提供快递服务，而是立志于成为客户“基于物流的商业伙伴”，旨在为客户打造集物流和信息流为一体的开放生态系统。

2、票均收入预测的合理性

(1) 预测期票均收入的波动符合市场的整体预期

顺丰控股在 2016 年至 2020 年度的票均收入的预测数分别为 23.40 元、23.13 元、23.19 元、23.26 元和 23.26 元，整体呈现小幅下降的趋势。

从整体市场来看，一方面近年来及未来年度行业总体用工成本和持续资产投入导致成本上升的压力依然存在，行业内各企业出于保持合理利润率的考虑将有可能提高或稳定收费标准应对可能的成本费用之上升；另一方面考虑到近年来速运领域竞争较为激烈，客观上造成快递服务业务收费标准提高的同时折扣率亦相应提高，反而使得单票收入有一定幅度的下降，但速运中小企业的零利润甚至负利润竞争不具有长期持续性，随着行业的优胜劣汰，恶性竞争局面将得以改善，在市场集中度高企的背景下，有序充分竞争市场将有利于行业龙头企业的稳步增长。2014 年度公司针对电商类业务加大推广力度，其他产品的

折扣亦进行了策略性调整，产品价格略有下降；2015 年上半年，公司进行了价格调整效果的回顾总结，适时调整了产品及折扣策略，增加了高端产品的比率，同时不断推陈出新，优化产品结构，整体收益得以提升，总体价格相应上升。有理由相信，未来随着对现有数据的透彻研析及产品结构优化政策的持续，顺丰控股单票收入下降幅度可控。因而，预测期顺丰控股票均收入的稳中有降趋势符合市场的整体预期。

(2) 各项业务的票均收入预测与各自所处市场的竞争情况相匹配，方法和过程具有合理性

在不同细分市场，顺丰控股面临的竞争情况有所不同。

①国内商务快递市场

在占顺丰控股收入主要来源的国内商务快递市场，顺丰控股具有明显优势。顺丰控股在巩固市场份额的同时，进一步通过差异化、个性化服务提升竞争优势。顺丰控股现有的顺丰标快、顺丰即日、顺丰次晨、顺丰特惠四大产品，为客户提供更加精确的时效承诺，同时，顺丰控股还为客户提供保价、签单返还、代收货款、退换货等多项增值服务，满足客户更加个性化的需求。顺丰控股在商务快递市场的主要竞争对手为中邮速递。

②电商快递市场

在 C2C 电商快递市场或小规模没有入仓需求的 B2C 电商快递市场（即中低端电商快递市场），顺丰控股主要提供时效性相对较弱、价格相比普通快递更加优惠的快递产品。顺丰控股在上述中低端电商快递市场的主要竞争对手为申通快递、圆通速递、中通快递、韵达货运等民营快递企业。

在具有入仓需求的专业 B2C 电商快递市场（即高端电商快递市场），顺丰控股结合自有仓库资源，主打“仓干配”一体化服务。除为客户提供仓储、干线运输、配送等服务外，顺丰控股结合数据分析等技术，为客户提供销售预测、提前发货、数据分析等服务，提高客户运营效率，帮助客户实现零库存或低库存管理。

顺丰控股在高端电商快递市场亦具有竞争优势，目前处于领导地位。

③生鲜及冷运业务市场

顺丰控股目前在食品生鲜与医药流通领域上提供冷链运输服务，截至 2016

年 3 月 31 日，顺丰控股已拥有 33 个已正式投入运营的冷运仓库，并配备有冷运车 123 台，运营往返北京、上海、广州、深圳、嘉兴、杭州、济南等地的 21 条运输线路，为客户提供覆盖国内重点省市的、快捷的冷链运输服务。

在食品生鲜冷运领域的主要竞争对手包括江苏京东信息技术有限公司、雅玛多（中国）运输公司、上海九曳供应链管理有限公司等企业，在医药冷运领域的主要竞争对手包括世递国际货物运输代理（上海）有限公司、上海百奥泉冷链物流有限公司、TNT 等企业。

综上，从目前快递市场的竞争格局看，顺丰速运在国内商务快递和中高端电商快递市场处于领导地位，目前参与竞争的企业数量较为有限，并且由于顺丰控股的优势壁垒已经形成，短期内亦难以有更多企业形成有效的竞争。在低端电商领域，“四通一达”等民营快递在国内经济型电商快递市场处于主导地位，顺丰控股的市场份额较小；在食品生鲜及冷运业务领域，细分行业内未有形成绝对领先地位的企业，大部分企业均处于发展初期，竞争性相对不强。

基于上述分析，根据各业务及产品的市场地位、竞争情况、资源配置、发展阶段，并结合顺丰控股的业务规划，总体预期各业务单票价格呈不同幅度的下降趋势直至稳定，但总体下降空间均不大。

（3）顺丰控股竞争优势形成较为独立的定价权，为未来的票均收入的稳定提供合理保障

顺丰控股多年来一直坚持直营模式，保障服务品质，因而对各业务环节具有绝对控制力，可以有效保障服务质量和客户体验，与顺丰控股中高端的产品定位相适应。顺丰控股的优质服务带来良好口碑和品牌溢价，在商务快递市场与中高端电商快递领域处于领先地位，并借此建立起竞争门槛。多年来，顺丰控股吸引了大批国内外知名企业的长期合作，并且拥有远高于同行业平均水平的业务单价，为顺丰控股的未来业务发展奠定了坚实的基础。总体而言，顺丰控股拥有的中高端快递市场的领导者地位及独立定价权优势，其定价较大程度独立于行业总体的价格竞争。

综上，顺丰控股预测期的业务件数及票均收入的测算方法和过程具有合理性，其未来变动与行业发展趋势及市场预期相一致，并且顺丰控股拥有的核心竞争力为业务件数的增长和票均收入的稳定提供了合理的保障。鉴于营业收入

即业务件数与票均收入乘积，故营业收入的预测亦较为合理。

（三）评估师核查意见

经核查，坤元评估认为：顺丰控股预测期的业务件数及票均收入的测算方法和过程具有合理性，其未来变动与行业发展趋势及市场预期相一致，并且顺丰控股拥有的核心竞争力为业务件数的增长和票均收入的稳定提供了合理的保障。鉴于营业收入即业务件数与票均收入乘积，故营业收入的预测亦较为合理。

问题 29：申请材料显示，资产基础法评估中，无形资产评估折现率采用风险累加法确定为 14.70%，收益法评估中，折现率采用企业资本的加权平均资本成本（WACC）确定为 11.05%。请你公司结合同类可比交易情况，补充披露上述两项折现率选取的依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）无形资产及企业资本的加权平均资本成本 WACC 确定方法及结果

1、无形资产折现率的确定

无形资产折现率采用风险累加法进行确定。即：

折现率=无风险报酬率+风险报酬率

其中，无风险报酬率为 4.08%；风险报酬率的确定主要运用综合评价法，即由无形资产自身风险系数、市场风险系数、财务风险系数、管理风险系数及政策风险系数之和确定为得出风险报酬率为 10.60%。则折现率等于 14.7%（保留一位小数）。

2、企业资本的加权平均资本成本 WACC 的确定

在企业价值评估中，评估值对应的是企业所有者的权益价值和债权人的权益价值，因此本次顺丰控股整体收益法评估折现率采用企业资本的加权平均资本成本(WACC)。公式如下：

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E+D} + K_d \times (1-T) \times \frac{D}{E+D}$$

式中：WACC——加权平均资本成本；

K_e ——权益资本成本；

K_d ——债务资本成本；

T——所得税率；

D/E——企业资本结构。

其中，债务资本成本 K_d 采用现时的平均利率水平，权数参照同行业上市公司平均债务构成确定。

权益资本成本按国际通常使用的 CAPM 模型求取，计算公式如下：

$$K_e = R_f + \beta \times MRP + R_s = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + R_s$$

其中： K_e ——权益资本成本

R_f ——目前的无风险报酬率

R_m ——市场收益率

β ——系统风险系数

MRP ——市场风险溢价

R_s ——公司特定风险调整系数

经计算，WACC 确定为 11.05%。

（二）两项折现率差异的合理性分析

1、通过与同行业可比上市公司无形资产折现率的分析比较，无形资产折现率较为合理。

通过对同行业可比上市公司加权资本成本（WACC）进行分解来分析无形资产折现率的合理性，计算公式为：

$$R_i = \frac{WACC - W_c \times R_c - W_f \times R_f}{W_i}$$

其中：WACC：加权平均资本成本；

W_c ：净流动资产（资金）占全部资产比例；

W_f ：其他长期资产占全部资产比例；

Wi: 无形资产占全部资产比例;

Rc: 净流动资产(资金)折现率;

Rf: 其他长期资产折现率;

Ri: 无形资产折现率。

上述参数中,对各可比公司 WACC 采用与收益法同样的方法进行确定,对于净流动资产(资金)的折现率按现行 1 年期银行贷款利率 4.35% (税前)确定,对于其他长期资产的折现率按银行 5 年以上贷款利率并结合对应市场回报综合确定为 6% (税前),各资产权重根据上市公司财务数据、市值及缺乏流动性折扣等参数确定。

根据上述方法进行测算,无形资产总体折现率为 20.8% (税前),即税后折现率为 15.6%。考虑到顺丰控股可辨认的无形资产(商标、专利、著作权和域名等)相对不可辨认的无形资产(商誉等)占比较低,且一般而言,不可辨认无形资产对应风险更高,折现率更大,因此,本次评估可辨认无形资产折现率 14.7%应处于合理范围内。

2、与圆通快递及申通快递 WACC 对比,顺丰控股的 WACC 亦较为合理。

与圆通快递和申通快递同一评估基准日 WACC 及主要参数的对比如下:

项目	申通快递	圆通快递	顺丰控股
β	0.9532	0.8100	0.8148
Ke	12.14%	11.70%	11.95%
Kd	4.60%	4.90%	3.70%
D/E	4.68%	0.30%	9.80%
WACC	11.73%	11.70%	11.05%

从 Ke 即股权资本成本来讲,顺丰控股较申通快递较低,但较圆通快递较高,不存在偏低的情况;从 Kd 即债务资本成本来讲,顺丰控股较申通快递和圆通快递较低,原因是顺丰控股现金流良好,资信评级较高,融资成本相对较低;境外融资渠道畅通,境外债务融资成本较境内更低;从 D/E 即有息负债与公司估值比重来讲,顺丰控股占比较高,是因为顺丰控股采用重资产运营的直

营模式，资产负债率较高，有息负债占比较高，符合顺丰控股实际情况。另外，考虑到顺丰控股的行业地位及业务模式及规模，其整体风险相对较低亦基本符合其现状。综上，顺丰控股本次收益法评估折现率处于合理区间。

（三）无形资产折现率与收益法折现率相互验证合理性分析

基本原理：加权平均资产回报率 $WARA = \text{税前加权资金成本 } WACC_{BT}$ 。

1、WARA 的测算

根据各项资产价值占总资产价值的比例和必要回报率，计算得出各项资产的收益权重，汇总得到 $WARA$ 。本次主要分为净流动资产（资金）、其他长期资产、无形资产-可辨认无形资产（商标、专利、著作权及域名等）以及无形资产-不可辨认无形资产（商誉等）。

其中：净流动资产（资金）价值=流动资产评估价值合计-流动负债（不含短期借款、应付利息、应付股利、一年内到期的非流动负债等有息负债）评估价值。由于流动资产、流动负债评估值基本无大的增减值，故本次按流动资产、流动负债的账面价值确认为评估值，经计算其价值为 93.02 亿；对于其预期回报率按现行 1 年期银行贷款利率 4.35% 确定。

其他长期资产：由于资产基础法评估增减值主要是该部分资产的增减值所致，故本次评估按其他长期资产的账面值加上评估增减值近似作为其他长期资产的市场价值，经计算为 179.07 亿；由于长期资产所承担的风险较营运资金高，因而期望回报率比净流动资产（资金）高，本次取银行 5 年以上贷款利率并考虑对应资产的合理回报率 6% 作为其投资回报率。

无形资产-可辨认无形资产对应评估价值为 43.98 亿，预期回报率为 19.60%（即对应 14.7% 的税后回报率）。

无形资产-不可辨认无形资产即商誉等，通过本次收益法企业整体价值可倒算其价值为 205.06 亿。由于一般而言，商誉等不可辨认无形资产期望回报率高于商标、专利等一类资产，一般在 20% 至 30% 之间，本次结合行业特点及企业状况，取 25% 作为其合理回报率。

根据上述数据， $WARA$ 的测算过程如下表：

项目	公允价值（亿元）	资产比例	回报率	加权回报率
净流动资产（资金）	93.02	17.85%	4.35%	0.78%
其他长期资产	179.07	34.36%	6%	2.06%
无形资产-可辨认无形资产	43.98	8.44%	19.60%	1.65%
无形资产-不可辨认无形资产	205.06	39.35%	25.00%	9.84%
WARA				14.33%

由上表可以看出，加权平均资产回报率 WARA 14.33%与税前加权资金成本 WACCBT 14.73%较为接近（差异率为 2.79%），说明无形资产折现率与 WACC 存在较强的逻辑性，经相互验证，两者取值具有合理性。

（四）评估师核查意见

经核查，坤元评估认为：经对两项折现率的计算方法、与类似上市公司无形资产折现率及类似公司 WACC 对比，并经两者间逻辑性分析，两项折现率的确定具有合理性。

问题 30：申请材料显示，顺丰控股速运业务毛利率在报告期存在较大波动，收益法评估预测中，预测期毛利率较为稳定，在 19.64%-20.15%左右。请你公司结合顺丰控股所在行业未来发展及市场竞争情况等，补充披露收益法评估中预测期毛利率水平较为稳定的原因及合理性，顺丰控股保持速运业务毛利率稳定的相关措施及可行性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）顺丰控股速运业务报告期毛利率存在较大波动的原因及其合理性分析

经剔除于 2015 年剥离的商业板块等业务之影响，顺丰控股速运业务 2013 年度、2014 年度、2015 年度的毛利率分别为 25.05%、17.55%和 20.42%，存在较大波动，分析如下：

1、顺丰控股的毛利率 2014 年有较大幅度的下降的主要原因

（1）2014 年，顺丰控股为开拓电商类客户市场份额，加大了对电商类相关产品的营销和推广力度，由于该类产品折扣较高，毛利较其他产品略低导致

公司当年整体毛利率有所下降；

(2) 为抓住市场发展契机，顺丰控股适度提前扩张，在 2014 年投入了较多的人力、干线、车辆等资源并积极部署营业网点、中转场及交通枢纽等基础设施，导致职工薪酬、房租、折旧等成本均出现较高增长。

2、顺丰控股的毛利率 2015 年有较大幅度的提高的原因

(1) 根据市场变化的情况，顺丰控股 2015 年及时适度调整产品结构和营销策略，一方面控制电商产品折扣力度和毛利管控，同时不断推陈出新，创新产品及运营模式，不仅首次推出顺丰次晨时效新产品，还加大了其他高毛利产品和增值业务的推广力度，当年毛利率水平同步回升；

(2) 积极开展人员及运力等成本的优化工作，一方面继续推行业务流程外包模式，有效降低了人员、运输等成本；另一方面对现有的运力资源进行优化配置，在提高自有运输工具效率和使用率的同时调整了与外部运力供应商的合作模式，有效降低了运输成本；

(3) 顺丰控股不断优化业务模式及内部管理机制，挖掘其他各项成本的优化空间，对细分成本项目进行精细化管理，有效提升了顺丰控股经营效率，相应增强了盈利能力。

(二) 毛利率预测过程及其合理性分析

顺丰控股预测期 2016 年至 2020 年的毛利率分别为 19.67%、19.64%、19.80%、20.07%、20.15%，总体较为稳定，以下从收入和成本两方面对毛利率进行分析：

1、营业收入的预测

本次评估对于未来速运业务的营业收入，按照未来年度业务量（票数）结合预计单票不含税收入确认，公式如下：

各项业务的营业收入 = 预计业务量（票数）× 单票不含税收入

故从业务量（票数）和单票不含税收入进行分项分析，得出营业收入。

对于各项业务的未来预计业务量（票数），结合行业未来发展情况及市场竞争情况等因素后综合确定。

通过对宏观经济、行业发展及顺丰控股行业地位及业务状况分析，预计顺丰控股各业务件数将保持较快的增长，票均收入将略有下降直至稳定，预测期营业收入总体保持一定幅度增长，但增幅逐年下降直至稳定。（具体分析详见本反馈意见之问题 28 之回复）

2、营业成本的预测

营业成本主要包括人工成本、外包成本、运输成本、办公及租赁费、物资及材料费用、折旧及摊销费用和其他成本。

本次评估预测中对营业成本中各项成本预测方法如下(对外包成本分人力成本和运力成本分别并入职工薪酬和运输成本预测)：

(1) 人工成本

对于人工成本的预测，按照未来年度的当年预计用工人数结合单位人工成本计算确定，计算公式如下：

当年人工成本=当年预计人工数量×单位年人工成本

对人工数量的预测结合管理层规划，公司对未来各年的一、二、三线用工人数分别进行了预测。

对单位年人工成本的预测，根据对目前劳动力市场的形势分析结合管理层提供的人力资源规划，公司未来一线人工成本主要与工作量挂钩，因而对于一线人工的未来单位成本参考人均营业收入的增幅并考虑一定比例固定工资部分的上涨后综合确定；二、三线员工的人均收入未来亦将有一定的涨幅，但随着信息化、物流分配系统的完善及营业收入增幅的放缓，单位人工成本的涨幅亦逐步趋于平缓。

(2) 运输成本

运输成本包括航空、陆运等方式产生的运输费用（包括外包成本中的运输成本），按照公司未来的业务量中预计航空件、陆运件的占比，结合航空件、陆运件的单件成本计算确定，公式如下：

运输成本=预测业务量（票数）×（航空件占比×航空单票运输成本+陆运件占比×陆运单票运输成本）

其中，航空件占比和陆运件占比的预测按照历史的占比情况结合未来的运力规划和资源投入情况确定，预计未来陆运件的占比将有所提升。

(3) 折旧费及摊销费用

折旧费及摊销费用由两部分组成的，即对基准日现有的长期资产(存量资产)以及基准日后新增的长期资产（增量资产）按企业会计计提折旧（摊销）的方法(直线法)计提折旧（摊销）。对基准日后新增的长期资产(增量资产)，按投入使用的时间开始计提折旧（摊销）。

$$\text{年折旧（摊销）额} = \text{长期资产原值} \times \text{年折旧（摊销）率}$$

新增长期资产主要包括转运中心建设项目投资、飞机资产购置、信息技术研发项目及其他营运设备投资等，分别于 2016 至 2018 年陆续投入使用。参考公司的会计制度对上述项目形成的资产分别按适用的年限计提折旧（摊销）。

(4) 其他成本及费用

其他成本及费用包括办公及租赁费、物资及材料费用及其他等，主要为运营、管理及场地租赁相关成本，随着收入的逐年增长，相关成本亦将增大，但考虑上述成本及费用中部分为固定成本，随着物资的电子化、小型化，公司未来内部管理机构精简，办公效率逐步提高，办公成本占收入的比例将有所下降；场地租赁价格期后虽仍有上升趋势，且预计场地数量仍有上升的态势，但基于现有场地资源整合及规模效应，上述增长趋势将低于收入增幅。

通过上述分析，预测期中营业成本中各项费用占收入的比例如下：

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
职工薪酬（含外包）	43.38%	44.43%	45.11%	45.47%	45.79%
运输成本（含外包）	21.80%	21.60%	21.20%	21.15%	21.15%
折旧费及摊销费用	4.17%	3.60%	3.34%	2.91%	2.59%
其他	10.98%	10.73%	10.55%	10.40%	10.32%
合计	80.33%	80.36%	80.20%	79.93%	79.85%
毛利率	19.67%	19.64%	19.80%	20.07%	20.15%

从上表可以看出，预测期营业成本中对毛利率影响较大的两个主要因素为：

（1）运输成本占比逐步下降

①顺丰控股持续推进运输外包，优化产品结构，有效减少了总体运输成本支出

报告期内随着顺丰控股将干支线运输和收派环节的运输成本进行外包，有效降低了运输成本支出，报告期内，总运输成本占营业收入比重持续下降。

预测期，评估机构考虑到未来顺丰控股不再新增普通运输车辆，而采用运力外包的替代形式，一定程度上增加了运输外包成本；但考虑到业务规模的持续扩大，规模效应带来运输效率（包含但不限于装载率等）的提高，管理效率的提升和运能体系的优化；同时，期后顺丰控股拟变革网络模式，推出轴辐式及大型车运用，发运标准化，控制并合理安排干线资源，整合仓库及中转场班次，削峰平谷，“点”及“线”有效组合，打破地区限制等相关措施，提升整体装载率；其次，近年来同城件比率应维持较高增速，占比有所增加，单位成本有所摊薄；再次，顺丰控股不断根据产品时效不断优化了产品结构，针对时效不敏感的客户在调低收费同时相应调整了运送方式，有效降低了运力成本。

综上，并结合 2016 年 1 季度运输成本占收入比为 20.15%，相对 2015 年运输成本占收入比 21.61% 下降明显，预计 2016 至 2018 年陆运单票运输成本将有所下降，之后保持稳定。

②公司自有及外包全货机装载率的提升，使得航空单票成本有所下降

对于未来航空单票运输成本，评估机构考虑到顺丰控股未来将投入自有飞机以替代原先的外包机及散航运力，从短期来看，由于初期装载率不足及散航占比下降的影响，即使考虑到自有飞机投入后的折旧相应替代了外包费用中隐含的折旧对价，但经综合分析，认为单票成本于近期仍会略有上升；但是随着运营的成熟，通过“枢纽飞”，减少低效路线，整合航空组与 T2 的规划，提高网络装载率，自有飞机折旧及其他费用、包机、散航成本将进一步摊薄、单票成本将逐步下降，因此考虑 2016 年度航空单票成本略有上涨，2017 至 2018 年略有下降，之后保持稳定。

综上，预测期顺丰控股运输成本占收入比重总体呈现一定的小幅下降趋势直至稳定。

（2）折旧摊销成本增速下滑的原因

近年来尤其是 2014 年度起，为抓住市场发展契机，顺丰控股适度提前扩张，在当年投入了较多的人力、干线、车辆等资源并积极部署营业网点、中转场及交通枢纽等基础设施，并对信息系统及管理优化投入，导致折旧摊销成本增加，但也保障了未来几年的总体运营能力，且未来无需大幅购置资产；同时，顺丰控股房地产、设备等的经济可使用年限总体大于会计折旧年限，部分资产存在着折旧摊销提足仍继续使用而暂无需进行更新之情形；另外，对于普运车辆等运输工具，期后通过运力外包而非直接购置的形式进行了预测。

综上，预测期顺丰控股新增固定资产与无形资产投入相对较少，新增折旧摊销费用增速放缓，折旧及摊销占收入比率有较大幅度下降。

（三）顺丰控股保持速运业务毛利率稳定的相关措施及可行性

（1）经过近年来的探索，2015 年顺丰控股的管理层逐步认识到了在国内电商快递市场已成基本格局的情况下，单纯依靠高折扣低价竞争不仅影响效益，也无法在 B2C 市场取得突破性发展，因此将严格控制折扣力度，这将使得收入相对稳定；同时，顺丰控股不断对现有快递产品结构进行重构，通过将快递产品进行进一步时效细化，并通过单边线路与高峰班次线路外包，撤销利用率较低的偏远网点，以及不同时效产品的错峰中转，提高资源利用率，切实控制产品成本。上述举措已取得了良好的效果，但仍有较大的完善空间，顺丰控股将不断地对运营数据进行统计优化，以持续提升运营效益。

（2）2015 年上线的顺丰 ABC（作业成本分析法）项目，动态分析环节成本，促使顺丰控股对物流环节精准定价，更有针对性的不断优化成本结构。

（3）顺丰控股将充分利用现有资源，对网点、人员、运力结构进行不断的优化，如将通过合理的人才管理制度优化一、二、三线的人员结构，稳定人工成本。

（4）公司运力资源铺网已逐步完善，持续优化的物流线路将进一步改善运力资源的使用率。

经一段时间的业务及管理优化，已取得了较好的效果，说明上述举措是适合现阶段企业的发展的，且考虑到仍有诸多环节有待优化，尚存改进空间较

大，甚至部分细节的完善亦可能会取得较为明显的效果，因此，上述举措是具备可持续性的。

（四）评估师核查意见

经核查，坤元评估认为：顺丰控股在商务快递和中高端电商快递市场等业务层面处于领先地位，通过不断优化产品结构及提升客户体验等相关可行措施，将有较大可能保持现有竞争优势。经分析预测，预测期票均收入下降趋缓，职工薪酬占收入比率有小幅上升，但考虑到运营模式优化、固定成本摊薄等因素，运输成本和折旧摊销成本等占收入比率将有一定程度下降，从而保证了毛利率的相对稳定。综上，通过相关可行之措施的实施，顺丰控股预测期毛利率水平较为稳定具有合理性。

问题 32：本次评估假设前提为，以顺丰控股提供的有关法律性文件、各种会计凭证、账簿和其他资料真实、完整、合法、可靠，不存在其他法律障碍，也不会出现产权争议为前提。评估人员仅对相关资料进行必要和有限的抽查验证或分析，但对其准确性不作保证。请你公司补充披露评估师是否履行了必要的评估程序和勤勉尽责的要求。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）本次评估假设及评估程序符合《资产评估准则》

根据《资产评估准则—评估程序》（中评协[2007]189号）“第十七条：注册资产评估师执行资产评估业务，应当根据评估业务具体情况对评估对象进行适当的现场调查；第十九条：注册资产评估师应当通过询问、函证、核对、监盘、勘查、检查等方式进行调查，获取评估业务需要的基础资料，了解评估对象现状，关注评估对象法律权属；第二十条：注册资产评估师在执行现场调查时无法或者不宜对评估范围内所有资产、负债等有关内容进行逐项调查的，可以根据重要程度采用抽样等方式进行调查”等条款精神，考虑到本次顺丰控股评估范围所涉资产规模大，地域分布较广，在执行现场调查时无法或不宜对评估范围内所有资产、负债等有关内容进行逐项调查的实际情况，评估机构结合评估准则要求，根据重要性原则，采用大样本抽样方式进行现场调查。经过重

要性原则并结合抽样分析最终确定对评估范围内的顺丰控股（集团）股份有限公司母公司及下属 53 家子公司（根据重要性原则选取了顺丰控股全部一级子公司、其他资产总额排名前十的下属公司、经营业务与主业略有差异或较新颖的下属公司，另外，按地区、资产总额、净资产、实物资产账面数据及占比等抽样选取了其他下属公司）进行了现场勘查核实，对其评估范围内所有资产、负债等有关内容通过相应的程序逐项调查。经初步统计，现场勘查核实的公司账面资产总额占资产总额合计数比率约为 84%，账面股东权益合计数占合并会计报表归属于母公司的所有者权益比率约为 86%，其中：1）对设备类固定资产（含飞机）现场勘查核实涉及公司之账面原值占设备类资产账面原值的比率约为 73%，账面净值占设备类资产账面净值的比例约为 78%；2）对建筑物类固定资产现场勘查核实涉及公司之账面原值占建筑物类固定资产账面原值的比率约为 96%，账面净值占建筑物类固定资产账面净值的比例约为 96%；3）对土地使用权现场勘查核实涉及公司之账面值占土地使用权账面值的比率约为 83%。

对于其他下属子公司、合营及联营公司与其他资产等，评估机构通过取得相应基础资料、合同、财务资料、资产清单、权证复印件、照片及内控调查等替代程序进行了核查。其中对于固定资产、土地使用权等实物资产，根据所取得的相关资料、与类似公司同类型资产类别比较，确定了实物资产的价值。

根据《资产评估准则—基本准则》（财政部财企[2004]20 号）“第二十四条：注册资产评估师执行资产评估业务，应当关注评估对象的法律权属，并在评估报告中对评估对象法律权属及其证明资料来源予以必要说明。注册资产评估师不得对评估对象的法律权属提供保证”的要求，评估人员对顺丰控股及下属公司提供的评估对象和相关资产的法律权属资料及其来源进行了必要的查验，提供有关资产真实、合法、完整的法律权属资料是顺丰控股及下属公司的责任，评估人员的责任是对顺丰控股及其下属公司提供的资料作必要的查验，评估报告不能作为对评估对象和相关资产的法律权属的确认和保证。

另外，评估机构在报告中揭示的相关假设前提下确定了顺丰控股的股东全部权益的市场价值，并对评估结果依据相关法律法规及准则承担相应法律责任，其与评估机构对相关资料特别是法律权属不作确认和保证之准则要义并不

矛盾。

因此，坤元评估认为，本次评估假设、评估程序及抽样比率完全符合《资产评估准则》之要求。

（二）本次评估已履行了必要合理的程序

根据资产评估准则及顺丰控股的实际状况，评估人员在评估过程严格按照资产评估准则的相应要求，履行了如下主要程序：

1、在签订业务约定书后，评估机构编制了评估计划

评估计划的内容涵盖现场调查、收集评估资料、评定估算、编制和提交评估报告等评估业务实施全过程。

评估计划包括评估的具体步骤、核查方法及抽样比率、时间进度、人员安排和技术方案等内容。并根据评估业务实施过程中的实际情况变化进行必要的调整。并将评估计划报经负责人审核、批准。

2、评估机构根据评估业务具体情况对评估对象进行适当的现场调查

评估机构已要求被评估单位对其提供的评估明细表及相关证明材料以签字、盖章或者其他方式进行确认；并通过询问、函证、核对、监盘、勘查、检查等方式进行调查，获取评估业务需要的基础资料，了解评估对象现状，关注评估对象法律权属。

由于本次评估资产金额大、数量多、分布广，执行现场调查时无法或者不宜对评估范围内所有资产、负债等有关内容进行逐项调查，因此根据重要程度采用抽样等方式进行调查。

评估机构根据评估业务需要和评估业务实施过程中的情况变化已及时补充或者调整现场调查工作，及时补充收集评估资料。

其中，评估人员在评估过程中对主要资产及收益法前期调查分别履行了如下具体程序：

（1）货币资金

评估人员对现金进行了盘点，并查阅了银行对账单及调节表，对主要银行

存款余额进行函证，了解未达款项的内容及性质。

（2）往来款项

①关联方往来款项

根据顺丰控股提供的《顺丰集团资金池计息协议》，对于顺丰控股与其下属公司之间的内部往来款，评估人员采取了如下核查方式：**A**、查阅账簿及原始凭证，了解款项发生的时间、原因和期后付款情况，对关联方款项进行对账；**B**、获取资金池等财务制度、与之对应的资金上收、下拨、代垫款项各环节（含信息管理系统）流程及制度，调查分析了关联方往来等相关内控制度的有效性；**C**、对余额较大的往来单位近期发生明细与银行流水进行核对；**D**、针对资金池管理及衍生环节，对顺丰控股相关财务及 IT 部门人员、IT 审计核查人员、独立财务顾问等进行了专项访谈，并获取及利用了审计及独立财务顾问核查的部分成果；**E**、结合相关财务指标进行了数据及变动的合理性分析。

②非关联方往来款项

A、评估人员查阅账簿及原始凭证，了解款项发生的时间、原因和期后付款情况，通过检查主要客户的月结协议、发函、抽查凭证及相关对应的文件资料等方式进行核实；

B、获取应收款项等财务制度、与之对应的订单业务全生命周期各环节（含信息管理系统）流程及制度，调查分析了应收款项等相关内控制度的有效性；

C、对散单及月结等客户分别执行了穿行测试；

D、针对应收款项及衍生环节，对顺丰控股相关财务及 IT 部门人员、IT 审计核查人员、独立财务顾问进行了访谈，并获取及利用了审计及独立财务顾问核查的部分成果；

E、结合相关财务指标进行了数据及变动的合理性分析。

（3）存货

顺丰控股及下属公司存货主要为原材料、周转材料及航空消耗件等，评估

机构主要通过以下措施进行了相关核实了解：A、获取了存货管理及盘点制度，取得了公司 2015 年度资产盘点报告；B、获取与存货管理相关的采购及领用、价格、信息管理等制度，调查分析了相关环节内控的勾稽及有效性；C、对相关库管人员进行了随访；D、针对存货管理及衍生环节，向顺丰控股及公司人员进行了专项访谈；E、根据重要性原则评估人员抽取了部分存货进行重点抽查盘点；F、结合相关财务指标及类似公司数据，分析了账面单价及余额的合理性。

（4）建筑物类固定资产

评估人员在律师核查基础上，对企业提供的房屋建筑物相关权证、建造或购置合同、相关凭证及其他资料等进行核对，核实待估建筑物权属是否存在瑕疵情况，以及评估基准日是否设立抵押权。

在核实所有权归属和账面记录的基础上，评估人员对建（构）筑物进行了现场勘察。在现场踏勘过程中，着重核实了建（构）筑物的外观、建筑结构、装修、设备等状况，对有关建（构）筑物的坐落、四至、面积、产权等资料进行核实，对其使用、维修保养情况也认真进行了核实调查，并作了必要的记录。

（5）设备类固定资产

评估人员在律师核查基础上，查阅了设备购置合同、融资租赁合同（售后回租协议）、改装合同、过渡检合同、付款凭证、车辆行驶证、飞机三证（国籍登记证、适航证和电台执照）等资料，对设备的权属相关资料进行了必要的查验；还复印了有关设备购入的原始发票、订货合同、改装合同以及过渡检合同等，核实相关设备类固定资产是否存在权属资料瑕疵情况。

现场核查时，评估人员首先向被评估单位财务部门了解与查核设备的账面价值与构成有关的情况，并听取企业有关部门对公司设备管理及分布的情况介绍，查看设备档案和设备大修记录，向设备管理部门了解设备的名称、规格型号、生产厂家等。特别对飞机核查了中国民用航空总局颁发的《中华人民共和国民用航空器国籍登记证》、《中国民用航空总局航空器标准适航证》和《中国民用航空总局民用航空器电台执照》。然后与被评估单位的设备管理人员一

起，按照设备、配置情况，制订机器设备勘察计划和勘查路线，落实勘查人员、明确核查重点。

然后，对照《机器设备评估明细表》、《车辆评估明细表》、《电子设备评估明细表》、《高价周转件评估明细表》、《飞机评估明细表》，对设备进行了抽查核实，对设备的新旧程度、技术状态、工作负荷、使用环境、防腐措施、磨损状况等情况进行了勘查，对机器设备所在的整个工作系统、工作环境和强度进行了必要的勘查评价，并将勘查情况作了相应记录，为下一步的评估工作打下基础。

对核实过程中发现的情况作进一步的现场调查、取证，向设备管理、操作、技术和维修等相关人员了解设备的运行、负荷、维护和保养等情况，补充了设备的有关基础信息和资料。对于未勘察到的飞机及车辆，通过了解飞行记录、GPS 系统状况及功能等确认其存在性及运行状况。

（6）无形资产-土地使用权

评估人员在律师核查基础上，通过对企业提供的土地权证、出让合同、相关付款凭证及其他资料进行核对，核实待估宗地权属是否存在瑕疵情况，以及评估基准日是否设立抵押权。

评估人员通过核对明细账、总账和企业其他财务记录，核实了土地使用权的原始入账价值和摊销情况。

在核实产权归属和账面记录的基础上，评估人员对土地进行了现场勘察。在现场勘察过程中，着重核实了土地的坐落、四至、面积、产权、性质等状况，对土地的登记状况、权利状况进行了核对，对其实际利用情况（包括地上建筑物及附着物状况）也认真进行了核实调查，并作了必要的记录。

（7）无形资产-其他无形资产

其他无形资产主要包括顺丰控股及其下属公司拥有的商标、专利、域名、著作权（包括作品著作权和软件著作权）等可辨认无形资产，其中部分商标、专利的取得成本在账面反映。在律师核查基础上，评估人员对账内外的其他无形资产进行以下程序核查：

对于无形资产，评估人员查阅相关合同、账簿、原始凭证等，了解各种商标、专利的使用情况，并对其摊销情况进行复核。对于企业申报的账外可辨认无形资产，评估人员查阅部分商标证书、专利证书、技术资料合同、域名证书、著作权证书等，了解年费缴纳情况及使用情况。

（8）其他措施

根据《资产评估准则——利用专家工作》，对于顺丰控股的主要资产状况，通过与律师、会计师、独立财务顾问的协同合作及沟通，利用了其专家工作成果，进行了资产权属及状况、是否存在相应瑕疵情况等补充调查及了解。

评估机构履行了必要的评估程序和勤勉尽责的要求。

（9）在执行上述程序的基础上，评估人员进行了内控调查，对各部门负责人进行访谈，获取顺丰控股所在行业现状与发展前景的资料，了解顺丰控股所处行业的特点、进入壁垒、监管体制、发展趋势、竞争状况、影响行业发展的有利和不利因素等，以及顺丰控股在行业中所处的行业地位、市场占有率、竞争中的优劣势，面临的风险（包括市场风险、政策风险、经营风险、管理风险等），主要经营模式（包括营销模式、定价模式、客户服务模式、结算模式、收款模式、采购模式等），了解顺丰控股的资产、财务、经营管理状况，获取顺丰控股的历史收入、成本以及费用以及顺丰控股的经营计划、发展规划和未来收益预测等，以此作为收益法评估的基础。

评估机构根据评估业务具体情况对已集的评估资料进行必要分析、归纳和整理，据此判断被评估单位的整体内控较为完善，已实施的程序及取得之资料应能较为可靠的支撑下一步的评定估算。

3、评估机构已根据评估对象、价值类型、评估资料收集情况等相关条件，分析市场法、收益法和成本法等资产评估方法的适用性，恰当选择评估方法，对相应的公式和参数进行分析、计算和判断，形成初步评估结论。并对初步评估结论进行综合分析，形成最终评估结论。

4、评估机构已在执行评定估算程序后，根据法律、法规和资产评估准则的要求编制评估报告，并经交叉复核、一级复核、二级复核、质量控制部复核及

公司负责人复核五道复核。另外，评估机构在提交正式评估报告前，在不影响对最终评估结论进行独立判断的前提下，与报告相关当事方就评估报告有关内容进行必要沟通。

5、评估机构完成上述评估程序后，出具了评估报告并按业务约定书的要求提交了评估报告，并按照法律、法规和资产评估准则的要求对工作底稿进行整理，与评估报告一起及时形成评估档案。

（三）评估师核查意见

经核查，坤元评估认为：本次评估假设合理，评估机构履行了必要的评估程序，符合资产评估准则的相应要求，亦符合了勤勉尽责之要求。

问题 33：本次评估特殊假设为，未考虑 2016 年 5 月 1 日起将建筑业、房地产业、金融业、生活服务业纳入营改增试点范围对顺丰控股收入、成本、费用造成的影响。请你公司量化分析并补充披露营改增对顺丰控股本次收益法评估结果的可能影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）新四项营改增具体内容、营改增政策的意义及实施初步效果

2016 年 3 月 24 日，财政部、国家税务总局发布《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》。与此同时，两部委发布了《营业税改征增值税试点实施办法》、《营业税改征增值税试点有关事项的规定》、《营业税改征增值税试点过渡政策的规定》和《跨境应税行为适用增值税零税率和免税政策的规定》等四份细则文件，明确自 2016 年 5 月 1 日起，全面推开营改增试点，将建筑业、房地产业、金融业、生活服务业纳入试点范围。

此次发布的《营业税改征增值税试点实施办法》显示，全面推开营改增后，提供交通运输、邮政、基础电信、建筑、不动产租赁服务，以及销售不动产、转让土地使用权等，税率均为 11%；提供有形动产租赁服务，税率为 17%；境内单位和个人发生的跨境应税行为，税率为零；除此之外的纳税人发生应税行为，税率为 6%。另外，增值税征收率为 3%，财政部和国家税务总局另有规定的除外。

营改增作为深化财税体制改革的重头戏和供给侧结构性改革的重要举措，前期试点已经取得了积极成效，全面推开营改增试点，覆盖面更广，意义更大。一是实现了增值税对货物和服务的全覆盖，基本消除了重复征税，打通了增值税抵扣链条，促进了社会分工协作，有力地支持了服务业发展和制造业转型升级。二是将不动产纳入抵扣范围，比较完整地实现了规范的消费型增值税制度，有利于扩大企业投资，增强企业经营活力。三是进一步减轻企业税负，是财税领域打出“降成本”组合拳的重要一招，用短期财政收入的“减”换取持续发展势能的“增”，为经济保持中高速增长、迈向中高端水平打下坚实基础。四是创造了更加公平、中性的税收环境，有效释放市场在经济活动中的作用和活力，在推动产业转型、结构优化、消费升级、创新创业和深化供给侧结构性改革等方面将发挥重要的促进作用。

全面推开营改增试点以来，媒体广泛关注，推出了一系列的重要报道。中国新闻网指出，营改增试点全面推开，以酒店餐饮为代表的生活服务业企业不但将享受到营改增带来的税负减轻的实惠，各地国税局主导的税银融资服务也将惠及到相关企业；中国税务报采访了多家营改增试点企业推出《营改增在河南餐饮行业引发良性互动》、《税负减多少企业最有发言权》、《上市公司：减税显著 尚待做强》、《运行百日看变化，营改增减负效果正逐渐显现》等多篇报道，充分展现各行业税负变化和企业减负成果；华西都市报以西安万科企业有限公司为例，指出营改增有利于企业规范管理净化市场，为房地产企业带来利好；深圳特区报报道称，营改增的全链抵扣，使建筑业迎来第二个发展春天；江苏、广东、安徽、山西、河南等多地主流媒体也纷纷持续跟踪报道本地营改增企业的减负情况。综上，从最新营改增实施效果的媒体报道而言，总体实施结果是正面的。

（二）本次评估就该营改增政策变动对特殊假设、折现率的考虑

评估中未考虑新四类营改增对顺丰控股收入、成本、费用造成的影响，主要基于如下考虑：

（1）本次评估基准日为 2015 年 12 月 31 日，评估报告日为 2016 年 6 月 3 日。而新四类营改增的生效日为 2016 年 5 月 1 日。因此，本轮营改增相对评估基准日而言，是期后事项，且本轮营改增实施至评估报告出具日时间极短，

部分参与本轮营改增的上下游企业还在过渡期内，尚未累积足够的营改增量化数据可供判断具体影响程度；

(2) 营改增的目的是减轻企业负担，从已实施的外部相关行业营改增改革效果来看，总体而言，营改增确实降低了企业的税负水平。对于顺丰控股而言，2016年5月1日实施营改增的新四项业务属于非主营业务，收入较小，成本费用影响有限，暂未发现对净利润的显著不利影响。

考虑到顺丰控股主营业务即物流辅助业和交通运输业早自2012年开始逐步实施营改增，截至2014年1月1日全国范围内全面营改增，时间跨度已超过两个完整的会计年度。而2016年5月1日实施的新四项营改增主要是建筑业、房地产业、金融业、生活服务业，这四项收入占顺丰控股合并收入比例极小，因此，此轮营改增实施对于顺丰控股整体收入影响也较小；就成本、费用而言，场地租赁、设施建造及后续折旧、摊销、劳务外包成本等本轮营改增后，部分成本项税率提升，进项税增加，但考虑到顺丰控股内控较为完善，以及顺丰控股与供应商的供求地位、谈判及博弈能力，暂未发现顺丰控股因供应商税率提升而增加成本的情况，此外，增值税为价外税，即使进项税增加，顺丰控股取得后也可进行抵扣，因此在成本费用方面，本轮营改增也未造成对净利润的重大不利影响。

(3) 本次评估之折现率，是基于类似同行业上市公司 BETA 系数等相关参数并考虑了一定的个别风险确定的，因类似同行业上市公司不同程度面临本次营改增之影响，其 BETA 系数隐含了对应的相应预期，且顺丰控股折现率确定过程中的个别风险修正亦对其影响有所考虑，故本次评估折现率已适当包含了本次营改增之预期影响。

综上，评估机构认为，就该次营改增的政策变动，本次评估之相关假设及折现率的选取，均具有合理性和可操作性，虽无法量化其对损益之具体影响数据，但通过折现率，已适当考虑了其对评估价值的可能影响。

(三) 顺丰控股涉及营改增新政的具体业务分析

根据分析，新四类营改增对顺丰控股涉及的以下业务板块有影响：

税目	税率	备注
----	----	----

		营改增前	营改增后	
收入项目				
产业园租赁		5.00%	老项目 5%，新项目 11%	
金融服务		5.00%	6.00%	
成本、费用项目				
房地产租赁	向个人租赁	0%，1.5% 或 5%	0%，1.5% 或 5%	
	向企业租赁	5.00%	老项目 5%，新项目 11%	
不动产建造		3.00%	老项目 3%，新项目 11%	新增产业园、新建中转场等
人力资源外包		5.00% 差额征收	5% 差额或 6% 全额	

1、**房地产租赁成本**：若向企业进行租赁，分别适用 5% 简易征收及 11% 普通征收税率，考虑到上游房地产建造对应进项税的抵扣因素，且租金价格的谈判亦是博弈过程，且顺丰控股亦可取得相应进项税发票用于抵扣，总体影响较小；若向个人租赁，考虑到税率变动小，实务中部分也可进行进项税抵扣，其成本亦影响较小。

2、**中转场等不动产建造支出及对应折旧**：营改增后，不动产建造税率为老项目 3%，新项目 11%。实际操作中，顺丰控股通常将不动产建造业务外包给第三方供应商执行，结算时，针对新项目，顺丰控股会要求总包商尽可能提供 11% 的增值税专用发票，同样因总包价格谈判是一个博弈的过程，顺丰控股作为大型项目发包商，有一定议价优势，顺丰控股暂未同意总包商因增值税税率提高而增加结算价格，在未增加结算价，但可取得 11% 增值税票进行抵扣的情况下，营改增对利润的影响是正面的。即便未来可能发生供应商要求加价而顺丰控股必须同意的情况，因增值税为价外税，且顺丰控股可以取得增值税进项发票用于抵扣，此时对利润也没有实质影响。

3、**人力资源外包等**：供应商大部分可采用 5% 差额征收方式，与原营业税水平基本持平，甚至略低；即便存在少量采用税率 6% 的正常税率，考虑到供应商可抵扣因素及顺丰控股亦可取得其开具进项税发票进行抵扣，对顺丰控股的现金流及损益同样不存在较大的不利影响。

综上，从微观分析，营改增对上游企业影响有限，通过上下游博弈，考虑到顺丰控股新取得进项税发票的可抵扣因素，且增值税为价外税，较价内营业税，对于损益提升有一定的正向作用，因此，本次营改增对顺丰控股的现金流及损益应无较大的不利影响。

（四）新政实施以来顺丰控股的相应合同执行及毛利率状况

从顺丰控股税务管理、税务筹划等部门了解到，顺丰控股从 2016 年初就开始对各业务板块（根据商业模式、业务流程等）进行梳理，根据涉及的新四项营改增相关业务税收政策和税法原理对其税收模式进行了相应的调整及规划，力求将新四项营改增政策对现有业务的影响降至最低。

从顺丰控股 2016 年 5 月到 7 月的实际运营来看，截至目前尚未发生大额因新四类营改增而更改合同金额的情况，虽个别供应商存在新签或续签合同要求适当提高结算价格的情况，但由于增值税为价外税，下游可抵扣，因而最终对顺丰控股利润无重大不利影响。

另外，经对顺丰控股及下属公司（不含合资及参股公司）近半年来各月增值税税负及毛利率水平初步统计分析，实行新的营改增政策前后，平均实缴增值税税负及毛利率未有明显波动，未发现不利于盈利能力之情形。

（五）评估师核查意见

经核查，坤元评估认为：本次评估就该营改增政策的相应假设是合理的，折现率已适当考虑了营改增对评估价值的相应影响；从营改增政策的意义及实施初步效果、影响因素微观分析、新政实施以来顺丰控股的相应合同执行及毛利率状况，均未发现该营改增政策对评估结果存在较大不利影响。

（本页无正文，为《坤元资产评估有限公司关于马鞍山鼎泰稀土新材料股份有限公司重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易行政许可项目审查一次反馈意见之回复》之签章页）

经办注册资产评估师：

周越

柴铭闽

坤元资产评估有限公司

2016年 月 日