

浙江传化股份有限公司
拟收购传化物流集团有限公司股权项目
资产评估说明

中和评报字（2015）第BJV3005号
（共一册，第一册）



二〇一五年九月一日

资产评估说明目录

第一部分	关于评估说明使用范围的声明	2
第二部分	评估对象与评估范围说明	4
第三部分	资产核实情况总体说明	8
第四部分	收益法评估技术说明	10
一、	收益法的概述及应用	10
二、	收益法评估过程	14
三、	行业与竞争情况分析	15
四、	传化物流集团有限公司主营业务概况	30
五、	折现率等重要参数的获取来源和形成过程	50
六、	评估结论	52
第五部分	市场法评估说明	55
一、	市场法的介绍	55
二、	市场法应用前提和选择	55
三、	市场法评估过程	56
第六部分	评估结论及其分析	69

第一部分 关于评估说明使用范围的声明

本评估说明仅供相关监管机构和部门使用。除法律、行政法规规定外，材料的全部或部分内容不得提供给其他任何单位和个人，不得见诸于公开媒体。

本评估说明涉及部分机密材料，敬请阅读者注意保密。

第二部分 企业关于进行资产评估有关事项的说明

此部分由委托方和被评估企业共同撰写，具体内容详见附件一。

第三部分 评估对象与评估范围说明

一、评估对象与评估范围

根据本次评估目的，评估对象是传化物流集团有限公司的股东全部权益价值。评估范围是传化物流集团有限公司的全部资产及相关负债。

纳入本次评估范围的资产总额 4,898,006,294.05 元，其中：流动资产 3,479,440,933.60 元，非流动资产 1,418,565,360.45 元；负债总额 592,468,422.23 元，其中：流动负债 429,721,329.89 元，非流动负债 162,747,092.34 元，所有者权益合计 4,305,537,871.82 元，归属于母公司所有者权益合计 4,247,123,032.44 元。详见下表：

2015 年 3 月 31 日资产负债表（合并报表）

金额单位：人民币元

资产	金额	负债和所有者权益	金额
流动资产：		流动负债：	
货币资金	3,279,165,963.68	短期借款	
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产		以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	
衍生金融资产		衍生金融负债	
应收票据	2,239,883.35	应付票据	
应收账款	86,632,712.43	应付账款	88,429,988.66
预付款项	6,333,757.64	预收款项	147,630,149.19
应收利息		应付职工薪酬	17,966,390.85
应收股利		应交税费	26,715,007.77
其他应收款	80,081,538.69	应付利息	194,732.92
存货	13,400,241.84	应付股利	
划分为持有待售的资产		其他应付款	144,785,060.50
一年内到期的非流动资产		划分为持有待售的负债	
其他流动资产	11,586,835.97	一年内到期的非流动负债	4,000,000.00
流动资产合计	3,479,440,933.60	其他流动负债	
		流动负债合计	429,721,329.89
非流动资产：		非流动负债：	
可供出售金融资产	35,000,000.00	长期借款	109,990,000.00
持有至到期投资		应付债券	
长期应收款		其中：优先股	

长期股权投资	650,408,270.42	永续债	
投资性房地产	171,299,071.54	长期应付款	
固定资产	55,490,231.13	长期应付职工薪酬	
在建工程	164,931,871.48	专项应付款	
工程物资		预计负债	
固定资产清理		递延收益	52,757,092.34
生产性生物资产		递延所得税负债	
油气资产		其他非流动负债	
无形资产	330,604,574.91	非流动负债合计	162,747,092.34
开发支出		负债合计	592,468,422.23
商誉		所有者权益(或股东权益):	
长期待摊费用	1,926,990.76	实收资本(或股本)	365,856,952.00
递延所得税资产	8,699,392.21	其他权益工具	
其他非流动资产	204,958.00	其中:优先股	
非流动资产合计	1,418,565,360.45	永续债	
		资本公积	3,833,191,318.56
		减:库存股	
		其他综合收益	
		专项储备	
		盈余公积	8,907,732.45
		一般风险准备	
		未分配利润	39,167,029.43
		归属于母公司所有者权益合计	4,247,123,032.44
		少数股东权益	58,414,839.38
		所有者权益合计	4,305,537,871.82
资产总计	4,898,006,294.05	负债和所有者权益总计	4,898,006,294.05

以上评估范围与委托评估的范围及被评估企业所申报评估的资产范围一致，其账面金额已经天健会计师事务所有限公司审计。

传化物流集团有限公司的长期股权投资情况如下表所示：

单位：人民币元

序号	被投资单位名称	成立日期	投资比例	投资成本	账面价值	备注
1	传化公路港物流有限公司	2011-10-10	100%	60,000,000.00	60,000,000.00	
2	浙江传化物流基地有限公司	2001-3-23	40%	194,200,000.00	628,146,103.59	
3	杭州富阳传化物流基地有限公司	2011-1-25	60%	30,000,000.00	30,000,000.00	
4	宁波传化绿都置业有限公司	2007-12-3	20%	10,000,000.00	22,262,166.83	
5	杭州传化物流石油有限公司	2009-5-19	51%	1,530,000.00	1,530,000.00	
6	南充传化公路港物流有限公司	2013-12-3	100%	30,000,000.00	30,000,000.00	
7	泉州传化公路港物流有限公司	2013-12-20	100%	30,000,000.00	30,000,000.00	
8	无锡传化物流基地有限公司	2014-5-16	80%	40,000,000.00	40,000,000.00	
9	青岛传化公路港物流有限公司	2014-4-15	100%	5,000,000.00	5,000,000.00	

10	浙江传化公路港物流发展有限公司	2014-5-19	100%	97,000,000.00	97,000,000.00	
11	无锡传化公路港物流有限公司	2014-5-16	60%	6,000,000.00	6,000,000.00	
12	沈阳传化公路港物流有限公司	2014-7-3	100%	200,000.00	200,000.00	
13	衢州传化公路港物流有限公司	2014-8-6	100%	39,000,000.00	39,000,000.00	
14	济南传化泉胜公路港物流有限公司	2014-12-11	60%	15,600,000.00	15,600,000.00	
15	菏泽传化公路港物流有限公司	2014-12-10	100%	20,000,000.00	20,000,000.00	
16	孝感传化物流基地有限公司	2014-12-25	100%	500,000.00	500,000.00	
17	孝感传化公路港物流有限公司	2014-12-25	70%	-	-	尚未 出资
18	淮安传化公路港物流有限公司	2014-11-11	100%	200,000.00	200,000.00	
19	贵阳传化公路港物流有限公司	2015-1-9	60%	600,000.00	600,000.00	
20	长沙传化公路港物流有限公司	2014-12-5	100%	500,000.00	500,000.00	
21	泰州传化公路港物流有限公司	2014-8-28	100%	300,000.00	300,000.00	
22	遵义传化公路港物流有限公司	2015-2-13	55%	500,000.00	500,000.00	
23	浙江路港互通信息技术有限公司	2015-1-29	100%	-	-	尚未 出资

二、实物资产的分布情况及特点

本次评估范围内的实物资产为分布在全国各地的公路港资产，目前已运营的公路港包括杭州公路港、成都公路港、苏州公路港、无锡公路港、富阳公路港等。

各公路港集成了配货信息交易、仓储配送、汽修汽配、智能停车、加油、餐饮住宿等功能，为个体货运司机和物流企业提供一站式服务；公路港内的实物资产主要包括房屋建筑物、机器设备、投资性房地产、存货、土地等，各实体公路港根据所在区域特点及自身定位的不同，固定资产配置略有差异，但资产结构基本一致，公路港内的房屋建筑物包括信息交易中心、货运班车总站、智能车源中心、仓储配送中心、配套服务中心、行政办公楼、加油站等；公路港内的设备主要为生产经营用的各类办公设备、车辆等；存货主要为用于经营的外购的原料、商品等；土地使用权为公路港所占用的物流仓储等用地。

截至出报告日，传化物流集团有限公司已运营的公路港概况如下：

序号	名称	占地面积 (亩)	开业时间	运营公司	物业持有者
----	----	-------------	------	------	-------

1	成都传化公路港	656	2009 年	成都传化公路港 物流有限公司	成都传化物流基地 有限公司
2	杭州传化公路港	393	2003 年	成都传化公路港 物流有限公司	浙江传化物流基地 有限公司
3	苏州传化公路港	498	2011 年	苏州传化公路港 物流有限公司	苏州传化物流基地 有限公司
4	无锡传化公路港	134	2014 年	无锡传化公路港 物流有限公司	无锡传化物流基地 有限公司
5	富阳传化公路港	253	2015 年	杭州富阳传化物 流基地有限公司	杭州富阳传化物流 基地有限公司

第四部分 资产核实情况总体说明

一、资产核实人员组织、实施时间和过程

(一) 清查组织工作

接受委托后，我公司评估人员根据传化物流集团有限公司提供的资产清查申报明细表（初步），组成评估工作小组，并制定了详细的现场清查实施计划，于2015年1月13日至2015年6月8日深入现场，对传化物流集团有限公司申报的资产、负债进行了核实。

(二) 清查实施步骤

1、指导被评估企业财务与相关资产管理人员在资产清查的基础上，按照评估机构提供的“资产清查评估明细表”、“资料清单”及其申报要求，进行登记填报，同时收集被评估资产的产权归属证明文件和反映其性能、状态、经济技术指标等情况的文件资料。

2、初步审查被评估企业提供的资产清查评估明细表

评估人员通过了解涉及评估范围内具体对象的详细状况，然后审查各类资产清查评估明细表，检查有无填写不全、错填、漏填、资产项目填写不明确等现象，对所发现的问题提请被评估企业人员及时更正。

3、现场核查

评估人员依据资产评估明细表，于2015年1月13日至2015年6月8日对申报资产进行了现场核查。对非实物资产主要通过查阅企业的原始会计凭证、核查企业债权债务的形成过程和账面数字的准确性，通过访谈、函证及账龄分析了解其真实性及回收（偿付）可能。对实物资产主要采用逐项清查和抽查，针对不同的资产性质及特点，采取不同的勘查方法，核查其数量、使用环境及状态等。

4、补充、修改和完善资产评估明细表

根据现场核查结果，进一步完善资产评估明细表，做到“账”“表”“实”相符。

5、核实产权证明文件

对被评估资产的产权进行调查，收集、查验相关权属证明资料。对权属资料不完善、权属不清晰的提请被评估企业核实，出具相关产权说明文件。

二、影响资产核实的事项及处理方法

无。

三、核实结论

通过对评估范围内的资产产权进行核实，对实物资产的数量和状况进行现场盘点和勘查，对其他资产及负债进行真实性检查，没有发现申报内容与账面记录和实际情况存在差异，申报评估的资产和负债账账、账实、账表相符。纳入评估范围的资产产权清晰。

第五部分 收益法评估技术说明

一、 收益法的概述及应用

(一) 收益法概述

收益法是通过估算被评估企业在未来的预期收益，并采用适当的折现率折现成基准日的现值，求得被评估单位在基准日时点的企业营业性资产价值，然后再加上溢余资产价值、非经营性资产价值、未纳入盈利预测范围的长期股权投资价值。

在采用收益法评估中，要求被评估企业价值内涵和运用的收益类型以及折现率的口径必须是一致的。

1. 关于收益类型——股权现金流

本次评估采用的收益类型为企业全部资本所产生股权现金流，股权现金流等于企业的无息税后净利润（即将公司不包括利息收支的利润总额扣除实付所得税税金之后的数额）加上折旧及摊销等非现金支出，再减去营运资本的追加投入和资本性支出后的余额，它是公司所产生的税后现金流量总额，可以提供给公司资本的所有供应者，包括债权人和股东。

2. 关于折现率

有关折现率的选取，我们采用了资本资产定价模型（“CAPM”）。

CAPM 模型可用下列数学公式表示：

$$E[Re] = Rf1 + \beta (E[Rm] - Rf2) + Alpha$$

其中：E[Re] = 权益期望回报率，即权益资本成本

Rf1 = 长期国债期望回报率

β = 贝塔系数

E[Rm] = 市场期望回报率

Rf2 = 长期市场预期回报率

$\text{Alpha} = \text{特别风险溢价}$

$(E[R_m] - R_f)$ 为股权市场超额风险收益率，称 ERP

3. 关于收益期

本次评估采用永续年期作为收益期。其中，第一阶段为 2015 年 4 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日，预测期为 7.75 年。在此阶段中，根据对被评估企业的经营计划及未来市场分析，经营模式、收益能力逐渐趋于成熟稳定；第二阶段为 2023 年 1 月 1 日至永续经营，在此阶段中，传化物流集团有限公司进入稳定期，净现金流在 2022 年的基础上将保持较低的稳定增长率。

本次评估通过将股权现金流折现还原为基准日的净现值，确定出评估基准日的股东全部权益价值。

(二) 收益法适用条件

运用收益法，是将评估对象置于一个完整、现实的经营过程和市场环境中，对企业整体资产的评估。评估基础是对企业资产未来收益的预测和折现率的取值，因此被评估资产必须具备以下前提条件：

委估资产持续经营并能产生经营收益，且经营收益可以用货币计量；
委估资产在未来经营中面临的风险可以计量。

(三) 收益法评估思路

本次评估按照如下基本思路进行：

- 1、对传化物流集团有限公司主营业务的收益现状以及市场、行业、竞争等环境因素和经营、管理、成本等内部条件进行分析；
- 2、对传化物流集团有限公司的主营业务及未来收益进行合理的预测；
- 3、对传化物流集团有限公司的主营业务及未来收益趋势进行判断和估算；
- 4、选择适合的评估模型；
- 5、根据评估模型和确定的相关参数估算传化物流集团有限公司的股东

权益价值。

(四) 收益法评估公式

在本次评估具体操作过程中，我们以企业的股权现金流作为收益额，选用分段收益折现模型。即：将以持续经营为前提的未来收益分为前后两个阶段进行预测，首先预测前阶段各年的收益额；再假设从前阶段的最后一年开始，以后各年预期收益额均相同或有规律变动。

根据传化物流集团有限公司的发展计划，对 2015 年 4-12 月、2016 年-2022 年的收益指标进行预测，在此基础上考虑资本性支出及流动资金补充，并进而确定传化物流集团有限公司未来期间各年度的股权现金流指标。最后，将未来预期收益进行折现求和，即得到传化物流集团有限公司股东全部权益在评估基准日时点的市场公允价值。

本次收益法评估选用股权现金流。

企业股东全部权益价值 = 营业性资产价值 + 溢余资产价值 + 非经营性资产价值 + 长期股权投资价值

营业性资产价值的计算公式为：

$$P = \left[\sum_{i=1}^n Ri(1+r)^{-i} + R_{n+1} / r(1+r)^{-n} \right]$$

其中：P——评估基准日的企业营业性资产价值

R_i ——企业未来第 i 年预期股权净现金流

r ——折现率，由资本资产定价模型确定

i ——收益计算年

n ——折现期

(五) 收益预测的基础和假设

(1) 收益预测的基础

对传化物流集团有限公司的收益预测是根据目前的经营状况和能力以及评估基准日后该公司的预期经营业绩及各项财务指标，考虑该公司主营业务类型目前的规模和发展前景，以及该公司管理层对企业未来发展规划、市场前景的预测等基础资料，并遵循国家现行的法律、法规和企业会计制度的有关规定，本着客观求实的原则，采用适当的方法编制。

(2) 预测的假设条件

对传化物流集团有限公司的未来收益进行预测是采用收益法进行评估的基础，而任何预测都是在一定假设条件下进行的，本次评估收益预测建立在以下假设条件基础上：

1. 一般性假设

① 传化物流集团有限公司在经营中所需遵循的国家和地方的现行法律、法规、制度及社会政治和经济政策与现时无重大变化；

② 传化物流集团有限公司将保持持续经营，并在经营方式上与现时保持一致；

③ 国家现行的税赋基准及税率，税收优惠政策、银行信贷利率以及其他政策性收费等不发生重大变化；

④ 无其他人力不可抗拒及不可预见因素造成的重大不利影响。

2. 针对性假设

① 假设传化物流集团有限公司各年间的技术队伍及其高级管理人员保持相对稳定，不会发生重大的核心专业人员流失问题；

② 传化物流集团有限公司各经营主体现有和未来经营者是负责的，且公司管理层能稳步推进公司的发展计划，保持良好的经营态势；

③ 传化物流集团有限公司未来经营者遵守国家相关法律和法规，不会出现影响公司发展和收益实现的重大违规事项；

④ 传化物流集团有限公司提供的历年财务资料所采用的会计政策和进

行收益预测时所采用的会计政策与会计核算方法在重要方面基本一致(或者是已经调整到一致);

⑤ 假设传化物流集团有限公司规划的全国公路港实体网络稳步推进;传化物流集团有限公司与各地方政府签订的投资协议、战略协议稳步执行,传化物流集团有限公司规划并已立项、预立项、接洽的各公路港项目按计划建设运营;

⑥ 根据传化物流集团有限公司的规划,未来新投资开发的各实体公路港运营单元分为枢纽型公路港和基地型公路港,本次假设除已立项项目之外,传化物流集团有限公司未来新投资开发的各实体公路港运营单元中,枢纽型公路港按 100%持股,基地型公路港按 51%控股;

⑦ 假设杭州公路港征迁事宜如期进行,征迁补偿金按相关意向协议预估金额确定为 10 亿元(其中经营类补偿金额 4.5 亿元),并在 2015 年及 2016 年各到位 80%、20%;

⑧ 假设传化物流集团有限公司如期取得互联网支付牌照;

⑨ 假设传化物流集团有限公司永续期利润增长率与折现率中采用的无风险报酬率保持一致。

二、 收益法评估过程

本次评估过程介绍如下:

1、 接受委托,以 2015 年 3 月 31 日为评估基准日,对传化物流集团有限公司的股东权益价值进行评估,根据评估目的和对象,拟定评估工作方案;

2、 听取传化物流集团有限公司工作人员关于业务基本情况及资产财务状况的介绍,收集有关经营和基础财务数据;

3、 分析传化物流集团有限公司的历史经营情况,包括前三年收入、成

本和费用的构成及其变化原因，分析其获利能力及发展趋势；

4、分析传化物流集团有限公司的综合实力、管理水平、盈利能力、发展能力、竞争优势等因素；

5、根据传化物流集团有限公司的财务计划和战略规划及潜在市场优势，预测公司未来期间的预期收益、收益期限，并根据经济环境和市场发展状况对预测值进行适当调整；

6、建立收益法评估定价模型；

7、确定折现率，估算委估对象的公允价值；

三、行业与竞争情况分析

（一）影响企业生产经营的宏观经济

近年来，我国国民经济持续快速发展，近5年来各年GDP总量如下图：

图1 2010-2014年国内生产总值及其增长速度



（资料来源：国家统计局）

国家统计局公布的数据显示，2014年工业生产平稳增长。2014年全部工业增加值227991亿元，比上年增长7.0%。规模以上工业增加值增长8.3%。在规模以上工业中，分经济类型看，国有及国有控股企业增长4.9%；集体企业增长1.7%，股份制企业增长9.7%，外商及港澳台商投资企业增长6.3%；

私营企业增长 10.2%。分门类看，采矿业增长 4.5%，制造业增长 9.4%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 3.2%。

1、市场销售稳定增长。2014 年社会消费品零售总额 262,394 亿元，比上年增长 12.0%，扣除价格因素，实际增长 10.9%。按经营地统计，城镇消费品零售额 226,368 亿元，增长 11.8%；乡村消费品零售额 36,027 亿元，增长 12.9%。按消费类型统计，商品零售额 234,534 亿元，增长 12.2%；餐饮收入额 27,860 亿元，增长 9.7%。

2、交通运输平稳增长。2014 年货物运输总量 439 亿吨，比上年增长 7.1%。货物运输周转量 184,619 亿吨公里，增长 9.9%。全年规模以上港口完成货物吞吐量 111.6 亿吨，比上年增长 4.8%，其中外贸货物吞吐量 35.2 亿吨，增长 5.9%。规模以上港口集装箱吞吐量 20,093 万标准箱，增长 6.1%。

根据交通运输部发布的《2014 年交通运输行业发展统计公报》，2014 年我国公路交通领域基本情况如下：

(1) 公路里程，截止 2014 年底，全国公路总里程达到 446.39 万公里，比上年增加 10.77 万公里；其中全国高速公路里程 11.19 万公里，比上年增加 0.75 万公里。

(2) 行驶量，全国国道网机动车年平均日交通量为 1.5 万辆，其中全国高速公路日平均交通量为 2.2 万辆，日平均行驶量为 11.99 万辆。

(3) 汽车数量，2014 年末，全国拥有公路营运汽车 1537.93 万辆，比上年增长 2.2%。拥有载货汽车 1453.36 万辆、10292.47 万吨位，比上年分别增长 2.4%和 7.1%。其中普通货车 1091.32 万辆、5241.45 万吨位，分别增长 1.0%和 4.7%；专用货车 45.58 万辆、490.59 万吨位。

(4) 货运量，2014 年全国营业性货运车辆完成货运量 333.28 亿吨、货物周转量 61016.62 亿吨公里，比上年分别增长 8.3%和 9.5%，平均运距 183.08 公里。

3、金融市场运行总体平稳。2014 年末广义货币供应量（M2）余额为 122.8 万亿元，比上年末增长 12.2%；狭义货币供应量（M1）余额为 34.8 万亿元，增长 3.2%；流通中货币（M0）余额为 6.0 万亿元，增长 2.9%。2014 年社会融资规模为 16.5 万亿元，按可比口径计算，比上年少 8598 亿元。2014 年末全部金融机构本外币各项存款余额 117.4 万亿元，比年初增加 10.2 万亿元，其中人民币各项存款余额 113.9 万亿元，增加 9.5 万亿元。全部金融机构本外币各项贷款余额 86.8 万亿元，增加 10.2 万亿元，其中人民币各项贷款余额 81.7 万亿元，增加 9.8 万亿元。

4、城乡居民收入继续增加。2014 年全年全国居民人均可支配收入 20,167 元，比上年增长 10.1%，扣除价格因素，实际增长 8.0%。全国居民人均消费支出 14,491 元，比上年增长 9.6%，扣除价格因素，实际增长 7.5%。

总的来说，我国经济经历了 30 余年的快速增长，积淀了一定的经济基础，随着经济总量的大幅提高以及经济结构的调整，经济增速将调整到较为适度的水平，长期经济形势预期保持较为稳健的增长。

（二）我国物流行业的现状及前景

1. 我国物流业基本情况

近年，我国国民经济结构调整持续推进、市场倒逼机制效应明显增强，在此背景下，我国物流发展形势总体良好、稳中有进。物流需求规模保持增长，经济运行中的物流成本依然较高；物流市场分化明显，物流行业转型升级加快。

伴随着改革红利释放和新型城镇化进程加快，市场活力和经济内生增长动力进一步增强，宏观经济将延续“稳中向好”发展态势。在此背景下，物流业整体上将保持平稳运行态势，物流转型升级继续推进。物流平台、互联网物流、一体化供应链管理物流业态有望保持快速增长。

（1）物流行业运行情况

据中国物流与采购网发布的《2013 年物流运行情况分析与 2014 年展望》，2013 年全国社会物流总额 197.8 万亿元，其中，工业品物流总额 181.5 万亿元。社会物流总费用 10.2 万亿元，社会物流总费用与 GDP 的比率为 18.0%，与上年基本持平。反映出我国经济社会运行的物流成本仍然较高。其中，运输费用 5.4 万亿元，占社会物流总费用的比重为 52.5%，保管费用 3.6 万亿元，占社会物流总费用的比重为 35.0%，管理费用 1.3 万亿元，占社会物流总费用的比重为 12.5%。物流业增加值 3.9 万亿元，物流业增加值占 GDP 的比重为 6.8%，占服务业增加值的比重为 14.8%。

中国物流与采购联合会发布的报告显示，2011—2014 年，我国社会物流总额增速分别为 12.3%、9.8%、9.5%、7.9%，该指标与我国 GDP 的增速趋势基本一致；2015 年一季度，我国社会物流总费用 2.3 万亿元，同比增长 4.9%；全社会物流总额 49.4 亿元，增长 5.6%。

(2) 物流发展面临的问题

1) “社会物流成本偏高”与“物流企业盈利偏低”并存

当前，我国物流发展面临的核心问题是物流费用高、效率低，导致“社会物流成本偏高”与“物流企业盈利能力偏低”并存。近年来，全社会物流总费用与 GDP 的比率维持在 18%左右；这一比率高于美国、日本和德国 9.5 个百分点左右；高于全球平均水平约 6.5 个百分点；高于“金砖”国家印度和巴西 5~6 个百分点左右。但与此同时，全社会物流企业收入增速低于全社会物流费用增速，物流企业普遍盈利能力偏低。2013 年 1-11 月份，重点物流企业主营业务收入利润率仅为 4.1%，低于同期的规模以上工业企业主营业务收入利润率 1.4 个百分点。

我国物流费用偏高已经形成共识，但费用偏高是由多种因素造成的，既有合理的因素，也有不合理的因素；既与我国经济发展阶段、产业布局相关，也与物流自身发展密切相关。除了我国服务业欠发达、生产制造模

式效率不高等原因外，流通模式粗放与物流费用偏高密切相关，流通模式粗放，突出表现在两个方面。一是公路物流网络运营体系缺失；社会物流资源缺乏有效整合、不能集约使用，导致物流效率偏低、交易成本和作业成本偏高。2012年，根据中国物流信息中心的重点企业调查，我国企业对外支付的物流费用占企业物流总费用的比重为61.0%，低于日本约9个百分点，差距较为明显，物流专业性、集中度不足。二是物流一体化建设相对滞后；社会资源周转慢、环节多、费用高。

2) “物流围城”和“最后一公里”问题依然突出

一是仓储等物流基础设施资源紧缺。随着城市化进程加快，物流仓储设施、配送中心设施不断外迁，配送半径不断增加；由于缺乏科学的城市物流规划，致使城市周边仓库、货场供给不足，仓储租金不断提高，增加了物流成本，降低了物流运行效率。

二是城市内配送效率低下。在现行的大城市物流管理中，由于把货运车辆作为城市交通的拥堵源之一进行管控，导致“路难行、车难停、货难卸、证难求”的问题长期存在。

3) 物流行业集中度偏低

我国物流行业，特别是公路物流行业，“小、散、乱”问题突出，据估算，我国公路货运企业高达700万家，但组织化、集约化程度很低，前10名企业所占的市场份额不到2%，而美国的前五大公路运输公司却垄断了美国60%的市场份额；公路零担市场前5位企业，市场份额之和不到零担市场总额的1%，对比之下，美国5大零担巨头几乎垄断了90%市场零担业务；大部分中小零担物流企业短期行为明显，杂乱的行业环境让很多企业不愿为了企业长远发展考虑，投入大量资金改善管理流程，提高物流服务质量。整个行业服务呈同质化态势，价格成为吸引货源的主要筹码；专线零担运输与炒货公司合作生存是中国零担行业的常态。

4) 物流行业税收负担偏重

据中国物流与采购联合会的调查资料显示,2008年至2012年期间,样本企业五年间平均税收负担水平为20.19%,高于全国同期宏观税负水平1.93个百分点。

“营改增”的实施,有利于促进物流一体化运行,但物流企业整体税负水平不降反升。出现这种现象的主要原因有,服务于小微企业的物流企业难以得到增值税进项抵扣发票;铁路运费细化改革后,电气化费和分流费无法抵扣;物流行业大部分企业属于轻资产企业,可抵扣项目较少;物流企业的人工成本占经营成本的绝大部分,而在增值税体制下,人工成本得不到抵扣;增值税补贴速度较慢等等。

5) 物流企业融资困难、物流市场竞争日趋激烈

一方面,物流企业多属于轻资产企业,取得抵押贷款较难,资金不足制约了物流业的快速发展;另一方面,风险资本、制造业资本、商贸资本开始大量进入物流行业,发展物流园区和仓储基地,物流市场竞争日趋激烈。

2. 物流行业发展形势预测

目前,世界经济缓慢复苏,发达经济体稳健复苏,我国经济运行面临的外需市场将有所改善。而在国内,从经济发展的中长期趋势来看,当前经济仍处于调整过程中,企业经营模式的转变、产业结构的调整仍将继续,经济运行仍存在一定的下行压力,但从多方面来看,经济平稳增长的基础更为坚实。

政策效应与改革红利将进一步释放。已出台的一系列稳增长的政策效应将进一步显现。政府以简政放权、增强内生增长动力、激发市场活力为目标的各项改革措施会陆续推进。需求增长具有新的支撑,投资将保持一定增长;从消费来看,随着收入分配改革推进,加上电子商务、信息网络

等持续完善，消费结构逐步改善。综合上述因素判断，伴随着改革深入推进，经济的内生增长动力增强，市场活力提高，经济运行的稳定性、协调性增强；经济结构进一步调整优化，新兴产业加快发展，新的增长点加快形成。

在此背景下，物流业整体上将保持平稳运行态势，物流转型升级继续推进。伴随着国民经济结构的优化调整，物流产业发展进入关键期；核心是通过物流模式的转型升级，提高经济运行效率、降低经济运行成本，实现质量型、效益型的经济发展。物流平台、一体化物流、供应链管理等高端物流业态有望保持快速增长。基于此，平台型网络化、技术型电商化、专业型一体化等新的物流运作模式将产生广阔的发展空间。物流行业将实现以下几大转变：

一是由“点到点”运输为主到网络化运作。传统仓储物流多是以“点到点”运输为主，在运输效率、时间成本上越来越难以满足要求。把物流业与互联网结合，通过网络平台来协调货物和运力间的配置关系，形成“互联网+物流”的方式，实现物流业的变革转型。

二是由“规模速度型”向“质量效益型”转变。物流业由规模速度型向质量效益型转变势在必行，具体体现为“五化”，企业品牌化、网络合理化、运营信息化、服务精益化、经营规范化。

三是由“物流服务商”向“供应链服务商”转变。国际上物流发展经历了实物配送、综合物流和供应链管理三个阶段，当前，国际物流巨头都以物流为基础，为合作企业提供有效的供应链管理解决方案、为跨国公司提供“一站式快递服务解决方案”。因此，通过拓展物流服务功能、由“物流服务商”向“供应链服务商”转变是物流企业获取可持续竞争力的重要手段。

四是由“独立扩张”向“联动发展”转变。当前，物流企业与制造、

商贸、金融企业走向深度融合，国内市场和国际市场一体化加快，在此背景下，物流企业要做大做强、乃至实现跨国发展，就需要和生产制造企业、商贸流通企业联动发展。通过建立战略联动关系，共同实施扩张战略和走出去战略，实现合作共赢。同时，物流业内部也应加强整合，提升物流资源利用效率。

3. 2014 年以来物流行业相关政策

(1) 布局 “一路一带”

2014 年以来我国政府提出建设“新丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”的战略构想，强调相关各国要打造互利共赢的“利益共同体”和共同发展繁荣的“命运共同体”。

“一带一路”沿线大多是新兴经济体和发展中国家，总人口约 44 亿，经济总量约 21 万亿美元，分别约占全球的 63%和 29%。这些国家普遍处于经济发展的上升期，开展互利合作的前景广阔。深挖我国与沿线国家的合作潜力，必将提升新兴经济体和发展中国家在我国对外开放格局中的地位，促进我国中西部地区和沿边地区对外开放，推动东部沿海地区开放型经济率先转型升级，进而形成海陆统筹、东西互济、面向全球的开放新格局。

“一带一路”的建设，各地都在积极参与，相关城市正加速推进物流产业的发展，努力将自身打造成为“一带一路”上的物流枢纽。

(2) 物流业中长期发展规划发布

2014 年 9 月，国务院印发《物流业发展中长期规划(2014-2020 年)》。这是自 2009 年 4 月发布《物流业调整和振兴规划》以来，国务院下发的又一物流行业政策纲领性文件。该《规划》提出了物流业发展的三大重点：降低物流成本；提升物流企业规模化、集约化水平；加强物流设施网络建设。

该《规划》提出了物流行业的发展目标，至 2020 年，基本建立现代物

流服务体系，物流业增加值年均增长 8%，物流业增加值占国内生产总值的比重达到 7.5%。第三方物流比重明显提高。全社会物流费用占 GDP 比率由 2013 年的 18% 下降到 16% 左右。

该政策的实施将促进第三方物流中的优势企业以及建设运营物流基础设施的企业的发展。在第三方物流发展的过程中，优势企业不断扩大规模，利用规模效应降低成本，提升市场竞争力，进而做大做强。另一方面，政府将致力加强物流设施网络建设，从事物流基础设施例如物流园建设及运营的企业能够受益于政策红利。

(3) 鼓励促进商贸物流发展政策

2014 年 9 月，商务部出台《关于促进商贸物流发展的实施意见》，鼓励生产和商贸流通企业剥离或外包物流功能，支持商贸物流企业专业化、规模化，强化第三方物流服务能力(有条件可以向第四方物流发展)，并在此基础上提高物流企业国际化水平，提出要大力发展电子商务物流、加强冷链物流建设、加快生产资料物流转型升级，政府将在财税土地政策上加大扶持力度。

根据该《意见》，我国将提高商贸物流的国际化水平，以丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路沿线区域物流合作为重点，以国际商品交易中心、重点进出口口岸为依托，推进国际物流大通道建设，支持建设商贸物流型境外经济贸易合作区，鼓励有条件的商贸物流企业走出去和开展全球业务。

该《意见》是政府促进商贸物流发展方案的综合梳理，对解决我国物流成本高居不下、行业“小、散、乱”的竞争形态、物流服务能力和需求不匹配有较强的指导意义，中长期利于国内物流公司的发展、转型和盈利能力提升。

(4) 物流业信用体系建设

国家发改委、交通部、商务部、国家铁路局、中国民航局、国家邮政

局及国家标准委于 2014 年 11 月联合印发《关于我国物流业信用体系建设的指导意见》。

该《意见》表示，建立健全物流业信用体系，可以有效约束和规范企业的经营行为，营造公平竞争、诚信经营的市场环境；有利于建立统一开放、竞争有序的现代物流市场体系，发挥市场在物流资源配置中的决定性作用和更好地发挥政府作用，促进物流业加快转型升级；对于降低社会物流成本，提高物流效率，提升经济运行的质量和效益具有重要意义。

为此，该《意见》提出了，加强物流信用服务机构培育和监管、推进信用记录建设和共享、积极推动信用记录应用、开展专业物流领域信用建设试点、加强物流信用体系建设的组织协调等十余项措施。

（5）国家政策多层次支持物联网产业

随着国务院 2013 年发布《关于推进物联网有序健康发展的指导意见》给产业发展注入了新的活力。工信部、国家发改委、科技部、教育部等多部委共同制定了 10 个《物联网发展专项行动计划》，对于物联网行业健康发展具有重大影响。

2015 年 5 月，商务部等 10 部门联合印发《全国流通节点城市布局规划（2015-2020 年）》，目的是加快构建全国骨干流通网络，努力提升流通节点城市功能，更好发挥流通产业的基础性和先导性作用，进一步释放消费潜力。该《规划》根据国家区域发展总体战略及“一带一路”、京津冀协同发展和长江经济带战略等战略部署，结合国家新型城镇化规划、全国主体功能区规划等，确定 2015-2020 年“3 纵 5 横”全国骨干流通大通道体系，明确划分国家级、区域级和地区级流通节点城市，并提出完善流通大通道基础设施、建设公益性流通设施、提升流通节点城市信息化水平、建设商贸物流园区、完善城市共同配送网络、发展国家电子商务示范基地、提升沿边节点城市口岸功能、促进城市商业适度集聚发展、强化流通领域标准实

施和推广等九项重点任务。

（三）企业发展前景与市场竞争情况分析

1、传化物流集团有限公司的业务构成

传化物流集团有限公司经过多年的摸索，逐步形成了“物流+互联网+金融”的经营模式。

传化物流集团有限公司构建一个生产性服务业的集聚网络平台，该网络平台由两大网络有机结合组成：一是分布于全国的公路港实体网络；二是集成物流供应链信息的互联网物流平台网络。

通过整合上游货源信息（物流需求）、中游物流服务信息（中小物流企业）和下游车源信息（个体货运车辆）等资源，形成了一站式服务体系。针对长途货车司机停车难、配货难、休息难，实体公路港提供停车、住宿、餐饮等服务；旅馆、超市、加油站、台球厅等服务设施一应俱全。同时，引入工商、税务等公共服务部门和保险、邮政等服务机构，建立“司机之家”等生活配套服务设施，形成了货主企业、物流企业、社会车辆紧密相连的完整产业链。

互联网平台通过信息确认、交易监控、数据积累，形成了第三方信用评价，平台上的物流企业实时发布、更新货源信息；司机配货时间可从原来的几天时间缩减为几个小时，较大的提高车辆的运营效率，降低长途货车的空车返回率。

该经营模式通过对社会物流资源进行有效整合、集约使用，缓解“物流围城”和“最后一公里”问题，扭转物流行业“小、散、乱”的局面，提高了物流效率。

2013 年国家发改委、工信部、国土部、住建部、交通部五部委联合下发的《关于推广“公路港”物流经验的通知》（发改办经贸[2013]811 号）

文件肯定了传化物流的公路港模式。

该经营模式主要包括两大业务板块：

一是公路港投资运营及配套服务，公路港投资运营主要为公路港实体平台的运营、公路港配套设施合作开发，主要通过公路港内的功能区块对外租赁、加油、停车、住宿等配套服务，配套设施合作开发等取得收入。

二是 O2O 物流网络平台服务，通过平台的构建，实现线上线下的结合，开发“易配货”、“易货嘀”、“运宝网”等线上交易平台，提供针对司机、物流企业等会员的物流金融服务等；进而取得供应链总包服务收入、物流平台服务及增值服务等营业收入。

2. 传化物流集团有限公司的核心资源

(1) 快速成网的公路港实体网络

目前传化物流集团有限公司已有 5 个公路港投入运营，已在全国 17 个省会城市，50 余个枢纽级地市，合计签约或接洽了 70 个左右的公路港项目。在浙江、四川、山东、江苏、福建、重庆、天津、黑龙江、吉林、河北、贵州等 11 个省市进行了全省网络布局。

传化公路港模式对于解决城市规划中的物流“小散乱差”现象效果突出，整合了社会上众多的物流企业和社会车辆为工商企业提供物流服务，即为物流企业和车辆牵线搭桥提升物流行业效率，还具备较大的社会效益。

传化物流集团有限公司的全国性公路港实体网络布局符合目前国家政策规划。

第一、根据《全国物流园区发展规划（2013—2020 年）》，明确了全国物流园区的发展目标和总体布局，为物流园区发展画出“路线图”。29 个城市确定为一级物流园区布局城市，70 个城市确定为二级物流园区布局城市。物流园区布局城市可根据实际需要建设货运枢纽型、商贸服务型、生

产服务型、综合服务型等不同类型物流园区，到 2020 年，基本形成布局合理、规模适度、功能齐全、绿色高效的全国物流园区网络体系。

第二、根据《全国流通节点城市布局规划（2015-2020 年）》，将全国流通节点城市划分为国家级、区域级和地区级共三级，确定国家级流通节点城市 37 个，区域级流通节点城市 66 个，规划的国家级流通节点城市和区域级流通节点城市合计 103 个；《全国流通节点城市布局规划（2015-2020 年）》规划的全国骨干流通网络布局示意图如下：



(2) 高速累积的物流核心用户资源及流量

通过会员中心和诚信体系的建立，消除了物流企业和个体货运司机之间的信任顾虑，是公路港物流服务平台模式的核心资源之一；传化物流集团有限公司目前通过已运营的 5 个公路港，已整合物流企业数千家，入港车辆累计达到 100 多万辆；随着未来几年公路港实体网络的大幅扩充，传化物流集团有限公司集聚的社会物流资源将有更大幅度的提升。

(3) 品牌影响力和良好的公共关系

传化物流集团有限公司经过多年的发展，在行业内已具有较高的知名度，品牌效应不断增强；此外，作为传化公路港作为具备一定社会效益的基础设施，受到政府部门的认可。

3. 传化物流集团有限公司的竞争力分析

(1) 经验积累优势

传化物流集团有限公司于 2000 年确定平台商业模式，首个公路港平台——杭州公路港于 2003 年建成运营，实现“物流+信息化”的创新，获得成功于 2005 年进入探索复制阶段，2009 年、2010 年成都公路港、苏州公路港投入运营；2011 年启动大杭州枢纽港项目、富阳公路港项目。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。传化物流集团有限公司在公路港从无到有再到全国网络布局的形成过程中，积累了大量的实践及理论经验，对公路港模式有了较深切的认知和把握。

(2) 先发优势

传化物流是国内最早针对国内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，通过多年的探索与实践，于 2003 年建成杭州公路港，在全国范围内首创了“公路港物流服务平台”

模式，对公路物流整合运营具有丰富的经验和深刻的理解，具备明显的先发优势。

基础设施服务平台布局方面，传化物流已依据《国家公路运输枢纽布局规划》、《全国物流园发展规划》、《物流业调整与振兴规划》以及《全国流通节点城市布局规划（2015-2020年）》等国家物流规划，在全国华北、东北、华东、华中、华南、西北、西南七大区域内进行了网络规划，共选取了10大交通枢纽以及160全国性重点基地，计划以干线交通为联动纽带，10大枢纽为中心，建设全国骨干网络，再结合全国160重点基地打造“全国骨干+区域支线”的物流网络。目前，传化物流已在全国17个省份落实70个基地布点，其中已在杭州、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。由于通常一个地区对于物流基础设施服务平台的需求和承载能力有限，传化物流凭借在全国范围内的率先布局，已经提前锁定区域物流市场，具备后进入市场者无法比拟的优势。

客户拓展与维护方面，实体公路港前期聚集了丰富的物流企业及个体货运司机等客户基础，传化物流所提供的综合物流服务及其他配套服务价值得到充分体验和认可，因此，当传化物流推出互联网物流平台之后，在短期内就吸引了大量的用户。另外，传化物流的公路港实体网络能为互联网物流平台服务提供良好的实体基础和功能补充，例如客户可以享受线上下单，实体平台内配货、发货等服务，在线上客户的拓展和维护方面相比单一从事信息化服务平台运营的竞争对手具备明显的竞争优势。

（3）管理优势：

团队优势：传化物流集团有限公司在实践中组织架构逐步构全，并培养了一支优秀的团队。在互联网物流领域，该公司目前已集聚了一批具备电商、互联网、物流专业背景的管理经营人才。在公路港运营领域，目前公司的架构是各大区对公路港进行规划及建设，然后交由专门的团队进行

运营；目前已经形成南部大区、北部大区、西部大区、第四大区；大区组织架构构全并做实，关键人才快速凝聚到位；基于新项目经营实际需要，已运营的各公路港积极培养经营人才，确保后续各公路港运营的人才保障和可持续性。

四、 传化物流集团有限公司主营业务概况

1、传化物流集团有限公司近期资产负债表如下表所示：

金额单位：人民币万元

项目	2013年	2014年	2015年3月
流动资产：			
货币资金	19,842.66	16,310.56	327,916.60
交易性金融资产			
应收票据		185.88	223.99
应收账款	805.95	5,982.41	8,663.27
预付账款	324.72	1,191.22	633.38
应收利息			
应收股利			
其他应收款	4,642.62	5,855.29	8,008.15
存货	745.79	702.35	1,340.02
一年内到期的非流动资产			
其他流动资产	20.76	551.17	1,158.68
流动资产合计	26,382.49	30,778.88	347,944.09
非流动资产：			
可供出售金融资产	1,000.00	4,782.06	3,500.00
持有至到期投资			
长期应收款			
长期股权投资	63,959.70	64,818.45	65,040.83
投资性房地产		14,360.38	17,129.91
固定资产	2,440.92	5,444.64	5,549.02
在建工程	3,286.94	7,818.92	16,493.19
工程物资			
固定资产清理			
生产性生物资产			
油气资产			
无形资产	8,927.15	33,089.44	33,060.46
开发支出			
商誉			

长期待摊费用	251.50	181.69	192.70
递延所得税资产	260.22	591.55	869.94
其他非流动资产	7,500.00		20.50
非流动资产合计	87,626.42	131,087.14	141,856.54
资产总计	114,008.91	161,866.02	489,800.63
流动负债：			
短期借款	3,500.00	3,500.00	
交易性金融负债			
应付票据			
应付账款	1,463.72	8,518.86	8,843.00
预收款项	9,795.13	15,659.31	14,763.01
应付职工薪酬	1,881.22	4,171.72	1,796.64
应交税费	1,099.02	499.83	2,671.50
应付利息	8.17	20.13	19.47
应付股利			
其他应付款	29,241.35	48,676.72	14,478.51
一年内到期的非流动负债		400.00	400.00
其他流动负债			
流动负债合计	46,988.60	81,446.56	42,972.13
非流动负债：			
长期借款		9,559.00	10,999.00
应付债券			
长期应付款			
专项应付款			
预计负债			
递延所得税负债			
其他非流动负债	400.00	3,384.11	5,275.71
非流动负债合计	400.00	12,943.11	16,274.71
负债合计	47,388.60	94,389.68	59,246.84
所有者权益（或股东权益）：			
实收资本（或股本）	30,000.00	30,000.00	36,585.70
减：已归还投资			
实收资本（或股本）净额	30,000.00	30,000.00	36,585.70
资本公积	29,890.07	29,890.07	383,319.13
盈余公积	327.09	890.77	890.77
其中：法定公益金			
未分配利润	1,720.81	1,723.17	3,916.70
归属于母公司所有者权益	61,937.96	62,504.01	424,712.30
少数股东权益	4,682.35	4,972.33	5,841.48
所有者权益合计	66,620.31	67,476.34	430,553.79
负债和所有者权益合计	114,008.91	161,866.02	489,800.63

2、传化物流集团有限公司的利润表如下：

金额单位：人民币万元

项目	2013年	2014年	2015年3月
一、营业收入	43,170.87	95,257.91	22,907.91
减：营业成本	35,944.33	77,901.55	20,053.33
营业税金及附加	1,269.66	1,388.81	340.15
销售费用	1,040.35	1,486.64	543.73
管理费用	8,433.53	15,285.57	4,933.39
财务费用	454.70	1,197.94	586.25
资产减值损失	-260.32	379.11	90.29
加：公允价值变动收益			
投资收益	366.21	858.76	3,222.37
其中：对联营企业和合营企业投资收益			
二、营业利润	-3,345.16	-1,522.95	-416.85
加：营业外收入	5,759.77	6,560.46	4,281.72
减：营业外支出	122.37	114.25	23.17
其中：非流动资产处置损失			
三、利润总额	2,292.25	4,923.26	3,841.69
减：所得税费用	781.12	948.02	1,819.01
四、净利润	1,511.13	3,975.24	2,022.69
归属于母公司所有者的净利润	1,279.64	3,266.05	2,193.53
少数股东损益	231.48	709.19	-170.84

3. 主要财务指标分析

指标分析	指标解释	2013	2014	2015.1-3	备注
盈利能力分析					
净资产收益率	净利润/平均净资产	2.27%	5.93%	3.25%	
总资产报酬率	EBIT/平均总资产	2.41%	4.44%	5.44%	
销售净利率	净利润/销售收入	3.50%	4.17%	8.83%	
毛利率	销售毛利/销售收入	16.74%	18.22%	12.46%	
偿债能力分析					
资产负债率	总负债/总资产	41.57%	58.31%	12.10%	
流动比率	流动资产/流动负债	56.15%	37.79%	809.70%	
速动比率	(流动资产-存货)/流动负债	54.56%	36.93%	806.58%	
营运能力分析					
应收账款周转率	营业收入/平均应收账款	53.74	28.07	3.13	
存货周转率	营业成本/平均存货	51.14	107.59	19.64	
流动资产周转率	营业收入/平均流动资产	1.64	3.33	0.48	
总资产周转率	营业收入/平均总资产	0.38	0.69	0.28	

成长能力分析					
净利润增长率			163%	270%	其中 2015 年为预测全年数
净资产增长率			1%	538%	
收入增长率			121%	62%	其中 2015 年为预测全年数

由上表可以看出，传化物流集团有限公司近两年来收入、净利润增长较快，资产负债率较低，总体偿债压力较小，企业现金充足，短期支付能力强。

4. 收益及费用的预测

(一) 营业收入的预测

1、历史年度营业收入如下

2013 年、2014 年及 2015 年 1-3 月，传化物流集团有限公司营业收入如下：

项目	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
公路港投资运营及配套服务收入	34,193.33	75,558.83	14,584.06
O2O 物流网络平台服务收入	8,972.26	19,689.22	8,322.71
其他	5.29	9.86	1.13
合计：	43,170.87	95,257.91	22,907.91

2、营业收入预测过程

本次对于营业收入的预测立足于整个公路港实体网络的发展历程，考虑历史发展过程，结合现阶段所处的发展阶段，并着眼于未来发展规划，对营业收入进行分析测算。

传化物流集团有限公司的公路港发展历程已历经了两个阶段，目前处于第三阶段的开始：

1.0 时代：首个公路港平台——杭州公路港于 2003 年建成运营

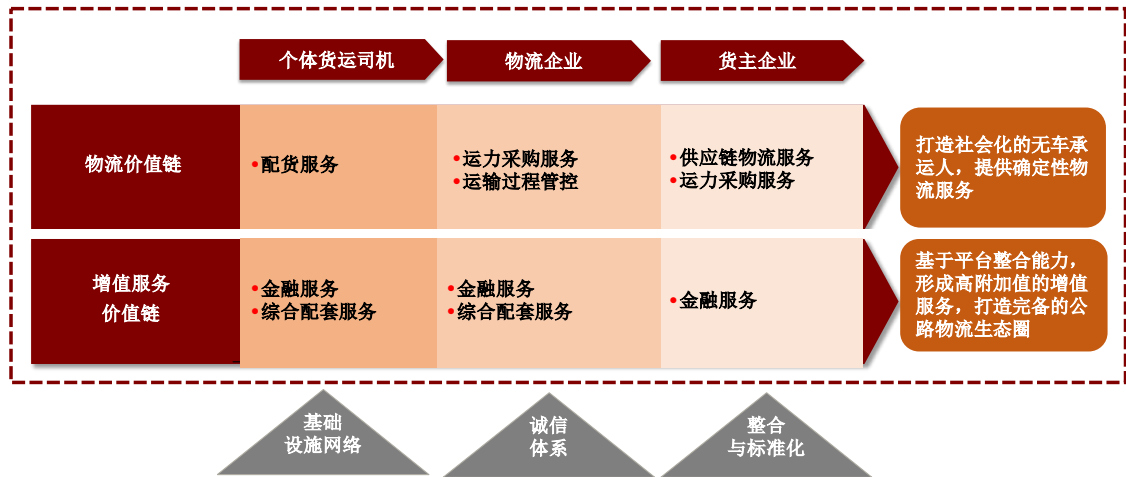
2.0 时代：成都公路港和苏州公路港 2009、2010 年先后投入运营，传承了公路港首创模式“公路港物流平台运营商”的定位，功能模块更加完

善，空间布局更加科学，集聚社会物流资源的能力更强大；

3.0 时代：2014 年开始规划了基于公路港全网实体平台，打造线上线下一体化的信息化、智能化、网络化的公路港体系。

根据传化物流集团有限公司的发展规划，其战略目标为：2022 年前后基本建成“中国公路物流网络运营系统”，建成 10 枢纽以及 160 基地的全网布局，全国公路港实体网络建成并实现 O2O 全网运营，可达到满足 6000 万企业运力采购并实现 2000 万辆卡车的高效调度。该模式的思路，是以“个体货运司机”、“物流企业”、“货主企业”三大公路物流主体为服务对象，以基础设施网络、诚信体系、整合与标准化作为三大支撑，围绕“物流价值链”与“增值服务价值链”构建自身业务产品线，形成“物流+互联网+金融”的商业模式，最终形成“中国公路物流网络运营系统”。

该运营体系以三大公路物流主体为服务对象，紧紧围绕“物流价值链”与“增值服务价值链”提供平台服务。个体货运司机方面，围绕“物流价值链”，向其提供长途及短途配货服务，降低车辆空驶率；同时围绕“增值服务价值链”，为个体货运司机及其车辆提供住宿、购物、汽修汽配等生活、运输配套服务，以及支付、信用等金融服务；物流企业方面，围绕“物流价值链”，向其提供全国性运力采购、运输过程管控等服务；同时，围绕“增值服务价值链”，为物流企业提供信用、资管、委托代理等相关金融服务，并提供相关商务配套服务；货主企业方面，围绕“物流价值链”，向其提供供应链解决方案、运力采购等服务，降低其整体物流成本；同时，围绕“增值服务价值链”，为货主企业提供基于货权监管的供应链金融服务。



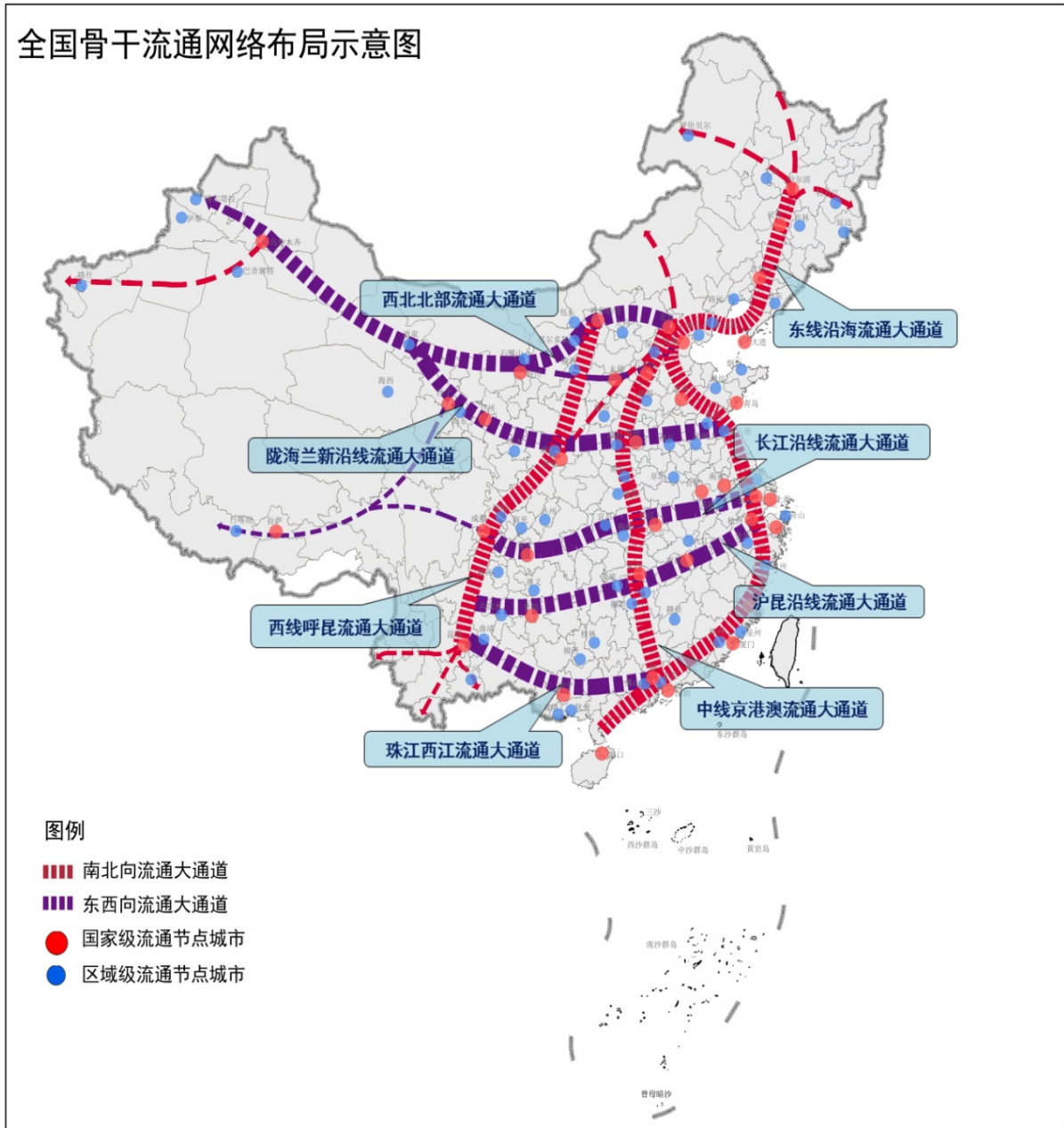
综上所述，传化物流集团有限公司将构建“中国公路物流网络运营系统”作为战略目标，紧紧围绕“物流价值链”与“增值服务价值链”，线下构建以“实体公路港”为核心的物流基础设施网络，线上打造以“易配货”、“易货嘀”、“运宝网”为核心的互联网物流平台，通过线下与线上融合联动的运营方式，为货主企业、物流企业及个体货运司机等公路物流主体提供综合性物流及配套服务，形成“高效的货物调度平台”、“优质的货运生活服务圈”以及“可靠的物流诚信运营体系”，发展公路物流 O2O 全新生态。目前，传化物流已形成公路港投资运营及配套服务、O2O 物流网络平台服务两大业务板块。

(1) 公路港投资运营及配套服务收入的预测

根据《全国物流园区发展规划（2013—2020 年）》，明确了全国物流园区的发展目标和总体布局，为物流园区发展画出“路线图”。29 个城市确定为一级物流园区布局城市，70 个城市确定为二级物流园区布局城市。物流园区布局城市可根据实际需要建设货运枢纽型、商贸服务型、生产服务型、综合服务型等不同类型物流园区，到 2020 年，基本形成布局合理、规模适度、功能齐全、绿色高效的全国物流园区网络体系。

根据《全国流通节点城市布局规划（2015-2020 年）》，将全国流通节点

城市划分为国家级、区域级和地区级共三级，确定国家级流通节点城市 37 个，区域级流通节点城市 66 个，规划的国家级流通节点城市和区域级流通节点城市合计 103 个；全国骨干流通网络布局示意图如下：



传化物流集团有限公司致力于建设全国性的公路港实体网络，单个公路港对于物流效率提升的优势难以完全发挥，容易形成信息孤岛，只有形

成网络性布局后才能完全体现其优势，因此该公司目前已成立了四个大区指挥部，构架了全国性的公路港网络体系。本次评估立足于公路港网络体系，从整个公路港网络的投资、建设、运营角度进行评估，不仅仅限于对已运营的 5 个公路港的测算。

根据传化物流集团有限公司的发展规划，预计到 2022 年形成全国性的公路港网络，建成 10 枢纽以及 160 基地的全网布局，合计 170 个公路港；目前，已在全国 17 个省会城市，50 余个枢纽级地市，合计初步签约或接洽了 70 个左右的项目。在浙江、四川、山东、江苏、福建、重庆、天津、黑龙江、吉林、河北、贵州等 11 个省市进行了全省网络布局。

本次评估采用较稳健的预测，从现实已布局的项目考虑，对于未来实体公路港总数量的预测设定为 70 个左右。因此，本次公路港投资运营及配套服务收入分为三类进行预测，包括已运营公路港、已立项公路港、新项目（预立项及意向中），截至出报告日，传化物流集团有限公司公路港网络节点建设进度如下：

序号	类别	数量	地点
1	已运营公路港	5	杭州、苏州、无锡、成都、富阳
2	已立项公路港	14	泉州、临江、青岛、重庆、天津、济南、衢州、淮安、长沙、菏泽、温州、贵阳、哈尔滨、南充
3	预立项	18—22	烟台、宿迁、南通、盐城、商丘等地
4	意向中	25—30	郑州、合肥、长春、唐山、石家庄、阜阳等地

根据上述统计，目前传化物流集团有限公司已运营、已立项以及落实中的公路港合计约 70 个。传化物流集团有限公司纳入本次盈利预测的公路港总数量在《全国流通节点城市布局规划（2015-2020 年）》、《全国物流园区发展规划（2013—2020 年）》所规划布局的范围内。

① 对已运营公路港收入的预测

对于已运营公路港，纳入该板块的经营主体共 9 家，包括：成都传化

公路港物流有限公司、传化公路港物流有限公司、苏州传化公路港物流有限公司、无锡传化公路港物流有限公司、无锡传化物流基地有限公司、杭州富阳传化物流基地有限公司、杭州传化物流石油有限公司、成都传化石油销售有限公司、成都安途商贸有限公司。其中，杭州传化物流石油有限公司为在杭州公路港内提供加油服务的公司，成都传化石油销售有限公司为在成都公路港内提供加油服务的公司，成都安途商贸有限公司为在成都公路港内提供轮胎销售业务的公司。其中，由于杭州公路港将于 2016 年征迁完毕，本次仅预测 2015 年收入。

对于公路港运营主体，目前主要收入包括物业租金收入以及配套服务收入；其中物业租金收入主要为实体公路港内信息交易中心、智能车源中心、货运班车总站、仓储配送中心、配套服务中心等对外租赁收入、停车费收入等；配套服务收入主要包括供应链总包收入、交易服务费收入、保险代销收入、其他服务收入、广告收入等，属于 O2O 物流网络平台服务业务收入，根据该公司的规划，2017 年下半年开始各实体公路港不再单独核算配套服务收入。

以苏州公路港为例对公路港收入预测进行说明：

2013 年、2014 年及 2015 年 1-3 月，苏州公路港的主要物业出租情况如下：

2013 年					
区域	可出租面积 (平方米)	已出租面积 (平方米)	出租率	租赁单价 (元/年、平方米)	
信息交易中心	14,514.47	9,999.37	68.89%	543.71	
货运班车总站	33,527.00	32,987.00	98.39%	412.35	
仓储配送中心	25,710.00	25,710.00	100.00%	397.98	
配套服务中心	三产	12,895.00	11,992.00	93.00%	374.09
	汽修汽配	1,535.00	1,535.00	100.00%	651.99
2014 年					
区域	可出租面积 (平方米)	已出租面积 (平方米)	出租率	租赁单价 (元/年、平方米)	
信息交易中心	13,548.74	10,860.44	80.16%	564.36	

货运班车总站		35,767.00	33,450.00	93.52%	493.90
仓储配送中心		43,392.00	43,392.00	100.00%	497.16
配套服务中心	三产	11,715.00	9,703.00	82.83%	360.33
	汽修汽配	1,535.00	1,535.00	100.00%	799.86
2015年1-3月					
区域		可出租面积 (平方米)	已出租面积 (平方米)	出租率	租赁单价 (元/年、平方米)
信息交易中心		13,620.86	10,718.90	78.69%	562.71
货运班车总站		35,767.00	34,797.00	97.29%	469.31
仓储配送中心		43,392.00	43,392.00	100.00%	495.34
配套服务中心	三产	11,715.00	10,264.00	87.61%	377.03
	汽修汽配	1,535.00	1,535.00	100.00%	844.67

根据上表统计，苏州公路港 2013 年以来租赁单价、出租率整体处于稳步上升趋势，部分物业出租率已达到 100%。结合苏州公路港的历史业绩、未来发展规划，对苏州公路港未来预测如下：

序号	项目	单位	2015年 4-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
1.1	物业租金收入	万元	5,173.70	8,188.09	8,678.43	9,207.28	9,778.04	10,394.49	11,060.72	11,781.25
1.1.1	信息交易中心									
	出租面积	平方米	13,620.86	13,620.86	13,620.86	13,620.86	13,620.86	13,620.86	13,620.86	13,620.86
	基准单价	元/平方米	580.00	638.00	701.80	771.98	849.18	934.10	1,027.51	1,130.26
	价格执行率	%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
	出租率	%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
	收入	万元	479.93	749.00	823.90	906.29	996.92	1,096.61	1,206.27	1,326.90
1.1.2	智能车源中心									
	收入	万元	1,192.94	1,705.00	1,875.50	2,063.05	2,269.36	2,496.29	2,745.92	3,020.51
1.1.3	货运班车总站、 仓储配送中心									
	出租面积	平方米	79,159.00	79,159.00	79,159.00	79,159.00	79,159.00	79,159.00	79,159.00	79,159.00
	基准单价	元/平方米	520.00	545.30	599.83	659.81	725.79	798.37	878.21	966.03
	价格执行率	%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	出租率	%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
	收入	万元	2,932.84	4,391.05	4,566.69	4,749.36	4,939.33	5,136.91	5,342.38	5,556.08
1.1.4	配套服务中心 (三产)									
	出租面积	平方米	11,715.00	11,715.00	11,715.00	11,715.00	11,715.00	11,715.00	11,715.00	11,715.00
	基准单价	元/平方米	450.00	494.84	544.32	598.76	658.63	724.50	796.94	876.64
	价格执行率	%	0.88	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%
	出租率	%	0.82	82%	82%	82%	82%	82%	82%	82%
	收入	万元	285.31	482.85	531.14	584.25	642.67	706.94	777.63	855.40
1.1.5	配套服务中心 (汽修汽配)									
	出租面积	平方米	1,535.00	1,535.00	1,535.00	1,535.00	1,535.00	1,535.00	1,535.00	1,535.00
	基准单价	元/平方米	525.00	716.61	788.27	867.10	953.81	1,049.19	1,154.11	1,033.98
	价格执行率	%	123%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	122.78%

	出租率	%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	收入	万元	98.95	110.00	121.00	133.10	146.41	161.05	177.16	194.87
1.1.6	配套服务中心 (住宿)									
	收入	万元	68.31	100.19	110.21	121.23	133.35	146.69	161.35	177.49
1.1.7	定制仓储收入									
	收入	万元	115.43	650.00	650.00	650.00	650.00	650.00	650.00	650.00

② 对已立项及已接洽待立项项目收入的预测

本次评估纳入已立项板块的项目为大杭州、衢州、泉州、济南、青岛、哈尔滨、菏泽、淮安、南充、遵义、贵阳、温州、重庆及长沙共 14 个实体公路港建设项目，纳入已接洽待立项板块的项目共包括 52 个实体公路港建设项目。

对于上述两类项目，主要根据传化物流对各公路港规划、定位、所在地区市场调研情况，并参考已运营公路港的经营情况进行预测。

预测期内，传化物流公路港投资运营及配套服务收入的预测情况如下：

单位：万元

年份	2015 年 4-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
收入	104,270.00	153,257.34	296,973.60	391,211.09	484,648.83	539,751.92	583,937.80	631,715.69

(2) O2O 物流网络平台服务业务收入的预测

O2O 物流网络平台服务业务以实体公路港为依托，通过平台的构建，实现线上线下的结合，开发针对货主的供应链物流、针对物流企业的运宝网、针对司机的易配货和易货嘀；针对司机、物流企业等会员的物流金融服务等。

传化物流集团有限公司自主研发的“易配货”、“易货嘀”与“运宝网”三大线上交易平台为核心，为客户提供实体交易席位以及信息发布平台，形成一个聚集货源信息与运力信息的开放式物流供需服务市场。客户可以

在各平台内发布供求信息，并根据自身需求进行货源信息查询、长途专线运力采购、同城配送运力采购等操作，平台根据客户的需求及数据分析，最终实现货源与运力的匹配交易。

易配货、易货嘀及运宝网等线上交易平台均起步于 2014 年下半年，整体发展速度较快，2014 年、2015 年 1-3 月，平台会员量与流量数据如下：

项目		2014 年 12 月 31 日 /2014 年	2015 年 3 月 31 日 /2015 年 1-3 月
实体公路港	已服务的个体货运车辆数量（辆）	1,361,822	1,853,335
	货运信息发布量（条）	1,915,603	697,316
易配货	注册会员数量（个）	发货方	25,713
		个体货运司机	431,678
	货运信息发布量（条）	1,997,202	801,400
	成交量（单）	117,317	61,709
易货嘀	注册会员数量（个）	发货方	406
		个体货运司机	892
	货运信息发布量（单）	34,915	28,573
	成交量（单）	11,000	9,127
运宝网	注册会员数量（个）	272	2,138
	运单数量（条）	29,233	1,383,427

本次评估中，评估基准日至 2017 年上半年，O2O 物流网络平台服务收入主要体现为实体公路港的服务收入，主要包括供应链总包收入、交易服务费收入、保险代理收入、其他服务收入、广告收入等，各线上交易平台处于业务培养阶段，暂不收取交易佣金、会员费等。根据传化物流的规划并参考互联网行业的规律，随着 O2O 物流网络平台服务业务的开展，2017 年下半年开始各实体公路港不再单独收取上述收入，而开始根据易配货，易货嘀、运宝网等线上交易平台的平台交易总额收取交易佣金以及会员费，以及根据支付金融交易量收取交易佣金。

本次评估对易配货、易货嘀、运宝网及支付金融进行分板块预测如下：

1) 易配货未来收入预测：

项目	单位	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
会员数量								
注册货运司机数量	万人	150.00	250.00	350.00	450.00	540.00	580.00	600.00
增长率	-	-	66.67%	40.00%	28.57%	20.00%	7.41%	3.45%
注册发货方与注册货运司机比率	-	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
注册发货方数量	万家	3.00	5.00	7.00	9.00	10.80	11.60	12.00
会员合计	万人、家	153.00	255.00	357.00	459.00	550.80	591.60	612.00
交易流量								
活跃会员率	-	15.00%	20.00%	25.00%	27.00%	29.00%	30.00%	30.00%
活跃货运司机数量	万人	22.50	50.00	87.50	121.50	156.60	174.00	180.00
人均年配货笔数	笔/年/人	5.00	8.00	12.00	18.00	27.00	41.00	62.00
增长率	-	-	60.00%	50.00%	50.00%	50.00%	51.85%	51.22%
年配货笔数	万笔	112.50	400.00	1,050.00	2,187.00	4,228.00	7,134.00	11,160.00
单次配货信息费金额	元	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00
配货信息费交易额	亿元	2.25	8.00	21.00	43.74	84.56	142.68	223.20
单次交易运费金额	元	5,000.00	5,000.00	5,000.00	5,000.00	5,000.00	5,000.00	5,000.00
配货运费交易额	亿元	56.25	200.00	525.00	1,093.50	2,114.10	3,567.00	5,580.00
货运司机会员年消费笔数	笔/年	2.00	6.00	12.00	18.00	27.00	41.00	62.00
单次消费金额	元/次	40.00	50.00	60.00	70.00	80.00	90.00	100.00
年消费笔数	万笔	300.00	1,500.00	4,200.00	8,100.00	14,580.00	23,780.00	37,200.00
货运司机消费金额	亿元	1.20	7.50	25.20	56.70	116.64	214.02	372.00
货运车辆单车年消费金额	万元/年	10.00	10.00	12.00	12.00	15.00	15.00	15.00
服务货运车辆目标量	万辆	100.00	166.67	233.33	300.00	360.00	386.67	400.00
线上消费率	-	0.75%	1.13%	1.69%	2.53%	3.80%	6.83%	13.67%
货运车辆消费金额	亿元	7.50	18.75	47.25	91.13	205.03	396.39	820.13
流量合计	亿元/年	67.20	234.25	618.45	1,285.07	2,520.34	4,320.09	6,995.33
收入								
配货信息费抽佣比例	-	-	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
配货信息费抽佣收入	亿元	-	0.20	1.05	2.19	4.23	7.13	11.16
司机会员费收费标准	元/年/人	-	100.00	100.00	200.00	200.00	200.00	200.00
司机会员费收入	亿元	-	1.25	3.50	9.00	10.80	11.60	12.00
发货方会员费收费标准	元/年/人	-	1,000.00	1,000.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00

发货方会员费收入	亿元	-	0.25	0.70	1.35	1.62	1.74	1.80
会员费收入	亿元	-	1.50	4.20	10.35	12.42	13.34	13.80
货运司机消费支付抽佣比例	-	-	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
货运司机消费支付抽佣收入	亿元	-	0.02	0.13	0.28	0.58	1.07	1.86
货运车辆消费支付抽佣比例	-	-	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
货运车辆消费支付抽佣收入	亿元	-	0.05	0.24	0.46	1.03	1.98	4.10
收入合计	亿元/年	-	1.77	5.61	13.28	18.26	23.53	30.92

2) 易货嘀未来收入预测:

项目	单位	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
会员数量								
注册货运司机数量	万人	3.00	20.00	40.00	70.00	100.00	150.00	200.00
增长率	-	-	566.67%	100.00%	75.00%	42.86%	50.00%	33.33%
注册发货方与注册货运司机比率	-	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
注册发货方数量	万家	0.60	4.00	8.00	14.00	20.00	30.00	40.00
会员合计	万人、家	3.60	24.00	48.00	84.00	120.00	180.00	240.00
交易流量								
司机会员人均年交易笔数	笔/年/人	6.00	7.80	10.14	13.18	17.14	22.28	28.96
增长率	-	-	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
年交易笔数	万笔	18.00	156.00	405.60	922.74	1,713.66	3,341.64	5,792.17
单次交易运费金额	元	200	200	200	200	200	200	200
配货运费交易额	亿元	0.36	3.12	8.11	18.45	34.27	66.83	115.84
货运司机会员年消费笔数	笔/年	-	6.00	7.00	8.00	9.00	10.00	11.00
单次消费金额	元/次	-	5.00	10.00	15.00	20.00	25.00	30.00
年消费笔数	万笔	-	120.00	280.00	560.00	900.00	1,500.00	2,200.00
货运司机消费金额	亿元	-	0.06	0.28	0.84	1.80	3.75	6.60
货运车辆单车年消费金额	万元/年	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00
服务货运车辆目标量	万辆	3.00	20.00	40.00	70.00	100.00	150.00	200.00
线上消费率	-	-	0.10%	0.13%	0.17%	0.22%	0.29%	0.37%
货运车辆消费金额	亿元	-	0.14	0.36	0.83	1.54	3.00	5.20
流量合计	亿元/年	0.36	3.32	8.76	20.12	37.61	73.58	127.64

收入								
运费抽佣比例	-	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
年运费抽佣收入	亿元	-	0.01	0.04	0.09	0.17	0.33	0.58
货运司机消费支付抽佣比例	-	-	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
货运司机消费支付抽佣收入	亿元	-	0.0002	0.0014	0.0042	0.0090	0.0188	0.0330
货运车辆消费支付抽佣比例	-	-	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
货运车辆消费支付抽佣收入	亿元	-	0.0004	0.0018	0.0041	0.0077	0.0150	0.0260
收入合计	亿元/年	-	0.01	0.04	0.10	0.19	0.37	0.64

3) 云物流未来收入预测:

项目	单位	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
会员数量								
注册物流企业数量	家	5,000	20,000	35,000	60,000	90,000	130,000	150,000
会员合计	家	5,000	20,000	35,000	60,000	90,000	130,000	150,000
交易流量								
运费交易额	亿元	400.00	500.00	1,000.00	1,500.00	3,000.00	4,000.00	5,000.00
流量合计	亿元	400.00	500.00	1,000.00	1,500.00	3,000.00	4,000.00	5,000.00
收入								
运费抽佣比例	-	-	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
运费抽佣收入	亿元	-	1.25	5.00	7.50	15.00	20.00	25.00
货物保险投保比例	-	20.00%	30.00%	40.00%	50.00%	60.00%	60.00%	60.00%
保险代销抽佣比例	-	0.03%	0.03%	0.10%	0.10%	0.10%	0.15%	0.15%
保险代销抽佣收入	亿元	0.02	0.05	0.40	0.75	1.80	3.60	4.50
金融保理比例	-	5.00%	5.00%	10.00%	10.00%	20.00%	20.00%	20.00%
金融保理服务费率	-	2.00%	2.00%	1.50%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
金融保理服务收入	亿元	0.40	0.50	1.50	1.50	6.00	8.00	10.00
收入合计	亿元	0.42	1.80	6.90	9.75	22.80	31.60	39.50

4) 支付金融未来收入预测:

项目	单位	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
----	----	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

通信地址:北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座13层

44

邮政编码:100027

电话:(010)58383636

传真:(010)65547182

会员数量									
易配货注册货运司机数量	万人	150.00	250.00	350.00	450.00	540.00	580.00	600.00	
易货嘀注册货运司机数量	万人	3.00	20.00	40.00	70.00	100.00	150.00	200.00	
易货嘀注册发货方数量	万家	0.60	4.00	8.00	14.00	20.00	30.00	40.00	
运宝网注册物流企业数量	万家	0.50	2.00	3.50	6.00	9.00	13.00	15.00	
会员合计	万人、家	154.10	276.00	401.50	540.00	669.00	773.00	855.00	
交易流量:									
保险 交易 流量	单笔保险购买金额(含商业 险、交强险、人身险等)	元	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
	注册货运司机会员购买比例	-	10.00%	15.00%	18.00%	18.00%	20.00%	20.00%	20.00%
	注册货运司机会员购买数量	万人	15.00	37.50	63.00	93.60	128.00	146.00	160.00
	保险交易金额	亿元	15.00	37.50	63.00	93.60	128.00	146.00	160.00
团购 交易 流量	注册货运司机会员购买比例	-	1.00%	3.00%	5.00%	6.00%	8.00%	10.00%	15.00%
	注册货运司机会员购买数量	万人	1.50	7.50	17.50	27.00	43.20	58.00	90.00
	单个会员团购金额(卡车及 相关设备)	万元	1.00	2.00	2.00	3.00	3.00	3.00	3.00
	团购交易金额	亿元	1.50	15.00	35.00	81.00	129.60	174.00	270.00
蓝领 在线 支付 交易 流量	蓝领支付人群数量	万人	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
	目标用户人群数量占比	-	-	-	-	5.00%	10.00%	15.00%	20.00%
	目标用户人群数量	万人	-	-	-	150.00	300.00	450.00	600.00
	目标人群平均工资	元	2,988.1 6	3,346.7 4	3,748.3 5	4,198.1 5	4,701.93	5,266.16	5,898.10
	在线支付占工资比例	-	-	-	-	5.00%	10.00%	15.00%	20.00%
	蓝领在线支付金额	亿元	-	-	-	3.15	14.11	35.55	70.78
流量合计	亿元	16.50	52.50	98.00	177.75	271.71	355.55	500.78	
收入									
保险 抽佣 收入	保险交易抽佣比例	-	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	12.00%	15.00%
	抽佣收入	亿元	1.50	3.75	6.30	9.36	12.80	17.52	24.00
团购 抽佣 收入	团购交易 抽佣比例	-	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.50%	1.50%	1.50%
	抽佣收入	亿元	0.02	0.15	0.35	0.81	1.30	1.74	4.05
蓝领 在线 支付 抽佣 收入	支付交易 抽佣比例	-	-	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%
	抽佣收入	亿元	-	-	-	0.01	0.04	0.11	0.21
收入合计	亿元	1.52	3.90	6.65	10.18	14.14	19.37	28.26	

3、营业收入预测结果

结合以上分析，未来营业收入预测如下（金额单位：人民币万元）：

营业收入预测表

项目	2015.4-12	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
公路港投资运营及配套服务收入	103,770.00	153,257.34	296,973.60	391,211.09	484,648.83	539,751.92	583,937.80	631,715.69

020 物流网络平台服务收入	27,798.10	45,495.50	90,545.10	181,376.26	314,379.81	522,676.59	706,431.87	937,696.72
合计	131,568.10	198,752.84	387,518.70	572,587.34	799,028.64	1,062,428.51	1,290,369.67	1,569,412.41

(二) 营业成本的预测

1、2013 年、2014 年及 2015 年 1-3 月，公司营业成本数据如下：

金额单位：人民币万元

业务类型	项目	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
公路港投资运营及配套服务	营业收入	34,193.33	75,558.83	14,584.06
	营业成本	32,804.89	64,436.03	12,952.24
	毛利率	4.06%	14.72%	11.19%
020 物流网络平台服务	营业收入	8,972.26	19,689.22	8,322.71
	营业成本	3,139.43	13,465.52	7,101.09
	毛利率	65.01%	31.61%	14.68%
其他业务	营业收入	5.29	9.86	1.13
	营业成本	-	-	-
	毛利率	100%	100%	100%
总体毛利率		16.74%	18.22%	12.46%
营业成本合计		35,944.33	77,901.55	20,053.33

企业营业成本包括两部分：一是公路港投资运营中产生的人工成本、物业费用、折旧摊销等成本费用，二是 020 物流网络平台运营中产生的人工成本、折旧摊销等成本费用。

本次评估对于公司运营中产生的人工、日常费用、物业费用、折旧摊销等根据历史发生情况、未来资产规模、收入规模等因素并参考同行业上市公司的指标进行预测。

(1) 公路港投资运营及配套服务业务

2014 年，公路港投资运营及配套服务业务毛利率较 2013 年大幅增长，主要系 2014 年公路港合作开发收入大幅增加，该部分收入对毛利贡献较大所致。未来，随着实体公路港全国布局的加快推进，公路港合作开发业务大幅增加，该业务较高的毛利率将导致公路港投资运营及配套服务毛利率上升。

(2) 020 物流网络平台服务业务

历史期，020 物流网络平台服务业务毛利主要来自于其他物流及增值服务，该部分业务毛利率较高，2013 年高达 65.01%，2014 年以来由于网络平台投入的加大，该部分业务毛利率有所下降。未来，随着公路港实体全国布局的加快推进以及以“易配货”、“易货嘀”、“运宝网”为核心的互联网物流平台构建完成带来的互联网效应的进一步体现，020 物流网络平台业务板块的毛利率将随着收入的高速增长而逐步提高，该业务毛利将成为传化物流集团有限公司重要的盈利贡献来源。

2015.4—2022 年营业成本预测情况如下表： 金额单位：人民币万元

项目	2015.4-12	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
营业成本	89,453.52	128,767.24	184,554.04	237,580.80	311,201.21	368,810.78	435,102.56	497,703.26
毛利率	0.32	0.35	0.52	0.59	0.61	0.65	0.66	0.68

(三) 营业税金及附加

营业税金及附加主要包括营业税、城建税、教育税附加等，本次根据预测的营业收入以及企业适用的税率进行计算；

金额单位：人民币万元

项目	2015.4-12	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
营业税金及附加	2,184.84	4,240.63	10,208.02	14,145.74	20,518.85	25,922.37	30,335.18	34,890.29

(四) 期间费用的预测

1、销售费用

销售费用主要为业务推广费、营销费、销售人员工资、差旅费、业务宣传费等。按照企业目前实际发生情况并根据该项费用与销售收入的比例关系进行进行预测。

2、管理费用

管理费主要包括租赁费、物业管理费、工资、办公费、折旧摊销等。

评估人员按目前实际执行情况，分析历史年度管理费用构成及变化，再依据未来经营情况等因素进行预测。由于企业发展速度较快，管理层预计工资等费用会出现较快增长；对于折旧摊销按目前固定资产、无形资产余额，摊销年限，未来资本性支出计划计算未来各年折旧摊销金额。

3、财务费用

财务费用主要为利息支出、利息收入、其他财务费用等，其他财务费用金额小，不进行预测；利息支出根据评估基准日贷款余额及规定利率进行预测。

由上所述，本次评估所预测的期间费用如下：

金额单位：人民币万元

项目	2015.4-12	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
销售费用	21,308.96	45,784.44	67,099.28	108,673.81	145,806.90	172,674.39	153,140.93	170,834.21
管理费用	33,191.69	44,695.91	77,346.85	112,640.85	147,220.81	182,008.45	210,496.26	235,928.40
财务费用	4,017.73	4,172.42	11,117.96	18,410.97	20,817.84	18,384.60	15,860.88	14,148.00

（五）适用税率

传化物流集团有限公司目前的企业所得税率为 25%，公司所适用的营业税率为 5%，增值税率根据业务收入类型分为 6%、17%等不同税率，附加税为所流转税的 12%。

（六）折旧和资本支出

折旧摊销由两部分组成，即（1）对基准日现有的固定资产及无形资产按企业会计政策计提折旧摊销的方法计提折旧摊销。（2）对基准日后新增的资产，按完工投产日作为转固日期开始计提折旧摊销，年折旧摊销额=资产原值×年折旧摊销率

在本次评估中，评估人员按公司年报各类资产的账面原值和净值，根据资产的经济寿命估计折旧摊销年限。

对于固定资产及无形资产，在未来预测期内需要适时更新和补充；评

估人员通过与企业的交流及分析判断企业未来的资本性支出数额。本次预测期内的资本性支出考虑公司未来规模扩张需增加的支出以及现有运营资产更新及改造支出。

对于 2022 年以后的资本性支出主要是固定资产的技术改造和维持简单再生产的费用，在永续期资本性支出采用未来多次资产更新的年化金额确定。

（七）运营资本的增量

营业流动资金等于营业流动资产减去与营运有关的无息负债。营业流动资产包括公司经营所使用或需要的所有流动资产，包括某些现金余额、应收款项及存货等。未来运营资金主要考虑日常管理性支出。分析运营资金周转率等指标，根据历史年度运营资金周转情况、行业内相关上市公司的指标，预测未来年度运营资金周转情况，再计算出未来各年的营运资金及增量。

（八）溢余资产

在评估基准日，对企业账面银行存款 327,916.60 万元，评估时考虑最低保障现金需求后，将剩余部分作为溢余资金加回。最低保障现金的计算是根据企业的实际情况，按 2 个月的付现成本考虑企业的最低保障现金额。经测算，评估基准日溢余资金为 299,669.16 万元。

（九）非经营性资产

非经营性资产是不参与企业未来经营的各项资产。在评估基准日，传化物流集团有限公司非经营性资产主要为非经营性往来。经测算，非经营性资产合计-2,240.16 万元。

（十）长期股权投资

对于未纳入本次未来盈利预测范围的浙江传化物流基地有限公司、宁波传化绿都置业有限公司，本次根据各自的评估结果乘以持股比例确定长

期股权投资股值，然后单独加回。

五、折现率等重要参数的获取来源和形成过程

为了确定委估企业的价值，我们采用了资本资产定价模型（“CAPM”）。CAPM 模型是普遍应用的估算股权资本成本的办法。CAPM 模型可用下列数学公式表示：

$$E[R_e] = Rf_1 + \beta \times (E[R_m] - Rf_2) + \text{Alpha}$$

其中： $E[R_e]$ = 权益期望回报率，即权益资本成本

Rf_1 = 长期国债期望回报率

β = 贝塔系数

$E[R_m]$ = 市场期望回报率

Rf_2 = 长期市场预期回报率

Alpha = 特别风险溢价

$(E[R_m] - Rf_2)$ 为股权市场超额风险收益率，称 ERP

CAPM 模型是国际上普遍应用的估算投资者股权资本成本的办法。

在 CAPM 分析过程中，我们采用了下列步骤：

1. 长期国债期望回报率（ Rf_1 ）的确定。本次评估采用的数据为评估基准日距到期日十年以上的长期国债的年到期收益率的平均值，经过汇总计算取值为 4.23%（数据来源：Wind 资讯）。

2. ERP，即股权市场超额风险收益率（ $E[R_m] - Rf_2$ ）的确定。一般来讲，股权市场超额风险收益率即股权风险溢价，是投资者所取得的风险补偿额相对于风险投资额的比率，该回报率超出在无风险证券投资上应得的回报率。目前在我国，通常采用证券市场上的公开资料来研究风险报酬率。

（1）市场期望报酬率（ $E[R_m]$ ）的确定：

在本次评估中，我们借助 Wind 资讯的数据系统，采用沪深 300 指数中的成份股投资收益的指标来进行分析，采用几何平均值方法对沪深 300 成

份股的投资收益情况进行分析计算。得出各年度平均的市场风险报酬率。

(2) 确定 1999-2014 各年度的无风险报酬率 (R_{f2}):

本次评估采用 1999-2014 各年度年末距到期日十年以上的中长期国债的到期收益率的平均值作为长期市场预期回报率。

(3) 按照几何平均方法分别计算 1999 年 12 月 31 日至 2014 年 12 月 31 日期间每年的市场风险溢价, 即 $E[R_m] - R_{f2}$, 我们采用其平均值 6.31% 作为股权市场超额风险收益率。

3. 确定可比公司市场风险系数 β 。由于目标公司的业务涉及物流、互联网、电商, 我们收集了这三类行业上市公司的资料, 查阅取得每家可比上市公司在距评估基准日 36 个月期间的采用周指标计算归集的相对与沪深两市 (采用沪深 300 指数) 的风险系数 β (数据来源: iFind 客户端), 并剔除每家可比公司的财务杠杆后 (Un-leaved) β 系数, 计算其平均值作为被评估企业的剔除财务杠杆后 (Un-leaved) 的 β 系数。无财务杠杆 β 的计算公式如下:

$$\beta_U = \beta_L / [1 + (1-t)(D/E)]$$

其中: β_U = 无财务杠杆 β

β_L = 有财务杠杆 β

t = 所得税率

D = 债务资本的市场价值

E = 权益资本的市场价值

根据被评估企业的目标资本结构进行调整, 确定适用于被评估企业的 β 系数。计算公式为:

$$\beta_L = \beta_U \times [1 + (1-t)(D/E)]$$

其中: β_U = 无财务杠杆 β

β_L = 有财务杠杆 β

t = 所得税率

D = 债务资本的市场价值

E = 权益资本的市场价值

4. 特别风险溢价 Alpha 的确定，我们考虑了以下因素的风险溢价：

规模风险报酬率的确定

世界多项研究结果表明，小企业要求平均报酬率明显高于大企业。通过与入选沪深 300 指数中的成份股公司比较，被评估企业的规模与可比上市公司存在一定差距，因此我们认为有必要做规模报酬调整。根据我们的比较和判断结果，评估人员认为追加 2% 的规模风险报酬率是合理的。

个别风险报酬率的确定

个别风险指的是企业相对于同行业企业的特定风险，个别风险主要有：
(1) 企业所处经营阶段；(2) 历史经营状况；(3) 主要业务所处发展阶段；
(4) 企业经营业务和地域的分布；(5) 公司内部管理及控制机制；(6) 管理人员的经验和资历；(7) 对主要客户或供应商的依赖；(8) 财务风险。

出于上述考虑，我们将本次评估中的个别风险报酬率确定为 2.5%。

根据以上分析计算，我们确定用于本次评估的权益期望回报率，即股权资本成本为 13.54%。

六、 评估结论

通过实施必要的评估程序，经过上述分析和估算，使用收益法估测出的传化物流集团有限公司的股东权益于 2015 年 3 月 31 日的持续经营价值为：

人民币 2,017,291.00 万元，评估为贰佰零壹亿柒仟贰佰玖拾壹万元。

收益法计算过程详见后附表格。

七、 评估重要参数和假设的敏感性分析

本次从评估参数和经营业务假设两个方面进行敏感性分析：

（一）评估重要参数的敏感性分析

分别选取净利率、折现率对收益法评估结果进行敏感性分析；经分析，评估值为 2,017,291.00 万元时，在其他条件不变情况下：

（1）各年预测净利率增加或降低 2%以内，则评估值同方向变动额不超过 3.4 亿，评估值同方向变动率不超过 20%；

（2）折现率提高 1%，则评估值下降 16%，折现率降低 1%，则评估值增加 21%。

（3）以上导致评估值下降的情形中，评估值下降均不超过 20%。

分析结果如下：

1、对净利率变动的敏感性分析

单位：万元

项目	收益法评估值	变动额	变动率
年净利率增加2%	2,355,367.00	338,076.00	17%
年净利率增加1%	2,186,329.00	169,038.00	8%
评估报告采用净利率	2,017,291.00	-	-
年净利率降低1%	1,848,253.00	-169,039.00	-8%
年净利率降低2%	1,679,215.00	-338,076.00	-17%

2、对折现率变动的敏感性分析

单位：万元

项目	收益法评估值	变动额	变动率
折现率增加1%	1,687,681.00	-329,610.00	-16%
评估报告采用折现率	2,017,291.00	-	-
折现率降低1%	2,435,700.00	418,409.00	21%

（二）评估重要假设的敏感性分析

分别对实体公路港投资运营数量、互联网金融支付业务进行了敏感性分析；经分析，评估值为 2,017,291.00 万元时，在其他条件不变情况下：

（1）预测期实体公路港数量指标对评估值影响较小，在下表设定条件

下，对评估值的影响不超过 2%；

(2) 互联网金融支付业务板块对评估值的影响为 160,913.00 万元，不考虑互联网金融支付业务，则评估值降低 8%。

分析结果如下：

1、对预测期内各年公路港投资运营数量变动的敏感性分析

单位：万元

项目	收益法评估值	变动额	变动率
2015—2021各年增加2个（总数增加14个）	2,055,984.00	38,693.00	2%
2015—2021各年增加1个（总数增加7个）	2,036,637.00	19,346.00	1%
本次评估假设的公路港数量（共70个公路港）	2,017,291.00	-	-
2015—2021各年减少1个（总数减少7个）	1,997,945.00	-19,346.00	-1%
2015—2021各年减少2个（总数减少14个）	1,978,598.00	-38,693.00	-2%

2、对互联网金融支付业务的敏感性分析

单位：万元

项目	收益法评估值	变动额	变动率
考虑互联网金融支付业务	2,017,291.00	-	-
不考虑互联网金融支付业务	1,856,378.00	-160,913.00	-8%

第六部分 市场法评估说明

一、市场法的介绍

市场法，是指将评估对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定评估对象价值的评估方法。常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

对于企业价值评估，市场法中常用的两种方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算适当的价值比率，在与被评估企业比较分析的基础上，确定评估对象价值的具体方法。

交易案例比较法是指获取并分析可比企业的买卖、收购及合并案例资料，计算适当的价值比率，在与被评估企业比较分析的基础上，确定评估对象价值的具体方法。

二、市场法应用前提和选择

上市公司比较法和交易案例比较法，两种方法的共同特点是均需要使用相应的价值比率（乘数）进行对比，并最终以此为基础评估出被评估企业的价值。其适用前提如下：

1. 必须有一个充分发展、活跃的资本市场；
2. 存在相同或类似的参照物；
3. 参照物与评估对象的价值影响因素明确，可以量化，相关资料可以搜集。

交易案例比较法，可以选取的价值比率包括活跃会员量、流量等指标。

上市公司比较法中价值比率通常包括盈利比率、资产比率、收入比率和其他特定比率。价值比率乘数又可分为以股权价值为基础的比率和以企业价值为基础的比率。以股权价值为基础的比率包括市盈率、市净率、PEG

等；以企业价值为基础的比率包括企业价值/息税前利润（EBIT）、企业价值/息税折旧摊销前利润（EBITDA）等。对于预期业绩成长性较好的公司，可以采用 PEG 指标。

本次评估，根据行业特点、企业资产状况、运营情况、发展阶段选取以上一种或多种模型进行评估计算；并采用多种资本市场其他估值途径特别是互联网公司估值途径对本次评估值进行验证分析。

三、市场法评估过程

（一）上市公司比较法

1、被评估企业主要财务指标

公司近几年资产及经营情况如下：

金额单位：人民币万元

项目	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
总资产	114,008.91	161,866.02	489,800.63
归属于母公司所有者权益	61,937.96	62,504.01	424,712.30
总收入	43,170.87	95,257.91	22,907.91
利润总额	2,292.25	4,923.26	3,841.69
归属于母公司所有者的净利润	1,279.64	3,266.05	2,193.53

公司近几年主要财务指标：

指标分析	指标解释	2013	2014	2015. 1-3	备注
盈利能力分析					
净资产收益率	净利润/平均净资产	2.27%	5.93%	3.25%	
总资产报酬率	EBIT/平均总资产	2.41%	4.44%	5.44%	
销售净利率	净利润/销售收入	3.50%	4.17%	8.83%	
毛利率	销售毛利/销售收入	16.74%	18.22%	12.46%	
偿债能力分析					
资产负债率	总负债/总资产	41.57%	58.31%	12.10%	
流动比率	流动资产/流动负债	56.15%	37.79%	809.70%	
速动比率	(流动资产-存货)/ 流动负债	54.56%	36.93%	806.58%	
营运能力分析					
应收账款周转率	营业收入/平均应收账款	53.74	28.07	3.13	
存货周转率	营业成本/平均存货	51.14	107.59	19.64	

流动资产周转率	营业收入/平均流动资产	1.64	3.33	0.48	
总资产周转率	营业收入/平均总资产	0.38	0.69	0.28	
成长能力分析					
净利润增长率			163%	273%	其中 2015 年为预测全年数
净资产增长率			1%	538%	
收入增长率			121%	63%	其中 2015 年为预测全年数

可以看出，公司近年盈利能力大幅提升，收入、净利润增长较快。

2、可比企业的选择

所选择的可比企业需与被评估企业具有可比性。可比企业应当与被评估企业属于同一行业，或者受相同经济因素的影响。

公司主要业务为平台+电商模式的物流服务，进行物流园区经营与综合服务，同时自主开发物流系统平台并运营。本次选择国内资本市场（上海和深圳证券交易所）中处于同一行业，与公司存在相似业务，或受相同经济因素影响的上市企业作为可比企业，包括从事综合物流服务、物流平台（园区）开发运营、供应链管理、供应链金融业务的物流行业上市公司及涉足物流平台开发运营的上市公司。

可比公司简要情况如下：

金额单位：人民币元

证券代码	证券简称	资产总计（2014年）	归属母公司股东的权益（2014年）	营业收入（2014年）	归属母公司股东的净利润（2014年）
600057.SH	象屿股份	20,792,783,358.75	3,772,698,079.44	48,383,972,065.93	283,500,244.94
600119.SH	长江投资	2,064,421,340.33	777,663,643.41	1,527,121,451.65	40,755,092.80
600153.SH	建发股份	93,523,373,789.64	17,073,025,415.10	120,924,831,032.88	2,507,192,830.44
600180.SH	瑞茂通	7,987,871,210.64	2,159,097,226.60	8,339,485,767.58	502,625,775.30
600676.SH	交运股份	7,246,900,568.05	3,472,845,742.80	8,935,485,264.76	320,706,431.79
600794.SH	保税科技	3,114,545,565.63	1,782,050,900.96	758,284,112.18	120,004,236.82
603128.SH	华贸物流	3,106,906,079.51	1,378,815,387.74	7,966,930,995.02	115,955,107.82
002183.SZ	怡亚通	21,852,651,570.00	3,167,978,800.00	21,949,858,825.00	312,275,251.00
002210.SZ	飞马国际	17,056,739,551.39	804,573,624.41	32,119,055,956.28	147,790,604.35
002245.SZ	澳洋顺昌	2,502,644,185.32	1,404,216,715.36	1,517,399,947.11	170,746,741.45
002492.SZ	恒基达鑫	1,231,952,631.66	888,799,573.80	174,443,226.53	44,338,927.47

002711.SZ	欧浦钢网	1,774,504,890.07	1,243,933,675.36	1,774,439,598.49	126,389,096.91
300013.SZ	新宁物流	682,080,806.85	340,618,300.04	404,288,366.00	6,437,946.69
300240.SZ	飞力达	1,596,035,209.13	949,808,876.16	2,741,664,762.48	33,614,818.27
300350.SZ	华鹏飞	789,865,027.25	426,157,067.92	679,706,936.99	30,821,345.25
600278.SH	东方创业	6,118,146,670.51	2,964,100,306.72	14,548,687,658.52	134,957,779.26
002279.SZ	久其软件	824,654,371.7800	749,786,309.5500	326,678,547.4000	72,679,211.4600
300209.SZ	天泽信息	919,065,673.0300	852,532,656.0800	172,764,456.5400	10,313,225.3400
002312.SZ	三泰控股	2,858,926,518.0500	1,646,531,019.0200	1,256,369,245.2000	94,051,097.4100

3、模型的应用

(1) 模型的选取

被评估企业目前处于发展初期，盈利水平尚未完全体现，预计未来具有高业绩成长性，因此，本次适宜采用 PEG 模型。

$$PEG = \text{市盈率} \div \text{盈利增长率} \times 100$$

根据对可比公司价值乘数的分析统计，确定被评估企业的价值乘数

(2) 可比公司于评估基准日的比率乘数如下

证券代码	证券简称	PEG
600057.SH	象屿股份	1.16
600119.SH	长江投资	31.58
600180.SH	瑞茂通	1.95
600676.SH	交运股份	2.05
600794.SH	保税科技	3.06
603128.SH	华贸物流	3.10
002183.SZ	怡亚通	1.61
002210.SZ	飞马国际	2.37
002245.SZ	澳洋顺昌	1.82
002492.SZ	恒基达鑫	1.60
002711.SZ	欧浦钢网	3.92
300013.SZ	新宁物流	1.30
300240.SZ	飞力达	2.03
300350.SZ	华鹏飞	18.84
600278.SH	东方创业	6.73
002279.SZ	久其软件	3.18
300209.SZ	天泽信息	6.79
002312.SZ	三泰控股	3.14

数据来源：iFind 客户端

对上述 PEG 样本进行分析如下：

平均	5.35
标准误差	1.82
中位数	2.72
标准差	7.72
方差	59.57
峰度	8.40
偏度	2.88
区域	30.42
最小值	1.16
最大值	31.58
求和	96.22
观测数	18.00
置信度(95.0%)	3.84

根据数据统计分析，样本数据方差较大，平均值与中位数差异较大，平均值置信度水平不理想。主要是由于样本中存在少量异常的样本数据。

因此本次剔除数值大于 5 的样本数据，剔除后的样本数据统计指标较理想，标准差较小，平均值置信度水平显著提高，样本平均值与中位数接近；对剔除异常数据后的样本进行分析结果如下：

平均	2.31
标准误差	0.22
中位数	2.04
标准差	0.84
方差	0.70
峰度	-0.85
偏度	0.45
区域	2.77
最小值	1.16
最大值	3.92
求和	32.28
观测数	14.00
置信度(95.0%)	0.48

以剔除异常数据后的样本平均值确定被评估企业的价值乘数，经计算 PEG 乘数为 2.31。

(3) 模型评估

被评估企业 2015 年预测归属于母公司所有者的净利润为 14,741.29 万元，预测归属于母公司所有者的净利润 6 年复合增长率为 68.25%（2015—2020 年）；复合增长率计算期间选取 6 年主要是考虑被评估企业预测期前三年处于投入期，盈利未真正体现，往后延长 3 年才能较好的体现其业绩成长性。

PEG 模型估算价值=确定的 PEG 乘数×目标企业的净利润×预测净利润增长率×100

$$=2.31 \times 14,741.29 \times 68.25\% \times 100$$

$$=2,319,968.43 \text{ 元}$$

4、流动性折扣

由于所评估的股权价值应该是在非上市前提条件下的价值，而如果所有其它方面都相等，那么可在市场上流通的一项股权投资的价值要高于不能在市场上流通的价值。为此，评估人员需要对评估结果进行缺乏流动性折扣调整。

（1）国外关于流动性折扣的研究

目前，国外现有文献对证券流动性价值具体的研究方法主要分为两类：一类是限制股票交易研究（Restricted Stock Studies）；另一类是 IPO 前研究（Pre-IPO Studies）。

1) 限制股票交易研究（Restricted Stock Studies）

该类研究的思路是通过研究销售存在限制性的股票的交易价与同一公司销售没有限制的公司股票的成交价之间的差异来估算缺少流通性折扣；在美国的上市公司中，存在一种转让具有限制性的股票，这些股票通常有一定的限制期，在限制期内不能进入股票市场交易，或者需要经过特别批准才能进场交易，但这些股票可以进行场外交易。

限制性股票交易价格研究结论

序号	研究名称	覆盖年份	折扣率平均值 (%)
1	SECOverallAverage	1966-1969	25.8
2	SECNon-reportingOTCCompanies	1966-1969	32.6
3	Gelman	1968-1970	33
4	Trout	1968-1972	33.5
5	Moroney		35.6
6	Maher	1969-1973	35.4
7	StandardResearchConsultants	1978-1982	45
8	WillametteManagementAssociates	1981-1984	31.2
9	SilberStudy	1981-1988	33.8
10	FMVStudy	1979-1992.4	23
11	FMVRestrictedStockStudy	1980-2001	22.1
12	ManagementPlanning, Inc.	1980-1995	27.7
13	BruceJohnson	1991-1995	20
14	ColumbiaFinancialAdvisors	1996-1997.2	21
15	ColumbiaFinancialAdvisors	1997.5-1998	13

从结论中可以看出利用上世纪90年代前交易的限制股研究缺少流通折扣率大约在30%左右；利用90年代后的数据研究的结论则在20%左右，这个差异主要是由于限制股的限制期由2年将为1年的原因。

2) IPO前研究 (Pre-IPO Studies)

该类研究的思路是通过公司IPO前股权交易价格与后续上市后股票交易价格对比来研究缺少流通折扣。根据美国证券市场的一些规定，公司在进行IPO时需要向美国证监会（SEC）报告公司前2年的所有股权交易情况，因此IPO前研究一般是根据公司IPO前2年内发生的股权交易的价格与IPO后上市交易的价格差异来估算缺少流通折扣的。

● Robert W. Baird & Company的研究

研究对比分析了公司IPO后公司可交易的股票价格与其在IPO之前不可上市交易的股票价格之间的关系。研究涉及了1980年到2000年超过4,000个IPO项目以及543项满足条件的IPO前交易数据，研究结果表明从1980年到2000年缺少流通折扣率的中位值和平均值分别为47%和46%。

Robert W. Baird & Company研究结论表如下：

研究涵盖日期	IPO项目数量	符合条件的交易案例数量	折扣率平均值	折扣率中位值
1997-2000	1,847	266	50%	52%
1995-1997	732	84	43%	41%
1994-1995	318	45	45%	47%
1991-1993	443	49	45%	43%
1990-1992	266	30	34%	33%
1989-1990	157	17	46%	40%
1987-1989	98	21	43%	43%
1985-1986	130	19	43%	43%
1980-1981	97	12	59%	68%
1980-2000	4,088	543	46%	47%

● Valuation Advisor 研究

研究收集并编辑了大约3,200个交易IPO前的案例建立一个IPO前研究缺少流通折扣率的数据库，这些数据包含各个年份的折扣率并且可以通过网址bvmarketdata.com和valuationpros.com在线搜索；研究包括的数据主要是公司IPO前2年内普通股、可转换债券、优先股以及股票期权等的交易价格。

Valuation Advisor 研究结论表如下

IPO前交易时间	1-90天	91-180天	181-270天	271-365天	1-2年
1999折扣率中位值	30.8%	53.9%	75.0%	76.9%	82.0%
2000折扣率中位值	28.7%	45.1%	61.5%	68.9%	76.6%
2001折扣率中位值	14.7%	33.2%	33.4%	52.1%	51.6%
2002折扣率中位值	6.2%	17.3%	21.9%	39.5%	55.0%
2003折扣率中位值	28.8%	22.3%	38.4%	39.7%	61.4%
2004折扣率中位值	16.7%	22.7%	40.0%	56.3%	57.9%
2005折扣率中位值	14.8%	26.1%	41.7%	46.1%	45.5%
2006折扣率中位值	20.7%	20.8%	40.2%	46.9%	57.2%
2007折扣率中位值	11.1%	29.4%	36.3%	47.5%	53.1%
2008折扣率中位值	20.3%	19.2%	45.8%	40.4%	49.3%

这些研究成果都用非常充分的论据说明了缺乏流通性的股权，相对于上市交易的股票的价格应该有很大的折扣。

(2) 我国关于流动性折价的研究

1) 法人股交易价格研究

所谓“法人股”是指早年在我国上市公司中存在的一种不可以进入证券市场交易的上市公司国家股和法人股的总称。国家股和法人股不能在证券交易市场上竞价交易，但可以进行场外转让。这种协议转让的价格与同一公司流通股的交易价格存在差异，通过这个差异研究缺少流通性折扣。

法人股交易价格研究结论表如下：

序号	法人股交易年度	案例数量	法人股价格/流通股价格平均值 (%)	缺少流通折扣率 (%)
1	1998 年度	70	19.3	80.7
2	1999 年度	74	24.27	75.73
3	2000 年度	189	18.5	81.5
4	2001 年度	1,100	23.6	76.4
5	2002 年度	252	21.75	78.25
6	2003 年度	259	26.54	73.46
7	2004 年度	363	36.5	63.5
8	2005 年度	107	36.2	63.8
9	合计/平均	2,414	25.83	74.2

从上述统计数据可以看出缺少流通性折扣非常高，原因分析如下：法人股与限制股相比，法人股从流通性上说是完全不可流通的，这种股票“流通性”要比限制股的流通性更弱，因此法人股的缺少流通性折扣应该更高；2005 年以前的法人股/国家股交易很多由于内部重组的关联交易，致使法人股的交易价格偏低。

2005 年的法人股交易多为大宗的股票一次性交易，因此在缺少流通折扣方面存在两个方面的因素：（1）股票本身不能流通造成流通差异大；（2）股票交易的规模大，实际还存在一个大宗交易影响流通性的折扣；而作为对比的股票交易价格是少数股权的交易价格，因此利用上述法人股交易的数据研究缺少流通折扣的数字就会比较高。

2) 股权分置改革对价研究

股权分置改革实质是非流通股东向流通股东支付对价换取在一定限制期后流通。通过估算非流通股东向流通股东支付对价数量方式估算由完全不可流通到具有一定期限限制的流通的缺少流通折扣率 ξ_1 。通过期权定价

模型估算由具有一定时间限制流通到完全可以流通的折扣率 ξ_2 。最终的缺少流通折扣率 $\xi_3 = 1 - (1 - \xi_1) \times (1 - \xi_2)$

利用股权分置改革支付对价方式估算缺少流通折扣率 ξ_1

$$\begin{aligned} \text{缺少流通折扣率 } \xi_1 &= \frac{\text{非流通股每股支付给流通股的对价}}{\text{股权分置改革基准日流通股收盘价}} \\ &= \text{非流通股份每股支付对价占流通股价的比率} \\ &= \text{非流通股东每股送出率} \end{aligned}$$

利用B-S模型估算缺少折扣率 ξ_2

采用股票期权定价模型(Black-Scholes模型)估算 ξ_2

具有一定期限流通限制的股票可以采用一个对冲策略购买一个与限制期时间长度相当,行权价格的现值与现行股票价格相当的一个美式看跌期权(American Put Option),实际计算按欧式期权替代。

$$\xi_2 = \frac{\text{卖期权价值 } P}{\text{股票现行价值}}$$

综上,缺少流通折扣率问题的中国研究股权分置改革/期权定价模型(B-S模型)结论为:股权不可流通折扣率为22%—32%左右。

3) 新股发行定价研究

所谓新股发行定价就是研究国内上市公司新股IPO的发行定价与该股票正式上市后的交易价格之间的差异来研究缺少流通折扣的方式。新股发行的价格一般都要低于新股上市交易的价格,它不是一个股票市场的交易价,但是一个公平交易价。我们可以通过研究新股发行价与上市后的交易价之间的差异来定量研究缺少流通折扣。

当新股上市后这种有效的交易市场机制就形成了,因此我们可以认为在这两种情况下价值的差异就是由于有和没有形成有效市场交易机制的因素造成的。

收集从2002年到2011年1200多个新股的发行价分别研究其与上市后第

一个交易日收盘价、上市后30个交易日均价、60个交易日均价以及90个交易日的均价之间的关系。

2002—2011年新股发行价方式估算缺少流通折扣率

	样本 点数量	发行 价平 均值	第一 天交 易价	30日 交易 均价	60日 交易 均价	90日 交易 均价	缺少流通折扣率(%)				
							第一天 交易价 计算	30日交 易均价 计算	60日交 易均价 计算	90日交 易均价 计算	平均 值
合计/平均值	1241	18.02	26.77	26.00	25.86	25.28	33.28	31.15	30.20	27.77	30.60

(2) 我国关于流动性折价的研究

综合上述情况，本次评估确定股权价值缺乏流动性折扣率为30%。

5、上市公司比较法计算结果

采用 PEG 模型计算结果如下

由于目标公司评估基准日账面溢余现金较大且存在未纳入合并范围的长期股权投资，本次单独加回，溢余现金不计算流动性折扣，未纳入合并范围的长期股权投资评估已考虑流动性折扣。

股权价值=PEG 乘数模型估算价值×(1-缺乏流动性折扣)+溢余现金+未纳入合并范围的长期股权投资评估

$$=2,319,968.43 \times (1-30\%) + 299,666.19 + 88,793.66$$

$$=2,012,441.00 \text{ 万元}$$

市场法评估结果

经市场法评估，传化物流集团有限公司股东全部权益价值为2,012,441.00万元。

(二) 通过资本市场相关并购案例及其他估值途径对本次评估值进行验证分析

1、传化物流主要竞争对手的外部投资者入股情况

竞争对手名称	融资时间	投资方	融资金额	总估值
卡行天下 ¹	2014年4月	菜鸟网络	数亿元人民币	未知
安能物流 ²	2012年	唐嘉成	逾千万人民币	未知

	2013年3月	红杉资本	数千万美元	未知
	2014年1月	红杉资本、华平集团	数千万美元	未知
	2014年7月	华平集团	5,000 万美元	未知
	2015年6月	凯雷投资、高盛	1.7 亿美元	未知
货车帮 ³	2015年5月	钟鼎创投、腾讯、DCM	数亿元人民币	未知
运满满 ⁴	2015年	红杉资本、光速安振	数亿元人民币	未知
	2014年3月	光速安振	500 万美元	未知
	2013年	王刚	数百万元人民币	未知

数据来源：网络公开信息

近年来，国内资本市场上物流行业企业融资活动较多，交易细节基本未公开，无法掌握具体融资金额与估值情况；较高的融资金额反映资本市场对于该行业发展前景的信心。

2、物流行业内相关企业的估值情况

公司名称	市场所在地	总市值/估值 (亿元)	信息来源	概况	主营业务
CH 罗宾逊	美国	620	美国股市公开信息	北美最大的第三方物流公司，拥有全美最大的卡车运输网络	平台型物流
德邦	中国	200	证监会网站，上海联合产权交易所	根据 2015 年 6 月披露的招股说明书，推算总估值约 200 亿元；根据 2014 年产权交易信息，转让股份 3.325%，挂牌价 33,250 万元，总估值约 100 亿元。	自营物流
顺丰	中国	320	网络公开信息	顺丰与元禾控股、招商局集团、中信资本签署战略合作协议，三者总体投资不超过顺丰 25% 的股份，总额 80 亿元	快递、专业物流

上表所列企业均属于各自所处物流细分领域的龙头企业，估值从 200 亿元-620 亿元不等，反映市场对于具有竞争优势的物流领先企业的认可。

3、电商类/平台型公司的估值情况

公司名称	总市值 (亿元) (评估基准日)
阿里巴巴	12,842

聚美优品	142
唯品会	1,053
当当	48
京东	2,484
亚马逊	10,720
Ebay	4,315
苏宁云商	965
平均值	4,071
中值	2,484

数据来源：Wind 资讯

上表中电商/平台型公司的估值区间从 48 亿元到 12,842 亿元不等，中值为 2,484 亿元，平均值为 4,071 亿元，总市值水平普遍较高。

3、GMV 指标估值验证分析

单位：亿元

公司名称	市值 (评估基准日)	GMV (2014 年)	市值 /GMV	传化物流估值		
				2015 年 300 亿元 GMV	2015 年 400 亿元 GMV	2015 年 500 亿元 GMV
阿里	12,842	22,740	0.56	168	224	280
聚美优品	142	66	2.15	645	860	1,075
唯品会	1,053	235	4.48	1,344	1,792	2,240
当当	48	66	0.73	219	292	365
京东	2,484	2,602	0.95	285	380	475
亚马逊	10,720	5,511	1.95	585	780	975
Ebay	4,315	5,136	0.84	252	336	420
苏宁云商	965	1,089	0.89	267	356	445
平均值	4,071	4,681	1.57	471	628	785
中值	2,484	2,602	0.95	285	380	475

数据来源：上述公司市值数据来自 Wind，GMV 数据来自各公司网站公布数据。

参考国内外电商/平台型上市公司的市值/GMV 指标，在不考虑流动性折扣的情况下，测算的传化物流估值区间为 168-2,240 亿元人民币之间，区

间值较为分散，如果参考市值/GMV 的平均值、中值指标，则测算的传化物流全部股权的总体估值区间为 285—785 亿元之间。

综上所述，与行业内上市公司估值、物流行业非上市公司估值、相关交易案例相比，本次传化物流的评估值与国内外资本市场的估值相比处于较谨慎的水平，本次评估未高估传化物流的价值。

提请注意事项：

采用上述验证分析方法对本次评估值进行分析，仅限于对评估结果进行验证之用，相关验证方法由于数据来源不充分、理论实践尚处于探索阶段等原因尚存在不完善之处，本次采用多种方法进行的验证分析，不能作为本次评估结果。

第七部分 评估结论及其分析

一、 评估结论

我们分别采用收益法、市场法对传化物流集团有限公司的全部股东权益价值进行了评估。

(一) 收益法评估结果：传化物流集团有限公司总资产账面价值为 489,800.63 万元，总负债账面价值为 59,246.84 万元，归属于母公司所有者权益的账面值为 424,712.30 万元，收益法评估后的股东权益价值为 2,017,291.00 万元，增值额为 1,592,578.70 万元，增值率为 375%。

(二) 市场法评估结果：传化物流集团有限公司总资产账面价值为 489,800.63 万元，总负债账面价值为 59,246.84 万元，归属于母公司所有者权益的账面值为 424,712.30 万元，市场法评估后的股东全部权益价值为 2,012,441.00 万元，增值额为 1,587,728.70 万元，增值率为 374%。

(三) 收益法与市场法评估结果差异产生的原因分析：

收益法评估结果与市场法评估结果相差 4,850.00 万元，差异率为 0.2%，两者差异微小。

两种评估方法考虑的角度不同，收益法是从企业的未来获利能力角度考虑的，反映了企业各项资产的综合获利能力，也体现了企业良好的经营模式、管理经验、稳定的核心团队、客户关系、声誉、先发优势、技术优势、独特的发展理念等综合因素形成的各种无形资产的价值。市场法是从行业、企业近年收入、盈利状况以及国内 A 股市场现时表现来考虑；

市场法是以被评估企业的市场参考物的现实价值为基础的，与企业的现实状态和面临的市场条件等密切相关；因此市场法评估结果较多的受到市场波动及企业现实表现的影响。而收益法是以企业资本投入使用后预期的连续获利为基础的，体现了对资产未来获利的预测性，收益法体现了企

业的内在价值。

收益法对预测期各年收益金额进行了预计，为经济行为实现后企业的经营管理考核提供了参考。

鉴于以上分析，本次评估决定采用收益法评估结果作为目标资产的最终评估结果，即：传化物流集团有限公司 100%的股东全部权益价值评估结果为 2,017,291.00 万元。

二、 评估结果与账面值比较变动情况及原因

1.本次收益法评估增值 375%。收益法评估增值主要原因如下：

(1) 传化物流集团有限公司经过近几年的市场开拓、商业模式摸索，伴随物流行业的转型升级进入高速成长期，预计未来 6 年净利润年复合增长率达到 60% 以上；预期企业具有较强的潜在盈利能力，收益法评估反映了企业未来盈利能力水平；

(2) 传化物流集团有限公司既有较为稳定的公路港投资运营及配套服务业务保证企业正常运营及现金流，又有增长潜力相当大的 O2O 物流网络平台服务业务，已经积累了一定的用户数，市场对其有一定的认知，公路港经营模式获得行业及管理部门认可，为未来收益的增长提供了良好的支撑；

(3) 传化物流集团有限公司的网络平台包括公路港实体网络和互联网物流平台，具有较大的规模效应和网络效应，而企业账面记录的为各个公路港单体资产，账面难以体现网络价值，本次评估结果同时包含了有形资产及网络资源等无形资产的价值，也导致收益法评估结果与账面价值比较形成大幅增值。

三、 评估结论成立的条件

- 1.评估结论是根据上述原则、前提、依据、方法、程序得出。
- 2.本评估结论仅为本评估目的服务。
- 3.评估结论是对评估基准日资产公允价值的反映。
- 4.评估结论只有在上述原则、依据、前提存在的条件下成立。
- 5.本次评估没有考虑将来可能承担的抵押、担保事宜，以及特殊的交易方可能追加付出的价格等对其评估价格的影响。也未考虑国家宏观经济政策发生变化以及遇有自然力或其他不可抗力对资产价格的影响。
- 6.本评估结论没有考虑控股权和少数股权等因素产生的溢价或折价，也未考虑流动性对评估对象价值的影响。
- 7.评估结论是本评估机构出具的，受本评估机构评估人员的职业水平和能力的影响。

四、 评估结论的瑕疵事项

无。

五、 评估基准日的期后事项说明及对评估结论的影响

评估基准日至评估报告提交日所评估资产无重大变化，资产价格标准也无重大变化。在评估有效期以内，资产数量及作价标准发生变化时，不能直接使用评估结果，应根据原评估方法对资产额进行相应的调整；若资产价格标准发生变化、并对资产评估值产生明显影响时，委托方应及时聘请评估机构重新确定评估值。

六、 评估结论的效力、使用范围与有效期

1.本评估结论系评估专业人员依据国家有关规定出具的意见，具有法律规定的效力。

2.本报告专为委托人所使用，并为本报告所列明的目的而作。除按规定报送有关政府管理部门外，本报告的全部或部分内容除获得我公司预先同意外，皆不得转载于任何文件、公告及声明。

3.本评估结论为 2015 年 3 月 31 日的评估，有效使用期限为一年，超过 2016 年 3 月 30 日该评估结果无效。