

**北京中企华资产评估有限责任公司关于
深圳证券交易所
《关于对供销大集集团股份有限公司
的重组问询函》
之回复说明**

深圳证券交易所公司管理部：

我公司于 2018 年 6 月 2 日收到供销大集集团股份有限公司（以下简称“供销大集”、“上市公司”或“公司”）转发贵部出具的《关于对供销大集集团股份有限公司的重组问询函》（许可类重组问询函〔2018〕第 17 号，以下简称“问询函”）。

对问询函中的估值问题，具体回复如下：

问题八、请你公司：（1）说明远成物流与黄远成控制的其他物流公司之间是否存在关联交易，如是，列示报告期标的公司关联交易的金额、占标的公司营业收入的比例，说明定价的公允性及标的公司的主营业务是否较大程度依赖于关联交易；（2）说明在对标的公司进行估值时，是否考虑了关联交易的发生情况及定价情况，如有，说明对关联交易的具体预测内容；（3）说明标的公司业绩承诺期满后，关联交易是否具有持续性，是否符合估值时的预测。请公司独立财务顾问及评估机构核查并发表明确意见。

回复：

（一）说明远成物流与黄远成控制的其他物流公司之间是否存在关联交易，如是，列示报告期标的公司关联交易的金额、占标的公司营业收入的比例，说明定价的公允性及标的公司的主营业务是否较大程度依赖于关联交易；

远成物流与黄远成控制的其他物流公司之间报告期内存在关联交易，具体情况如下表所示：

单位：万元

期间	关联方交易收入	占同期营业收入比例	关联方交易成本	占同期营业成本比例
2018 年 1-3 月	6,837.77	10.53%	3,727.41	6.56%
其中：转包	4,831.72	7.44%	3,241.64	5.70%
分理	2,006.05	3.09%	485.77	0.85%
2017 年度	24,622.95	7.68%	8,142.25	2.75%
其中：转包	21,643.10	6.75%	4,081.42	1.38%
分理	2,979.85	0.93%	4,060.83	1.37%
2016 年度	25,485.78	10.56%	9,404.64	4.28%
其中：转包	22,209.07	9.20%	1,118.55	0.51%
分理	3,276.71	1.36%	8,286.08	3.77%

注：上述财务数据未经审计

远成物流与关联方公司之间的关联方交易由以下两部分构成：

1、转包业务

转包业务产生的关联交易主要是由于以下原因：

（1）远成股份和远成集团成立时间较早，其服务客户的时间较长，部分客户出于业务合同签订主体保持连贯性的考虑，在签订合同时采取先由远成股份、远成集团等关联公司与客户签订合同，然后关联公司再与远成物流签订转包协议，合同的实际执行由远成物流进行。

（2）远成股份、远成集团为了更高效、合理的为客户服务，对内部运力资源进行整合调配。

转包业务中，远成物流与关联公司签订的转包合同金额约占关联公司与客户签订合同金额的比例平均为 95.66%，未因转包增加额外成本或费用，实际相当于远成物流直接和客户签订合同的交易价格。

2、分理业务

分理业务产生的关联交易主要是远成股份为了更高效、合理的为客户服务，对内部运力资源进行整合调配导致的。物流行业讲求时效性和资源的高效配置，以最合理、节约成本的方式来更好的满足终端客户的需求，同时避免出现不恰当的资源闲置。

远成物流的主营业务为合同物流业务，主要负责客户货物的干线运输，对于客户的零散运输和快运需求，需要取得第三方物流公司支持，因此远成物流与黄远成控制的其他物流公司以及其他无关联第三方物流公司签署了分理协议，从而形成分理业务成本。

同时，黄远成旗下从事零散运输及快运业务的关联公司需要将其包裹进行整合以便长途运输，在自身运力饱和的情况下也会利用第三方的干线运输体系。因此远成物流的关联公司与远成物流及外部无关联第三方物流公司签订了分理协议，从而形成远成物流的分理业务收入。

远成物流与黄远成控制的其他物流公司之间的关联交易定价一直基于市场价格，各个公司采集各区域的市场价格，整合形成了《关联交易价格表》，按市场价格并根据地域差别和具体交易类型确定最终的交易价格并进行结算。

综上所述，远成物流与黄远成控制的其他物流公司之间的关联方交易定价总体上基于市场价格，并且在关联交易定价方面形成了定价的方法和规则，与市场价格相比不存在显著差异。

关联方交易收入的金额以及关联方交易成本所占远成物流年度营业收入和营业成本的比例一直处于相对较低水平。公司业务流程完整，业务运营独立且管理自主，对关联交易不存在依赖性。

（二）说明在对标的公司进行估值时，是否考虑了关联交易的发生情况及定价情况，如有，说明对关联交易的具体预测内容；

在对标的公司进行估值时，预测期的数据基本参照历史数据进行预测，因此，预测期已考虑关联交易情况。

根据重庆远成物流、远成股份、远成集团、黄远成解决竞争性业务的安排，相关关联方与客户签订的业务合同全部转为由远成物流直接和客户签订或者暂时与远成物流签订转包协议，待合同到期后转由远成物流直接和客户签订合同，因此，在对标的公司进行盈利预测时不再预计 2020 年及之后的转包收入。

为更好满足终端客户的需求，分理业务在预测期内仍然具有存在的必要性及合理性，因此，在对标的公司进行估值时，按照历史占比预测分理收入以及分理成本。

关联交易占比和金额详见下表：

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月	2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
收入总金额（亿元）	24.13	32.07	6.49	38.40	63.00	74.38	84.9	91.83
营业成本（亿元）	21.97	29.60	5.68	34.48	54.17	62.20	71.26	76.54
关联方收入（亿元）	2.55	2.46	0.68	1.73	1.58	1.12	1.27	1.38
其中： 转包收入（亿元）	2.22	2.16	0.48	1.15	0.63	-	-	-
分理收入（亿元）	0.33	0.30	0.20	0.58	0.95	1.12	1.27	1.38
关联方收入占比（%）	10.56	7.68	10.53	4.50	2.50	1.50	1.50	1.50
其中： 转包收入占比（%）	9.20	6.75	7.44	3.00	1.00	-	-	-
分理收入占比（%）	1.36	0.93	3.09	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
关联方成本(亿元)	0.94	0.79	0.37	0.41	0.65	0.75	0.86	0.92
其中： 转包成本（亿元）	0.11	0.38	0.32	-	-	-	-	-
分理成本（亿元）	0.83	0.41	0.05	0.41	0.65	0.75	0.86	0.92
关联方成本占比（%）	4.28	2.66	6.56	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20
其中： 转包成本占比（%）	0.51	1.29	5.71	-	-	-	-	-
分理成本占比（%）	3.77	1.37	0.85	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20

根据历史相关业务情况，预测期的关联交易定价总体基于市场价格。重庆远成物流、远成集团、远成股份、黄远成已出具关于规范关联交易的承诺函：

“对于承诺人及承诺人实际控制的公司、企业或其他经营实体与上市公司及其下属子公司之间的必要且无法回避的一切交易行为，均将严格遵守市场原则，本着平等互利、公允、等价有偿的一般原则，公平合理地进行，并依法签署相关协议”。

（三）说明标的公司业绩承诺期满后，关联交易是否具有持续性，是否符合估值时的预测

标的公司业绩承诺期满后，为了更好的服务客户，分理业务仍然具有存在的必要性及合理性，虽然部分关联交易具有可持续性，但关联交易的占比将逐步降低，且相关方已出具关于规范关联交易的承诺保证关联交易定价的公允性，因此符合估值时的预测。

（四）中企华核查意见

经核查，我认为：报告期内，远成物流与黄远成控制的其他物流公司之间存在关联交易，关联交易定价总体基于市场价格，并且已形成关联交易定价方法和规则，与市场价格相比不存在显著差异，远成物流的主营业务对关联交易不存在依赖性；在对标的公司进行估值时，预测期已考虑关联交易的发生情况及定价情况；标的公司业绩承诺期满后，关联交易具有持续性，符合估值时的预测。

问题十、预案显示，标的公司 100%股权于评估基准日 2018 年 3 月 31 日的预估值为 620,000.00 万元，较标的公司账面净资产 54,476.35 万元增值 565,523.65 万元，增值率 1,038.11%。2018 年 3 月 3 日和 5 月 23 日，远成物流股份做过三次股权转让。请你公司：（1）明确可比公司选择的标准；（2）说明标的公司预测毛利率远高于 2016 年和 2017 年实际毛利率的原因，对毛利率的预测是否具有合理性；（3）按照 26 号准则和《主板信息披露业务备忘录第 6 号——资产评估相关事宜》的要求，补充披露详细的评估过程、评估参数，包括但不限于未来五年预测期销售收入、期间费用率、销售净利率、折现率等，说明各参数的选取依据，是否谨慎合理；结合不同产品单位价格变动趋势、单位成本变动趋势、产能利用率、市场竞争情况、同行业竞争对手毛利率情况，说明毛利率的预测是否谨慎合理；结合标的公司不同业务的市场份额、未来各年下游客户的投入规划、销售净利率，量化分析标的公司收入及利润预测的合理性；（4）说明停牌期间三次股权转让的具体估值情况，并说明估值之间是否存在差异，如是，说明差异原因及合理性；（5）对三次估值与本次估值之间的差异，进行合理性分析。请公司独立财务顾问、评估师核查并发表意见。

回复：

（一）明确可比公司选择的标准

本次选择的可比上市公司主要基于业务可比性，即所属行业领域为物流服务业且产品与服务含有合同物流或供应链管理相关业务。可比公司具体情况如下：

原尚股份是一家以汽车零部件物流为核心业务的第三方物流企业，主要为客户提供零部件干线运输、配送、仓储、品质检验、流通加工以及包装等全方位、一体化的综合物流服务。2017 年综合物流服务收入占主营业务收入比例 99.29%。

畅联股份的主营业务为向国际跨国企业提供精益供应链管理服务。2017 年供应链物流占主营业务收入比例为 95.70%。

嘉诚国际的主营业务为向制造业企业提供全程供应链一体化管理的第三方综合物流服务。2017 年综合物流服务收入占主营业务收入比例为 56.63%。

长江投资主营实业投资、国内贸易、信息咨询服务。2017 年供应链管理和物流业两项业务收入占主营业务收入比例合计为 62.23%。

华贸物流主营业务为向客户提供以国际货代为核心的跨境一站式综合物流及供应链贸易服务。2017 年综合物流服务业务收入占主营业务收入比例为 88.87%。

华鹏飞是国内电子信息产业领域的专业物流服务商，主要为电子信息产业客户提供“一体化、一站式、个性化”的第三方物流服务。2017 年综合物流服务业务收入占主营业务收入比例为 38.62%。

长久物流是一家向汽车行业提供综合物流服务的现代服务企业。长久物流以整车运输业务为核心，为客户提供整车运输、整车仓储、零部件物流等多方面的综合物流服务。2017 年整车物流与零部件物流两项业务收入占营业收入比例为 93.85%。

天顺股份主要从事大宗货物和大件货物的第三方物流和供应链管理业务。供应链管理和第三方物流两项业务收入占营业收入比例为 99.35%。

澳洋顺昌主营业务为向 IT 产品制造商提供金属材料的仓储、分拣、套裁、包装、配送等完整供应链服务。2017 年金属物流行业业务收入占主营业务收入比例为 53.30%。

外运发展主营国际航空货运代理业、国际航空快递业和国内物流综合服务业。物流行业业务收入占主营业务收入比例为 99.49%。

(二) 说明标的公司预测毛利率远高于 2016 年和 2017 年实际毛利率的原因，对毛利率的预测是否具有合理性

1、标的公司预测期毛利率高于历史期的主要原因

远成物流业务构成及毛利率情况如下：

类别	项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
整体业务	收入总额（亿元）	24.13	32.07	45.00	63.00	74.38	84.90	91.83
	毛利率（%）	8.96	7.70	10.56	14.02	16.38	16.07	16.65
基础物流业务	收入总额（亿元）	24.13	28.86	36.00	42.21	47.60	51.79	55.10
	所占规模（%）	100.00	90.00	80.00	67.00	64.00	61.00	60.00
	毛利率（%）	8.96	7.22	8.50	10.50	12.50	12.50	12.50
新型智慧物流业务	收入总额（亿元）	-	3.21	9.00	20.79	26.78	33.11	36.73
	所占规模（%）	-	10.00	20.00	33.00	36.00	39.00	40.00
	毛利率（%）	-	12.00	19.00	21.00	23.00	22.00	23.00

(1) 预测期基础物流业务通过多项措施逐步提高毛利率

远成物流预测期将通过压缩供应商账期、部分线路由公路运输方式改为铁路运输方式、货量增加后形成运输线路循环双边对开等方式逐步提高基础物流业务的毛利率，将基础物流毛利率由 2017 年的 7.22%逐步提升至 2020 年的 12.50%。

1) 压缩供应商账期提高毛利率

远成物流与外部运力供应商之间的财务结算存在账期，一般约定账期为3个月，较长的账期将产生较高的资金成本，导致结算价格上升。根据行业一般水平，行业内资金占用平均年化利率为18%（每月1.50%），远成物流预测期将计划压缩与供应商的结算周期至1个月，即减少2个月的账期，平均资金成本理论上降低3%（ $2 \times 1.50\%$ ），较短的账期会降低结算价格，导致运费成本降低3%左右，可有效的提升毛利率水平，并提高供应商的黏度。目前，远成物流已经对部分供应

商加快了结款周期，实现了成本的下降，成本下降幅度符合预测水平。

2) 铁路运输提高毛利率

远成物流从1998年开始就陆续采用铁路运输方式为客户提供服务，近三年来由于铁路在运费收取方面实行了先预付费再发车的政策，导致远成物流因为资金方面的原因减少了与铁路方面的合作规模，但随着预测期远成物流资金问题的缓解，将扩大与铁路方面的合作尤其是运输距离在1,500公里以上的业务合作，铁路运输将成为远成物流预测期重要的运输方式。目前，对于适合铁路运输的业务，远成物流已经开始逐步采用铁路运输方式替代公路运输方式，实现了成本的下降。

3) 运输线路实现循环双边对开提高毛利率

在运输方式中单边运输的成本高于多边运输，但是由于需求不对等，造成大量的司机等待甚至空驶，降低了运营效率，提高了运输成本。目前，远成物流拟通过大车队干线循环的方式，将零散的运力需求整合成稳定的需求，并形成闭环线路，使得效率提升、运输成本降低。

(2) 新型智慧物流业务逐步拓展

远成物流从2017年开始进行业务升级，目前新型智慧物流业务主要是仓干配业务、供应链一体化业务、增值服务业务，新型智慧物流业务毛利普遍较高，预计2022年远成物流新型智慧物流毛利率23%，2018年-2022年，未来五年智慧物流平均毛利率为21.60%。

新型智慧物流业务属于高毛利业务（相对基础物流），预测期随着新型高毛利业务的逐步拓展，将使预测期毛利率高于仅以基础物流业务为主的历史期毛利率。根据2018年一季度未经审计财务数据，远成物流从事的新型智慧物流业务毛利率在20%左右。

综上所述，由于预测期远成物流通过基础物流业务的多项改善措施以及逐步拓展高毛利的新型智慧物流业务市场，将使预测期的毛利率高于历史期毛利率。

2、毛利率预测的合理性分析

毛利率预测的合理性分析详见“问题十/（三）/2、毛利率合理性分析”。

（三）按照 26 号准则和《主板信息披露业务备忘录第 6 号——资产评估相关事宜》的要求，补充披露详细的评估过程、评估参数，包括但不限于未来五年预测期销售收入、期间费用率、销售净利率、折现率等，说明各参数的选取依据，是否谨慎合理；结合不同产品单位价格变动趋势、单位成本变动趋势、产能利用率、市场竞争情况、同行业竞争对手毛利率情况，说明毛利率的预测是否谨慎合理；结合标的公司不同业务的市场份额、未来各年下游客户的投入规划、销售净利率，量化分析标的公司收入及利润预测的合理性

1、评估过程和评估主要参数的选取依据

（1）收益期和预测期的确定

1) 收益期的确定

由于评估基准日远成物流经营正常，没有对影响企业继续经营的核心资产的使用年限进行限定和对企业生产经营期限、投资者所有权期限等进行限定，或者上述限定可以解除，并可以通过延续方式永续使用。故本次评估假设远成物流评估基准日后永续经营，相应的收益期为无限期。

2) 预测期的确定

由于企业近期的收益可以相对合理地预测，而远期收益预测的合理性相对较差，按照通常惯例，评估机构将企业的收益期划分为预测期和预测期后两个阶段。

（2）经营性资产价值的估算

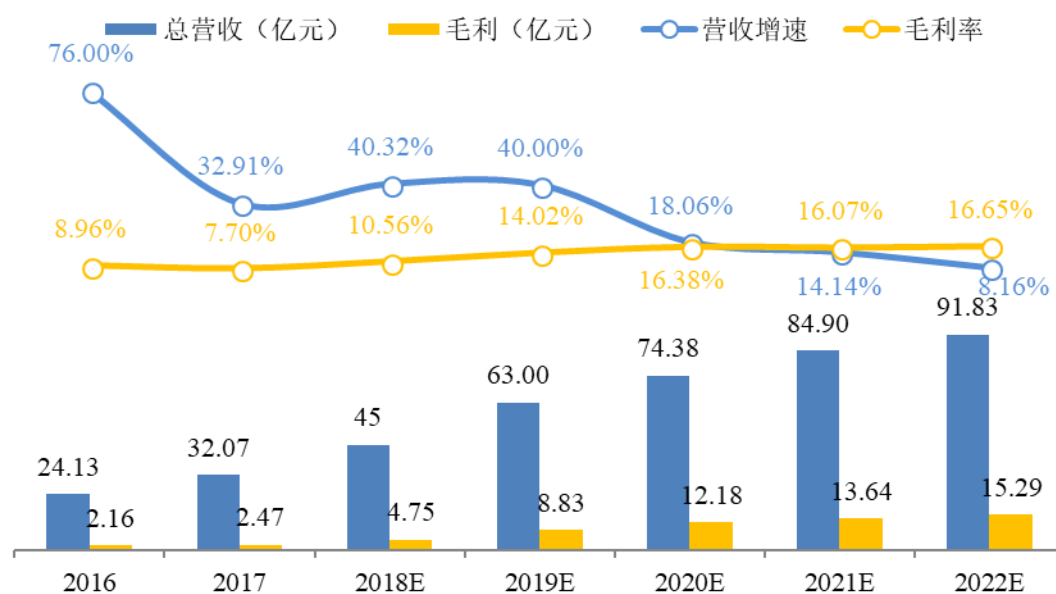
1) 营业收入的预测

远成物流历史期的主营业务收入主要包括基础物流和仓干配业务。

根据远成物流的发展规划，未来期间远成物流将继续保持在中国供应链服务一体化的领先优势，加速拓展仓配一体化业务扩张，远成物流的收入将由基础物流业务、仓干配业务、供应链一体化业务及增值服务业务组成，并且预测期基础物流占比逐步降低，仓干配业务、供应链一体化业务及增值服务业务占比逐步增高。

2016年远成物流总营业收入24.13亿元，实现毛利2.16亿元，毛利率为8.96%，2017年远成物流总营业收入为32.07亿元，实现毛利2.47亿元，毛利率7.70%，随着远成物流主营业务的快速增长及新型智慧物流业务的开展，2018年预计营业收入达45亿元，实现毛利4.75亿元，毛利率10.56%。在未来五年内，远成物流业务收入呈快速上升趋势，至2022年远成物流总营业收入预计达91.83亿元，实现毛利15.29亿元，毛利率16.65%。

2016-2022年远成营收、毛利变化



2) 期间费用的预测

营业费用包括职工薪酬、货损货差、保险费、折旧摊销费、广告费、汽车耗费及办公费等。

管理费用包括办公费、差旅费、职工薪酬、折旧和摊销、水电费、物业费、职业培训费等。

远成物流历史期期间费用和期间费用率详见下表：

单位：万元

项目	2018 年 1-3 月	2017 年度	2016 年度
营业收入	64,934.81	320,735.28	241,320.39
营业费用	1,003.44	3,538.68	4,206.47
营业费用率	1.55%	1.10%	1.74%
管理费用	984.43	3,947.97	5,106.23
管理费用率	1.52%	1.23%	2.12%

注：上述财务数据未经审计

在远成物流财务部、人力资源部、市场部等相关部门就期间费用各项影响因素进行了讨论分析的基础上，结合历史期各项费用占收入比例情况，进行期间费用的预测，未来各年期间费用预测情况如下：

单位：万元

项目	2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	永续期
营业收入	384,198.09	630,008.43	743,839.06	849,008.49	918,271.92	967,439.16	967,439.16
营业费用	4,012.33	5,638.77	6,199.63	6,958.26	8,111.24	8,370.51	8,370.51
营业费用率	1.04%	0.90%	0.83%	0.82%	0.88%	0.87%	0.87%
管理费用	4,960.75	8,302.95	9,014.56	10,357.89	12,326.46	13,232.32	13,387.16
管理费用率	1.29%	1.32%	1.21%	1.22%	1.34%	1.37%	1.38%

预测期期间费用总体随收入和人员的增加而增加，占比由于收入基数的增大而略低于历史期数据。

3) 资本性支出的预测

企业的资本性支出主要为运营设备的更新和新增购置车辆、叉车等设备。

4) 营运资金的预测

营运资金=流动资产(不含溢余现金及等价物和非经营性资产)-流动负债(不含带息负债和非经营性负债)

营运资金增加额=当年营运资金-上年营运资金

5) 折现率的确定

折现率（加权平均资本成本，WACC）计算公式如下：

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

其中：k_e：权益资本成本；

k_d：付息债务资本成本；

E：权益的市场价值；

D：付息债务的市场价值；

t：所得税率。

其中，权益资本成本采用资本资产定价模型（CAPM）计算。计算公式如下：

$$K_e = r_f + MRP \times \beta + r_c$$

其中：rf：无风险收益率；

MRP：市场风险溢价；

β ：权益的系统风险系数；

rc：企业特定风险调整系数。

将相关参数代入计算公式，计算得出稳定期折现率为 12.20%。

6) 经营性资产价值的估算结果

企业自由现金流量=息前税后净利润+折旧与摊销-资本性支出-营运资金增加额

经计算经营性资产评估价值为 621,658.41 万元。

(3) 溢余资产、非经营性资产和负债、长期股权投资

按账面价值确认。

(4) 企业整体价值的计算

企业整体价值=企业自由现金流折现值+溢余资产价值+非经营性资产价值+长期股权投资价值

$$=751,406.45 \text{（万元）}$$

(5) 付息债务价值的确定

远成物流的付息债务是短期借款、应付票据和一年内到期流动负债，取账面价值 126,942.43 万元。

(6) 估算结果

远成物流股东全部权益价值为：

股东全部权益价值=企业整体价值-付息债务价值

$$=751,406.45-126,942.43$$

$$=624,464.01 \text{（万元）}$$

2、毛利率合理性分析

(1) 基础物流毛利率合理分析

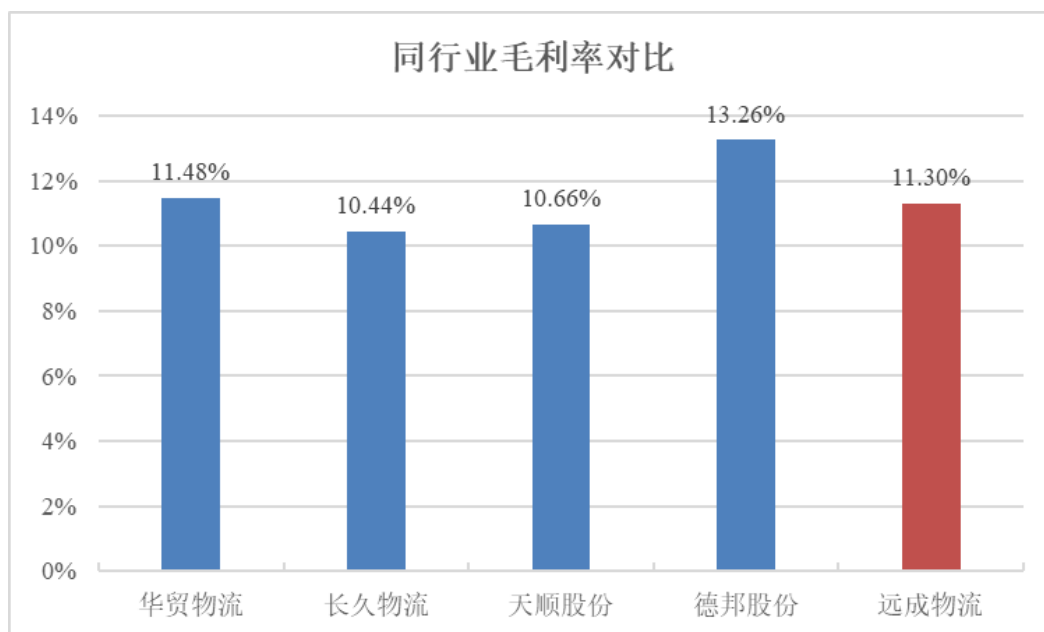
1) 基础物流毛利率预测

2017年，基础物流毛利达2.08亿元，毛利率为7.22%，预计未来五年（2018—2022）平均毛利率为11.30%，2022年毛利达6.89亿元，毛利率为12.50%。



2) 同行业毛利率对比分析

与远成物流的基础物流业务较为相似的同行业公司毛利率情况如下：2017年，华贸物流毛利率为11.48%，长久物流毛利率为10.44%，天顺股份毛利率为10.66%，德邦股份毛利率为13.26%。远成物流基础物流业务未来五年平均毛利率为11.30%，与同行业代表企业毛利率相比，远成物流基础物流业务毛利率处于合理水平。



数据来源：Wind、公开信息

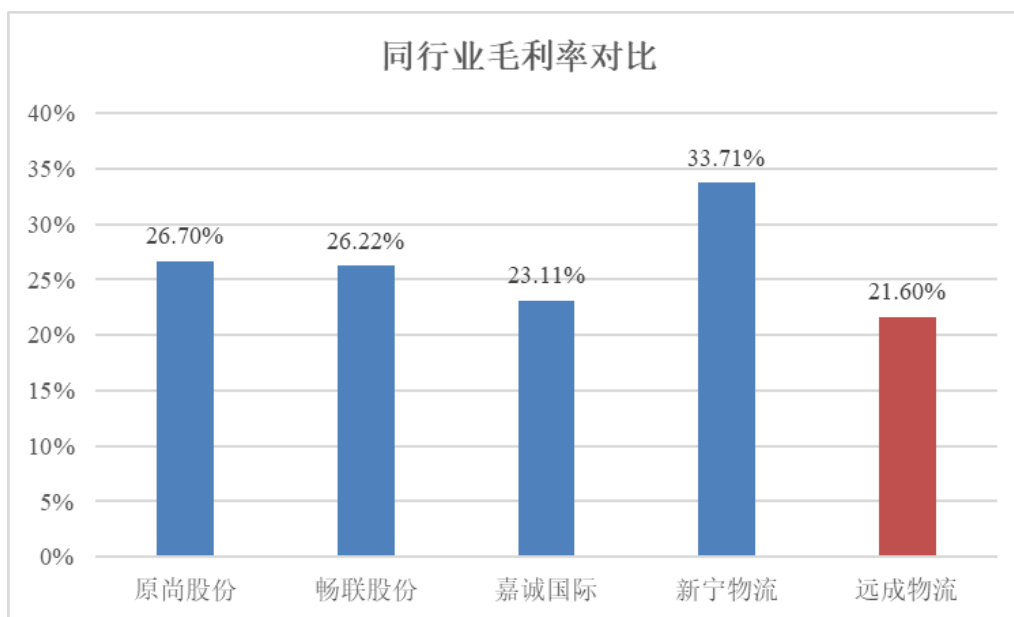
(2) 新型智慧物流业务毛利率合理性分析

1) 新型智慧物流业务毛利率预测

新型智慧物流业务毛利普遍较高，预计2022年远成智慧物流毛利率为23%，未来五年（2018年-2022年）新型智慧物流平均毛利率为21.60%。

2) 同行业毛利率对比

同行业新型智慧物流业务（仓干配、供应链一体化、增值服务）代表企业毛利率均值为27.44%，其中新宁物流毛利率最高达33.71%，远成物流未来五年（2018年-2022年）平均毛利率为21.60%，在同行业对比中毛利率水平偏低。



数据来源：Wind、公开信息

(3) 同行业毛利率对比

远成物流历史期及预测期整体业务毛利率情况如下：

年份	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月	2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
毛利率	8.96%	7.70%	12.47%	10.26%	14.02%	16.38%	16.07%	16.65%

根据Wind资讯，同行业可比公司近三年一期整体业务毛利率数据如下：

证券代码	证券简称	销售毛利率 2018 一季度 (%)	销售毛利率 2017 年(%)	销售毛利率 2016 年(%)	销售毛利率 2015 年(%)
603813.SH	原尚股份	19.31	26.70	27.17	26.88
603648.SH	畅联股份	30.52	26.22	23.70	23.70
603535.SH	嘉诚国际	27.35	23.11	25.75	23.02
600119.SH	长江投资	13.01	8.02	8.05	8.42
603128.SH	华贸物流	12.07	11.48	12.75	8.72
300350.SZ	华鹏飞	31.00	29.97	34.17	24.70
603569.SH	长久物流	10.84	10.44	13.60	16.09
002800.SZ	天顺股份	8.50	10.66	13.18	17.22
002245.SZ	澳洋顺昌	23.83	24.01	21.33	20.67
600270.SH	外运发展	8.58	7.79	7.14	8.83
平均值		18.50	17.84	18.68	17.83
中值		16.16	17.30	17.47	18.94

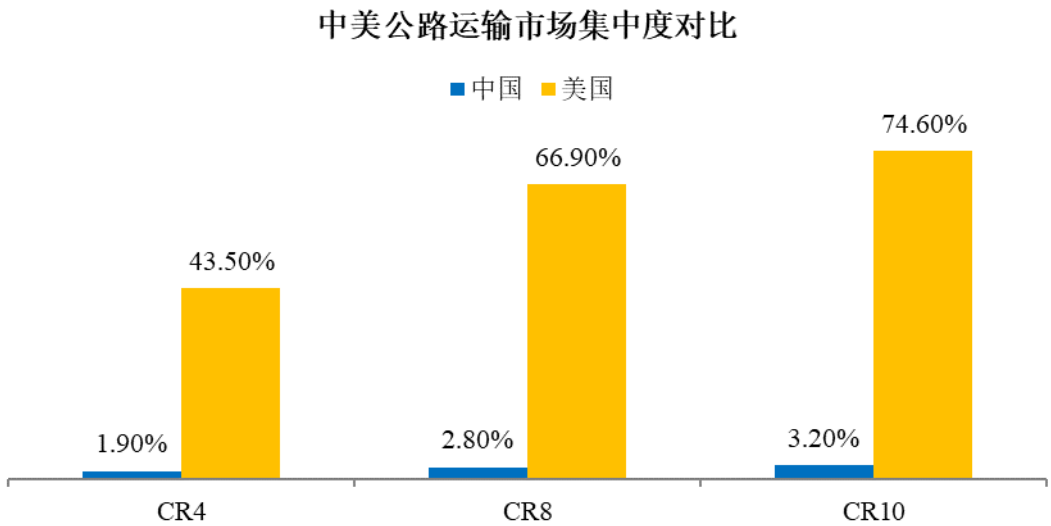
数据来源：Wind

结合同行业可比公司的盈利数据，预测期远成物流毛利率预测具有一定的合

理性和可实现性。

（4）国内物流行业市场竞争概况

我国公路运输市场起步较晚，发展尚未成熟，未形成稳定的寡头市场，其中CR4、CR8、CR10分别为1.90%、2.80%、3.20%，随着物流行业整合的加深，国内公路运输行业集中度将不断提升。



数据来源：运联研究

国内物流市场相较于美国仍处于初级阶段，社会物流总费用仍会在长时间内保持较高速度增长，同时头部企业凭借其优势地位将以更高速度增长。目前远成物流的毛利率较同行业企业偏低，未来期受头部竞争效应的影响毛利率可以逐步提高。

综上所述，未来远成物流通过压缩运力供应商账期、转变运输方式、运输线路实现循环双边对开等方式提升基础物流毛利率，以及逐步拓展高毛利的新型智慧物流业务市场，从而使得预测期的毛利率稳步提升到行业内相对合理的平均水平。

3、营业收入的合理性分析

远成物流作为综合性物流企业，业务范围同时涉及基础物流业务和新型智慧物流业务（仓干配、供应链一体化和增值服务），业务构成、收入增速及毛利率情况如下：

项目		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
整体业务	收入增速 (%)	-	32.91	40.32	40.00	18.06	14.14	8.16
	收入总额 (亿元)	24.13	32.07	45.00	63.00	74.38	84.90	91.83
	毛利率 (%)	8.96	7.70	10.56	14.02	16.38	16.07	16.65
基础物流业务	收入增速 (%)	-	19.60	24.74	17.25	12.77	8.80	6.39
	收入总额 (亿元)	24.13	28.86	36.00	42.21	47.60	51.79	55.10
	所占规模 (%)	100.00	90.00	80.00	67.00	64.00	61.00	60.00
	毛利率 (%)	8.96	7.22	8.50	10.50	12.50	12.50	12.50
新型智慧物流业务	收入增速 (%)	-		180.37	131.00	28.81	23.64	10.93
	收入总额 (亿元)	-	3.21	9.00	20.79	26.78	33.11	36.73
	所占规模 (%)	-	10.00	20.00	33.00	36.00	39.00	40.00
	毛利率 (%)	-	12.00	19.00	21.00	23.00	22.00	23.00

(1) 基础物流营业收入分析

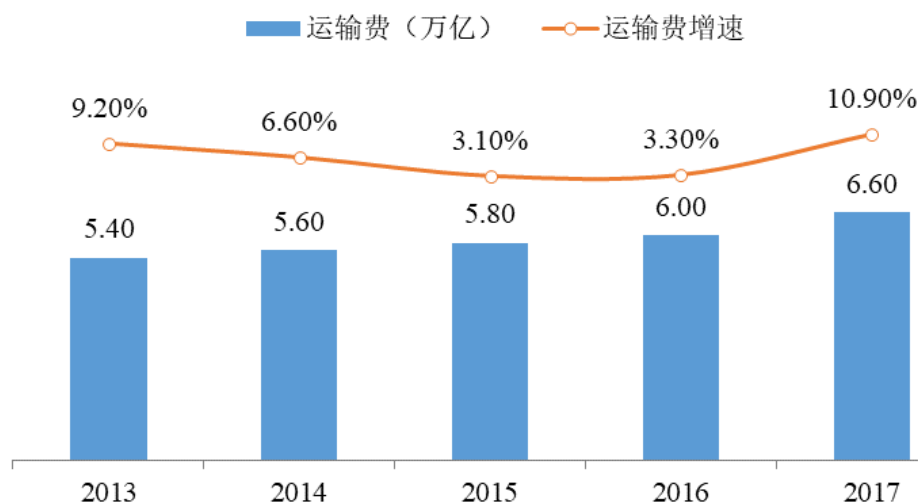
1) 基础物流营业收入预测

远成物流2017年基础物流业务营业收入28.86亿元，预计未来五年（2018年-2022年）年均复合增长率为13.80%，2022年，基础物流营业收入达到55.10亿元。

2) 物流行业历史增长率

2017年，社会物流总费用中运输费用达6.60万亿元，增长10.90%，增速比上年同期提高7.60%，2013-2015年社会物流费用处于低速增长，但从2015年开始物流运费增速加快，未来基础物流将实现快速发展。

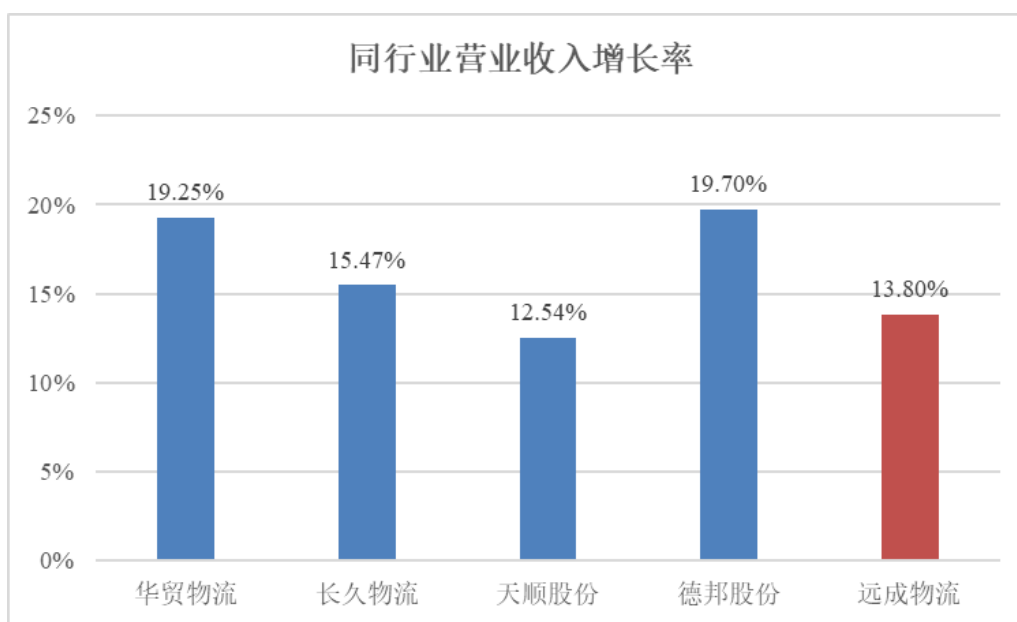
2013-2017年运输费及增速



数据来源：公开信息整理

3) 同行业营业收入增长率对比

与远成物流的基础物流业务较为相似的同行业公司收入增长率如下：2017年，华贸物流收入增长率为19.25%，长久物流收入增长率为15.47%，天顺股份第三方物流业务收入增长率为12.54%，德邦股份收入增长率为19.70%。远成物流营业收入未来五年复合增长率为13.80%，与同行企业对比营业收入增长率相比处于合理水平。



数据来源：公开信息、Wind

4) 基础物流营业收入可实现性分析

① 自然增长部分可实现性分析

2017年，远成物流前100位客户实现整体收入24.52亿元，占远成物流总体业务体量的76.46%，其中前20位客户在2018年实现100%续签，前50位客户在2018年仅流失4位。

2017年，远成物流全部收入中，80.70%的收入来自于商贸类、交通运输类、快消类、化工类等6大行业的客户，主要客户所属行业分布如下图所示：

客户结构						
行业	商贸类	交通运输类	快消类	化工类	建材装饰类	医药器械类
所占比例	29.60%	18.10%	13.40%	9.30%	5.90%	4.40%

上述行业均达到了7%的年增长幅度，其中有50%行业达到了10%的年增长幅度，具体年增长幅度如下图：

预测期年增长幅度						
年份	商贸类	交通运输类	快消类	化工类	建材装饰类	医药器械类
2018	10.00%	10.00%	9.50%	7.00%	10.00%	9.00%
2019	10.00%	10.00%	9.50%	7.00%	10.00%	9.00%
2020	10.00%	10.00%	9.50%	7.00%	10.00%	9.00%
2021	10.00%	10.00%	9.50%	7.00%	10.00%	9.00%
2022	10.00%	10.00%	9.50%	7.00%	10.00%	9.00%

数据来源：行业分析报告

由于远成物流存量客户属于行业中的优质企业，年自然增长幅度平均达到了10%以上，高于行业平均年增长幅度，因此预测期自然增长部分每年增长率维持在10%左右具有可实现性。

② 存量客户深入拓展部分可实现性分析

根据远成物流未经审计财务报表，2018年一季度远成物流100大主要客户收入占远成物流一季度收入比例为65.77%，该100大主要客户2018年一季度收入累计额相比其2017年一季度收入增长55.63%，其中远成物流在邮政、蒙牛、京东、建龙（黑龙江建龙物流有限公司）等主要存量客户中的拓展力度较大，以上四者2018年一季度合计收入同比增速为56.53%，具体情况如下：

客户	2017年一季度收入	2018年第一季度收入	2018年一季度同比增长率
邮政	11,843.66	17,961.96	51.66%
蒙牛	1,797.76	2,664.21	48.20%
京东	723.99	1,559.04	115.34%

客户	2017 年一季度收入	2018 年第一季度收入	2018 年一季度同比增长率
建龙	909.13	1,723.82	89.61%
合计	15,274.54	23,909.03	56.53%

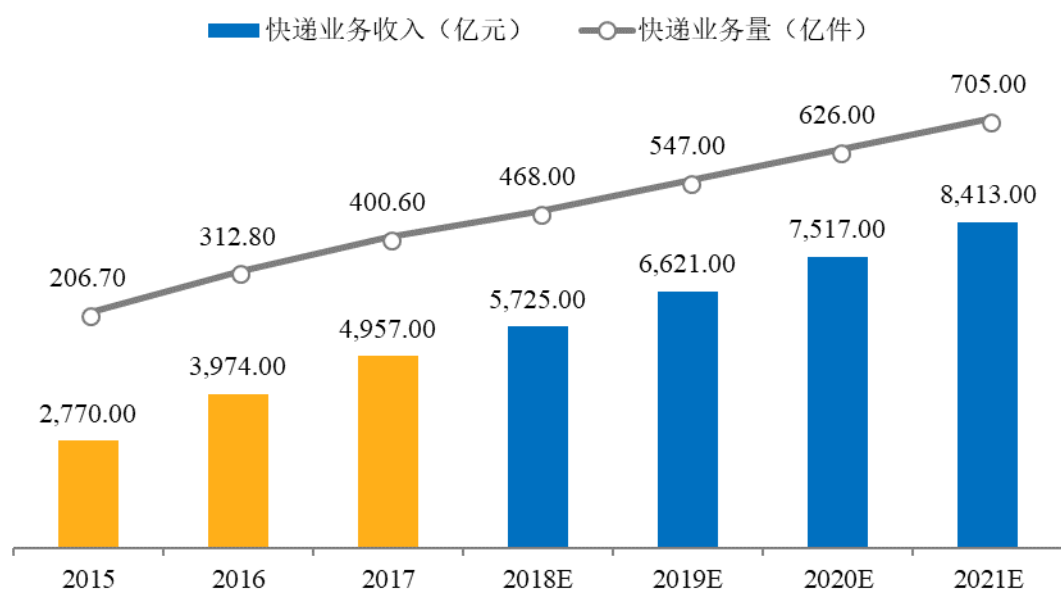
注：上述财务数据未经审计

远成物流未来将加大对主要客户的投入开发力度（包括但不限于加大营销人员配置、运营服务资源向该部分客户倾斜等），随着主要客户收入较快速度的增长，将有助于远成物流在存量客户深入拓展部分达到预期收入水平。根据2018年一季度远成物流从主要客户中获取收入的增长速度，2018年及后续年度存量客户深入拓展部分具有可实现性。

③ 快递行业的快速发展对远成物流干线运输的贡献分析

第一，快递行业未来发展广阔。根据商务部数据，2011-2016年，我国网上零售交易总额由7,826亿元增长到51,556亿元，六年复合增长率36.92%，电商增量将强劲驱动我国快递产业的健康发展。2017年我国快递业务量400.6亿件，快递业务收入4,957亿元，人均快递业务量约29件，人均水平与网购用户占比仍低于美国等成熟市场水平，我国快递增量及人均快递票件量仍有潜力保持较高的增长速度。

2018-2021 快递收入与业务量预测

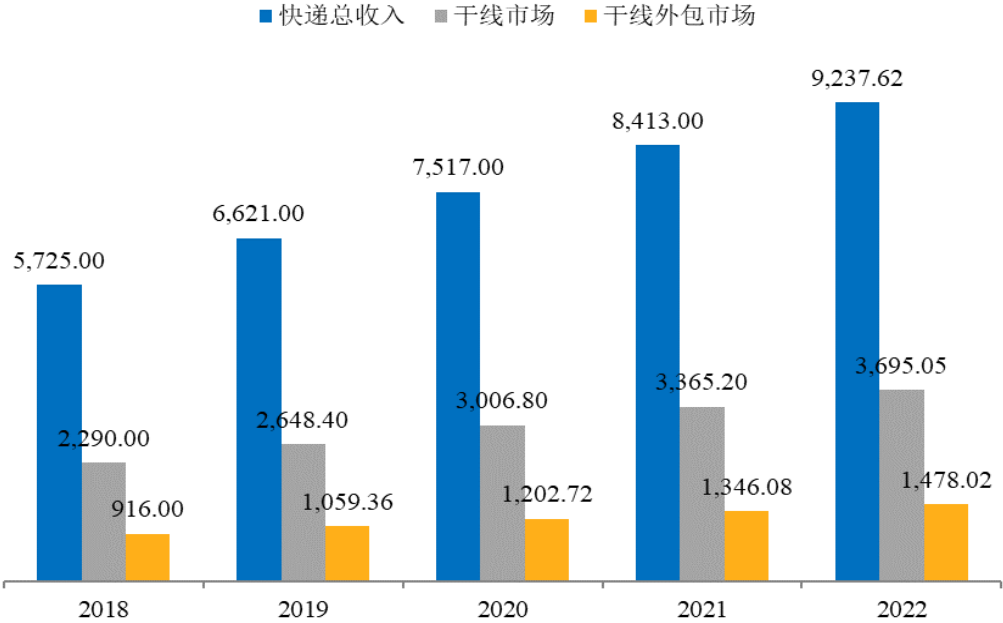


数据来源：公开信息整理

第二，快递行业干线外包市场巨大。公路运输中干线物流外包市场潜力巨大，根据盛世景投资数据库显示顺丰速运干线物流成本50亿元、外包比例100%。调

研发现目前快递干线成本占营业收入的比例为40%，干线外包比例也为40%。预测至2022年，干线外包市场达1,478.02亿。

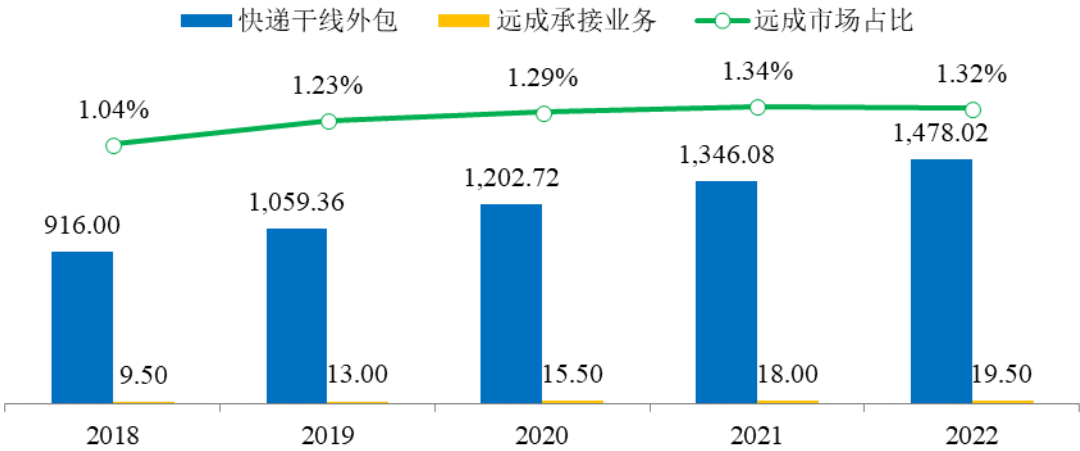
2018-2022 快递业干线及干线外包市场预测（单位：亿元）



数据来源：公开信息整理

第三，快递业干线外包市场与远成物流承接业务对比。2017年，远成物流承接快递干线类业务（邮政运输）达6.06亿元，未来随着快递业运输总规模与快递业干线外包比例的不断扩大，远成物流营业收入逐步增长。

远成物流承接快递干线外部情况(单位：亿元)



数据来源：公开信息整理

(2) 新型智慧物流业务收入分析

1) 新型智慧物流业务营业收入预测

新型智慧物流业务是远成物流的新业务，增长速度较快，预计2022年营业收入可达36.73亿元，占总营业收入的40%，复合增长率42.13%。

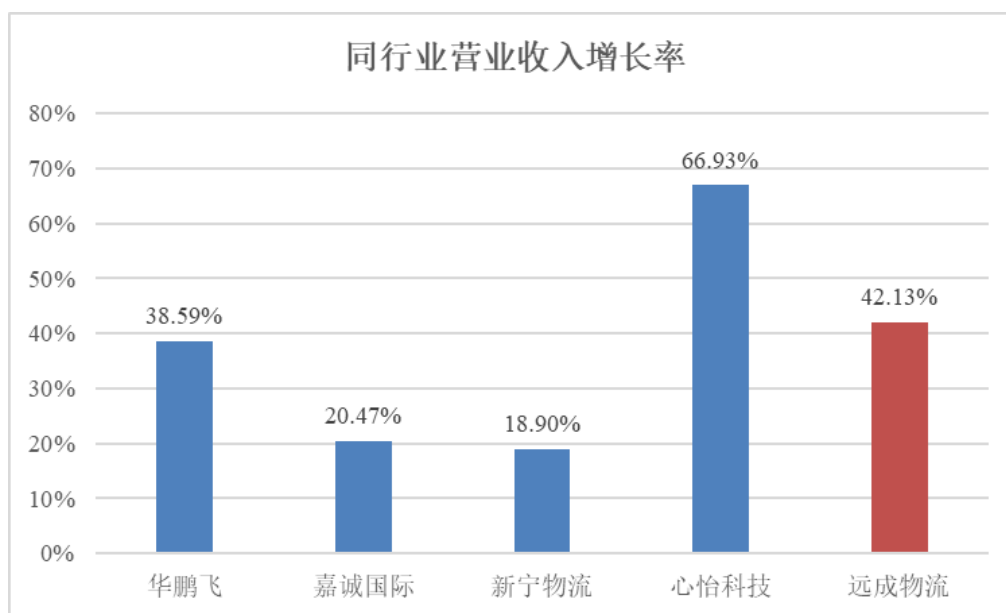
2018年1-5月新落地客户共计111家，其中包括基础物流业务97家和新型智慧物流业务（仓干配、供应链一体化和增值服务）业务14家，2018年1-5月新落地客户实现收入金额约为1亿元，占2018年新客户开发部分预测收入（2.62亿元）的比例为38.17%。

目前远成物流已有战略合作新客户30余家，预测期意向合作金额已达到每年约10-20亿元。

预测期新客户开发部分的收入将在新客户业务合同履行过程中逐步实现。

2) 同行业营业收入增长率对比

与从事新型智慧物流业务（仓干配、供应链一体化、增值服务）的同行业公司相比，远成物流新型智慧物流业务由于基数低，预测期增长率处于相对合理水平，具体如下：



数据来源：Wind、公开数据

3) 新型智慧物流业务营业收入可实现性分析

① 新型智慧物流业务市场需求不断扩大

第一，政策驱动。国家针对物流业出台多方面的利好政策，包括减少税收、降低成本、供给侧结构性改革等。在供应链一体化服务、智慧物流、第三方物流、电商快递等各个细分领域提出要求，为物流业的发展指明了方向，推动物流业发展，对促进产业结构调整 and 区域协调发展、培育经济发展新动能具有重要作用。

第二，消费升级与供给侧改革推动。近年来，国内消费升级的趋势正在加速，与消费升级相关商品的增速进一步加快，2017年通信器材、文化办公和化妆品等多类商品实现高速增长。十九大报告提出支持传统产业优化升级，加快发展现代服务业，加强水利、铁路、公路、水运、航空、管道、电网、信息、物流等基础设施网络建设，优化存量资源配置，扩大优质增量供给，实现供需动态平衡。

第三，电商交易模式推动。近年来，电商的发展改变了人们的消费习惯，网购已经成为消费者的标配。我国电子商务交易规模保持在每年接近30%的增长，也催生了快递业的快速发展，其增速也每年保持在30%以上。阿里、京东等各大电商平台，掌握了大量的终端消费者的需求数据，逐渐成为了供应链上强势的一方，推动仓配一体化等新型物流运输模式快速的发展。

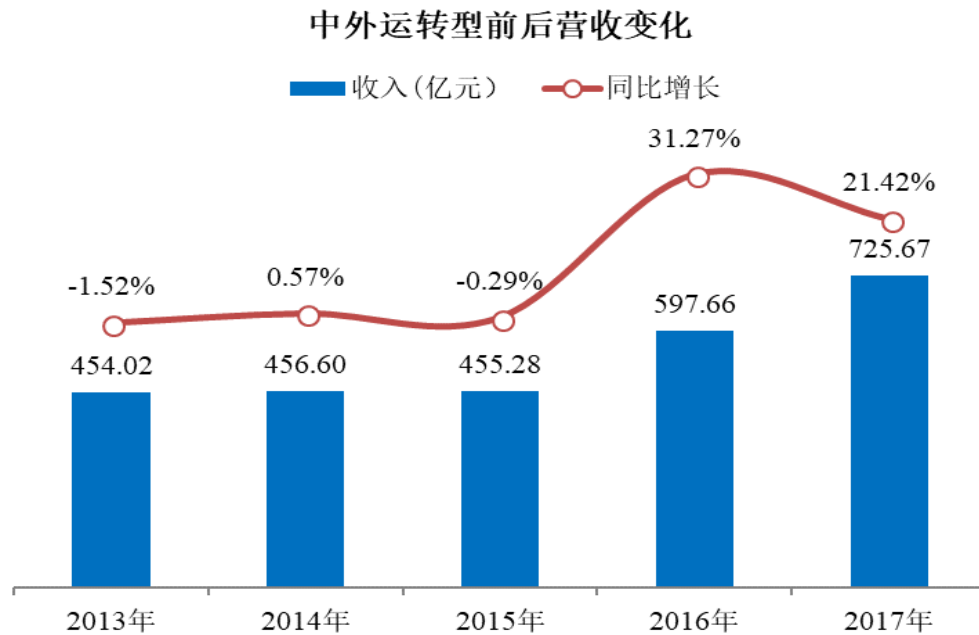
② 远成物流新型智慧物流业务开展契机

远成物流大力拓展由基础物流衍生的新型智慧物流业务，包括仓干配、供应链一体化、增值服务。远成物流作为一个以合同物流为主营业务的公司，原来客户的核心诉求是怎样把货品快速、安全、价优的从生产地运送至经销的仓库，所以远成物流之前的产品核心是基础物流，通过精细化管理，风险控制等手段及不断的优化运输各环节，使运力资源得到充分的发挥。而现在客户的核心诉求向着多元化，个性化发展，不但对基础物流提出了更高的要求，其在仓储服务、城市配送、信息对接、金融服务等方面都提出了新的需求。

远成物流从2017年开始探索仓干配业务，根据客户需求数量，新业务顺应市场变化而开展，在当前传统销售渠道变革，电商迅速发展的趋势下，推动仓干配一体化运输，供应链一体化等业务迅速发展，远成物流将按照市场需求布局新业务可迅速提高市场份额，拉动营业收入高速增长。

以中国外运（0598.HK）为例，面对市场变化进行转型重构，货运代理业务迈向全程供应链服务，转型后业务增长迅速，2017年营业收入实现21.42%的高速

增长。



数据来源：Wind

③ 远成物流新型智慧物流业务投入计划与措施

第一，人才投入。新业务的拓展首先需要新业务领域的人才，吸纳行业内高端的人才资源，为新业务制定正确的发展方向，以高效的运营促进业务的快速增长。远成物流树立了“以人为本，唯才是用”的人才战略观念，总部高级管理人员和员工具备较高的专业知识和职业素养，并每年进行校园招聘进行高端人才储备。

第二，技术投入。当前智慧物流业务都以技术为驱动，需要以技术研发为基础，立足科技创新，提高工作效率。远成物流自行研发了OMS（订单系统）、WMS（仓储系统）、TMS（运输系统）等一系列智能化信息系统，能够实现从订单管理，仓储管理到运输管理环节，优化作业流程，实时反馈信息，促进供应链管理向一体化、高效化和信息化发展。

第三，资源投入。新业务的开展需要以仓储等资源进行前期投入，协调各项资源联动，为新业务做底层服务。远成物流在全国拥有2万台以上的可控车辆，覆盖全国90%以上的地级城市，为新业务的开展提供强大的资源后盾。

（3）同行业营业收入的增长率对比

远成物流作为综合性物流企业，业务范围同时涉及基础物流业务和新型智慧物流业务，2018年-2022年远成物流整体业务营业收入复合增长率为19.52%，与较高速度增长的同行业公司相比，增速处于合理水平。

证券代码	证券简称	2016 年营业收入同比增长率 (%)	2017 年营业收入同比增长率 (%)	2018 年预计收入同比增长率 (%)	2019 年预计收入同比增长率 (%)	2020 年预计收入同比增长率 (%)
603813.SH	原尚股份	15.20	16.28	-	-	-
603648.SH	畅联股份	-2.79	-1.51	15.01	8.86	-
603535.SH	嘉诚国际	19.62	20.47	22.31	21.66	22.74
600119.SH	长江投资	15.30	4.77	-	-	-
603128.SH	华贸物流	-8.40	19.25	10.37	13.20	12.06
300350.SZ	华鹏飞	-10.47	38.59	34.32	28.42	14.91
603569.SH	长久物流	26.55	15.47	26.22	18.84	15.33
002800.SZ	天顺股份	12.91	84.97	-	-	-
002245.SZ	澳洋顺昌	21.56	86.32	46.08	33.59	22.14
600270.SH	外运发展	13.71	25.40	16.28	16.72	22.85
平均值		10.32	31.00	24.37	20.18	18.34
中值		14.46	19.86	22.31	18.84	18.74

数据来源：Wind

4、销售净利润率的合理性分析

远成物流预测未来销售净利润率如下：

年份	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
销售净利率	8.57%	10.49%	10.12%	10.41%	11.21%

根据Wind资讯，同行业公司近三年一期净利率数据如下：

证券代码	证券简称	销售净利率 (%)			
		2018 年一季度	2017 年	2016 年	2015 年
603813.SH	原尚股份	8.55	13.16	12.13	11.07
603648.SH	畅联股份	16.69	12.00	11.16	9.91
603535.SH	嘉诚国际	13.12	11.58	12.19	9.99
600119.SH	长江投资	1.30	-4.95	5.72	3.96
603128.SH	华贸物流	3.89	3.32	3.24	1.93
300350.SZ	华鹏飞	10.04	9.32	19.60	11.30
603569.SH	长久物流	4.35	7.72	8.55	9.06
002800.SZ	天顺股份	-6.52	4.27	6.50	6.70
002245.SZ	澳洋顺昌	14.15	14.85	13.82	17.62
600270.SH	外运发展	13.69	21.80	20.10	23.20
平均值		7.93	9.31	11.30	10.47
中值		9.30	10.45	11.65	9.95

数据来源：Wind

远成物流未来年度的销售净利润率与行业中的对标企业指标相近，因此未来年度销售净利润率预测具有一定的合理性。

（四）停牌期间三次股权转让估值差异及原因

1、远成物流 2018 年 3 月股权转让的具体价格

标的公司原股东远成集团于 2018 年 3 月 3 日同意将其持有标的公司 100% 股权（实缴出资额为 5,000 万元），以标的公司 2017 年 12 月 31 日的账面净资产 33,449 万元人民币的价格转让给重庆远成物流。上述股权转让已履行必要的审批和批准程序，符合法律法规及公司章程的规定，不存在违反限制或禁止性规定的情况，并已办理完成工商变更登记。

2、远成物流 2018 年 5 月股权转让的具体价格

重庆远成物流于 2018 年 5 月 20 日分别与宿迁京东及西安华鼎签署《股权转让协议》，将其持有的远成物流的 403.23 万元股权（占远成物流注册资本总额的 8.06%）以 50,000 万元人民币的价格转让给宿迁京东；将其持有的远成物流的 241.94 万元股权（占远成物流注册资本总额的 4.84%）以 30,000 万元人民币的价格转让给西安华鼎。上述股权转让已履行必要的审批和批准程序，符合法律法规及公司章程的规定，不存在违反限制或禁止性规定的情况，并已办理完成工商变更登记。

该次股权转让中，远成物流100%股权的整体估值为62亿元。

3、停牌期间股权转让价格差异的原因及合理性

远成物流2018年3月的股权转让与2018年5月的股权转让存在价格差异，股权转让的价格差异是由于股权转让的背景与目的不同：2018年3月，远成物流及其子公司股权由远成集团转让给重庆远成物流的主要原因系对集团业务架构的整体考虑，对合同物流业务板块进行梳理整合，而做出的集团内部股权结构调整，因此以远成物流账面净资产作价的方式进行该次股权转让；2018年5月的股权转让系远成物流基于自身资金需求及对未来业务发展的整体考虑而引入外部投资者宿迁京东及西安华鼎。因此，远成物流2018年3月的股权转让与2018年5月的股权转让背景与目的不同，转让价格差异具有合理性。

（五）三次估值与本次估值的差异及原因

1、远成物流 2018 年 3 月股权转让本次交易作价相比差异的合理性

本次交易系综合考虑了标的公司所处行业的良好发展前景、标的公司的核心竞争优势、盈利能力和盈利预测等因素，以市场化方式经过谈判确定的交易价格。2018 年 3 月标的公司尚未最终完成内部股权结构调整，且该次股权转让与本次交易的背景及目的不同，故其股权转让价格与本次交易价格存在差异，符合实际情况，具备合理性。

2、远成物流 2018 年 5 月股权转让与本次交易作价相比的合理性

该次股权转让中，远成物流 100%股权的整体估值为 62 亿元，本次交易系综合考虑了标的公司所处行业的良好发展前景、标的公司的核心竞争优势、盈利能力和盈利预测等因素，以市场化方式经过谈判确定的交易价格，与本次交易预估值一致，不存在差异，本次股权转让的定价具有合理性。

（六）中企华核查意见

经核查，我认为：（1）可比公司选择标准合理；（2）远成物流通过多种方式提升基础物流业务毛利率，同时逐步拓展新型智慧物流业务，将使预测期的毛利率高于历史期毛利率，毛利率的预测具有合理性；（3）评估相关参数选取依据恰当，谨慎合理。远成物流通过多种措施实现基础物流业务和新型智慧物流业务收入增长，结合市场竞争情况、同行业上市公司相关情况，远成物流收入及利润预测具有合理性；（4）远成物流 2018 年 3 月的股权转让与 2018 年 5 月的股权转让及本次交易相比，转让价格存在差异，主要系股权转让的背景与目的不同，转让价格差异具有合理性；（5）远成物流 2018 年 5 月股权转让价格与本次交易预估值一致，不存在差异。

（本页无正文，为《北京中企华资产评估有限责任公司关于深圳证券交易所《关于对供销大集集团股份有限公司的重组问询函》之回复说明》之签章页）

北京中企华资产评估有限责任公司

2018年7月19日