

## 东吴证券股份有限公司

### 关于江苏飞力达国际物流股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易之深交所重组二次问询函回复之核查意见

东吴证券股份有限公司（以下简称“东吴证券”或“独立财务顾问”）作为江苏飞力达国际物流股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易的独立财务顾问，根据深圳证券交易所下发的《关于对江苏飞力达国际物流股份有限公司的重组二次问询函》（创业板许可类重组问询函【2018】第11号）的要求，对相关事项进行了核查，出具了本核查意见。

本核查意见所述的简称与《江苏飞力达国际物流股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》中“释义”所定义的或简称具有相同的含义。

**问题一：本次交易中，标的收益法下的评估价值 39,500 万元，折现率 8.54%，考虑评估基准日后交易对方增资（3,600 万元）事项后，标的整体作价 43,100 万元。按标的公司 2017 年净利润 849.29 万元计算，静态市盈率为 50.75 倍。请结合可比公司情况说明对公司收入预测及折现率的选取是否谨慎、合理，是否充分考虑了仓储及物流行业发展情况及投资趋势、标的公司历史经营状况、标的公司客户集中度、标的公司主要客户的维系能力和新客户开发能力等因素。请财务顾问和评估机构发表意见。**

回复：

#### 一、标的公司估值与同行业比较

评估报告期内，标的公司收入主要来自于仓储物流租赁业务收入。本次交易选取了截至 2017 年 9 月 30 日（评估基准日）同属物流行业的 9 家上市公司作为比较对象，具体情况如下：

序号	股票代码	股票简称	主营业务简述	动态市盈率（倍）	静态市盈率（倍）
1	002492.SZ	恒基达鑫	提供第三方石化物流服务	64.43	79.14
2	002711.SZ	欧浦智网	提供智能化物流、综合电商平台和供应链金融为一体的综合服务	37.39	58.75

3	300013.SZ	新宁物流	以电子元器件保税仓储为核心, 并为电子信息产业供应链中原料供应、采购与生产环节提供第三方综合物流服务	58.25	87.02
4	300240.SZ	飞力达	设计并提供一体化供应链解决方案	50.02	54.29
5	600787.SH	中储股份	提供期现货交割物流、大宗商品供应链互联网加物流、工程物流、消费品物流、金融物流等领域的现代综合物流服务	46.29	27.49
6	603066.SH	音飞储存	以穿梭车为核心, 提供自动化系统集成高精度货架产品、仓储运营服务	50.31	56.09
7	603535.SH	嘉诚国际	为制造企业提供全程供应链一体化管理的第三方综合物流服务, 为电子商务企业提供个性化全球物流解决方案及一体化全程物流服务	40.98	42.24
<b>平均值</b>				<b>49.66</b>	<b>57.86</b>

**数据来源:** 万得资讯。保税科技(600794.SH)与标的公司所处行业相同, 考虑其截止2017年9月30日的动态市盈率为负数, 故未纳入计算范围。深基地B(200053.SZ)与标的公司所处行业相同, 考虑其为B股市场的上市公司, 故未纳入计算范围。

本次交易选择标的公司, 既是收购方对长三角重点物流区域的战略部署, 也是吸收引入普洛斯集团领先仓储管理经验的重要措施, 估值时兼有静态和动态的考虑。由上表可知, 国内物流行业已上市公司的市盈率普遍较高, 本次交易收购的标的公司市盈率与之相比大致相当。虽然上市公司都从事物流行业经营, 但业务结构、服务领域及侧重点存在差异, 分布于物流行业产业链的上下游, 业务呈现多元化, 而标的公司是专业从事仓储租赁业务的企业, 业务较为单一, 与上述已上市公司既存在一定关联, 但又不完全重叠, 相关市盈率数据作为标的公司估值的参考。

## 二、关于标的公司收入预测的谨慎性及合理性

近年来, 物流设施一直是资本追逐的热点领域, 然而包括供应短缺在内的诸多瓶颈抑制了实际投资, 潜在的投资门槛包括: 地方政府对于土地资源控制、物流开发人才的特殊性以及合适投资标的稀缺等。本次评估基准日是2017年9

月 30 日，结合物流行业总体环境、市场趋势、历史经营、客户基础等，评估标的公司未来收入增长情况。

**（一）互联网思维推动仓储物流行业快速发展，标的公司地处重点区域发展机遇良好**

**1、零售业推动高标准仓库需求，仓储租金呈稳步上涨趋势**

近年来，中国新兴经济崛起，“互联网+”的模式被广泛应用，仓储、运输、快递等物流细分行业迎来了黄金发展时期，服务普通大众、支持实体经济，受到资本市场的追捧。传统业务和转型创新同步推进，新经济下的场景日益丰富，物流行业的创新层出不穷，新零售概念受到市场重视与认可，电子商务保持高速发展的势头，电商在加紧自建仓库之余，亦将继续租赁仓库或将物流外包给第三方，市场需求持续扩大。

根据世邦魏理仕预计，电商对于优质物流设施市场的需求将直接提振达 10-15%，人口基数及消费体量都更胜一筹的一线城市及其周边的部分二线城市将在 2018 年引领仓储需求的增长。

物流地产租金水平增长趋势：

	2015年租金涨幅	2016年租金涨幅	租金变动趋势
北京	1.40%	1.50%	↑
上海	4.30%	5.00%	↑
广州	3.37%	4.00%	↑
深圳	7.87%	4.00%	↑
二线城市	0-3.7%	0.5-4%	

数据来源：世邦魏理仕研究

**2、标的公司地处于物流业的重心区域，业务发展及资产增值空间更大**

根据高力国际出具的报告，2016 年末，全国经营性仓库总量约 10 亿平方米，甲级仓储面积为 3,000 万平方米，占有经营性仓库之比仅为 3%；2017 年末，甲级仓储总量预计上升到 4,400 万平方米。区域分布上，中国物流板块主要分布在华东、华北、华南及中西部，其中华东地区物流集散中心主要集中在长三角区域，包括上海、昆山、嘉兴等。标的公司地处富裕的长三角核心区域，工业发达及物流需求旺盛，为标的公司带来更多客户及市场机会。

当前，土地供应仍为制约高标准物流设施发展的一大瓶颈，供应短缺在经济发达区域较为突出。鉴于一线城市土地有限，开发商和租户将逐渐将目光转移到

其周边区域，给周边部分二线城市带来机会，如上海周边的太仓、昆山、相城等区县，广州周边的佛山、东莞，以及北京周边的廊坊等。标的公司坐落于上海周边重点二线城市苏州，受到一线城市的经济辐射，经济十分发达、物流运输繁忙，土地及房产具有较大的增值潜力。

## （二）标的公司稳健经营，依托较好客户基础持续提升盈利能力

### 1、营业收入持续稳定增长

标的公司专业经营仓储物流租赁业务，通过与客户签订仓储租赁合同，为区内企业提供仓储、管理等物流服务，收取相应的收入。报告期内，标的公司通过提供优质的仓储租赁服务，持续优化客户结构，维系好重点客户，保持营业收入稳步增长，2016年和2017年租赁业务收入同比增长4.01%和6.50%、物业管理费收入同比增长6.36%和10.40%，标的公司营业收入数据如下表所示：

单位：人民币万元

市场及产品分类	2015年	2016年	同比增长(%)	2017年	同比增长(%)
收入合计	2,635.50	2,820.27	7.01%	3,135.19	11.17%
其中：租赁收入	1,714.67	1,783.46	4.01%	1,899.30	6.50%
管理费收入	750.03	797.73	6.36%	880.68	10.40%
其他收入	170.80	239.07	39.97%	355.2	48.58%

### 2、租赁业务定价能力较强

标的公司综合业务成本、增值服务、市场竞争、客户稳定性、合同期限长短、租赁面积大小等因素，对租赁客户进行差异化定价收费，整体毛利率较高。报告期末，标的公司共拥有仓储物流仓库7个，包括A系仓库4个、B系仓库3个。其中，A系仓库为定制化仓库，由于提供的增值服务多，且按客户需求对仓库专门进行改造，合同期限较长，因此租金水平较高，除个别仓库刚投入使用外，2016年毛利率在49.23%、51.83%、58.72%不等；B系仓库为常规的仓库，标的公司一般不进行改造，或由租赁客户自费改造，租金水平较A系仓库稍低，2016年毛利率在44.08%、48.11%、49.34%不等。

标的公司为重点客户提供的增值服务多、综合配套齐全，该部分客户的毛利率较高且稳定，2015年和2016年德邦系企业合计贡献的营业收入分别占65.10%和59.40%，对应毛利率均超过百分之五十。

### 3、客户基础较为优质及稳定

标的公司所处的苏州是制造业十分发达的工业城市，区域优势明显，仓储物流行业发达，可供选择的大客户多。标的公司通过优化客户结构，巩固客户基础，客户维系能力较强：一是优中选优营销重点客户。标的公司在客户选择的策略上，注重引入更为优质的客户群，吸引大型物流企业旗下的若干成员企业同时在公司租赁仓库，强化客户基础的稳定性；二是利用品牌优势强化仓储管理。标的公司仓储管理的经验来自普洛斯集团，在业界具有较好的影响力及口碑，标的公司持续加强管理，通过为客户提供更为优质、便捷的仓储服务，吸引新老优质客户与公司建立长期合作，客户基础整体较为稳定。报告期内，标的公司的重点客户保持稳定，有利于租赁业务收入稳步增长。

### **（三）基于市场实际情况，综合考虑资产收益年限、区域环境、租赁合同、CPI 指数、房屋空置等因素，审慎合理评估预测收入增长**

评估的投资性房地产均带有租约，根据房产收益年限，①对尚未到期的合同，以实际合同收入为准；②部分合同期满后，参考尚未到期同类物业合同确定租金水平；③存量合同全部到期后，综合考虑标的公司历史租金单价增长幅度、CPI 指数增长等情况，设置一定的空置率，然后确定收入增长率。

#### **1、确定标的公司房地产收益年限**

根据土地的可使用年限，或设定使用年限及建筑物可使用年限，按孰短原则确定评估对象的收益年限。标的公司建筑物建成于 2009 年至 2013 年期间，以钢混结构非生产用房经济寿命年限为 50 年计算，截止本次价值时点（2017 年 09 月 30 日），尚可使用年限为 44.25 至 49.25 年；评估对象土地使用权终止日期为 2057 年 10 月 7 日，截止评估基准日，评估对象土地使用权剩余使用年限为 40.02 年。根据《房地产估价规范》孰短原则，本次委估建筑物收益年限为从评估基准日至评估对象土地使用权终止日期结束，即 2017 年 10 月 1 日—2057 年 10 月 7 日，共计约 40.02 年。

#### **2、预测房产租赁自然增长收入**

本次评估，对于合同期内的租赁收入，依据实际签订的租赁及物业服务租金确定；租赁期满后，根据合同年租金增长情况，参考同一片区出租物业的面积及单位租金水平，对标的公司房产的单位租金和预计出租率进行修正，以此确定租金单价。评估人员对标的公司长期租赁合同的增长率进行了测算，租赁合同的环境

比增长率在 4%—5%。

### 3、考虑 CPI 变化、空置率等带来的影响。

评估人员调查近几年国内 CPI 指数情况，国内 CPI 自 2011 年起有所下降，每年的增幅基本徘徊在 2% 以上，仅 2015 年稍有下降，但 2016 年又回升至 2%。评估人员在预测租金收入时，将国内 CPI 平均变化 2%、房屋空置率 3.5% 作为影响因素。由此预测，全部合同期满后至 2033 年的租金年增长率为 3%，2034 至预测期末租金年增长率为 2.5%。

### 二、关于标的公司折现率选取的谨慎性及合理性

本次评估采用企业权益资本成本作为权益现金流量的折现率，权益资本成本采用资本资产定价模型（CAPM）计算，计算公式为：

$$K_e = R_f + R_{pm} \times \beta_L + a$$

式中：

R<sub>f</sub>：无风险收益率；

R<sub>pm</sub>：市场风险溢价；

β<sub>L</sub>：被评估企业权益资本的预期市场风险系数；

a：企业特定风险调整系数。

标的公司未来收益折现率参数的确定过程如下：

一是 R<sub>f</sub> 无风险收益率的确定。

国债收益率通常被认为是无风险的，本次估值采用同花顺 iFind 资讯系统所披露的债券市场评估基准日中长期(距到期日 10 年以上)国债的平均到期收益率 3.62% 作为无风险报酬率。

二是 β<sub>L</sub> 系统风险系数的确定。

被评估单位的系统风险系数计算公式如下：

$$\beta_L = \left[ 1 + (1 - t) \times \frac{D}{E} \right] \times \beta_\mu$$

式中：β<sub>L</sub>：有财务杠杆的权益的系统风险系数；

β<sub>μ</sub>：无财务杠杆的权益的系统风险系数；

t：被评估企业的所得税税率；

D/E：被评估企业所在行业的目标资本结构。

根据被评估单位的业务特点，评估人员通过同花顺 iFind 资讯系统查询了 8

家可比上市公司的  $\beta_u$  值(起始交易日期: 2016 年 10 月 1 日; 截止交易日期: 2017 年 9 月 30 日; 收益率计算方法: 对数收益率; 标的指数: 沪深 300), 具体数据见下表:

板块名称	仓储业
证券数量	8
标的指数	沪深 300
计算周期	周
时间范围	从 2016-10-1 至 2017-9-30
收益率计算方法	对数收益率
加权方式	按总市值加权
加权原始 Beta	0.6157
加权调整 Beta	0.7425
加权剔除财务杠杆原始 Beta	0.5155
加权剔除财务杠杆调整 Beta	0.6754

注: 8 家可比上市公司分别为恒基达鑫 (002492.SZ)、欧浦智网 (002711.SZ)、新宁物流 (300013.SZ)、飞力达 (300240.SZ)、中储股份 (600787.SH)、音飞储存 (603066.SH)、深基地 B (200053.SZ), 考虑其嘉诚国际 (603535.SH) 于 2017 年 8 月 8 日上市, 时间较短, 未纳入计算范围。

基准日被评估企业无付息债务, 因此被评估单位  $D/E=0$ , 因此被评估单位的系统风险系数  $\beta_L=0.6754 \times [1 + (1-25\%) \times 0] = 0.6754$ 。

三是 Rpm 市场风险溢价。

市场风险溢价是指对于一个充分风险分散的市场投资组合, 投资者所要求的高于无风险报酬率的回报率。参考行业惯例, 市场风险溢价包括两方面, 即成熟的金融市场风险溢价、国别的不同所产生的国家风险溢价。其计算公式为:

市场风险溢价 = 成熟股票市场的基本补偿额 + 国家风险补偿额

其中: 成熟股票市场的基本补偿额取成熟市场美国 S&P500 指数与国债的算术平均收益差 5.69% 确定 (2016 年度)。

国家风险补偿额 = 国家违约补偿额  $\times$  ( $\sigma$  股票 /  $\sigma$  国债)

国家违约补偿额: 根据穆迪投资者服务公司 Moody's Investors Service 的国家主权信用评级 (Moody's rating) (2017 年 1 月), 中国信用评级 Aa3 与最高主权信用评级 Aaa 的基点违约价差为 0.70%。

$\sigma$  股票 /  $\sigma$  国债: 根据 Ibbotson Associates 的统计结果, 新兴市场国家证券市场股票的波动幅度平均是债券市场的 1.23 倍。

$$\begin{aligned} \text{Rpm} &= 5.69\% + 0.70\% \times 1.23 \\ &= 6.55\% \end{aligned}$$

四是企业特定风险调整系数 a。

企业特定风险调整系数指的是企业相对于同行业企业的特定风险，影响因素主要有：①企业所处经营阶段；②历史经营状况；③主要产品所处发展阶段；④企业经营业务、产品和地区的分布；⑤公司内部管理及控制机制；⑥管理人员的经验和资历；⑦企业经营规模；⑧对主要客户及供应商的依赖；⑨财务风险；⑩法律、环保等方面的风险。

标的公司经营稳定，历史经营状况较优，主要经营性资产品质较优，所处的长三角地区为经济发展较快地区，内部管理及控制机制健全，管理人员专业水平较高，对客户及供应商的依赖性较低，基准日无付息债务。经综合分析，标的公司特有风险系数取 0.5%。根据上述已知数据，计算 Ke 结果为：

$$\begin{aligned} \text{Ke} &= \text{Rf} + \text{Rpm} \times \beta_{L+a} \\ &= 3.62\% + 6.55\% \times 0.6754 + 0.5\% \\ &= 8.54\% \end{aligned}$$

综上，基于仓储物流行业特点及市场发展，综合考虑外部主要影响因素，本次预测标的公司未来收入将实现较好增长，收入增速的波动处于合理的预期范围，折现率的确定遵循严格流程。

### 三、独立财务顾问意见

经核查，独立财务顾问认为：本次交易评估对标的公司收入预测及折现率的选取是谨慎、合理的，且已充分考虑仓储及物流行业发展情况、投资趋势，以及标的公司历史经营状况、客户集中度、主要客户的维系能力和新客户开发能力等因素。

（以下无正文）



（本页无正文，为东吴证券股份有限公司《关于江苏飞力达国际物流股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易之深交所重组二次问询函回复之核查意见》之签章页）

财务顾问主办人：

齐磊曾亮

东吴证券股份有限公司

年月日