

江苏中企华中天资产评估有限公司

对江苏飞力达国际物流股份有限公司关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》的回复说明之专项核查意见

中国证券监督管理委员会：

贵会于 2018 年 6 月 13 日出具的 180734 号《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》收悉。根据贵会的要求，江苏中企华中天资产评估有限公司就有关相关问题书面回复如下，请审阅。

反馈问题 11：申请文件显示，标的资产主营业务包括租赁业务、物业管理业务等，其中物业管理业务占 2016、2017 年营业收入的占比分别为 27.72%、28.09%。2) 标的资产业绩承诺期物业管理服务由上海普洛斯负责管理，业绩承诺期满，双方另行约定协议。请你公司：1) 补充披露标的资产的核心竞争力。2) 如未来上海普洛斯退出经营管理，标的资产物业管理收入能否继续开展及对未来收入的影响。请独立财务顾问、律师、会计师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、标的资产核心竞争力

标的公司的核心优势主要包括区位优势、资源稀缺、运营成熟和行业升级等。本次交易实施前，上市公司对标的公司的市场环境、管理模式、磨合时期、管控措施、持续发展等进行了全面评估和规划，与交易对手协商确定了各项管理控制措施，确保标的公司业务稳健发展及巩固提升市场竞争力。

（一）标的公司地处经济发达的长三角地区，区位优势提升增长潜力

对于仓储物流资产而言，区位对业务发展十分关键。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、苏州、杭州等。由于一线城市土地有限，开发商和租户逐渐将目

光聚焦至周边区域，给部分二线城市带来发展机遇。

标的公司位于苏州市相城区物流园，地处长三角的中心区域，拥有发达的经济、便利的交通，业务区域可辐射长三角。相城区交通优势十分明显，是苏州对外重要的交通枢纽，也是人流、物流、信息流、资金流的集聚地。苏南硕放机场、沪宁高速、苏州绕城高速、京沪高铁、京杭运河、城市轻轨等共同构成该区域的综合网络资源，是苏州乃至华东地区的重要交通节点。

另一方面，长三角地区是全国制造业重镇。最新公布的全国城市经济排行榜中，GDP 超万亿城市近 1/3 在长三角地区，沪苏浙三地制造业产能占全国的 2/3，且工业互联网、人工智能等新兴领域发展均走在全国前列。上市公司致力成为国内领先的高端制造业综合物流服务商，立足昆山辐射长三角亦是其战略布局的重要举措。

（二）所在核心区域的土地资源日益稀缺，核心竞争优势明显

仓储用地属于工业用地，主要来源于国有土地出让和集体土地租赁，我国工业用地供不应求。自 2012 年国家每年下达的全国土地利用年度计划指标在 40 万公顷左右，但是据国土资源部公布的土地利用年度计划指标需求分析，统计各个省上报年度用地需求突破 67 万公顷，工业用地明显供不应求；同时，全国建设用地中工矿仓储用地占比持续减少，一级市场物流地产的供应则寥寥无几，特别是地理位置优越的仓储用地资源难以直接在一级市场取得，二级市场并购与旧改已成为物流开发商获取资源的主要途径。

近年来，物流设施是资本追逐的热点领域，但供应短缺等瓶颈抑制了实际投资。物流设施的投资门槛包括：地方政府对于土地资源的控制、物流开发人才的特殊性以及合适投资标的稀缺等。随着一线及周边热点二线城市的土地资源日益紧张，通过新建园区增加仓储面积的边际效益将下降，粗放发展模式正遇到土地资源瓶颈，标的公司周边的物流园区也逐步趋于饱和。

本次交易完成后，标的公司的区域优势将继续凸显，该区域内的仓储物流市场将保持卖方市场，形成了较高的市场准入门槛，有利于标的公司拓展客户及提升标的公司价值。

（三）标的公司仓储运营管理经验成熟先进，本次交易带来协同效应

标的公司所在区域区位优势显著，物流地产价值不断提升，已形成规模效应。

该区域仓储市场系卖方市场，目前标的公司仓储设施处于满租状态。标的公司经营成熟的物流地产，综合考虑业务成本、增值服务、市场竞争、客户稳定性、合同期限、租赁面积等，对租赁客户差异化定价，保持较高的毛利率。

上市公司具有 IT 制造业供应链服务的先发优势，目前正积极探索通过服务创新等模式，打造高端制造业综合物流服务能力，服务客户的行业涵盖汽车制造及零部件行业、通讯电信行业、精密仪器及其他高端制造业，公司在巩固自身保税仓储、国际货代、报关报检及物流解决方案设计等业务基础上，打造国内领先的高端综合物流服务品牌。标的公司与上市公司是上下游关系，本次交易将有助于丰富上市公司在华东地区的仓储物流资源、完善网络布局、优化业务和产品结构；同时，本次交易将推动上市公司与普洛斯形成战略合作关系，实现优势互补、相互协同。上市公司将进一步借助普洛斯现有仓储资源和完善的业务区域布局，充分发掘优质客户的高端综合物流需求，迅速拓展公司业务，带来协同效应和综合效益。

二、如未来上海普洛斯退出经营管理，标的资产物业管理收入能否继续开展及对未来收入的影响

报告期内标的公司的经营模式主要是依托于存量仓储物流设施，委托管理人上海普洛斯负责招租及运维等服务，标的公司基于客户收取仓储租赁费、物业管理费等，该类收入是一揽子综合收益，是以客户为基础收取的费用，即在租赁费用的基础上根据提供增值服务的情况收取物业管理费。因此，上海普洛斯即使退出经营管理，在固定的仓储经营管理模式下，客户仍将向标的公司支付物业管理费，物业管理收入不会因为上海普洛斯退出而发生重大变化。

本次并购交易，飞力达拟通过收购优质的物流仓储资产，拓宽自身既有的物流业务产业链，与现有业务形成协同，提升为客户提供物流综合化解决方案的能力，增强市场竞争力以及盈利能力。《委托经营管理协议》到期后，若上海普洛斯退出经营管理，不会对标的公司未来收入产生重大影响，主要如下：

标的公司望亭普洛斯地处长三角的中心区域，是苏州-上海地区重要的物流集散基地，物流园区内和周边的仓储用地规划已经基本使用完毕，仓储资产的稀缺性能够保障标的公司的盈利能力。未来上市公司将基于标的公司在智慧仓储领域推进探索合作，构建智慧仓储和高端综合物流的业务战略布局，随着交易双方

战略合作的深化，标的公司和上市公司的持续盈利能力将有望进一步增强。

承诺期满后，上市公司将按照市场情况决定未来是否继续委托上海普洛斯经营管理。未来上海普洛斯若退出标的公司的经营管理，在标的公司目前存量客户租赁合同到期后，上市公司将根据标的公司仓储资源的使用情况和上市公司服务服务客户需求情况与客户协商是否继续与其签订租赁合同；若客户提出不续租，鉴于标的公司优越的地理位置和成熟的仓储配套设施，可以引进替代租赁客户或由上市公司直接使用为客户提供综合物流服务。

综上，上市公司收购标的公司后，继续委托上海普洛斯经营管理，成熟的仓储运营模式保持不变，未来上海普洛斯若退出经营管理，标的公司的管理模式、业务经营将保持稳健，相应的物业管理收入等也将保持稳定，不会对未来收入产生重大影响。

经核查，评估师认为：标的资产拥有核心竞争力，有利于未来业务持续稳健发展。上市公司对交易完成后标的公司的经营管理制定了一系列管控措施，确保对标的公司的绝对控制，若未来上海普洛斯退出经营管理，标的公司的管理模式、业务经营将保持稳健，相应的物业管理收入等也将保持稳定，不会对未来收入产生重大影响。

反馈问题 16：申请文件显示，本次收益法评估的预测期为 2017 年 10 月至 2057 年 10 月，预测期内，标的资产每年营业收入均保持增长。请你公司：1) 补充披露营业收入预测涉及的重要参数及其预测依据，包括但不限于租金单价、租赁面积等。2) 结合在手租赁合同、标的资产所处区位、物流仓储行业发展态势等，补充披露标的资产预测期内预测收入的可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、补充披露营业收入预测涉及的重要参数及其预测依据，包括但不限于租金单价、租赁面积等

本次交易，基于市场实际情况对标的资产进行评估，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：一是对尚未到期的合同，以实际合同收入为准；二是部分合同期满后，参考尚未到期同类物业合同确定租金水平；三是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。

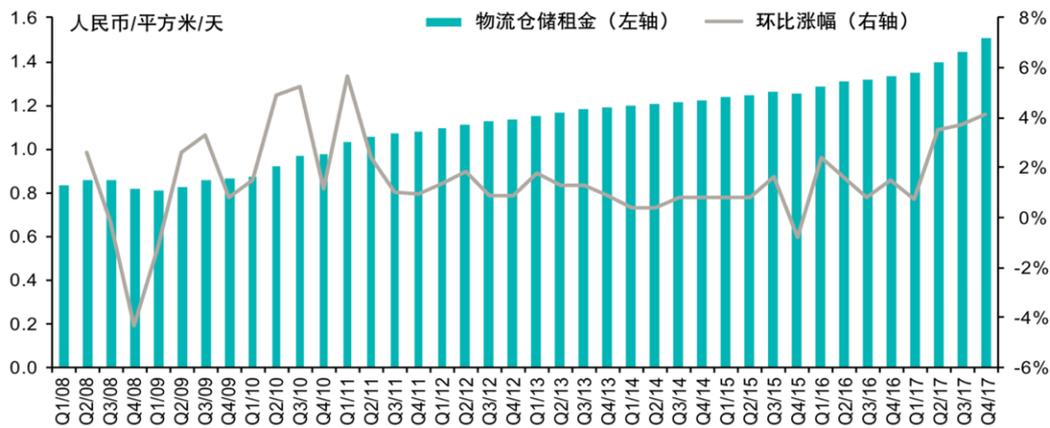
（一）确定标的公司收益年限

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 2017 年期间，以钢混结构非生产用房经济寿命年限为 50 年计算，截至本次评估价值基准日（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，截至评估基准日，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。

（二）区域内仓储租赁业务自然增速预测

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。苏州与上海同处长三角地区，均为区域内核心工业城市，上海市的经济及产业结构发展态势一般快于二线核心城市，对周边城市产业未来发展具有引领及带动作用。根据莱坊研究部发布的上海市 2017 年第四季度《工业市场报告》，截至 2017 年 12 月份，上海市制造业保持稳步增长的发展态势，催生对仓储的大量需求。自 2008 年以来，上海市物流仓储地产租金总体稳步增长，其中 2017 年第四季度以来保持快速升势，环比上涨 4.1%至每天每平方米人民币 1.51 元，环比增幅较上个季度增加 0.6 个百分点，其涨幅超过已经企稳的房屋租金。

物流仓储物业平均租金及环比涨幅



资料来源：莱坊研究部

(三) 租赁价格预测

近年来，物流设施一直是资本追逐的热点领域，但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性等。随着一线及周边热点二线城市的土地资源日益紧张，通过新建园区增加仓储面积的边际效益将下降，粗放发展模式正遇到土地资源瓶颈，标的公司周边的物流园区也逐步趋于饱和。

一是仓储租赁面积。根据标的公司与现有客户签订的租赁协议，标的公司的主要仓储资产均处于租赁状态，租赁面积情况具体如下：

仓库编号	租赁面积/㎡	承租客户	租赁期
A1	24,933.19	德邦物流	2017/03/15-2022/03/14
A2	17,720.28	德邦物流	2013/10/20-2018/09/30
A3	14,592.56	德邦物流	2017/09/01-2022/08/31
A4	3,600.48	德邦物流	2017/03/15-2022/03/14
B1	11,196.00	万隆华宇物流	2017/09/01-2020/08/31
B2	12,281.34	万隆华宇物流	2017/09/01-2020/08/31
B3	10,110.54	远成快运	2016/05/01-2020/11/30

二是历史租赁单价。根据标的公司与各时期客户签订的租赁协议，2013年1月至2017年9月期间，标的公司每个仓库实际发生的平均租金价格及物业管理费收入情况如下：

单位：元/平方米/天

市场及产品分类	历史发生数
---------	-------

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年1-9月
租赁收入					
B1库		0.395	0.548	0.599	0.351
B2库		0.259	0.290	0.599	0.423
B3库		0.372	0.558	0.562	0.582
A1库	0.607	0.635	0.635	0.604	0.695
A2库	0.523	0.646	0.710	0.674	0.660
A3库					0.853
A4库	0.607	0.635	0.596	0.473	0.685
管理费收入					
B1库		0.208	0.243	0.260	0.210
B2库		0.126	0.497	0.248	0.222
B3库		0.190	0.236	0.273	0.266
A1库	0.260	0.270	0.274	0.272	0.309
A2库	0.231	0.279	0.306	0.305	0.305
A3库					0.366
A4库	0.260	0.270	0.258	0.255	0.304

注：B1库 B2库 2017年单价下降的原因为承担了未摊完的优惠期的租金平摊。

三是未来租赁单价预测。本次评估以现有租赁合同期为基础，经调查近年来国内 CPI 指数情况、未来仓储运营可能出现的空置率等因素，预测未来仓储租赁单价变化情况。其中，对尚未到期的合同，以实际合同收入为准；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；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，以此确定收入增长率。

根据上述评估预测过程，考虑国内平均每年 2% 的 CPI 增速、设置 3.5% 的租赁空置率，预计标的公司 2023 年~2033 年的租金年增长率为 3%，2034 至预测期末的租金年增长率为 2.5%。对标的公司仓储设施租赁合同全部到期前各仓库的租赁单价预测如下：

单位：元/平方米/天

市场及产品分类	未来预测数						
	2017年10-12月	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
租赁收入							

B1 库	0.592	0.600	0.624	0.651	0.690	0.710	0.732
B2 库	0.592	0.600	0.624	0.651	0.690	0.710	0.732
B3 库	0.600	0.622	0.653	0.692	0.817	0.842	0.867
A1 库	0.679	0.701	0.728	0.757	0.788	0.888	0.938
A2 库	0.734	0.758	0.840	0.873	0.908	0.911	0.938
A3 库	0.776	0.786	0.818	0.851	0.885	0.909	0.938
A4 库	0.679	0.701	0.728	0.757	0.788	0.888	0.938
管理费收入							
B1 库	0.253	0.256	0.267	0.278	0.295	0.304	0.313
B2 库	0.253	0.256	0.267	0.278	0.295	0.304	0.313
B3 库	0.270	0.280	0.294	0.310	0.351	0.361	0.372
A1 库	0.296	0.306	0.318	0.330	0.343	0.382	0.403
A2 库	0.317	0.357	0.360	0.374	0.389	0.391	0.403
A3 库	0.333	0.337	0.351	0.365	0.379	0.390	0.403
A4 库	0.296	0.306	0.318	0.330	0.343	0.382	0.403

二、结合在手租赁合同、标的资产所处区位、物流仓储行业发展态势等，补充披露标的资产预测期内预测收入的可实现性

(一) 高端制造、消费升级等新经济增长，推动仓储物流行业快速发展

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，零售业推动高标准仓库需求，仓储租金呈稳步上涨趋势。高标准物流仓储供不应求，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。根据世邦魏理仕预测，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。近几年物流地产租金水平增长趋势如下：

地区	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

（二）标的公司地处物流重点区域，迎来良好发展机遇

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。

标的资产地处苏州市经济重镇相城区，相城区拥有五大功能片区，一是以高铁新城为核心，规划建设 130 平方公里的阳澄新区，将成为相城城市核心区域，并逐步打造成苏州新中心；二是以全面深化苏相合作为基础的国家级经济技术开发区片区，聚力发展高端智能装备制造；三是以省级高新区、望亭镇为基础的高新区片区，对照国家级高新区标准进行规划建设，聚力发展高新技术产业；四是以目前主城区为主的元和片区，聚力发展城市经济，向省级高新区迈进；五是依托阳澄湖三分之二水域，打造阳澄湖生态休闲旅游度假片区。通过五大功能片区建设，引领相城真正实现产业与城市融合发展，加快向国际化迈进。全区各类特色产业基地已初具规模，形成了渭塘汽车零部件、阳澄湖新材料、太平精密制造、元和文化创意及商务商贸、望亭和黄桥的智能制造等产业基地。

（三）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，保持主营业务收入稳步增长，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%。2015 年至 2017 年，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

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的控制、物流开发人才的特殊性以及合适投资标的稀缺等。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、租赁面积等因素，对租赁客户进行差别化定价，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。物流行业的重要特点就是要求迅速周转，改造及定制的物业大大满足了物流行业这一要求，大大节省了物流成本，因此客户愿意以略高于市场价格的租金水平签订期限较长的租赁合同。

3、依托客户基础获得较多长期租赁合同

标的公司所处的长三角区域是高端制造业基地和物流集散中心，区域优势明显，仓储物流行业发达，可供选择的大客户较多。标的公司通过优化客户结构、提供定制化的增值服务等方式稳固客户基础，客户维系能力较强。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，根据标的公司与现有客户签订的租赁协议，标的公司的主要仓储资产均处于租赁状态，主要合同的租赁期限可以排到 2020 年-2022 年。

综上，评估人员基于评估方法审慎确定标的资产各相关参数，结合在手租赁合同、标的资产所处区位、物流仓储行业发展态势等，合理评估标的资产竞争优势、未来收入增长速度等，据此得出标的资产的估值水平，预测期内对标的公司收入的预测是合理、可实现的。

经核查，评估师认为：本次交易评估营业收入预测涉及的重要参数及其预测依据主要包括租金单价、租赁面积、经营年限、国内 CPI 及仓储设施空置率等因素。结合在手租赁合同、标的公司所处区位、物流仓储行业发展态势等，预测期内对标的公司收入的预测是合理、可实现的。

反馈问题 17：申请文件显示，因本次评估为有限期，且公司无扩大再生产计划、故本次评估不考虑固定资产及其他资产的新增资产资本性支出。投资性房地产的日常维护费也通过营业成本—建筑结构维护费进行预测。请你公司：1) 补充披露营业成本—建筑结构维护费的预测依据和预测结果。2) 结合行业技术更新态势等，补充披露预测期内不考虑固定资产及其他资产新增资产资本性支出的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、“营业成本—建筑结构维护费”的预测依据和预测结果

报告期内，标的公司“营业成本-建筑结构维护费”主要包括物业的常规年检费、维护费用和非经常性维修支出等。2015年、2016年、2017年1-9月，标的公司建筑结构维护费分别为20.48万元、10.50万元和9.84万元，占营业成本的1.92%、0.93%、1.03%。

（一）静态维修费测算方式

根据《苏州市城市房屋征收评估技术规范》的规定，采用收益法评估时维修费用一般按照建造成本的2%。委评标的的建造成本经测算为16,762.05万元，年维修费用按此标准计算为335.24万元/年，预测期为40.02年，预测期内的维修费合计13,416.30万元。

（二）动态维修费测算方式

仓储物业实际使用过程中，房屋维修费的大小与物业的新旧程度、租赁时间、使用强度、租赁户的经营内容都密切相关。由于标的公司的物业分别于2013至2017年完工，建筑物的成新率较高，故实际经营中维修费较低。未来随着物业的老化，维修费用将逐年上升。因此，物业的出租率、出租面积及使用强度与标的公司营业收入相关性较强。

结合标的公司历史成本情况，结合2017年1-9月份实际情况，对未来“营

业成本-建筑结构维护费”进行动态预测。具体方法为：将预测期的销售收入乘以一定比例，作为每年预计的建筑结构维护费支出。考虑到未来房屋逐步老化等因素，维修费预计呈上升趋势，对建筑结构维护费占销售收入的比例确定为：2017年10月-2032年末为5%，2033年-2057年10月7日为5.5%。预测期内的维修费合计14,298.03万元，测算结果具体如下：

单位：万元

科目	2017年 10-12月	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
营业收入	839.47	3,434.13	3,600.39	3,762.64	3,965.47	4,169.10
建筑结构维护费	41.97	171.71	180.02	188.13	198.27	208.46
科目	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
营业收入	4,330.58	4,460.50	4,594.31	4,732.14	4,874.11	5,020.33
建筑结构维护费	216.53	223.02	229.72	236.61	243.71	251.02
科目	2029年	2030年	2031年	2032年	2033年	2034年
营业收入	5,170.94	5,326.07	5,485.85	5,650.43	5,819.94	5,965.44
建筑结构维护费	258.55	266.30	274.29	310.77	320.10	328.10
科目	2035年	2036年	2037年	2038年	2039年	2040年
营业收入	6,114.57	6,267.44	6,424.12	6,584.73	6,749.35	6,918.08
建筑结构维护费	336.30	344.71	353.33	362.16	371.21	380.49
科目	2041年	2042年	2043年	2044年	2045年	2046年
营业收入	7,091.03	7,268.31	7,450.02	7,636.27	7,827.17	8,022.85
建筑结构维护费	390.01	399.76	409.75	419.99	430.49	441.26
科目	2047年	2048年	2049年	2050年	2051年	2052年
营业收入	8,223.42	8,429.01	8,639.73	8,855.73	9,077.12	9,304.05
建筑结构维护费	452.29	463.60	475.19	487.06	499.24	511.72
科目	2053年	2054年	2055年	2056年	2057年10月7日	
营业收入	9,536.65	9,775.07	10,019.44	10,269.93	8,075.26	
建筑结构维护费	524.52	537.63	551.07	564.85	444.14	

根据《苏州市城市房屋征收评估技术规范》的规定，采用收益法评估时维修费用一般按建造费用的2%，按此预计的维修费合计为13,416.30万元，与本次评估实际计算差异882.03万元，差异率6.17%。随着房屋的使用年限增加相应的维护费用也会增加，由于业务收入是逐年上涨的，因此，按业务收入的一定比例计取维修费用与实际维修费用的发生更具有合理性。

二、结合行业技术更新态势等，补充披露预测期内不考虑固定资产及其他资产新增资产资本性支出的合理性

近年来，随着国内新兴经济的蓬勃兴起，大消费、高端制造等领域的生产、制造、流通活跃，带动物流行业快速发展。物流行业正发生深刻变化，业务模式、行业布局等方面的创新加快，主要聚焦于模式的创新。尽管物流行业提出了智慧物流的发展方向，目前仍处于前期探索阶段，尚未有明晰的业务模式，需要物流企业未来持续摸索。本次评估预测期内不考虑固定资产及其他资产新增资产资本性支出主要考虑以下几方面的因素：

（一）物流仓储的经营特点是前期投入大，后期投入较少

标的公司经营仓储租赁业务，运营特点是前期初始投入较大，主要是不动产投资，后期通过收取租金方式，逐步回收投入的成本并获取收益。与商业地产项目的运营方式类似，该类资产通常都采用有限期经营假设，具体根据主要资产的法定或经济寿命确定，且一般是较长的经营年限，在此前提下不再考虑主要资产的更新。

（二）物流园区的土地及建筑规划相对固定，改造或扩建可能性较小

标的公司地处长三角核心区域，当地政府对土地用途及建筑规划有严格的限制，标的公司建造经营场地受外部土地供应及所拥有土地规划容积率的限制。目前，标的公司的建筑物面积已接近到现有土地资源利用的极限，受建筑规划限制，改造或新建的可能性较小，故现有地块上没有新增不动产的空间。同时，由于苏州工业用地也日益稀缺，标的企业未来新取得土地扩建的不确定性较大且难以预测，故本次评估时未考虑新增主要资产。

综上，预测期内标的公司未考虑对主要资产更新和新增支出，相应地，收益预测中也是仅依据现有可出租资源进行测算，不考虑改良或新增可出租资源所带来的收益。同时，标的企业在预测有限期内运营过程中，会对管理用的办公设备及其他零星小型设备设施进行更新，此类设备设施经济寿命短，更新周期基本与经济寿命相符，这类设备的更新支出已单独在“固定资产资本性支出”科目进行预测，不属于“投资性房地产”范畴。因此，标的公司预测期内不考虑增加园区土地面积、仓储固定资产等具有合理性。

经核查，评估师认为：标的公司营运涉及的主要成本是房屋及土地折旧摊

销等，建筑结构维护费预测主要涉及日常维护、消防绿化以及少量非经常性维修等细项科目，该项费用的预测依据和预测结果是合理的。经对行业技术更新态势等进行深入分析，预测期内标的公司不考虑新增土地、仓储租赁面积、仓储固定资产等资本项目支出，具有一定的合理性。

反馈问题 18：申请文件显示，1) 上海普洛斯业绩承诺期满后，可要求修改协议，提高相关管理费用或终止协议；2) 受管理品牌、有效的成本管控等影响，标的资产租赁业务的毛利率远高于同行业上市公司水平。请你公司补充披露如上海普洛斯业绩承诺期满退出标的资产的管理对标的资产未来主要业务持续经营的影响，并量化分析上述因素对本次交易作价的影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、交易完成后上市公司对标的保持控制权，受托管理方对未来持续经营及交易估值的影响较小

本次交易完成后，上市公司将标的公司纳入合并报表范围，对标的公司拥有控制权。考虑到维持标的公司现有客户及业务稳定的同时保证标的公司资产的使用效率，经交易双方协商确定，业绩承诺期内标的公司将继续委托上海普洛斯管理。

本次交易完成后，上市公司将采取一系列措施，确保上市公司对标的公司的控制，同时加强业务协同，促进标的公司持续稳健经营。目前，仓库资源是飞力达自身业务转型升级的核心资源，以不断完善综合化供应链物流服务体系并实现满足不同客户需求的服务平台。本次交易完成后，标的公司现有客户可以续租仓库设施，以保持业务延续性和客户关系的稳定性，增强优质客户粘性；同时上市公司亦将逐步将部分仓储资源自用于制造业综合物流服务，既减少标的公司寻找替代客户承租的不稳定性，亦满足上市公司转型升级战略目标的实现。

按照现有委托管理协议，标的公司分别按照租金收入 3%、物业收入 3%、资产历史成本的 0.5%，向上海普洛斯支付管理费。该委托经营管理服务主要包括招租及运维，原则上基于上市公司与普洛斯的战略合作，存在市场需求的情况下，标的公司将维持委托上海普洛斯运营管理。如未来上海普洛斯退出，由于物流地产系成熟市场，标的公司亦能够通过市场服务予以补位。另一方面，本次交

易的主要目的，即上市公司为实现转型升级战略收购优势区位的成熟仓储资产，未来标的公司仓储资产将全部由上市公司接管经营，因此，若上海普洛斯退出标的公司经营管理，不会影响标的公司的持续经营能力。

本次交易安排，交易双方以标的公司效益最大化为原则进行友好协商。承诺期满后，虽上海普洛斯可要求修改协议，提高相关管理费用或终止协议，但上市公司对业务拥有控制权，掌握经营管理主动，不会因此而导致标的公司经营管理发生实质性变动。由于标的公司的运营管理业已成熟，且承诺期内上市公司派出执行董事、财务负责人等参与管理，因此即使到期终止协议其影响也较小。经量化分析，若未来上海普洛斯提出或者因更换其他管理服务供应商而导致标的公司委托管理费用变化，假设管理费率变化区间为-10%~10%，对估值的影响较小。具体测算过程如下：

单位：万元

当前估值	管理费变动	变动后估值	较当前估值变动	影响比率
39,500	10%	39,284.30	-249.26	-0.63%
39,500	5%	39,408.52	-125.04	-0.32%
39,500	3%	39,458.21	-75.35	-0.19%
39,500	0%	39,533.56	-	0.00%
39,500	-3%	39,607.27	73.71	0.19%
39,500	-5%	39,656.96	123.40	0.31%
39,500	-10%	39,781.18	247.62	0.63%

二、标的公司维持较高的毛利率，与行业特点、区位优势、管理成熟度等关联度较大，而普洛斯管理品牌的影响较小

标的公司专注于经营仓储租赁业务，近年来在制造业、电商等迅猛发展的推动下，物流行业整体发展较好。标的公司较早布局和开展仓储物流业务，近年来受行业需求增加、区域环境优越、运营管理成熟等有利因素的影响，加上标的公司通过提供优质的仓储租赁服务、优化客户结构，使得标的公司主营业务收入稳步增长和毛利率维持在较高水平。

标的公司物业类型包括定制仓库和标准仓库，目前拥有仓储物流仓库 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，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，除个别仓库刚

投入使用外，2017 年毛利率在 50% 以上；B 系仓库为标准仓库，标的公司一般不进行改造，或由租赁客户自费改造，租赁价格较 A 系仓库稍低，2017 年毛利率维持在 35%-50%。因此，标的公司维持较高的毛利率，与行业特点、区位优势、管理成熟度等关联度较大，而对普洛斯品牌的依赖程度较小。

上市公司通过收购标的公司，可以学习普洛斯先进的仓储资源运营管理经验，实现优势互补、相互协同，进一步提升上市公司在高端综合物流服务领域的的能力，即使未来不再委托普洛斯对标的公司进行运营管理，上市公司亦有能力持续强化对标的公司的控制并保持其稳健经营。

经核查，评估师认为：若未来上海普洛斯业绩承诺期满退出标的资产的管理，对标的资产未来主要业务持续经营不存在重大影响；经量化分析，未来若上海普洛斯提出或者因更换其他管理服务供应商而导致标的公司委托管理费用变化，对本次交易作价的影响较小。

反馈问题 19：申请文件显示，标的资产原为普洛斯集团子公司并借助普洛斯集团拓展业务并保持业务稳定增长。请你公司结合交易完成后业务拓展能力，补充披露业绩承诺的可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

本次交易，巴巴多斯普洛斯承诺标的公司未来三年的净利润如下：2018 年、2019 年、2020 年扣除非经常性损益前后孰低的净利润分别不低于人民币 1,004 万元、1,103 万元、1,201 万元。如果标的公司未能在 2018 年完成交割，则利润承诺年度相应顺延一年，即 2019 年、2020 年、2021 年扣除非经常性损益前后孰低的净利润分别不低于人民币 1,103 万元、1,201 万元、1,363 万元。

一、在手合同稳定，基本能覆盖承诺期及承诺业绩

本次交易业绩承诺的期限为 2018 年、2019 年和 2020 年，若延后一年则为 2019 年、2020 年和 2021 年。根据标的公司与现有客户签订的租赁协议，标的公司的主要仓储资产均处于租赁状态，租赁到期日分布于 2018 年、2020 年、2022 年，基本覆盖业绩承诺期间。2018 年到期的合同是德邦物流 A2 库，由于是定制化仓库，到期更换或搬迁的可能性较小。标的公司正加快与德邦物流协商续签租赁合同。各仓库租赁面积情况具体如下：

仓库编号	租赁面积/m²	承租客户	租赁期
A1	24,933.19	德邦物流	2017/03/15-2022/03/14
A2	17,720.28	德邦物流	2013/10/20-2018/09/30
A3	14,592.56	德邦物流	2017/09/01-2022/08/31
A4	3,600.48	德邦物流	2017/03/15-2022/03/14
B1	11,196.00	万隆华宇物流	2017/09/01-2020/08/31
B2	12,281.34	万隆华宇物流	2017/09/01-2020/08/31
B3	10,110.54	远成快运	2016/05/01-2020/11/30

二、仓储行业租赁合同稳定性较好，有利于保持业绩稳定

物流企业在确定拟签约的租赁仓库时，会综合考虑物流起运地、终端客户所在地、交通便利、仓储设施、服务质量等，一旦确定后不会轻易变更，因此物流企业的粘性普遍较高，签订的租赁合同期限一般为 3-5 年，短期内就搬迁的可能性较小。目前，标的公司在手的合同期限均在 3-5 年，后续补充签订的租赁合同将维持较长期限，有利于标的公司业绩稳定。

三、承诺利润水平系根据评估数据审慎得出，预测较为稳健和合理

本次交易，承诺净利润的数据依托现有租赁合同，根据评估数据审慎测算得出，具体包括营业收入、营业成本、费用等，预测的过程及内容具有合理性。本次交易评估系基于市场实际情况对标的资产进行评估，综合考虑了资产收益年限、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。

对标的公司未来业绩的盈利情况预测如下：

单位：万元

项目	2017 年 10-12 月	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
一、营业收入	839.47	3,434.13	3,600.39	3,762.64	3,965.47
其中:主营业务收入	839.47	3,434.13	3,600.39	3,762.64	3,965.47
其他业务收入	-	-	-	-	-
减:营业成本	394.52	1,583.16	1,600.03	1,616.80	1,584.29
其中:主营业务成本	394.52	1,583.16	1,600.03	1,616.80	1,584.29
其他业务成本	-	-	-	-	-
税金及附加	90.77	381.39	398.14	412.77	431.41
营业费用	-	-	-	-	-
管理费用	33.23	131.89	132.28	132.66	133.11

项目	2017年10-12月	2018年	2019年	2020年	2021年
财务费用	-	-	-	-	-
减:资产减值损失	-	-	-	-	-
加:公允价值变动净收益	-	-	-	-	-
投资收益	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
二、营业利润	320.94	1,337.68	1,469.94	1,600.40	1,816.66
加:营业外收入	-	-	-	-	-
减:营业外支出	-	-	-	-	-
三、利润总额	320.94	1,337.68	1,469.94	1,600.40	1,816.66
所得税税率	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
减:所得税费用	80.23	334.42	367.49	400.10	454.16
净利润	240.70	1,003.26	1,102.46	1,200.30	1,362.49

对照盈利预测目标，标的公司已完成 2017 年 10-12 月的净利润目标；2018 年 1-6 月，标的公司已完成 2018 年全年盈利预测目标的 60%，承诺业绩的实现不存在重大不确定性。

经核查，评估师认为：上市公司对本次交易前后进行了全面评估和分析，明确了标的公司交易完成后的业务发展计划，标的公司将继续保持持续稳健经营，业绩承诺具有可实现性。

反馈问题 20：申请文件显示，望亭普洛斯本次收益法评估折现率为 8.54%。请你公司：1）进一步补充披露收益法评估折现率相关参数（无风险收益率、市场期望报酬率、 β 值、特定风险系数等）取值依据及合理性。2）结合市场可比交易折现率情况，补充披露折现率取值的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、补充披露收益法评估折现率相关参数（无风险收益率、市场期望报酬率、 β 值、特定风险系数等）取值依据及合理性

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_f ：无风险收益率；

R_{pm} ：市场风险溢价；

β_L ：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。

具体评估折现率相关参数取值依据如下：

（一）无风险收益率

投资者持有国债到期不能兑付的风险很小，一般可以忽略不计，故国债收益率通常被认为是无风险收益率。本次估值，采用同花顺 iFind 资讯系统评估基准日所披露的债券市场收益率，将距离到期超过 10 年的中长期国债平均到期收益率 3.62% 作为无风险报酬率。

（二）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。根据行业惯例，参考金融学家 Aswath Damodaran 有关风险溢价的研究结果，市场风险溢价包括两方面：成熟的金融市场风险溢价、国别不同所产生的国家风险溢价。即，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。

1、成熟股票市场的基本补偿额。取成熟市场美国 S&P500 指数 2016 年与国债的算术平均收益差 5.69%。

2、国家风险补偿额 = 国家违约补偿额 \times (σ 股票 / σ 国债)。其中，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%； σ 股票 / σ 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。

由此得出，市场风险溢价 $R_{pm} = 5.69\% + 0.70\% \times 1.23 = 6.55\%$ 。

（三）系统风险系数 β 值

根据被评估单位的业务特点，通过同花顺 iFind 资讯系统查询 8 家可比上市公司的 β_u 值。其中，交易日期自 2016 年 10 月 1 日至 2017 年 9 月 30 日，收益

率计算方法采用对数收益率，选取的标的指数为沪深 300。

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
系统风险计算公式（注）	$\beta_L = \left[1 + (1 - t) \times \frac{D}{E} \right] \times \beta_\mu$

注：系统风险系数的参数包括：（1） β_L ：有财务杠杆的权益的系统风险系数；（2） β_μ ：无财务杠杆的权益的系统风险系数；（3） t ：被评估企业的所得税税率；（4） D/E ：被评估企业所在行业的目标资本结构。

截至评估基准日，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 $\beta_L = 0.6754 \times [1 + (1 - 25\%) \times 0] = 0.6754$ 。

（四）特定风险系数

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，企业所处的长三角地区为经济发展较快地区，公司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%。

（五）计算结果

根据上述已知数据，计算 K_e 结果为

$$\begin{aligned}
 K_e &= R_f + R_{pm} \times \beta + a \\
 &= 3.62\% + 6.55\% \times 0.6754 + 0.5\% \\
 &= 8.54\%
 \end{aligned}$$

二、结合市场可比交易折现率情况，补充披露折现率取值的合理性

经查询 WIND 系统等数据，目前公开市场上尚无类似的股权收购项目，考虑到标的公司的营业收入均来自出租所持投资性房地产物业产生的收入，评估人员从公开市场上选取了以收益法评估房地产项目的估值报告，摘录其中列示的折现率情况，该部分案例的折现率范围在 6% 至 8.92% 之间，平均折现率为 7.36%，本次交易按照测算结果 8.54% 作为折现率具有合理性。具体如下：

序号	项目名称	评估基准日	报告日期	折现率
1	传化物流集团有限公司拟了解下属公司投资性房地产公允价值评估项目资产评估报告	2016/12/31	2017/6/16	8.92%
2	国美通讯设备股份有限公司拟核实资产价值涉及的投资性房地产评估咨询报告	2016/12/31	2017/10/24	6%
3	兰州亚太工贸集团拟以拥有的兰州新区办公用房代偿海南亚太实业发展股份有限公司债务涉及的单项资产价值评估报告	2016/11/30	2016/12/24	8%
4	天虹商场股份有限公司拟购置南昌莱蒙都会商业中心（B8 地块）相关物业项目评估报告	2016/9/30	2016/11/19	6.53%
平均值				7.36%

经核查，评估师认为：本次交易结合市场可比交易折现率情况，采用收益法进行评估，折现率的相关参数（无风险收益率、市场风险溢价、 β 值、特定风险系数等）取值合理，经进一步复核和印证，收益法折现率具有合理性。

（此页无正文，为《江苏中企华中天资产评估有限公司对江苏飞力达国际物流股份有限公司关于〈中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书〉的回复说明之专项核查意见》之签字盖章页）

法定代表人：_____

谢肖琳

签字评估师：_____

谢顺龙

郑超

江苏中企华中天资产评估有限公司

年 月 日