

上海东洲资产评估有限公司
关于大连大杨创世股份有限公司重大资产出售
及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交
易行政许可项目审查
一次反馈意见之回复

中国证券监督管理委员会：

根据贵会于 2016 年 5 月 20 日下发的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书（160793 号）》（以下简称“《反馈意见》”）的要求，上海东洲资产评估有限公司（以下简称“本公司”、“评估公司”）就《反馈意见》要求评估师核查和发表意见的事项进行了认真核查、逐项落实。现针对贵会《反馈意见》回复如下：

如无特别说明，本回复中的简称与《大连大杨创世股份有限公司重大资产出售及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》中“释义”所定义的简称具有相同含义。

目录

问题十九：申请材料显示，2013 年—2015 年，圆通速递毛利率呈逐年下降趋势；收益法评估中，预测期毛利率水平将进一步降低。请你公司：1) 结合报告期圆通速递主要业务单位定价及与同行业的比较情况，补充披露圆通速递报告期定价合理性及未来价格稳定性。2) 结合快递行业市场竞争、圆通速递市场拓展、快递业务成本构成变动趋势、报告期毛利率变动、派送费对毛利率的影响等，补充披露收益法评估中预测期及稳定期毛利率水平的确定依据及合理性。3) 结合报告期及预测期圆通速递毛利率下降趋势，补充披露毛利率降低对交易完成后上市公司持续经营能力的影响。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。	3
问题二十一：申请材料显示，本次交易评估采用收益法和市场法两种方式对圆通速递进行评估，以收益法评估结果作为作价依据，其中 2016 年营业收入的增长率为 56.25% 。请你公司补充披露收益法评估中：1) 预测期快递业务收入的具体构成情况，与报告期是否存在差异，如存在，补充披露差异的原因及合理性。2) 2016 年营业收入增长率高于业务完成量增长率的原因及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见 。	21
问题二十二：申请材料显示，圆通速递收益法评估预测中，对于资本性支出假设未来经营规模不发生大规模变化，同时考虑了目前正在建的工程项目情况。请你公司结合报告期圆通速递中转中心及运输设备产能利用率情况，补充披露资本性支出预测与未来收入规模的匹配性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。	23
问题二十三：申请材料显示，本次交易选取递家物流、联畅物流、天图物流、春风物流、佳捷物流和德邦股份作为可比公司，通过 P/E 比率乘数、EBIT 比率乘数、EBITDA 比率乘数和 P/B 比率乘数进行估值 。请你公司补充披露：1) 四种比率乘数的选取依据，以及以四种比率乘数结论的平均值作为市场法评估结果的依据及合理性。2) 结合对比公司与圆通速递的可比性，包括但不限于公司规模、发展阶段、资本结构、快递业务定位等，补充披露未对本次交易测算的财务指标进行修正的原因及合理性，对市场法评估结果的影响。3) 结合可比公司、可比交易价值比率的比较分析，补充披露本次交易估值的公允性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见 。	29

问题十九：申请材料显示，2013 年—2015 年，圆通速递毛利率呈逐年下降趋势；收益法评估中，预测期毛利率水平将进一步降低。请你公司：1）结合报告期圆通速递主要业务单位定价及与同行业的比较情况，补充披露圆通速递报告期定价合理性及未来价格稳定性。2）结合快递行业市场竞争、圆通速递市场拓展、快递业务成本构成变动趋势、报告期毛利率变动、派送费对毛利率的影响等，补充披露收益法评估中预测期及稳定期毛利率水平的确定依据及合理性。3）结合报告期及预测期圆通速递毛利率下降趋势，补充披露毛利率降低对交易完成后上市公司持续经营能力的影响。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

答复：

（一）结合报告期圆通速递主要业务单位定价及与同行业的比较情况，补充披露圆通速递报告期定价合理性及未来价格稳定性

1、报告期内圆通速递平均单价变动符合行业趋势

根据国家邮政局公布的快递行业业务量及业务收入数据，快递行业历年平均单价变动趋势如下：

单位：亿件，亿元，元/件

	2015 年度	2014 年度	2013 年度
快递业务量	206.7	139.6	91.9
快递业务收入	2,770	2,045	1,442
平均单价	13.40	14.65	15.69
单价变动幅度	-8.53%	-6.63%	-15.37%

数据来源：国家邮政局。

报告期内，圆通速递主要业务单位定价情况如下：

单位：元/票

	2015 年度	2014 年度	2013 年度
单票面单费	0.91	1.16	1.24
单票中转费	1.46	1.62	2.34
单票派送费	1.40	1.43	1.43

	2015 年度	2014 年度	2013 年度
单票快递业务收入	3.82	4.28	5.15

如上表所示，2013 年度、2014 年度和 2015 年度，圆通速递单票快递业务收入分别为 5.15 元/票、4.28 元/票和 3.82 元/票，呈逐年下降趋势，与我国快递行业平均单价变动趋势一致。

2、圆通速递平均单价与同行业快递公司对比情况

截至目前，我国主要快递企业均为非上市公司，相关业务、财务数据难以从公开渠道获取。本次主要选取近期公开披露了相关信息的申通快递和顺丰速运，与报告期内圆通速递快递业务收入单价进行对比如下：

单位：元/票

	2015 年度		2014 年度		2013 年度
	金额	增幅	金额	增幅	金额
圆通速递单票快递业务收入 ^{注1}	3.82	-10.75%	4.28	-16.89%	5.15
申通快递平均单价 ^{注2}	2.92	20.16%	2.43	-27.25%	3.34
顺丰速运平均单价 ^{注3}	23.81	1.23%	23.52	-2.49%	24.12

注 1：圆通速递单票快递业务收入=圆通速递快递业务收入/快递业务完成量

注 2 数据来源：《浙江艾迪西流体控制股份有限公司重大资产出售并发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》

注 3 数据来源：《马鞍山鼎泰稀土新材料股份有限公司重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》

由于圆通速递与该等可比公司在网络发展、成本结构、细分市场等方面均体现出各自不同的定位和差异，上述平均价格的对比不具备参考性。我国快递行业存在加盟和直营两类经营模式，其中，以顺丰速运为代表的快递企业采用直营模式，以圆通速递与申通快递为代表的快递企业采用加盟模式，具体分析如下：

（1）加盟模式与直营模式存在明显差异

加盟模式系由快递企业搭建业务平台，并协同大量的加盟商共同组建快递网络的模式。快递企业将自己所拥有的商标、商号、经营模式等以加盟合同的形式授予加盟商使用，加盟商按合同规定在快递企业统一的业务模式下从事经营活动，并接受快递企业的培训和管理，属于相对轻资产的发展模式。

直营经营模式系由快递企业总部掌管所有权和经营权，由总部对各地区网点、资源集中领导、统筹规划的经营模式。直营模式实行统一的核算制度，各直营网点实行标准化经营管理。快递直营中总部控制了所有的快递节点，包括干线运输、枢纽中转场、支线运输和落地配送，收派件取得的收入、发生的成本，人员福利、购置车辆等都纳入总部统一结算，属于重资产的发展模式。

（2）加盟模式之间亦存在差异

不同快递企业所采用的加盟模式亦存在一定差异，主要体现在加盟网络体系层级设置、加盟商业务覆盖区域规模等方面。以圆通速递为例，目前采用了枢纽转运中心自营化与终端加盟网络扁平化的运营模式。枢纽转运中心自营化，是指跨区域快件的中转由圆通速递在全网进行协调，并主要由圆通速递的自营枢纽转运中心负责，具有对服务网络控制力强、网络相对稳定等优势；终端加盟网络扁平化，是指加盟商数量多、单一加盟商的业务覆盖范围小，加盟商由圆通速递直接进行管控，从而有效减少管理层级。

3、圆通速递报告期内定价的合理性

（1）圆通速递面单费、中转费和派送费的定价模式

圆通速递面单费和派送费系按照统一收费标准按票计价收取；中转费收入的收费标准主要基于快递中转相关成本的下降空间综合市场情况确定，不同转运线路按照相应的计价规则其收费标准亦存在一定的差异。

圆通速递的快递业务收入主要包括面单费、派送费和中转费收入，具体收费标准如下：

（1.1）面单费收入

面单费收入系揽件加盟商需预先向圆通速递申购快递面单时支付的面单费；圆通速递所销售面单在全网范围内依照统一收费标准按票计价收取。

（1.2）派送费收入

派送费系指为平衡全网，提高各派送网点的派送质量，所有揽件加盟商须支付派送加盟商的快件派送费用；派送费由圆通速递向揽件加盟商依照统一收费标准按票计价收取，待快递服务完成后再由圆通速递与下游派件加盟商结算转付。

（1.3）中转费收入

中转费收入指快递收入中由转运环节享有的收入，系圆通速递通过向揽件加盟商提供跨区域的快件转运及区域内的快件集散及转运、航空提发货等服务所获取的收入。

中转费收入的基本计价规则由圆通速递总部价格管理部门根据转运线路、快件时效和重量等影响参数进行预设，并在全网业务及财务信息系统内进行统一录入与维护；中转费收入的收费标准主要依据市场情况确定，不同转运线路按照相应的计价规则其收费标准亦存在一定的差异，基于圆通速递总体快递中转相关成本的下降空间，圆通速递网络管理中心各省区有权根据各地市场竞争情况、加盟商与转运中心的区位情况、加盟商业规模 and 交通基础设施情况等客观条件，对中转费收入标准提出调整申请，由总部价格管理部门审批通过后执行。

面单费、派送费和中转费收入共同构成了圆通速递完整的现行快递业务收入体系，其中面单费和派送费收入的收费标准相对较为刚性，而圆通速递主要基于快递中转相关成本的下降空间综合市场情况确定中转费收入的收费标准，有利于圆通速递统筹兼顾加盟网络中各地区不同的客观条件，采取较为可行、有利的发展策略，实现对于各地加盟网络的精细化管理，提升各地快递业务的竞争力；同时，亦有利于圆通速递采取灵活的应变措施，以适应快递市场快速的市场变化。

综上所述，圆通速递面单费和派送费系按照统一收费标准按票计价收取；中转费收入的收费标准主要基于快递中转相关成本的下降空间综合市场情况确定，不同转运线路按照相应的计价规则其收费标准亦存在一定的差异。

（2）圆通速递报告期内单价变动合理性

2013 年度、2014 年度和 2015 年度，圆通速递快递业务单票收入分别为 5.15 元/票、4.28 元/票、及 3.82 元/票，呈逐年下降趋势。2014 年度和 2015 年度分别较上年下降 16.96% 和 10.67%，其中，各年度单票派送费基本保持稳定，主要系单票面单费和单票中转费

的逐年降低带动了整体快递业务单票收入的下降趋势。

报告期内圆通速递快递业务单票收入构成情况如下：

单位：元/票

项目	2015年度		2014年度		2013年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
单票面单费	0.91	23.75%	1.16	27.12%	1.24	24.04%
单票中转费	1.46	38.09%	1.62	37.76%	2.34	45.38%
单票派送费	1.40	36.56%	1.43	33.38%	1.43	27.69%
单票其他收入	0.06	1.60%	0.07	1.74%	0.15	2.89%
单票快递业务收入	3.82	100.00%	4.28	100.00%	5.15	100.00%

如上表所示，报告期内快递业务单票收入主要包括单票面单费、单票中转费、单票派送费和单票其他收入，其中单票其他收入主要包括单票重点客户营销收入和单票货代业务收入等，报告期内占单票快递业务收入的比重分别为 2.89%、1.74%和 1.60%，占比较小且逐年下降。

报告期内，快递业务单票收入的下降趋势主要受单票面单费、单票中转费和单票派送费的变动影响：

其中，各年度单票派送费基本变动幅度较小，保持稳定。

各年度单票面单费呈下降趋势，主要系由于：①单价较低的电子面单占比不断提高；②圆通速递在报告期内对于面单费单价进行了一定幅度下调。

各年度单票中转费亦呈下降趋势，主要系由于：圆通速递中转费收入的收费标准主要基于快递中转相关成本的下降空间综合市场情况确定。报告期内，在单票快递成本下降的基础上，为支持加盟商业务的发展，保持圆通速递快递业务的竞争力，适应快递市场的发展态势，圆通速递对中转费的收费标准进行了一定幅度的下调。

综上所述，报告期内快递业务单票收入的下降具备合理性。报告期内圆通速递快递业务单票价格中，单票派送费基本保持稳定，单票面单费、单票中转费的变动合理。

4、圆通速递未来价格的稳定性

预测期及稳定期内圆通速递快递业务单票价格具体情况如下：

单位：元/票

	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	稳定期
单票面单费	0.84	0.83	0.83	0.82	0.82	0.82
单票中转费	1.26	1.18	1.14	1.11	1.10	1.10
单票派送费	1.79	1.79	1.79	1.79	1.79	1.79
单票快递业务收入	3.91	3.82	3.76	3.73	3.71	3.71

（1）单票面单价格的稳定性

预测期内，单票面单费预计仍将延续报告期的下降趋势，但下降幅度逐渐放缓，具体预测情况如下：

1) 电子面单、纸质面单占比

圆通速递所销售面单可按载体形式不同区分为电子面单和传统纸质面单，较纸质面单相比电子面单成本较低，而信息化程度较高，有利于圆通速递整体业务效率的提升。自 2014 年以来圆通速递即开始大力推广电子面单的使用，未来预计圆通速递将持续推进电子面单的使用；

然而，由于电子面单需配置相应专门打印设备，考虑到设备的固定成本，部分规模以下加盟商网点仍将会保持传统面单的使用习惯。

根据历史数据，2015 年度圆通速递的电子面单占比已达到 50%以上，随着业务完成量的整体增长以及电子化、自动化操作的推广，预计未来电子面单占比将进一步上浮，此趋势至 2020 年以后维持稳定。

预测期和稳定期圆通速递电子面单和纸质面单的占比情况如下表所示：

	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	稳定期
电子面单占比	70%	72%	74%	76%	78%	78%
纸质面单占比	30%	28%	26%	24%	22%	22%

2) 电子面单、纸质面单单价预测

报告期内，圆通速递纸质面单单价总体呈下降趋势，降幅逐年趋缓，一方面系由于随着整体业务规模的不断扩大，规模效益日益凸显；另一方面，受企业信息化水平提升、路由设计优化和转运效率提升等有利因素影响，圆通速递单票快递成本亦有所下降，基于互利共赢的合作模式，圆通速递对于面单单价进行了合理下调。由于电子面单物料成本及普及推广考虑，电子面单单价在推出之初即采用了较传统面单更低的价格水平，报告期内定价水平基本稳定。

未来快递行业的发展重点将从规模增长向完善产品结构、提升服务质量转移。报告期内，圆通速递业已推出“承诺达”等时效产品，未来将依托自有航空公司，进一步提升现有快递业务的时效水平和服务质量，同时开拓时效性要求更高的商务件快递市场，并进一步完善产品结构，满足诸如冷链食品、药品、化妆品、鲜花等高附加值产品的寄递需求。该等因素均将有利于圆通速递面单单价的提升。

基于以上因素综合考虑，本次评估未来预测电子面单及纸质单价水平均系基于圆通速递现有面单定价水平，按照电子面单 0.8 元/票（税前），纸质面单 1.1 元/票（税前）的进行预测，不考虑面单单价的上升变化。

预测期和稳定期圆通速递电子面单和纸质面单的单价情况如下表所示：

单位：元/票

	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	稳定期
电子面单单价	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
纸质面单单价	1.04	1.04	1.04	1.04	1.04	1.04

（2）单票中转费价格的稳定性

预测期内，单票中转费预计仍将保持下降趋势，但下降幅度逐年放缓，具体预测情况如下：

1) 航空件、陆运件占比

根据报告期内，圆通速递航空件占比不高，主要系因圆通速递目前寄递快递仍以电商件为主，与商务件相比电商件对于快递的时效性要求相对较低，故而较少采用航空方式进行运输。

随着快递行业的发展趋势从规模增长向完善产品结构、提升服务质量转移，提升现有快递业务的时效水平和服务质量、开拓商务件快递市场、完善高附加值产品结构及拓展海外快递市场均有赖于航空运输方式。

考虑到圆通速递现有产品结构，结合管理层未来发展计划，本次评估预测航空件占比将以较小幅度平稳提升。

预测期和稳定期圆通速递航运件、陆运件占比情况如下表所示：

单位：元/票

	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	稳定期
航运件占比	12.60%	14.00%	15.00%	16.00%	17.00%	17.00%
陆运件占比	87.40%	86.00%	85.00%	84.00%	83.00%	83.00%

2) 航空件、陆运件单价预测

考虑到未来圆通速递业务规模的持续扩大，规模效应和管理效应显现，本次评估预测未来陆运件单件中转费收入呈下降趋势；但考虑到转运中心资产折旧、场地租金及运费等成本的下调空间有限，预计未来单票中转费的下降幅度将逐步放缓。

同时，由于目前圆通速递航空件业务规模仍保持较低水平，预计未来随着时效产品、商务件以及海外快递服务等依赖于航空运输的快递产品不断推出，航空件单票中转费收入将呈小幅上升趋势。

预测期和稳定期圆通速递航运件、陆运件占比情况如下表所示：

单位：元/票

	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	稳定期
航运件单价	2.21	2.25	2.27	2.27	2.27	2.27
陆运件单价	1.12	1.01	0.94	0.89	0.86	0.86

(3) 单票派送费收入的稳定性

预测期内单票派送费收入保持不变。单票派送费主要依据圆通速递现行派送费收入收费标准进行预测，同时，亦考虑了根据圆通速递的发展战略，预测期内进一步加大全网加盟商利益平衡的因素。具体情况如下：

圆通速递构建了通达全国的高效稳定的快递网络，由于各地加盟商所处经营区域的区位因素存在一定差异，不同加盟商所处发展阶段及面临的竞争环境亦不尽相同，圆通速递与加盟商建立了互利共赢的合作关系，通过各项网点中转费补贴措施，以及与之相适应的严格的加盟商补贴考核和发放机制，建立了较为完善的全网利益平衡机制，对地理位置偏远、自然环境恶劣、交通基础设施落后等区域的加盟商派送业务进行补贴扶持。

根据圆通速递的业务发展战略，预测期内将进一步加大全网利益平衡的力度，扩大加盟商网点补贴范围、提高补贴标准，进而推进快递服务网络纵深覆盖，保障快递服务网络稳定性，持续升级服务品质，提升客户体验。

在该等全网利益平衡机制下，向揽件加盟商收取的收入，通过圆通速递严格的加盟商补贴考核和发放机制后，将转付给下游结算加盟商；预测期内，根据圆通速递现行收入政策，按照相同金额计入派送费收入和派送费支出进行预测。预测派送费收入和预测派送费支出金额相同，仅对预测期和稳定期的各项财务指标产生影响，而不实际影响预测期和稳定期的预测现金流。

综上所述，预测期五年内单票快递业务收入仍呈现逐年下降趋势，但变动幅度将逐渐放缓，未来快递业务单票价格将趋于稳定水平，预测结果具备合理性。

（二）结合快递行业市场竞争、圆通速递市场拓展、快递业务成本构成变动趋势、报告期毛利率变动、派送费对毛利率的影响等，补充披露收益法评估中预测期及稳定期毛利率水平的确定依据及合理性

预测期内，圆通速递毛利率水平如下：

单位：万元、%

	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	稳定期
营业收入	1,890,059.43	2,534,414.89	3,234,946.89	3,935,216.57	4,608,143.16	4,608,143.16
营业成本	1,669,511.39	2,261,147.12	2,910,288.76	3,566,406.13	4,198,954.52	4,198,954.52
毛利润	220,548.04	273,267.77	324,658.13	368,810.44	409,188.64	409,188.64
毛利率	11.67%	10.78%	10.04%	9.37%	8.88%	8.88%

如上表所示，预测期内毛利率水平呈逐年下降趋势，下降幅度逐渐放缓。其预测合理性分析如下：

1、快递行业市场竞争情况

目前，我国主要快递企业的市场份额仍较为接近。圆通速递的主要竞争对手包括邮政速递、顺丰速运、申通快递、中通快递、韵达快递、百世快递等国内快递企业，其中邮政速递和顺丰速运所承运的快件以商务件为主，专注于注重时效的中高端快递市场；在国际及港澳台快递业务领域，圆通速递也在一定程度上面临来自 UPS、DHL、FedEx 等国际邮政企业的竞争。

另一方面，得益于电子商务市场的持续增长、中西部地区及农村地区快递网络的逐渐完善以及跨境电商寄递业务的规模化发展等积极因素影响，我国快递行业前景十分广阔，潜在市场空间巨大。

总体而言，快递行业竞争态势不减，但仍存在较大的业绩增长空间，圆通速递预测期内毛利率下降趋势放缓具备合理性。

2、圆通速递市场拓展情况

（1）圆通速递领先的运营模式将继续保障快递网络的不断拓展和高效运营

圆通速递采用枢纽转运中心自营化和终端加盟网络扁平化的运营模式，实现了对整体快递网络的高效管控，保障了网络的稳定性和灵活性。圆通速递遍布全国的自营枢纽转运中心是连接快递服务网络中庞大的加盟商终端网络的枢纽，保障了圆通速递对快递服务网络的总体管控和协调能力；同时，圆通速递的加盟商网络整体呈扁平化架构，加盟商数量多、单一加盟商的业务覆盖范围小，圆通速递得以直接对分散在全国各地的加盟商进行统筹管控，保证圆通速递对加盟商网络的控制力和对加盟商管理的灵活性。圆通速递领先的运营模式将保障其以较低成本、较快速度实现快递网络的不断拓展和高效运营。

（2）圆通速递将借助自有航空资源不断完善快递产品结构，开拓多元化的创新产品

圆通速递是国内仅有的两家拥有自有航空公司的民营快递企业之一，未来将迅速扩充自有全货机机队、布局自有航空运输网络。自有航空网络的建立，将有助于提升圆通速递现有产品的时效性，提升快递服务质量和用户体验；将促进圆通速递积极开拓冷链

食品寄递、药品寄递等多元化的快递产品品类；也是圆通速递布局国际快递业务、拓展海外市场的重要基础。

（3）圆通速递领先的战略布局有助于不断开辟新的业务增长点

根据圆通速递战略规划，圆通速递未来将把发展重点从规模增长向完善产品结构、提升服务质量转移。报告期内，圆通速递业已推出“承诺达”等时效产品，未来将进一步提升现有快递业务的时效水平和服务质量，同时开拓时效性要求更高的商务件快递市场，并进一步完善产品结构。

随着圆通速递现有快递网络的进一步拓展和高附加值的快递产品、海外快递业务等新型快递市场的开拓，将有助于不断开辟新的业务增长点，为圆通速递预测期的毛利率水平提供一定的上行驱动力。

3、快递业务成本构成变动情况

快递业务成本主要包括：面单成本、网点中转费、运输成本、中心操作成本和派送费支出成本。预测期内，圆通速递的快递业务成本构成情况具体如下：

单位：万元

	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度
面单成本	18,491.88	23,817.54	28,751.17	32,643.64	35,309.53
占营业收入比重	0.98%	0.94%	0.89%	0.83%	0.77%
网点中转费	144,676.92	201,586.29	264,573.95	328,515.44	387,648.22
占营业收入比重	7.65%	7.95%	8.18%	8.35%	8.41%
运输成本	432,015.59	574,302.78	734,015.81	906,517.00	1,084,362.11
占营业收入比重	22.86%	22.66%	22.69%	23.04%	23.53%
中心操作成本	187,525.89	248,532.65	316,079.04	379,799.75	434,294.15
占营业收入比重	9.92%	9.81%	9.77%	9.65%	9.42%
派送费支出	836,537.27	1,154,421.43	1,500,747.86	1,845,919.87	2,178,185.44
占营业收入比重	44.26%	45.55%	46.39%	46.91%	47.27%
快递业务成本	1,619,247.54	2,202,660.68	2,844,167.83	3,493,395.70	4,119,799.47
占营业收入比重	85.67%	86.91%	87.92%	88.77%	89.40%

（1）面单成本

目前标的公司面单成本主要系纸质面单的相关材料成本，此类材料产品主要依靠外包订制，技术较为成熟，产品不具备科技含量，因此成本变动不大。本次评估对面单成本依据纸质面单占比、纸质面单单位成本结合圆通速递预测业务完成量进行预测。纸质面单单位成本系依据标的公司历史采购单价进行预测。本次评估圆通速递纸质面单实物单位成本参考报告期末面单实物单位成本，预测面单实物单位成本不发生改变。具体预测逻辑如下：

$$\text{面单成本} = \text{预测业务完成量} \times \text{纸质面单占比} \times \text{纸质面单单位成本}$$

预测期内，圆通速递面单成本占营业收入比重呈逐年下降趋势，主要系由于预计电子面单占比将进一步上浮，导致平均面单成本逐渐下降。但由于面单成本占营业收入比重较低，对整体毛利率水平影响较小。

（2）网点中转费支出

网点中转费支出主要包含支付给各地加盟商终端网点的各项中转费用和补贴成本。本次评估对网点中转费依据单票网点中转费结合圆通速递预测业务完成量进行预测。基于谨慎考虑，预测期内单票网点中转费水平呈略微上升趋势。预测期内，网点中转费占营业收入比重总体呈上述趋势，使得预测期内毛利率水平略有下降。

（3）运输成本

运输成本是指快递在转运过程中采用的航空、陆运等方式产生的运输费用，由于空运与陆运的单位成本相差较大，本次评估将运输成本也拆分为航运成本及陆运成本，结合圆通速递预测业务完成量、航空件占比、陆运件占比、航空单件运输成本、陆运单件运输成本对运输成本进行预测，具体预测逻辑如下：

$$\text{运输成本} = \text{预测业务完成量} \times (\text{航空件占比} \times \text{航空单件运输成本} + \text{陆运件占比} \times \text{陆运单件运输成本})$$

其中，航空件占比和陆运件占比的预测同营业收入中预测相同。

1) 航运件、陆运件占比

考虑到圆通速递现有产品结构，结合管理层未来发展计划，本次评估预测航空件占

比将以较小幅度平稳提升。预测期和稳定期圆通速递航空件、陆运件占比情况如下表所示：

	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	稳定期
航空件占比	12.60%	14.00%	15.00%	16.00%	17.00%	17.00%
陆运件占比	87.40%	86.00%	85.00%	84.00%	83.00%	83.00%

2) 航空件、陆运件成本单价

单位：元/票

	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	稳定期
航运成本单价	2.18	2.14	2.12	2.12	2.12	2.12
陆运成本单价	0.74	0.69	0.66	0.64	0.64	0.64

预测期内，圆通速递航空单件运输成本及陆运单件运输成本呈小幅下降趋势，主要系因航空燃油、陆运油价的下降，业务完成量增长带来的规模效应以及标的公司通过提升管理效率、优化运能规划所带来的综合效应所致；

预测期内，圆通速递运输成本占营业收入的比重变动幅度较小，主要原因系：随着业务完成量增长带来的规模效应逐步凸显，预计单票运输成本将有所下降；未来圆通速递信息化和自动化水平的不断提高，将进一步提升管理效率并优化路由设计、提升运能使用效率，运输成本将得到更高效管控；虽然预计未来航空运输占比逐年略有提高，将给平均单位运输成本带来一定的上行压力，但由于未来的航空单件运输成本、陆运单件运输成本将持续下降，且陆运的规模效应更加显著，陆运单件运输成本下降幅度将大于航空单件运输成本。总体来看，预测运输成本占比将基本维持稳定，对毛利率的变动影响不大。

(4) 中心操作成本

中心操作成本，是指在各转运中心人员分拣操作、物料耗用及转运中心资产折旧、摊销及场地租金的成本。

其中操作人工成本，主要包括转运中心的人员工资、奖金、劳动统筹等。根据圆通速递历史年度用工数据和业务增长规划，本次评估考虑与业务规模增长配套的转运中心操作人员工时增长，并考虑人均工资水平维持一定比例的增长，对预测期内各年中转中心的人工成本进行预测。

物料耗用等成本，主要包括分拣过程中的包装物、耗用件等成本。本次评估对物料耗用等成本依据单票物料耗用成本结合圆通速递预测业务完成量进行预测。

转运中心的资产折旧、摊销，是指转运中心固定资产及无形资产的折旧摊销成本。考虑到圆通速递未来业务完成量增长，需配套增加操作中心面积。圆通速递及其控股子公司拥有分布各地的转运中心的新建、改扩建等项目，本次评估将按投资建设计划，逐年确认为固定资产，并据此预测其折旧摊销成本。

场地租金成本，是指采用租赁方式取得的转运中心历年需支付的场地租金成本。除上述有明确计划的项目外，其余业务完成量增长所需的转运中心操作场地面积均假设采用租赁方式取得，并考虑一定比例的租金单价增长，对未来的场地租金成本进行预测。

预测期内，中心操作成本占营业收入的比重呈小幅下降趋势，主要原因系中心操作成本中人工成本、物料耗用、资产折旧、摊销及场地租金等成本项预计将随收入规模的扩大而同步上升。中心操作成本占营业收入的比重总体变动幅度不大。

（5）派送费支出

预测派送费支出与预测派送费收入相同，并不影响最终净利润水平。

4、报告期毛利率变动情况

报告期内，圆通速递毛利率水平如下：

单位：万元、%			
	2015 年度	2014 年度	2013 年度
营业收入	1,209,600.26	822,914.71	688,549.70
营业成本	1,044,264.84	683,667.50	538,184.79
毛利润	165,335.42	139,247.21	150,364.91
毛利率	13.67%	16.92%	21.84%

如上表所示，2013 年度、2014 年度和 2015 年度，圆通速递毛利率分别为 21.84%、16.92%和 13.67%，2014 年度和 2015 年度圆通速递毛利率分别同期下降 4.92 个百分点和 3.25 个百分点。主要系由于：

（1）圆通速递已与加盟商建立了互惠共赢的良好长期合作关系，报告期内，圆通

速递快递业务量增长迅速，为支持加盟商业业务发展，报告期内圆通速递对面单费、中转费的收费标准进行了一定幅度下调；此外，圆通速递自 2015 年度起大力推广电子面单的使用，由于电子面单的成本较传统纸质面单较低以及推广使用的考量，电子面单定价较传统纸质面单更低。以上因素综合导致报告期内圆通速递快递业务单价呈下降趋势；

（2）2015 年度，为进一步推进快递服务网络纵深覆盖，保障快递服务网络稳定性，持续升级服务品质，提升客户体验，圆通速递加大了网点中转费补贴力度，导致当期网点中转费较上年有所增长。

预测期内，圆通速递各年毛利率水平均低于报告期毛利率水平，且呈逐年下降趋势，预测较为谨慎，具备合理性。

5、派送费对毛利率的影响

预测期内，圆通速递不含派送费的快递业务毛利润及毛利率具体情况如下：

单位：万元、%

	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度
营业收入（不含派送费）	1,053,522.16	1,379,993.46	1,734,199.03	2,089,296.70	2,429,957.72
营业成本（不含派送费）	832,974.12	1,106,725.69	1,409,540.90	1,720,486.26	2,020,769.08
毛利润（不含派送费）	220,548.04	273,267.77	324,658.13	368,810.44	409,188.64
毛利率（不含派送费）	20.93%	19.80%	18.72%	17.65%	16.84%
毛利率（含派送费）	11.67%	10.78%	10.04%	9.37%	8.88%

如上表所示，扣除派送费后，预测期各期的毛利率水平较含派送费的毛利率更高，但仍保持逐年下降趋势，下降幅度逐渐放缓。预测派送费收入和预测派送费支出金额相同，仅对预测期和稳定期的各项财务指标产生影响，而不实际影响预测期和稳定期的预测现金流。

综上所述，快递行业未来仍有较为广阔的需求空间，圆通速递通过拓展快递服务网络、开拓多元化产品品类和海外快递市场，将有效开辟新的业绩增长点，为毛利率水平提供充足的上行驱动力。预测期内，圆通速递毛利率低于报告期各期的毛利率水平，且呈逐年下降趋势，预测口径较为谨慎，具备合理性。

（三）毛利率降低对交易完成后上市公司持续经营能力的影响

报告期及预测期圆通速递毛利率变动情况具体如下：

	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度
毛利率	21.84%	16.92%	13.67%	11.67%	10.78%	10.04%	9.37%	8.88%
变动幅度	-	-4.92%	-3.25%	-2.00%	-0.89%	-0.74%	-0.67%	-0.49%

报告期及预测期内圆通速递毛利率呈下降趋势，该等毛利率降低的情形对本次交易完成后上市公司持续经营能力不构成实质性影响，具体分析如下：

1、预测期内圆通速递的经营模式、主要产品和服务不会发生重大变化

经过十五年的发展运营，圆通速递已经形成以综合性快递物流服务为主营业务的稳定的业务模式。预测期内，圆通速递主营业务收入包括快递业务收入、增值服务收入和其他收入，其中快递业务收入主要系圆通速递在提供快递服务时收取的面单费、中转费和派送费等收入，本次交易完成后，圆通速递的经营模式、主要产品和服务不因毛利率降低而发生重大变化。

2、圆通速递的行业地位及所处行业的经营环境不会发生重大变化

圆通速递所处行业为快递物流行业。近年来，我国快递行业增长迅猛，预计未来仍将保持持续增长、需求空间巨大，具体原因如下：

（1）近年来，国家加大了对快递行业的政策扶持力度，明确强调要支持快递行业的健康快速发展，快递业迎来了良好的政策环境和发展氛围；

（2）随着人们消费方式的转变，预计未来网络购物市场仍将保持持续增长趋势，进而带动快递行业需求进一步扩张；

（3）随着国家对三四线城市和农村地区的扶持政策不断出台，快递企业将有希望通过“向西、向下”工程拓展更大发展空间；

（4）跨境电商的蓬勃发展已逐渐成为推动国际寄递业务发展的主要动力之一，推动我国国际寄递业务实现快速增长。

同时，圆通速递领先的运营模式、自有航空资源和信息化技术等竞争优势将助力其维持领先的市场地位、提升市场份额。

因此，预测期内圆通速递的行业地位及所处行业的经营环境不会受毛利率缓慢下降的影响而发生重大变化。

3、圆通速递不会因毛利率降低而存在营业收入或净利润对关联方或有重大不确定性的客户存在重大依赖的情形

2013 年度、2014 年度和 2015 年度，圆通速递前五名客户的销售收入占营业收入的比重分别为 7.06%、7.98%和 9.22%，其中第一大客户销售收入占营业收入的比重分别为 2.28%、2.97%和 3.34%，占比较低，预测期内毛利率变化不会使该等占比情况发生重大变化。

2013 年度、2014 年度和 2015 年度，圆通速递向关联方销售商品和提供劳务产生的收入占圆通速递同期营业收入的比例分别为 1.14%、1.55%和 1.98%，占比较低，预测期内毛利率变化不会使该等占比情况发生重大变化。

因此，圆通速递不会因毛利率降低而存在营业收入或净利润对关联方或有重大不确定性的客户存在重大依赖的情形。

4、圆通速递不会因毛利率降低而存在净利润主要来自合并财务报表范围以外的投资收益的情形

2013 年度、2014 年度和 2015 年度，圆通速递合并报表中投资收益占净利润的比重分别为 0.46%、0.68%和 4.37%，占比较低。预测期内，圆通速递净利润仍将主要来自于合并财务报表范围内的快递物流业务收入，毛利率的缓慢下降预计不会使该等占比情况不会发生重大变化。

因此，预测期内圆通速递不会因为毛利率降低而存在净利润主要来自合并财务报表范围以外的投资收益的情形。

5、圆通速递在用的商标、专利、专有技术以及特许经营权等重要资产或技术的取得或者使用不存在重大不利变化的风险

报告期内，圆通速递在用的商标、专利、专有技术以及特许经营权等重要资产或技术的取得和使用均不存在重大风险，预测毛利率的下降不会对该等情况产生重大影响。

综上所述，毛利率降低对交易完成后上市公司持续经营能力不构成实质性影响。

（四）评估师核查意见

经核查，评估师认为：圆通速递未来价格稳定性是合理的，收益法评估中预测期及稳定期毛利率水平是合理的，是充分考虑了快递行业市场竞争、圆通速递市场拓展、快递业务成本构成变动趋势等因素的。毛利率降低对交易完成后上市公司持续经营能力不构成实质性影响。

问题二十一：申请材料显示，本次交易评估采用收益法和市场法两种方式对圆通速递进行评估，以收益法评估结果作为作价依据，其中 2016 年营业收入的增长率为 56.25%。请你公司补充披露收益法评估中：1) 预测期快递业务收入的具体构成情况，与报告期是否存在差异，如存在，补充披露差异的原因及合理性。2) 2016 年营业收入增长率高于业务完成量增长率的原因及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

(一) 预测期与报告期快递业务收入的具体构成情况

收益法评估系依据报告期内经审计的收入构成明细进行合理预测的，预测期内快递业务收入具体构成情况如下：

单位：万元

	2016 年度		2017 年度		2018 年度		2019 年度		2020 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
面单费收入	391,851.67	21.49%	537,109.76	21.86%	693,503.48	22.03%	847,180.07	22.07%	992,794.00	22.04%
中转费收入	587,899.18	32.24%	761,947.88	31.01%	953,371.88	30.29%	1,145,694.24	29.85%	1,332,626.32	29.59%
派送费收入	836,537.27	45.87%	1,154,421.43	46.98%	1,500,747.86	47.68%	1,845,919.87	48.09%	2,178,185.44	48.37%
其他	7,389.54	0.41%	3,694.77	0.15%	-	-	-	-	-	-
快递业务收入合计	1,823,677.66	100.00%	2,457,173.84	100.00%	3,147,623.22	100.00%	3,838,794.18	100.00%	4,503,605.76	100.00%

报告期和预测期的快递业务收入主要由面单费、中转费和派送费构成，预测期快递业务收入的具体构成与报告期不存在重大差异，各收入项的具体预测情况请详见反馈问题十九之“(一) 结合报告期圆通速递主要业务单位定价及与同行业的比较情况，补充披露圆通速递报告期定价合理性及未来价格稳定性”之“4、圆通速递未来价格的稳定性”之回复。

（二）2016 年营业收入增长率高于业务完成量增长率的原因及合理性

1、2016 年营业收入增长率高于业务完成量增长率的原因及合理性

单位：万元、万票

	2015 年度	2016 年度	增幅
派送费收入	423,711.69	836,537.27	97.43%
营业收入（含派送费）	1,209,600.26	1,890,059.43	56.25%
营业收入（不含派送费）	785,888.57	1,053,522.16	34.05%
业务完成量	303,158.21	466,699.74	53.95%

2016 年度圆通速递预测业务完成量增长率为 53.95%，预测营业收入（含派送费）增长率为 56.25%，主要系预测派送费收入增长所致，扣除派送费收入后的营业收入增幅低于预测业务完成量增幅。

2016 年派送费收入有所增长，主要系受单票派送费收入影响，具体分析请详见反馈问题十九之“（一）结合报告期圆通速递主要业务单位定价及与同行业的比较情况，补充披露圆通速递报告期定价合理性及未来价格稳定性”之“4、圆通速递未来价格的稳定性”之“（3）单票派送费收入的稳定性”之回复。

2、2016 年一季度营业收入实现情况

根据圆通速递 2013 年、2014 年、2015 年和 2016 年一季度营业收入及占全年营业收入比重情况，对 2016 年营业收入预测合理性验证如下：

单位：万元

项目	2016 年一季度		2015 年一季度		2014 年一季度		2013 年一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	332,763.05	17.61%	210,668.75	17.42%	154,497.27	18.77%	126,365.77	18.35%

注：上述数据未经审计；2016 年 1-3 月占比数为占 2016 年全年预测数比例。

由于圆通速递从事的快递业务具有显著的季节性特征，一般而言，受到元旦、春节长假影响，部分商家暂停营业，第一季度属于快递业务淡季，业绩占全年比重相对较低。

圆通速递 2016 年 1-3 月实现营业收入 332,763.05 万元，较上年同期增长

57.96%，圆通速递经营状况良好，经营模式未发生重大不利变化。

根据东洲出具的拟购买资产评估报告，圆通速递 2016 年度全年预测营业收入为 1,890,059.43 万元、；圆通速递 2016 年一季度实现营业收入占 2016 年全年预测营业收入的比例为 17.61%，与 2013 年度、2014 年度和 2015 年度同期营业收入占当年营业收入的比重基本一致，符合预测趋势。

（三）评估师核查意见

经核查，评估师东洲认为：预测期及报告期内的快递业务收入具体构成情况不存在重大差异，具备合理性；2016 年营业收入增长率具备合理性。

问题二十二：申请材料显示，圆通速递收益法评估预测中，对于资本性支出假设未来经营规模不发生大规模变化，同时考虑了目前正在建的工程项目情况。请你公司结合报告期圆通速递中转中心及运输设备产能利用率情况，补充披露资本性支出预测与未来收入规模的匹配性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

（一）请你公司结合报告期圆通速递中转中心及运输设备产能利用率情况，补充披露资本性支出预测与未来收入规模的匹配性

圆通速递收益评估预测中，“对于资本性支出假设未来经营规模不发生大规模变化”，此处未来经营规模主要从目前圆通速递的经营方式、地域规模等方面不发生重大变化考虑。

经营方式：快递业务。圆通速递是国内领先的综合性快递物流运营商，以快递服务为核心，围绕客户需求提供代收货款、仓配一体等物流延伸服务。不考虑新增其他的业务。

地域规模：国内业务。圆通速递目前在全国范围拥有自营枢纽转运中心 60 个，终端网点超过 24,000 个。截至 2015 年底，圆通速递快递服务网络覆盖全国 31 个省、自治区和直辖市，地级以上城市除西藏阿里地区外已实现全覆盖，县

级以上城市覆盖率达到 93.9%。圆通速递当前虽然已经陆续推出港澳台、东南亚、中亚、欧洲及美洲快递专线产品，实现快件通达主要海外市场，但是海外当地市场的拓展，不是本次盈利预测的假设前提，因此圆通速递的地域规模限定于中国大陆市场。

盈利预测中，在随着业务量和营业收入高速增长的同时，也配套了相应的资本性支出和相关成本。资本性支出的金额、成本和营业收入的增长是相辅相成的。分析如下：

圆通速递经营场地目前有两种方式，自有和租赁，且以租赁为主；货物运输有自有车辆的运输，但是以第三方提供物流服务为主；航空货运中，圆通货运的运营能力有限，主要是以第三方提供航空货运服务为主。

1、自有场地和运输设备产能利用率

（1）转运中心利用率

快递行业有明显的季节性，全年并不平均，尤其受“双十一”购物节的影响，在“双十一”会达到高峰；另外，各地的转运中心负荷也不同，有明显的差异。按照 2015 年 11 月份的高峰期（日平均）计算，转运中心利用率日平均值约为 49.51%，最大值为 75.09%，最小值为 25.80%。有 80%的转运中心利用率在 35%~70%的范围内。而十一月份的快递件数量，主要集中在“双十一”购物节的若干天，如果考虑该因素，则峰值时期转运中心利用率则远远高于 49.51%的日平均利用率。2013 年度、2014 年度和 2015 年度，圆通速递业务完成量分别为 128,376.49 万票、185,734.05 万票和 303,158.21 万票，复合增长率为 53.67%，与其他行业不同，快递行业转运中心必须保证在业务峰值时仍有足够的富余中转能力，否则将会出现“爆仓”的风险。圆通速递每年均会结合中长期发展规划及各年度业务完成量情况，对转运中心布局和处理能力进行规划与调整，保障转运中心在未来 1-2 年内可以满足业务快速发展带来的增长需求，因此，圆通速递目前的转运中心不能适应未来快递件的迅速增长，需要根据营业收入的增加而适当增加。

（2）自有运输车辆利用率

以圆通速递目前干线运输的主要车型 7.5-9.6 米运输车辆为例，圆通速递 2015 年自有运输车辆出勤率达到 96.77%，利用率为 77.96%，具体如下：

项目	7.5-9.6 米运输车辆
自有运输车辆数量（月均）	464
自有运输车辆出勤数量（月均）	449
自有运输车辆出勤率	96.77%
2015 年自有运输车辆运行里程数（万公里）	4,774.94
自有运输车辆利用率	77.96%

（3）自营飞机利用率

飞机利用率受制于很多因素的影响，主要系起飞架次、载重量等，由于圆通航空实际运行时间较短，目前尚无完整年度数据，目前圆通航空实际运行的自营飞机合计 3 架¹（含 1 架租赁飞机），2016 年 4 月份圆通速递自营飞机利用率情况如下：

项目	飞行时间（小时）	载货量（吨）
额定值	450.00	2,340.00
实际值	389.79	1,654.74
利用率	86.62%	70.72%

2、自有场地和外购设备的资本性支出配比情况

圆通速递经营场地目前有两种方式，自有和租赁，且以租赁为主。本次评估根据企业的规划和在建工程的施工情况，已经考虑了有明确施工计划的自有转运中心建设（包括相应设备）的资本性支出。

本次对此类扩大类的资本性支出，根据公司工程部对已有在建项目的工程预算情况进行未来资本性支出的预测如下：

单位：万元

序号	项目名称	净地面积(亩)	总投资(万元)	已完成投资（含土地款）	2016 年计划付款额	2017 年计划付款额	2018 年计划付款额	合计
1	圆通速递华东管理区总部及转运中心项目（杭州中心一期）	154.17	48,000.00	19,992.70	8,442.40	25,415.46	5,313.80	39,171.66

¹ 圆通速递目前拥有自有飞机 4 架，租赁飞机 1 架，其中 2 架自有飞机尚未实际投入运营。

序号	项目名称	净地面积(亩)	总投资(万元)	已完成投资(含土地款)	2016年计划付款额	2017年计划付款额	2018年计划付款额	合计
2	圆通速递金华转运中心项目	138.43	45,000.00	6,186.00	14,602.78	15,648.15	6,045.38	36,296.31
3	圆通速递总部-新建厂房项目	261.92	157,230.00	23,775.60	42,728.00	65,269.80	19,853.69	127,851.49
4	圆通速递华中区域(武汉)总部项目	148.38	26,015.87	5,445.00	7,639.64	8,763.67	3,226.85	19,630.16
5	安徽现代快递物流基地建设项目(合肥中心一期)	58.69	24,726.60	1,197.00	8,761.94	9,729.63	3,665.17	22,156.73
6	圆通速递华北区域总部项目(天津中心)	64.33	18,000.00	3,224.00	5,657.31	6,048.03	2,340.48	14,045.82
7	淮安快递集散中心项目(二期)	86.05	3,760.78	2,901.18	859.60			859.60
8	安徽现代快递物流基地建设项目(合肥中心二期)	57.93	5,484.70	1,065.14	1,000.00	1,500.00	1,919.55	4,419.55
9	圆通速递华东管理区总部及转运中心项目(杭州中心二期)	42.09	13,233.98	3,498.15	2,000.00	3,000.00	4,735.83	9,735.83
10	济南包装分拣车间项目二期	39.75	7,364.52	1,297.70	2,000.00	2,000.00	2,066.82	6,066.82
11	嘉兴区域总部变更项目(一期)	38.93	6,877.00	1,422.20	1,000.00	2,000.00	2,454.80	5,454.80
12	嘉兴区域总部变更项目(二期)	20.00	3,526.60	726.60	500.00	1,000.00	1,300.00	2,800.00
13	圆通速递郑州总部项目	86.72	15,961.78	2,598.93	3,000.00	6,000.00	4,362.85	13,362.85
14	圆通速递西北转运中心	125.54	13,527.20	13,233.34	293.87			293.87
15	圆通速递贵州分拣中心建设项目	50.00	7,900.00	217.65	1,500.00	3,000.00	3,182.35	7,682.35
16	圆通速递吉林区域管理总部项目	120.00	20,171.05	3,820.26	2,000.00	8,000.00	6,350.78	16,350.78
	拟建转运中心投资合计	1,492.92	416,780.08	90,601.45	101,985.54	157,374.74	66,818.36	326,178.63
A	其中：转运中心房屋建筑物(建筑物类资本投入)				99,580.99	104,752.37	53,662.77	257,996.12

序号	项目名称	净地面积(亩)	总投资(万元)	已完成投资(含土地款)	2016年计划付款额	2017年计划付款额	2018年计划付款额	合计
B	转运中心配套设备 (设备类资本支出)				-	52,622.37	13,155.59	65,777.96
A-1	已在非流动资产中 预付工程款, 未来不需 需现金流出				2,404.54			2,404.54
	-							
C	新增购置 300 型飞机 (设备类资本支出)				5,276.38	8,418.78		13,695.16
D	购置信息一体化平台 研发硬件(设备类资本支出)				5,103.00	5,103.00	6,804.00	17,010.00
	-							
E	飞行员转会支出(纳入 长期资本支出)				3,930.00	5,895.00		9,825.00
F	购置信息一体化平台 研发软件(纳入长期资本支出)				2,744.10	2,744.10	3,658.80	9,147.00
	因业务扩张而所需的 资本性支出合计				116,634.47	179,535.62	77,281.16	373,451.24

3、租赁场地的租金配比情况

目前圆通速递及其子公司通过租赁方式取得的场地面积约 51.96 万平方米、租赁房屋面积 73.49 万平方米；考虑到公司未来业务完成量增长，需配套增长操作中心面积。除此有明确计划的资本性支出项目外，其余业务完成量增长所需的操作场地面积均假设采用租赁方式取得，因此未来的场地租金成本，一方面考虑租赁场地的面积在未来几年内使之满足业务完成量的需求(需求量的增长略低于业务量的增长，主要是考虑自有场地的建设因素)，另一方面并考虑一定比例的租金单价增长，租金的年度环比上涨率预测为 3%。

租金的增长如下：

单位：万票，万元

科目\年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
业务量	128,376.49	185,734.05	303,158.21	466,699.74	644,045.64	837,259.33	1,029,828.98	1,215,198.19
增长率		44.68%	63.22%	53.95%	38.00%	30.00%	23.00%	18.00%
中转费收入	300,226.57	300,126.50	441,452.32	587,899.18	761,947.88	953,371.88	1,145,694.24	1,332,626.32

科目\年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
场地租金	8,568.64	9,573.46	13,744.68	20,267.19	27,221.27	34,767.01	42,399.06	43,671.03
租金占收入比	2.9%	3.2%	3.1%	3.4%	3.6%	3.6%	3.7%	3.3%

经过上述计算，场地租金的金额，2015 年到 2019 年环比增长率为 26%，略低于业务量的环比增长率 32%（主要是自有场地建设导致）。场地租金的费用占中转费收入的比重，未来年度从 2015 年的 3.1%，逐步增长，到 2020 年以后，稳定在 3.3%的水平上，明显高于 2013 年、2014 年、2015 年的费用比。

4、第三方运输成本配比情况

运输成本是指快递在转运过程中采用的航空、陆运等方式的运输费，由于航运与陆运的单位成本相差较大，本次将运输成本也拆分为航运成本及陆运成本。

陆路运输：圆通速递自有的车辆运输能力有限，因此目前干线车辆运输仍以采购第三方物流形式为主。虽然利用外部车辆进行干线运输，存在服务质量不能完全有效控制、成本相对较高等缺点，并且企业的规划（募投项目）中有增加自有车辆的计划，但是在本次盈利预测中，仍旧按照第三方提供物流服务的模式测算成本，主要是考虑到预测数据的准确性因素。通过历史数据的分析，可以获取有效的第三方运输成本数据单位数据（元/票）。通过该数据，可以对未来的公允、客观的成本进行预测。而如果采用增加自有车辆的投入，则未来的成本则演化成需要考虑增加的各项运营费用，如汽油、人工、过路费、以及各项复杂的管理费用，都不易准确把握，因此本次并未考虑未来的新增车辆的资本性投入。

同陆路运输一样，航空运输运输量中，2015 年达到了 33,573.36 万票，而圆通速递自有的货运飞机运输的量，在可以预见的时间内，占总需求量的比例极低。因此本次同样也是根据历史财务数据得出来的第三方运输成本，测算未来的运营成本。

陆运和航运预测的成本分析如下：

采用航空操作和陆运操作的业务完成量均参照中转收入中的航空件、陆运件占总业务完成量的比重进行预测，从历年统计数据中分析可知，航运的单位成本基本呈小幅下降趋势，其原因系航空包机费用及包航空腹仓费用均随着业务完成

量增长而小幅下降；考虑到未来年度的航空件将持续上涨，预计未来的航空运输单价也将持续小幅下降。

近年来陆运成本也呈持续下降的趋势，除公司提升管理效率、优化运能规划等因素外，运输车辆随业务规模增长而利用率上涨也是主要因素，因此考虑未来陆运的业务完成量继续增长，其规模效应更加明显，预计陆运单价的下降幅度将大于航运单价。

陆运成本和航空运输成本的预测如下：

单位：万元

项目	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
中转费收入	300,226.57	300,126.50	441,452.32	587,899.18	761,947.88	953,371.88	1,145,694.24	1,332,626.32
运输成本	180,921.03	218,430.90	300,118.54	432,015.59	574,302.78	734,015.81	906,517.00	1,084,362.11
占收入比例	60.3%	72.8%	68.0%	73.5%	75.4%	77.0%	79.1%	81.4%
其中：航运成本	48,784.14	56,754.67	77,188.61	128,444.14	192,998.01	266,130.47	349,163.18	437,763.34
陆运成本	132,136.89	161,676.23	222,929.93	303,571.45	381,304.77	467,885.34	557,353.82	646,598.77

从运输成本占中转费收入的比例来看，比重逐年增加，费用的预测是相对稳健。

（二）评估师核查意见

经核查，评估师认为：本次评估对未来的自有运转中心、外购设备的资本性支出、租赁场地的租赁费用（费用化处理）、陆路运输、航空运输成本的投入（费用化处理）是和营业收入的规模增长是匹配的、稳健的。

问题二十三：申请材料显示，本次交易选取递家物流、联畅物流、天图物流、春风物流、佳捷物流和德邦股份作为可比公司，通过 P/E 比率乘数、EBIT 比率乘数、EBITDA 比率乘数和 P/B 比率乘数进行估值。请你公司补充披露：1）四种比率乘数的选取依据，以及以四种比率乘数结论的平均值作为市场法评估结果的依据及合理性。2）结合对比公司与圆通速递的可比性，包括但不限于公司规模、发展阶段、资本结构、快递业务定位等，补充披露未对本次交易测算

的财务指标进行修正的原因及合理性，对市场法评估结果的影响。3) 结合可比公司、可比交易价值比率的比较分析，补充披露本次交易估值的公允性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

(一) 四种比率乘数的选取依据，以及以四种比率乘数结论的平均值作为市场法评估结果的依据及合理性

市场法评估中，最常用的比率指标包括盈利类指标和资产类指标。P/E、EV/EBIT 和 EV/EBITDA 比率乘数均为盈利类指标，P/B 比率乘数为资产类指标。

本次市场法评估中，对盈利类指标计算的结果和资产类指标计算的结果的比重为 75%：25%，主要原因分析如下：

(1) 对行业发展前景广阔、企业盈利能力较好的企业而言，盈利类指标是企业价值市场法评估的主要参考指标。目前，国内快递行业仍处于快速增长阶段，整体发展态势较好。2015 年度，全国快递服务企业业务完成量累计完成 206.7 亿件，同比增长 48%，业务收入累计完成 2,769.6 亿元，同比增长 35.4%；而 2016 年一季度，全国快递服务企业业务量累计完成 57.7 亿件，同比增长 56.4%；业务收入累计完成 773.1 亿元，同比增长 42.1%，行业发展态势非常好。圆通速递盈利能力较高，2015 年调整后的净资产收益率达到 30%，未来的发展前景良好，盈利指标更适合作为市场法评估的主要参数。因此本次将盈利类指标权重设定为 75%。

(2) 快递行业前期的资金投入比较大，净资产本身也是衡量快递企业价值比较重要的指标。快递服务网络是经营快递业务的基础条件，快递服务网络的规模直接决定了快递企业开展业务的地域范围和服务水平，而网络布局的资金需求较大。快递企业除了需要不断对其转运中心、运载工具、信息系统的建设和更新投入大量资本外，还需投入大量的运营资金维持日常经营，包括货运燃油费、人员工资、航空运费等。对于新进入者提出的较高资金要求，构成了快递行业的资金壁垒，因此企业的净资产对评估值也有一定的影响。本次市场法评估中，对于 P/B 比率乘数计算的价值权重设定为 25%。

在盈利类指标中，本次评估采用了三个指标，分别为 P/E、EV/EBIT 和 EV/EBITDA。本次评估给予前述三个指标相同的权重，主要是考虑到三个指标各有特点：P/E 是盈利能力指标中最为基础的指标，该指标最容易获得、最常用来比较，但是该指标无法反应现金流的差异；EV/EBIT 和 EV/EBITDA 与企业的自由现金流更为相关，EV/EBIT 排除了税收、利息等政策性以及资本结构的影响，对于考量企业盈利能力具有更好的针对性，而 EV/EBITDA 则在此基础上进一步剔除了折旧、摊销等非现金成本的影响，可以更准确的反映企业价值。因此本次评估对三个指标的价值比重按照相同的权重计算。

综上，基于各方面考虑所选取的 P/E、EV/EBIT、EV/EBITDA 和 P/B 比率乘数及选取这四种比率乘数结论的平均值测算出的被评估单位市场价值具备合理性。

（二）未对本次交易测算的财务指标进行修正的原因及合理性，对市场法评估结果的影响

本次评估，市场法选取递家物流、联畅物流、天图物流、春风物流、佳捷物流和德邦股份作为可比公司，并对各项参数进行测算。具体测算结果如下：

序号	对比公司名称	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA	P/B
1	沈阳递家物流股份有限公司	171.09	68.74	50.80	5.72
2	南京联畅物流股份有限公司	45.21	34.69	21.16	5.00
3	广东天图物流股份有限公司	256.01	112.21	74.01	4.93
4	上海春风物流股份有限公司	22.01	20.44	17.21	3.01
5	深圳市佳捷现代物流有限公司	15.67	12.71	- ¹	3.31
6	德邦物流股份有限公司	28.70	22.19	13.30	7.48

注 1：由于无法从公开渠道获取深圳市佳捷现代物流有限公司的历年折旧、摊销数据，所以暂无法计算其 EV/EBITDA 数值。

由上表可以看出，对比公司的盈利类指标（P/E、EV/EBIT、EV/EBITDA）部分参数相对离差较大，主要原因是物流行业仍处在快速扩张期，各物流公司为抢占市场份额需加快网点布局、加大人力投入并加强管理经营，以致于造成前期培训费用、开发费用、借贷利息等管理费用、财务费用差异较大，盈利类指标波动幅度较大。

将各类指标中偏差较大的参数进行剔除后，对每一个指标选取了最为合理范围内的三个案例（剔除异常指标后离均值最为接近的），数据如下：

序号	对比公司名称	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA	P/B
1	沈阳递家物流股份有限公司	-	-	-	5.72
2	南京联畅物流股份有限公司	-	34.69	21.16	5.00
3	广东天图物流股份有限公司	-	-	-	4.93
4	上海春风物流股份有限公司	22.01	20.44	17.21	-
5	深圳市佳捷现代物流有限公司	15.67	-	-	-
6	德邦物流股份有限公司	28.70	22.19	13.30	-

本次评估，未对财务指标进行修正，主要是考虑到是否对市场法评估中的采用的财务指标进行修正各有优缺点：

（1）修正：优点是可以适当反映评估标的和交易案例的差异性，理论上考虑的更为全面；缺点是没有一个有充分说服力的调整体系，尤其是对规模、产业定位、成长性方面，多为主观判断。

（2）不修正：优点是筛选合理的案例和财务指数，更为客观的显示评估数据，减少了人为的干扰。缺点是完全相似的案例实践中很少，各个企业各有优劣势，不考虑修正则估值针对性不够。

结合对比公司与圆通速递的可比性，对财务指标进行修正后的评估情况如下：

市场法评估中，一般根据选取的对比参数，针对性选择财务指标修正因素进行修正。常见的指标有企业规模、资本结构、盈利能力、产业定位、成长性等。

（1）企业规模：有关指标包括总收入、总资产、净资产等。其中，企业收入规模越大，其整体实力及业务能力越强。

（2）资本结构：有关指标包括资产负债率、权益乘数等。其中，资产负债率作为衡量企业资本结构、抗风险能力的修正指标，是评价企业负债水平的综合性指标，同时也是一项衡量企业利用债权人资金进行经营活动能力的指标。一般而言，资产负债率越高，企业资本结构越差，抗风险能力越差。

(3) 盈利能力：有关指标包括净资产收益率、毛利率等。其中，净资产收益率是净利润与平均股东权益的百分比，反映了股东权益的收益水平，主要用以衡量公司运用自有资本的效率。毛利率代表产品的直接盈利水平。

(4) 产业定位：主要用于修正案例公司和评估对象在产业经营方面的差异对评估值的影响。实践中，业务完全一致、财务数据均可取得的理想情况比较少，大多数案例在业务经营方面和评估对象有所差异，因此需要在产业定位方面进行适当的修正。

(5) 成长性：公司处于不同的发展期会有不同的估值指标体系，因此需要根据公司的成长性判断，对指标进行适当修正。常用的指标包括营业收入增长率、净利润增长率等。在交易案例未来的盈利增长没有公开数据可以支持的情况下，一般多参照历史数据进行修正。

根据影响相关财务指标的主要因素，结合被评估单位 and 对比公司的差异情况，对于盈利类指标，本次评估选取了主营业务收入、流动比率、资产负债率、成长性、产业定位差异进行修正；对于资产类指标，本次评估选取了净资产收益率、主营业务收入、流动比率、资产负债率、成长性、产业定位差异进行修正。

修正评估过程如下：

(1) 对 P/E 比率参数进行修正：

表 1-因素条件说明表

	待估对象	案例一	案例二	案例三
	圆通速递	春风物流	佳捷物流	德邦股份
P/E	待估	22.01	15.67	28.70
主营业务收入（万元）	1,209,600.26	25,392.51	20,438.04	1,049,312.19
流动比率	1.23	1.88	1.80	1.20
资产负债率	44.8%	44.9%	43.6%	41.0%
成长性（营业收入增长率）	47.0%	51.5%	3.7%	21.5%
产业定位	布局全国，走向世界的快递产业	服装物流	公路运输+仓储（快速消费品）	公路快运+快递

表 2-因素修正系数表

	案例一	案例二	案例三
交易案例 P/E	22.01	15.67	28.70
主营业务收入修正	100/97	100/97	100/100
流动比率修正	100/102	100/102	100/100
资产负债率修正	100/100	100/100	100/100
成长性修正	100/100	100/96	100/97
产业定位修正	100/97	100/97	100/100
修正后 P/E	22.90	17.00	29.60
P/E 取值	23.2		

1) 主营业务收入修正：主营业务收入是指企业经常性的、主要业务所产生的基本收入。主营业务收入的大小，代表着行业地位、影响力。圆通速递的营业收入规模和案例三基本相近，但是明显高于案例一、二。营业收入的大小，代表着规模的差异程度。因此给予案例一、二向下修正 3 个百分点。

2) 流动比率修正：流动比率是流动资产对流动负债的比率，用来衡量企业流动资产在短期债务到期以前，可以变为现金用于偿还负债的能力。一般说来，比率越高，说明企业资产的变现能力越强，短期偿债能力亦越强；反之则弱。从流动比率来看，圆通速递和案例三接近，但弱于案例一、二。对案例一、二给予向上修正 2 个百分点。

3) 资产负债率修正：资产负债率是期末负债总额除以资产总额的百分比，也就是负债总额与资产总额的比例关系。资产负债率反映在总资产中有多大比例是通过借债来筹资的，该指标是评价公司负债水平的综合指标。同时也是一项衡量公司利用债权人资金进行经营活动能力的指标，也反映债权人发放贷款的安全程度。从资产负债率来看，圆通速递和案例一、二、三都比较接近，不予修正。

4) 成长性修正：从最近一期财务数据反映的营业收入增长率来看，圆通速递比案例一略低，向上修正 1 个点，增长率明显高于案例二、三，因此对于案例二、三分别向下修正 4 个百分点、3 个百分点。

5) 产业定位修正：案例公司中，德邦物流与委估企业最为接近，不予修正；而案例一侧重于单一产业的物流专业服务，案例二则侧重于公路运输和仓储，企业的市场份额相对较小，尚处于产业初期的市场培育阶段，给予向下修正 3 个百分点。

(2) 对 EV/EBIT 比率参数进行修正：

同 P/E 修正因素一样采用相同标准，对 EV/EBIT 比率参数修正如下：

表 3-因素条件说明表

	待估对象	案例一	案例二	案例三
	圆通速递	联畅物流	春风物流	德邦股份
EV/EBIT	待估	34.69	20.44	22.19
主营业务收入（万元）	1,209,600.26	2,161.71	25,392.51	1,049,312.19
流动比率	1.23	1.26	1.88	1.20
资产负债率	44.80%	52.23%	44.85%	41.03%
成长性（营业收入增长率）	47.00%	12.90%	51.50%	21.50%
产业定位	布局全国，走向世界的快递产业	道路运输+仓储（产业园区）	公路运输+仓储（快速消费品）	公路快运+快递

表 4-因素修正系数表

	案例一	案例二	案例三
交易案例 EV/EBIT	34.69	20.44	22.19
主营业务收入修正	100/95	100/97	100/100
流动比率修正	100/100	100/102	100/100
资产负债率修正	100/99	100/100	100/100
成长性修正	100/97	100/100	100/97
产业定位修正	100/97	100/97	100/100
修正后 EV/EBIT	39.20	21.30	22.90
EV/EBIT 取值	27.8		

(3) 对 EV/EBITDA 比率参数进行修正：

表 5-因素条件说明表

	待估对象	案例一	案例二	案例三
	圆通速递	联畅物流	春风物流	德邦股份
EV/EBITDA	待估	21.16	17.21	13.30
主营业务收入（万元）	1,209,600.26	2,161.71	25,392.51	1,049,312.19
流动比率	1.23	1.26	1.88	1.20
资产负债率	44.80%	52.23%	44.85%	41.03%
成长性（营业收入增长率）	47.00%	12.90%	51.50%	21.50%
产业定位	布局全国，走向世界的快递产业	道路运输+仓储（产业园区）	公路运输+仓储（快速消费品）	公路快运+快递

表 6-因素修正系数表

	案例一	案例二	案例三
交易案例 EV/EBITDA	21.16	17.21	13.30
主营业务收入修正	100/95	100/97	100/100
流动比率修正	100/100	100/102	100/100
资产负债率修正	100/99	100/100	100/100
成长性修正	100/97	100/100	100/97
产业定位修正	100/97	100/97	100/100
修正后 EV/EBITDA	23.90	17.90	13.70
EV/EBITDA 取值	18.5		

（4）对 P/B 比率参数进行修正：

表 7-因素条件说明表

	待估对象	案例一	案例二	案例三
	圆通速递	递家物流	联畅物流	天图物流
P/B	待估	5.72	5.00	4.93
净资产收益率	28.4%	3.4%	11.7%	1.9%
主营业务收入（万元）	1,209,600.26	6,735.64	2,161.71	14,071.82
流动比率	1.23	0.58	1.26	1.44
资产负债率	44.8%	58.6%	52.2%	62.0%

	待估对象	案例一	案例二	案例三
	圆通速递	递家物流	联畅物流	天图物流
成长性(营业收入增长率)	47.0%	-5.7%	12.9%	222.00%
产业定位	布局全国，走向世界的快递产业	第三方物流（公路快运及仓储）+区域快递	道路运输+仓储（产业园区）	电商物流，如天猫、苏宁易购、唯品会等

表 8-因素修正系数表

	案例一	案例二	案例三
交易案例 P/B	5.72	5.00	4.93
净资产收益率修正	100/95	100/97	100/95
主营业务收入修正	100/95	100/95	100/97
流动比率修正	100/99	100/100	100/101
资产负债率修正	100/99	100/99	100/98
成长性修正	100/95	100/97	100/118
产业定位	100/97	100/97	100/97
修正后 P/B	7.00	5.80	4.70
P/B 取值	5.8		

将修正后的各项比率参数代入公式进行测算，估值结果如下：

单位：万元

方法	P/E 估值	EV/EBIT 估值	EV/EBITDA 估值	P/B 估值	均值
结果	1,663,300	2,583,900.00	2,014,400.00	1,980,900.00	2,060,600

而本次评估报告中，各项财务指标未经修正时，市场法估值为 1,899,800.00 万元，将各项财务指标进行修正后，评估值比原评估值增加了 8.5%，差异率不大。

（三）结合可比公司、可比交易价值比率的比较分析，补充披露本次交易估值的公允性

基于修正的优缺点分析，同时考虑到大部分对比公司的市场份额相对较小，目前仍主要侧重于单一业务板块及特定城市区域的发展，而圆通速递则是国内几大快递公司第一家因为借壳上市而公开披露详细财务数据的公司，相比较其他可以获得的案例，公司的整体水平（规模、盈利能力、产业定位）处于明显的优势。但是考虑到作为国内首批即将在主板上市的快递企业，在圆通速递的市场法测算中，并无数量足够多的同等企业规模或相近市场地位的上市企业财务数据可以参考，已有的案例公司中，除了德邦股份规模最为接近以外，其他案例公司的经营规模、产业定位方面还是有明显差异。出于谨慎性及稳健性原则，同时也为更好保护各中小股东权益，本次评估对市场法进行保守预计，不对相关财务指标进行修正，与此同时，也并未将市场法的评估结论作为主结论。

报告期后，申通快递、顺丰速运陆续因为上市，公布了估值和相关财务指标，而这两家公司可比性则更为接近圆通速递。结合上述两个案例，市场法评估结果和申通快递、顺丰速运的估值比较情况如下：

单位：万元

	估值	P/B	动态 P/E
顺丰速运	4,480,000.00	3.27	20.55
申通快递	1,691,100.00	8.70	14.45
圆通市场法估值（未指标修正）	1,899,800.00	5.56	17.27
圆通市场法估值（指标修正后）	2,060,600.00	6.03	18.73

从上表可以看出，圆通速递的市场法估值结果，不论是否修正，P/B、动态 P/E 都在申通快递和顺丰速运的均值附近，具备合理性。

综上，结合可比公司、可比交易价值比率的比较分析，本次市场法估值是客观的、公允的、稳健的。

（四）评估师核查意见

经核查，评估师认为：基于各方面考虑所选取的 P/E、EV/EBIT、EV/EBITDA 和 P/B 比率乘数及相应权重，采用平均值测算出的被评估单位市场价值是具备合理性的。在市场法进行评估的时候，未对相关财务指标进行修正，是具备一定的合理性，是客观的、稳健的。由于并未采用主结论，不对本次交易估值的公允性产生实质性影响。

（本页无正文，为《上海东洲资产评估有限公司关于大连大杨创世股份有限公司重大资产出售及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易行政许可项目审查一次反馈意见之回复》之签章页）

签字注册资产评估师签名：

孙业林

李阳阳

上海东洲资产评估有限公司

年 月 日