

北京天健兴业资产评估有限公司

关于福建龙洲运输股份有限公司重大资产重组项目

一次反馈意见的回复

中国证券监督管理委员会：

北京天健兴业资产评估有限公司作为福建龙洲运输股份有限公司重大资产重组项目的评估机构，根据贵会《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（162974 号）的要求，对相关内容进行了核查并答复如下：

第九题：申请材料显示，兆华领先 2016 年 3 月以债转股方式增资引入外部投资者，双方对兆华领先的整体估值为 6 亿元，对应市盈率为 10 倍。本次交易以 2016 年 4 月 30 日为评估基准日，兆华领先评估作价 124,215 万元，对应的 2015 年市盈率为 24.29 倍，2016 年预测市盈率 14.61 倍。请你公司结合兆华领先业绩变化情况、控制权溢价案例以及近期市场可比交易的比较分析等，补充披露兆华领先本次交易较 2016 年 3 月增资时的估值及市盈率变化较大的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

【问题回复】

一、2016 年 3 月兆华领先增资的背景

2015 年 11 月 15 日，兆华领先与和聚百川、金茂赢联、丝绸南道（以上三家企业合称“出借人”）、兆华物流（借款人）与兆华投资（保证人）签署《可转债借款协议》。

根据兆华物流与出借人签署的《可转债借款协议》规定的定价依据如下：

“出借人的股份比例=出借人持有的可转债借款金额/（兆华物流 2015 年归属于母公司所有者的税后净利润*10 倍市盈率）

如果兆华物流 2015 年归属于母公司所有者的税后净利润不低于 6,000 万元人民币的 90%（即 5,400 万元人民币），则按照 6,000 万元人民币计算；如果兆华物流 2015 年归属于母公司所有者的税后净利润低于 6,000 万人民币的 90%（即 5,400 万元人民币），出借人有权要求控股股东和/

或实际控制人以相当于可转债借款金额加上按日计算的年利为百分之八的利息回购转换所得股份。”

根据上述可转债借款协议的规定，2016年3月6日，兆华领先召开股东大会，全体股东参加会议并作出决议同意公司注册资本由18,275.34万元增加至20,305.93万元；新增注册资本分别由和聚百川、金茂赢联、丝绸南道进行出资，其中和聚百川出资1,353.73万元、金茂赢联出资338.43万元、丝绸南道出资338.43万元；增资完成后，兆华投资持股比例为85.08%，兆华创富持股比例为4.92%，和聚百川持股比例为6.67%、金茂赢联持股比例为1.67%、丝绸南道持股比例为1.67%；和聚百川、金茂赢联、丝绸南道此次增资款项来自于其可转债转股。

二、两次交易的估值差异原因分析

债转股的估值为6亿元，对应当年承诺净利润的市盈率为11.11倍。本次交易的评估作价124,215万元，对应当年承诺净利润的市盈率为14.61倍。估值差异107.03%，市盈率差异31.50%。两次交易估值和市盈率发生变化的原因如下：

（一）两次交易定价基准日和定价方法不同

2015年4月，兆华领先与和聚百川、金茂赢联、丝绸南道启动债转股谈判，2015年11月签订《可转债借款协议》；本次交易的定价基准日为2016年4月30日，两次交易的定价基准日不同。

债转股没有进行评估，是交易双方协商定价；本次交易进行评估后，参照评估结果定价。

本次评估过程中，既考虑了兆华领先基准日财务状况和经营情况，也考虑了兆华领先行业发展趋势以及兆华领先未来期间投资发展规划和预计收益情况。

（二）两次交易基准日业绩基础不同

兆华领先2014年-2016年4月的历史业绩和2016年5月到2021年的预测期业绩变化情况如下：

金额单位：人民币万元

项目	2014年	2015年	2016年1-4月	2016年5-12月	2016年全年
主营业务收入	109,913.02	140,323.99	10,573.79	168,760.11	179,333.90
收入增长率		27.67%			27.80%
合并净利润	-600.22	5,113.08	-1,458.47	9,702.35	8,243.89
增长率					61.2%

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
主营业务收入	215,526.39	254,607.58	286,743.87	325,398.18	357,090.86

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
收入增长率	20.18%	18.13%	12.62%	13.48%	9.74%
合并净利润	10,481.72	12,543.12	13,555.65	14,682.60	15,391.66
净利润增长率	27.15%	19.67%	8.07%	8.31%	4.83%

债转股的定价时点为 2015 年 11 月，对应的上年已实现净利润为-600.22 万元，承诺期当年净利润为 5,400 万元。前次交易时，金兆路华 100%股权尚未由兆华投资转让给兆华领先，因此兆华领先合并范围内不包含金兆路华。

而本次交易的评估基准日为 2016 年 4 月 30 日，此时兆华领先已经完成对金兆路华 100%股权的收购。根据天职国际出具的兆华领先 2014 年 1 月 1 日至 2016 年 9 月 30 日的审计报告，报告期内金兆路华属于兆华领先合并范围内。2015 年，兆华领先实现净利润为 5,113.08 万元（金兆路华 2015 年亏损 404.02 万元），在不考虑兆华领先合并金兆路华的影响下，前次交易中承诺期当年净利润 5,400 万元业已实现。

综上，本次交易的评估基准日为 2016 年 4 月 30 日，对应的上年已实现净利润为 5,113.08 万元，业绩承诺方承诺 2016 年、2017 年、2018 年兆华领先分别实现净利润 8,500 万元、10,500 万元、12,500 万元，两次交易参照的业绩基础存在差异。

（三）两次交易规模差异及控股权溢价

债转股时，和聚百川、金茂赢联、丝绸南道的增资比例分别为：和聚百川持股比例为 6.67%、金茂赢联持股比例为 1.67%、丝绸南道持股比例为 1.67%；而本次交易为兆华领先 100%股东权益。前次为小股东增资，本次交易为控股权交易，存在控股权溢价。

获得投资性收益是所有股权投资的基本目的，控制权作为一种股东权益和非控制权一样通过从企业未来的经营中获取分红派现以及资本增值等收益来实现对企业经营成果的分享，然而在这基础之上，控制权还具有一种附加的独特的决策权，而这种通过决策影响企业经营管理的权利所体现出的价值就是控制权溢价。

目前国内外对控制权溢价的度量方法主要有大额股权交易溢价法、表决权溢价法和大小宗股权配对交易差异法三种。

大额股权交易溢价法最早是由 Barclay 和 Holderness 提出的，他们通过对控制权发生转移时，股权比例在 5%以上的大宗股权转让价格与市场股价之间的差额进行比对，发现这些交易的价格明显高于转让协议公开后的市场价格，平均溢价水平为 20%。

表决权溢价法是用不同投票权的股票交易溢价来度量控制权溢价水平。Zingales 研究了在米兰交易所上市且同时具备有投票权和无投票权交易的 299 个公司样本，发现相对于无投票权

股份，有投票权股份的交易溢价高达 82%。

大小宗股权配对交易差异法由 Hanouna、Sarin 和 Shapiro 提出，其衡量控制权溢价的方法是控制权交易和小额股权交易在价格上的差异。将小额股权交易界定为交易前后低于 30% 的投票权交易，而控制权交易则为投票权在交易前低于 30% 而交易后高于 50% 的交易。根据行业类别和交易时间等对控制权交易和小额交易配对，通过七国集团的 9566 起并购事件，发现控制权私利的平均水平是 20%。

而从国内交易的控股权溢价情况来看，部分包含控股权溢价的交易案例如下：

上市公司	标的资产	股权转让/增资 工商变更登记时间	评估基准日	交易作价与 前次入股/ 股权转让的 估值差异	主要原因
汇源通信	通宝莱	2015-12-23	2015-12-31	28.20%	1、作价时点不同 2、对价支付方式不同 3、股东身份及控制权溢价 4、本次交易作价以评估机构评估值为基础 5、通宝莱 2015 年 12 月新增股东所持股权在本次交易中增值率不高
丰东股份	方欣科技	2015-9-30	2015-12-31	170.43%	1、前次交易估值为商业谈判结果，本次交易估值参考评估值 2、本次交易存在控制权溢价 3、方欣科技的财务基础发生较大变化
润邦股份	正洁环境	2015-9-21	2015-12-31	324.44%	1、基本面发生较大变化 2、该次增资与本次交易的作价依据不同 3、控制权溢价 4、投资时点不同
文化长城	联讯教育	2015-3-15	2015-10-31	260.05%	1、标的公司发展阶段、商业模式、经营业绩有所差异 2、盈利承诺金额增长 3、控制权溢价 4、流动性溢价
银江股份	杭州清普	2015-3-9	2015-9-30	131.11%	1、杭州清普发展迅速，净利润增长速度超预期 2、资本市场对医疗软件行业的平均估值水平有所提升 3、控制权溢价因素

上市公司	标的资产	股权转让/增资 工商变更登记时间	评估基准日	交易作价与 前次入股/ 股权转让的 估值差异	主要原因
浙江金科	杭州哲信	2015-9-15	2015-11-30	201.77%	1、杭州哲信 2014 年业务出现爆发式增长 2、本次交易价格体现了控制权溢价 3、上市公司拟通过本次交易实现双主业驱动的战略目标 4、本次交易后股份对价存在锁定期
永新股份	新力油墨	2015-10-6	2015-6-30	109.80%	1、受让方存在利润补偿的风险 2、控制权溢价
帝龙新材	美生元	2015-7-28	2015-9-30	70%	1、控制权溢价 2、本次交易作价充分考虑了美生元未来的盈利能力 3、此前的股权转让及增资无业绩承诺要求 4、股份对价包含二级市场的不确定因素及锁定期要求
好想你	郝姆斯	2015-4-10	2015-9-30	39.33%	1、定价依据不同 2、控制权溢价
新研股份	明日宇航	2014-12-11	2014-12-31	72.72%	1、标的资产与上市公司存在协同效应 2、本次收购静态市盈率低于引入财务投资者的静态市盈率 3、存在控制权溢价及股价波动不确定性因素
科达股份	百孚思	2014-10-10	2014-12-31	143%	1、商业谈判结果 2、估值依据不同 3、增加设置业绩补偿条款 4、控制权溢价
平均值				141%	
本次交易		2016-3-23	2016-4-30	107.03%	1、商业谈判结果 2、定价依据不同 3、控制权溢价

本次交易按照 2016 年预测净利润计算的市盈率 14.61 倍，比之前增资的市盈率 11.11 倍高出 31.50%，按照 2016 年至 2018 年三年利润承诺的平均数计算出的市盈率为 11.83 倍，比之前增资的市盈率高出 6.48%，市盈率变化在合理范围内。

从估值的比较情况来看，本次交易比上次交易高出 107.03%，与国内同样含有控股权溢价的

交易案例对比，估值的变化也在合理范围内。

三、本次交易与近期交易案例比较

本次交易与近期市场交易案例比较见下表：

上市公司	标的公司	业绩承诺			PE 估值		
		承诺期限	第一年	承诺期平均	上年	未来一年	承诺期平均
中泰化学	蓝天化学物流	3.00	6,095.89	7,409.85	15.57	11.90	9.79
大洲兴业	亚中物流	3.00	25,000.00	40,000.00	73.05	17.60	11.00
华贸物流	中特物流	3.00	9,000.00	10,000.00	14.53	13.33	12.00
联明股份	联明晨通	3.00	4,100.00	4,550.00	14.90	12.56	11.32
深桑达 A	捷达运输	3.00	979.97	1,128.25	10.94	24.91	21.64
宁波东力	年富供应链	3.00	11,000.00	21,667.00	29.08	19.64	9.97
准油股份	中科富创	3.00	14,000.00	25,667.00	亏损	17.14	9.35
平均数					26.345	16.73	12.15
本次交易		3.00	8,500.00	10,500.00	24.29	14.61	11.83

从近期市场可比交易的情况来看，本次交易的上一年利润市盈率，承诺期第一年和承诺期平均市盈率略低于市场案例的平均数。因此本次交易定价较为合理，与 2016 年 3 月引入外部投资者时的估值差异存在合理性。

（三）本次交易兆华领先估值市盈率较高于前次投资者增资入股估值市盈率的原因

前次交易对应当年承诺净利润的市盈率为 11.11 倍，本次交易对应 2016 年承诺净利润的市盈率为 14.61 倍，市盈率差异 31.50%。本次交易兆华领先估值市盈率高于前次投资者增资入股估值市盈率的原因如下：

1、本次交易时兆华领先已完成内部业务整合，发展势头较好

2014 年至 2015 年，兆华领先处于业务整合时期，一方面大力投入并推进集装箱特种物流带动沥青贸易的商业模式，另一方面根据自身业务发展，不断强化其在仓储、加工等环节的能力，兆华领先于 2014 年通过天津领先正华收购壳牌在天津的库区及加工设备，并于 2015 年 7 月完成对山西兆华、北京中物振华的股权承接，使其成为兆华领先控股子公司。2015 年开始，天津领先正华与山西兆华的运营逐步纳入兆华领先统筹运营管理之下，业务已经逐步进入正轨。

因此，2015 年兆华领先以债转股形式引进财务投资者，是在其 2014 年至 2015 年整体业务架构搭建逐渐推进、商业模式向成熟发展的背景下，兆华领先希望进一步引入财务投资者，完善治理架构并加强资金支持，实现业务增长为目的。2015 年，兆华领先实现净利润为 5,113.08 万元（合并口径含金兆路华，金兆路华 2015 年亏损 404.02 万元），考虑到前次债转股投资时金兆路华尚未在兆华领先合并报表范围，剔除金兆路华的影响后兆华领先已完成与前次投资人就 2015 年达成的业绩承诺，即 5,400 万元。

本次交易时兆华领先已基本完成内部业务整合，其从采购、加工、仓储至物流、贸易的业务布局及业务架构已较为完善，各项业务步入正轨的同时能够通过整体统筹运营提升管理效率，提升盈利水平。经过前几年的大力推广，兆华领先以特种集装箱物流带动沥青贸易的商业模式得到市场验证，集装箱物流业务占比上升，为兆华领先赢得更多订单的同时确立了其核心市场竞争力，截至 2016 年 9 月 30 日，已经实现净利润 5,352.97 万元，预计 2016 年能够完成业绩承诺的净利润 8,500 万元。

2、本次交易中，上市公司将完成对兆华领先 100%股权的收购，考虑了控制权溢价

前次交易和聚百川、金茂赢联、丝绸南道的增资比例分别为：和聚百川持股比例为 6.67%、金茂赢联持股比例为 1.67%、丝绸南道持股比例为 1.67%，标的公司控制权未发生变更；而本次交易交易标的为兆华领先 100%股权。本次交易存在控股权溢价。因此，虽然同样以当年承诺净利润为参考，考虑到控制权溢价的影响，本次交易估值市盈率较高于前次投资者增资入股估值市盈率仍具备合理性。

3、本次交易业绩承诺基数较高，且承诺期仍处于业绩成长期

本次交易业绩承诺方承诺兆华领先承诺期首年即 2016 年实现净利润不低于 8,500 万元，相较前次交易兆华物流向投资人承诺期首年即 2015 年业绩不低于 5,400 万元高出 57.41%。

兆华领先通过 2014 年、2015 年的业务调整及布局，目前业务发展势头较好。2015 年兆华领先实现业绩 5,113.08 万元。根据天健兴业出具的《评估报告》，兆华领先 2016 年、2017 年和 2018 年预测将实现净利润 8,184.15 万元、10,375.04 万元、12,392.16 万元。基于盈利预测，业绩承诺方承诺兆华领先 2016 年、2017 年、2018 年将分别实现净利润 8,500 万元、10,500 万元、12,500 万元，其中 2016 年业绩承诺相较 2015 年实现业绩增长了 66.24%；业绩承诺方承诺的未来三年的平均净利润为 10,500 万元，相比 5,400 万元高出 94.44%；此外，根据业绩承诺测算兆华领先未来三年预测复合增长率将达到 34.71%。

由于本次交易兆华领先 2016 年预测业绩相较前次投资人交易时承诺业绩出现较大增长，且业绩承诺期仍处于业绩快速成长期，盈利成长性仍然较好。本次交易估值市盈率较高于前次投

资者增资入股估值市盈率仍具备合理性。

4、与近期市场可比交易估值相比具备合理性

如前述近期市场可比交易估值数据统计所示，从近期市场可比交易的情况来看，本次交易的上一年利润市盈率 24.29 倍、承诺期第一年市盈率 14.61 倍、承诺期平均市盈率 11.83 倍均略低于市场案例对应的平均数，即 26.35 倍、16.73 倍和 12.15 倍。

综上所述，本次交易估值市盈率较高于前次投资者增资入股估值市盈率具备合理性。

四、评估机构意见

经核查，评估师认为，兆华领先 2016 年 3 月以债转股方式增资引入外部投资者与本次交易在性质、定价方法、参照的业绩等多个方面存在不同。随着兆华领先产业布局逐步完善，兆华领先的经营业绩比历史期将有较大幅度的增长。本次估值市盈率高于前次增资时的市盈率符合实际情况，本次交易估值合理。

第十题：申请材料显示，兆华领先报告期内净利润分别为-600.22 万元、5,113.08 万元和 -1,458.47 万元。兆华投资、兆华创富承诺 2016 年度、2017 年度和 2018 年度兆华领先实际净利润分别不低于 8,500 万元、10,500 万元和 12,500 万元。请你公司：1）补充披露兆华领先承诺净利润远高于报告期净利润的依据和合理性。2）结合兆华领先截至目前的经营情况，补充披露承诺净利润的可实现性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

【问题回复】

一、兆华领先承诺净利润远高于报告期净利润的依据和合理性

（一）报告期内兆华领先处于产业链布局和扩张期

兆华领先是一家集沥青贸易、沥青加工、沥青仓储、沥青集装箱运输、电子商务的综合性企业。报告期内正是兆华领先产业链布局和扩张的时期，公司从单一的沥青贸易公司，逐渐提升为结合沥青加工、沥青仓储、沥青集装箱、电子商务的综合性企业。

2014 年，兆华领先下属公司天津领先正华收购了壳牌（中国）有限公司与壳牌天津相关运营资产；新增 13 个沥青储罐，库区总库容 17,600.00 立方米，新增改性生产线一条，生产能力 1000 吨/天。2015 年开始天津领先正华的沥青基地开始生产，其自有沥青仓储能力和沥青加工能力得到大幅度提升，从而提升了兆华领先的整体毛利率。

兆华领先的集装箱物流模式在报告期处于快速扩张和推广期，2014 年兆华领先新增沥青集装箱 598 只，2015 年兆华领先新增沥青集装箱 402 只，2016 年 3 月兆华领先以合作方式新增沥

青集装箱 300 只的运力，截止评估基准日，兆华领先拥有沥青集装箱 1,312 只，其运力在报告期内大幅提升。

集装箱增加数量如下：

项 目	2012 年 3 月	2013 年 6 月	2014 年 3 月	2014 年 5 月
集装箱增加数量	12.00	300.00	180.00	132.00
项 目	2014 年 12 月	2015 年 9 月	2015 年 11 月	2016 年 3 月
集装箱增加数量	286.00	102.00	300.00	300.00

2015 年及以前，兆华领先的主要销售区域集中在东部和北方地区，而 2016 年以来，随着重庆、湖南和陕西地区的分子公司的建立，公司业务进一步拓展到陕西、甘肃、宁夏、青海、重庆、四川、湖南、湖北、江西等地。此外，金兆路华下属的 Mai 沥青网的发展也推动了公司的沥青贸易、物流和改性加工业务。

兆华领先以沥青产品为中心，构建了贸易、加工、仓储、运输和现代电子商务完整的业务链条，截止 2016 年已成为行业内具备沥青全产业链服务能力的企业，形成了综合优势，尤其借助特种集装箱运输模式，在物流环节具备核心竞争力。

（二）2014 年到 2016 年 9 月业务量稳步增长，收入及毛利率快速增长，为承诺期净利润的实现奠定基础

兆华领先从 2014 年到 2016 年 9 月份沥青贸易量，逐年快速上升，各年沥青贸易量如下：

单位：吨

项目	2014 年	2015 年	2016 年 1-9 月
基质沥青	186,955.04	257,058.82	244,288.40
改性沥青	66,143.45	142,183.70	135,601.33
合计	253,098.49	399,242.52	379,889.73

截止 2016 年 9 月沥青贸易量已经接近 2015 年全年。

兆华领先 2014 年到 2016 年 9 月份沥青集装箱物流量，逐年快速上升，各年集装箱物流量如下：

单位：吨

项 目	2014 年	2015 年	2016 年 1-4 月
集装箱物流量	37,820.50	163,288.39	155,524.38

截至 2016 年 9 月末，沥青集装箱物流量已经接近 2015 年全年。

兆华领先 2014 年到 2016 年 9 月份毛利率稳步上升，各年收入及毛利率情况如下：

单位：万元

项 目	2014 年	2015 年	2016 年 1-9 月
收 入	109,913.02	140,323.99	93,312.11

成 本	102,626.96	121,848.11	77,981.11
毛利率	6.63%	13.17%	16.43%

截止 2016 年兆华领先沥青产业链布局建设已经基本完成,兆华领先的毛利率呈现上升趋势,说明兆华领先的规模效应红利正在逐步释放,兆华领先“沥青贸易+集装箱物流”一站式服务的核心优势得以发挥,为承诺期净利润的实现奠定基础。

(三) 沥青行业发展对兆华领先承诺利润带来支撑

1、沥青物流运营模式迎来变革

沥青产品物流系统是指在一定时间和空间内,由运输工具、装卸搬运机械,油库设施、人员、通讯设施等若干相互制约的要素所构成的具有特定功能的有机整体。沥青产品物流作业内容包括运输、仓储、配送、装卸搬运、信息和流通加工六大业务,其中运输、仓储与配送是主营业务,其他为辅助业务。

沥青销售企业的生存能力取决于它的竞争能力,而在沥青销售企业的经营过程中,沥青销售企业物流管理的有效性是形成沥青销售企业竞争能力的基础,沥青销售企业物流的效率,直接影响着沥青销售企业整体运作的效率。充分利用物流空间、提高物流效率以及减少物流费用,可以保证销售过程顺利、高效率地进行,实现快速产出。

在沥青物流行业的未来,自身拥有运输、仓储、加工、信息的综合服务商符合行业发展的趋势。

2、中西部地区继续成为国内沥青需求增长的重点区域

从 2007 年开始,西部地区公路建设投资开始超过东部地区,近几年这一趋势更加明显。如 2013 年,中西部公路建设总投资所占比例为 70%,而东部地区仅为 30%。随着国家西部大开发战略的深入推进,未来东、西部地区公路建设投资总额度的差距将愈加明显,中西部地区将持续成为全国道路建设的中心所在。道路建设重心的转移说明国内道路沥青消费增长已开始从东部向中西部地区转移,中西部地区已成为道路沥青消费增长的主要地区。

从炼厂分布来看,全国 70 余家炼厂主要分布在东部、东南等 17 个省市,西北、西南十五个省炼厂稀少,覆盖面积不到 30%;受原油进口的影响,我国炼厂多分布在东南沿海,海外炼厂主要来自韩国、新加坡,进口原油质量好、冶炼技术高;除海外炼厂外,国内中石油、中石化、中海油炼厂质量相对稳定;物流成本是沥青行业重要的比较因素之一,拥有在长距离运输及多式联运情况下物流成本优势的企业在未来市场竞争中体现出优势。

(四) 兆华领先的自身的核心竞争力为承诺期净利润提供保障

1、运输模式优势

兆华领先提供沥青行业综合物流服务的核心竞争优势在于对物流模式的提升：兆华领先拥有自主研发的沥青集装箱，与沥青行业传统的罐车运输模式相比，沥青集装箱的物流模式具有运输便捷、成本降低、环保、灵活等优点。

2、先发优势

特种集装箱的研发过程取得船级社认证，在船级社的现场监造后，颁发唯一箱号，才能获得铁路正式运行批准，在此期间出现的细微调整均需要到船级社备案，整个研发周期较长。

兆华领先较早研发沥青特种集装箱运输模式，是国内早先取得铁路沥青集装箱运输资质的民营企业。多年来，兆华领先与铁道部/铁路总公司、海运/内河运输、公路运输等保持了长久良好的合作，能够保证满足不同客户的供货时间、地点的要求。兆华领先在产品研发、资格认证、市场开发、客户认可等领域具备一定的先发优势，相对后进入者能够在时间上形成一定的壁垒。

3、资质与技术优势

鉴于沥青在海运、铁路运输需要取得相关的资质认证，兆华领先罐式集装箱证书已经取得中国船级社、劳式船级社颁发的证书；同时，集装箱获得了铁道部运输局颁发的唯一箱号，获得铁路正式运行批准。此外，兆华领先也重视对专利技术的保护，共申请获得 24 项专利，其中 7 项发明专利，16 项实用新型专利，1 项外观设计专利。

4、管理和运营效率优势

兆华领先利用集装箱运输沥青的物流模式相对于传统的物流模式，能够降低运输过程中的成本和运输损失，同时也有利于客户对于商品的监控和管理，该部分的运营系统、大数据对于兆华领先未来构建综合性的物流服务商有着重要的作用，同时相对于其他竞争对手具备独特竞争优势。

5、人才和团队优势

兆华领先经过多年的发展，已经构建了一支高学历、专业、稳定的团队。兆华领先核心管理团队拥有 20 年沥青行业从业经历，具有中远集团、壳牌等行业内国际知名企业十余年的从业经验。同时兆华领先重视人才的引进、培养与激励，本科、硕士及以上学历员工占比较高。兆华领先具有专业的人才管理机制，员工稳定性较高。稳定性与专业性，使得兆华领先具备一定的人才与团队优势。

（二）结合兆华领先截至目前的经营情况，补充披露承诺净利润的可实现性

1. 2016 年 1-9 月兆华领先归属于母公司净利润实现情况较好

截至 2016 年 9 月 30 日兆华领先归属于母公司净利润情况如下：

单位：万元

项目	2015 年度 实际数据	2016 年度盈利预 测报告预测数据	2016 年 1-9 月 实际数据	2016 年 1-9 月 完成情况 (%)
归属于母公司所有者的净利润	5,107.16	7,996.63	5,397.36	67.50

截至 2016 年 9 月 30 日，兆华领先实现归属于母公司所有者的净利润 5,397.36 万元，完成 2016 年预测归属于母公司所有者的净利润的比例为 67.50%。同时，已经超过 2015 年全年实现的净利润 5,107.16 万元。

2. 兆华领先业务具备较明显的季节性特征，2016 年第四季度预计销售情况较好

由于兆华领先业务具备较明显的季节性特征，预计 2016 年全年兆华领先可执行的合同总收入为 139,548.49 万元，截至 2016 年 9 月 30 日实际已执行并确认营业收入的金额为 93,312.11 万元，其中基质沥青业务收入 41,538.32 万元，改性沥青业务收入 36,230.83 万元，兆华领先预计 2016 年 10 至 12 月可执行的合同收入为 46,236.38 万元，详细情况见下表：

单位：万元

项目	2016 年全年 预计执行合同金额	2016 年 1 至 9 月 已执行合同金额	2016 年 10-12 月 预计执行合同金额
基质沥青	63,712.28	41,538.32	22,173.96
改性沥青	53,742.10	36,230.83	17,511.27
物流运输	21,320.12	14,768.97	6,551.15
其他业务	773.99	773.99	-
合 计	139,548.49	93,312.11	46,236.38

3. 预计年末应收账款回收情况良好，冲回计提的坏账准备能够提升净利润水平，更加完整的反应 2016 年度盈利情况

由于报告期末正处于兆华领先业务旺季，在此期间兆华领先一般的项目结算周期为 45-60 天。截至 2016 年 9 月 30 日应收账款余额为 48,990.80 万元，高于 2015 年末兆华领先应收账款余额（20,884.96 万元）。预计兆华领先 2016 年 12 月 31 日应收账款余额有望下降至 2015 年末余额水平，因应收账款余额减少将冲回部分已计提的坏账准备，从而增加 2016 全年的净利润。

综上所述，基于 2016 年 1-9 月兆华领先的净利润实现情况较好，考虑到兆华领先的业务具备显著的季节性特征，按照兆华领先预测 2016 年 10 至 12 月将执行的合同收入进行测算，同时考虑上述应收账款坏账准备转回对净利润的影响，兆华领先 2016 年度承诺的净利润具备可实现性。

（三）评估机构意见

经核查，评估师认为，目前，兆华领先产业布局基本完成，详细预测期将处于快速增长期，预测的收入和净利润客观合理。结合兆华领先截至目前的经营情况，承诺净利润具备可实现性。

第十三题：申请材料显示，兆华领先净资产账面价值为 23,588.80 万元，资产基础法评估值为 27,726.89 万元，评估增值 4,138.09 万元，增值率 17.54%。采用收益法评估后的兆华领先股东全部权益价值为 124,650.26 万元，评估增值 101,061.46 万元，增值率为 428.43%。请你公司补充披露：1）本次交易采用收益法评估结果作为定价依据的原因及合理性。2）资产基础法和收益法评估结果差异较大的原因及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

【问题回复】

一、本次交易采用收益法评估结果作为定价依据的原因及合理性

本次交易采用资产基础法和收益对兆华领先进行评估，最终采用收益法评估结果作为定价依据，主要由于资产基础法为从资产重置的角度评价资产的市场价值，仅能反映企业资产的自身价值，而不能全面、合理的体现各项资产综合的获利能力及企业的成长性，并且也无法涵盖诸如在业务模式优势、客户资源、专利、商誉、人力资源等无形资产的价值。

收益法是采用预期收益折现的途径来评估企业价值，不仅考虑了企业以历史成本计价的资产的价值，同时也考虑了在资产负债表中无法反映的企业实际拥有或控制的资源，如在执行合同、客户资源、销售网络、潜在项目、企业资质、人力资源、产品研发能力等，而该等资源对企业收益的贡献均体现在企业的净现金流中，所以，收益法的评估结论能更好体现企业整体的成长性和盈利能力。

资产的价值通常不是基于重新购建该等资产所花费的成本，而是基于市场参与者对未来收益的预期。本次上市公司对兆华领先的并购，着眼于兆华领先未来期间的获利能力及持续为上市公司贡献收益的能力，本次评估目的是为龙洲股份拟收购股权所涉及兆华领先的股东全部权益价值提供参考依据，本次收购完成后，龙洲股份将保持兆华领先的持续稳定经营，并且兆华领先也具备持续经营的基础和条件，经营与收益之间存在较稳定的对应关系，收益法估值结果具有较好的客观性，易于为市场所接受。经过对被评估单位财务状况的调查及经营状况分析，结合本次资产评估对象、评估目的，适用的价值类型，经过比较分析认为，收益法的评估结论能更全面、合理地反映被评估单位股东全部权益于评估基准日的市场价值，很好的服务于本次评估目的，故本次评估采用收益法评估结果作为本次评估的最终评估结论。

二、资产基础法和收益法评估结果差异较大的原因及合理性

兆华领先资产基础法和收益法评估结果差异较大主要原因在于收益法与资产基础法评估立足的角度不同。资产基础法是立足于资产重置的角度，通过评估各单项资产价值并考虑有关负债情况评估企业价值；收益法立足于资产获利的能力，将被评估企业预期收益资本化或折现，进而对企业价值进行评估。

兆华领先是一家集沥青贸易、沥青加工、沥青仓储、沥青集装箱运输、电子商务的综合性企业。兆华领先的盈利能力和价值来自于各项关联资产之间的协同效应所产生的综合价值，该价值远高于单项资产各自重置成本的简单加和。

其次，兆华领先除了资产基础法中评估的资产外，还有部分不可确指的无形资产，如在业务模式优势、客户资源、商誉、人力资源等不可确指无形资产的价值。该部分资产的价值均未能在资产基础法的评估结果中反映，而收益法以兆华领先未来收益为基础，考虑了各分项资产是否在企业中得到合理和充分利用、组合在一起时是否发挥了其应有的贡献等因素对企业股东全部权益价值的影响，也体现了兆华领先前述重要无形资产的价值，因此收益法评估值高于资产基础法。

第三，由于未来公路建设、城镇化、高速公路维修、道路质量提升以及其他多样化的沥青需求的增长将带动整个沥青物贸业务增长，兆华领先拥有丰富的行业经验，同时也是沥青特种物流领域的先进者，其业务量和净利润在未来将保持持续增长，而资产基础法仅考虑资产重置的市场价值，根据兆华领先所处行业和经营特点，收益法评估价值能比较客观、能更好体现企业整体的成长性和盈利能力，因此基于未来收益折现的收益法评估结果高于资产基础法评估结果。

三、评估机构意见

经核查，评估师认为：资产基础法仅对各单项有形资产和可确指的无形资产进行了评估，但未能全面反映各单项资产协同相应对公司的整体贡献，也未能反映不可确值无形资产的价值，故采用收益法的评估结果作为定价基础是合理的，资产基础法和收益法评估结果的差异具备合理性。

第十四题：申请材料显示，兆华领先 2015 年沥青贸易量较 2014 年增长 48.67%，2016 年全年预计总销售量超过 60 万吨，增长率超过 50%。预测期 2017 年至 2021 年各年的沥青销售量增长率分别为 12.28%、9.04%、5.11%、5.14%、2.17%。请你公司补充披露：1) 兆华领先 2016 年

1-9 月沥青销售量情况。2) 预测 2016 年及以后年度沥青销售量增长较快的依据及合理性，与其运输承载能力是否匹配。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

【问题回复】

一、兆华领先 2016 年 1-9 月沥青销售量情况

1、兆华领先 2016 年 1-9 月沥青销售量情况

兆华领先截止 2016 年 1-9 月份实际完成沥青销售量约 38 万吨，其中基质沥青完成 24.4 万吨，改性沥青完成 13.6 万吨。截止 9 月底，尚未完成的已签合同量约 19 万吨。

2016 年沥青销售较 2015 年有明显增长，截止 9 月底的沥青贸易销售量已经接近 2015 年全年销售量，但是与 2016 年全年的销量预测有一些差异，产生差异的主要原因如下：

根据兆华领先此前对 2016 年业务的预计，其将开展大宗的整船沥青贸易，预计 2016 年的整船贸易量为 7 万吨。但是由于整船贸易的毛利率较低，且占用资金量较大，兆华领先根据实际情况调整业务方式，未开展整船贸易。同时，还放弃了毛利率较低的现货贸易，放弃前述业务实际对主营业务利润影响较小。

2016 年 1-9 月沥青销售、及毛利完成量如下：

项目	预测量	1-9 月完成量	完成率	预测全年毛利 (万元)	1-9 月完成毛利 (万元)	完成率
基质沥青	475,000.00	244,288.40	51.43%	5,273.50	4,132.23	78.36%
改性沥青	205,000.00	135,601.33	66.15%	9,042.05	7,210.77	79.75%
沥青合计	680,000.00	379,889.73	55.87%	14,315.55	11,343.00	79.24%

从 2016 年 1-9 月份的销售完成数据来看，虽然销售量完成率只有 55.87%，但是由于兆华领先在实际经营过程中，根据市场情况调整了部分业务，放弃了毛利率较低的整船贸易和部分现货贸易，同时提高了毛利率较高的改性沥青业务的比例。此外，兆华领先改性沥青的自加工比例得到了提升，也对毛利率的提升起到了促进作用。在上述因素的共同作用下，兆华领先沥青贸易板块的毛利率出现上升，2016 年 1-9 月份，兆华领先沥青贸易板块的主营业务利润完成率达到 79.24%。

2、兆华领先沥青贸易业务预测及实际完成情况

(1) 基质沥青

兆华领先基质沥青历史期及盈利预测毛利率如下：

单位：万元

基质沥青	2014 年度	2015 年度	2016 年 1 至 4 月	2016 年 5-12 月	2016 年全年(预
------	---------	---------	----------------	---------------	------------

				(预测)	测)
主营业务收入	71,824.70	70,439.13	5,803.95	71,491.79	77,295.73
主营业务成本	68,395.62	63,838.05	6,477.63	65,544.60	72,022.23
主营业务毛利	3,429.08	6,601.08	-673.68	5,947.18	5,273.50
毛利率	4.77%	9.37%	-11.61%	8.32%	6.82%

在评估盈利预测中，由于兆华领先 2014 年度的毛利率较低，2016 年 1-4 月的毛利率由于受季节性影响出现负数，所以 2016 年 5-12 月的预测较为谨慎；同时由于盈利预测中包含了毛利率较低的整船贸易，现货贸易的比例也比较大，预测兆华领先 2015 年 5-12 月毛利率为 8.32%，全年毛利率为 6.82%。

企业 2016 年 1-9 月份实际完成的收入及毛利情况如下：

单位：万元

基质沥青	2014 年度	2015 年度	2016 年 1 至 9 月
主营业务收入	71,824.70	70,439.13	41,538.32
主营业务成本	68,395.62	63,838.05	37,406.09
主营业务毛利	3,429.08	6,601.08	4,132.23
毛利率	4.77%	9.37%	9.95%

兆华领先在实际经营过程中，根据市场情况的变化，调整了部分业务，放弃了毛利率较低的整船贸易和部分现货贸易；同时，2016 年国内沥青需求保持稳定增长，兆华领先作为具有综合竞争优势的沥青物贸企业保持了下游销售价格与上游采购价格之间价差的稳定，而沥青价格相对于 2015 年出现下降，使兆华领先保留的基质沥青业务毛利率价差未扩大的情况下出现上升。以上两项原因共同导致兆华领先 2016 年 1-9 月实现的毛利率较 2015 年度出现小幅提升，相较预测的全年毛利率提高了 3.13 个百分点。

改性沥青历史期及盈利预测毛利率如下：

单位：万元

改性沥青	2014 年度	2015 年度	2016 年 1 至 4 月	2016 年 5-12 月	2016 年全年
				(预测)	(预测)
主营业务收入	31,191.27	55,306.84	3,836.58	52,749.70	56,586.28
主营业务成本	28,227.14	46,144.28	2,907.76	44,636.47	47,544.23
主营业务毛利	2,964.13	9,162.56	928.81	8,113.23	9,042.05
毛利率	9.50%	16.57%	24.21%	15.38%	15.98%

评估盈利预测中，历史期改性沥青毛利率持续升高，2016 年 1-4 月达到 24.21%，考虑到 2016 年 1-4 月的销量较小，毛利率不具参考意义，因此按照接近 2015 年的毛利率进行预测。

企业 2016 年 1-9 月份实际完成的收入及毛利情况如下：

单位：万元

改性沥青	2014 年度	2015 年度	2016 年 1 至 9 月
主营业务收入	31,191.27	55,306.84	36,230.83
主营业务成本	28,227.14	46,144.28	29,020.06
主营业务毛利	2,964.13	9,162.56	7,210.77
毛利率	9.50%	16.57%	19.90%

兆华领先在实际经营过程中，根据内外部情况提高了改性沥青的自主加工比例。该种生产方式节省了大量的委托加工成本，提高了改性沥青业务的毛利率，导致改性沥青毛利率较预测全年毛利率提高了 3.92 个百分点。改性沥青加工情况变化如下：

报告期间	改性沥青加工情况		
	加工总数量（吨）	其中自主加工数量（吨）	委托外部加工数量（吨）
2014 年度	46,001.08	12,997.82	33,003.26
2015 年度	88,333.18	25,836.42	62,496.76
2016 年 1-9 月	104,843.06	73,214.58	31,628.48

综上所述，虽然 2016 年 1-9 月份沥青贸易数量较预测数存在一定的差异，但是由于企业实际经营过程中，根据市场情况调整了业务结构，导致沥青业务整体毛利率上升，沥青贸易的毛利额完成情况基本达到预测水平。

二、预测 2016 年及以后年度沥青销售量增长较快的依据及合理性，与其运输承载能力是否匹配

预测 2016 年的增长率较快主要是依据 2016 年的实际完成量和已经签订的正在执行的合同预计的。2017 年至 2021 年预测的增长率较之前两年有较大幅度的降低，该部分的销售量增长主要来自于兆华领先在沥青物流的核心竞争力的带动下，自身业务的自然增长，和对中西部地区贸易的增加带来的。

（一）从宏观角度来看沥青需求持续增长

根据 wind 数据库资料显示，2015 年我国石油沥青的表观消费量为 3,681.95 万吨，比 1997 年增长 708.66%，年平均增长率为 13%。数据如下：

单位：万吨

项目	沥青表观消费量	年增长率
1997-12	476.51	
1998-12	523.66	10%
1999-12	570.13	9%
2000-12	606.63	6%
2001-12	677.01	12%
2002-12	948.07	40%
2003-12	1,122.35	18%

项目	沥青表观消费量	年增长率
2004-12	1,164.77	4%
2005-12	1,253.99	8%
2006-12	1,580.90	26%
2007-12	1,740.59	10%
2008-12	1,800.13	3%
2009-12	2,685.61	49%
2010-12	3,025.37	13%
2011-12	2,755.92	-9%
2012-12	3,152.67	14%
2013-12	3,252.23	3%
2014-12	3,376.85	4%
2015-12	3,681.95	9%
平均增长率		13%

沥青未来消费的需求量有望持续增长，主要原因如下：

①未来公路建设仍处于高峰期，支撑道路沥青需求保持较高水平。

②城镇化进程的加快，带动市政道路沥青需求快速增加。

③高速公路进入大修期，拉动道路维修沥青需求大幅增加

④道路质量要求不断提升，道路沥青需求仍存增长空间

⑤产品需求多样化、功能化、高科技化特征日益明显，个性化需求

⑥全国布局来看，中西部将成为高速公路建设的重点区域，兆华领先具备的沥青集装箱的竞争优势将在未来几年中具备核心竞争优势。

（二）从微观角度来看兆华沥青由于自身的竞争优势近年来，沥青销售量持续增长

兆华领先凭借其自身产业链的完整，以及沥青综合物流服务的核心竞争优势，公司的沥青业务从原来的传统北方市场拓展到陕西、甘肃、宁夏、青海、重庆、四川、湖南、湖北、江西等地，销售范围也大幅度增加。同时由于沥青集装箱的运输优势，进一步带动沥青贸易业务的持续增长。

兆华领先从 2014 年到 2016 年 9 月份沥青贸易量，逐年快速上升，各年沥青贸易量如下：

单位：吨

项目	2014 年	2015 年	2016 年 1-9 月
基质沥青	186,955.04	257,058.82	244,288.40
改性沥青	66,143.45	142,183.70	135,601.33
合计	253,098.49	399,242.52	379,889.73

截止 2016 年 9 月沥青贸易量已经接近 2015 年全年。

从兆华领先近年的销售量增长情况来看，未来几年内沥青销售应该能够保持持续增长。

（三）兆华领先的运输承载能力

兆华领先的沥青物流有两种方式，一种是通过自有集装箱和平板车进行运输，一种是委托外部车辆进行运输。因此，兆华领先的沥青贸易量并不与自有运输承载能力必然挂钩。

预测期未来兆华沥青的数量持续增加，自有运载能力不断提升。沥青集装箱未来数量增加情况如下：

项 目	2012 年 3 月	2013 年 6 月	2014 年 3 月	2014 年 5 月
集装箱增加数量	12.00	300.00	180.00	132.00
项 目	2014 年 12 月	2015 年 9 月	2015 年 11 月	2016 年 3 月
集装箱增加数量	286.00	102.00	300.00	300.00
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
集装箱增加数量	500.00	400.00	300.00	200.00

未来各年沥青集装箱运量增长如下，其中，单个沥青集装箱单次可以运输沥青 23.5 吨，整体集装箱单次运力是将单个沥青集装箱运输能力乘以转换后的全年沥青集装箱个数所得。

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
转换为全年个数	1,525.00	2,100.00	2,500.00	2,800.00	3,000.00
集装箱单次运力	35,837.50	49,350.00	58,750.00	65,800.00	70,500.00
周转次数	7.00	7.00	7.50	7.50	7.50
集装箱运量	250,862.50	345,450.00	440,625.00	493,500.00	528,750.00

自身运力不足的时候，兆华领先还可以委托外部车辆进行运输，由于外部第三方物流公司的供应量充足，同时兆华领先在历史期经营过程中一直采用第三方物流公司进行运输，所以其运输承载能力是完全可以匹配其沥青销售量的增长的。

三、评估机构意见

经核查，评估师认为 2016 年的沥青销量，依据其已经完成的销售量和已经签订的销售合同确定是合理的；2017 年及以后各年业务量增长，主要依赖于沥青需求量的增长，和兆华领先以自身竞争优势为基础开拓跟多的销售市场所带来的，增长较为合理。兆华领先除了自身运输承载能力较强以外，还与外部第三方物流公司合作，所以承载能力与业务增长是匹配的。

第十五题：申请材料显示，近年来，随着国际市场原油价格下跌的影响，沥青市场价格一直持续下跌，但本次评估预测在目前价格基础上，考虑未来各年沥青价格上涨 5%左右。请你公司补充披露兆华领先未来年度沥青销售价格预测的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

【问题回复】

一、兆华领先未来年度沥青销售价格预测的合理性

（一）市场供需方面

根据《国家公路网规划（2013 年-2030 年）》及各省份公布的十三五高速公路建设规划预计,2016 年及未来几年,国内高速公路建设市场需求基本稳定,公路建设沥青市场需求与 2014-15 年大体相当。另一方面,由于我国大量高速公路已进入维护保养期,对沥青的需求将出现较明显的增长,从而带动沥青总需求趋于增长。

截至 2015 年底,我国公路总里程达到 457.73 万公里,其中,高速公路 12 万公里(里程居世界第一位)、一级公路 8.54 万公里,二级公路 34.84 万公里。但是我国已建高等级公路的设计年限和标准远远低于发达国家,造成后续养护和改扩建任务繁重,公路养护里程 446.56 万公里,占公路总里程 97.6%。在我国 457.73 万公里的公路总里程中,超过 87%的公路为低等级的农村路,急需拓宽、白加黑提升通行能力改造。

在沥青供给侧,由于国际经济增长仍然乏力,预计国际石化能源需求仍然会保持相对低迷的状态,石油加工量不会出现大幅的增长,从而导致作为石油加工副产品的沥青生产和供给不会明显增加。

综上分析,2016 年及未来几年,沥青供需将保持总体平衡的状态,维护保养市场增长可能会导致沥青需求增长略高于供给增长,从而导致沥青价格会稳中有升。

（二）原油价格方面

由于 2015 年以来的国际石油业资本投资预算出现大幅减少,使得全球新发现的石油地质储量仅 30 亿桶,为 60 年以来最低水平。同期存在的新石油开发项目的延迟、新石油管输项目减少等不利因素的共同作用,将导致国际石油市场在中长期范围内出现供应不足的可能,从而使国际石油价格出现一定的上涨趋势,带动作为炼油副产品的沥青价格在中长期范围内存在着价格上涨的可能。

综上分析,未来期间,沥青价格在目前价格的基础上,未来各年略有小幅上涨。

2015 年到 2016 年 9 月各月基质沥青销售价格如下表所示(来源:Wind 数据):

基质沥青价格	华北地区	西北地区	山东地区	华南地区	东北地区
2015 年 1 月	3,100.00	3,500.00	2,900.00	3,250.00	3,000.00
2015 年 2 月	2,900.00	3,500.00	2,900.00	2,900.00	2,800.00
2015 年 3 月	2,900.00	3,500.00	2,950.00	2,900.00	3,000.00
2015 年 4 月	3,000.00	3,500.00	2,950.00	2,950.00	3,000.00
2015 年 5 月	3,050.00	3,450.00	2,980.00	2,950.00	3,000.00

基质沥青价格	华北地区	西北地区	山东地区	华南地区	东北地区
2015 年 6 月	3,050.00	3,450.00	3,050.00	3,000.00	3,000.00
2015 年 7 月	2,980.00	3,450.00	2,950.00	2,980.00	3,000.00
2015 年 8 月	2,800.00	3,450.00	2,800.00	2,800.00	3,000.00
2015 年 9 月	2,800.00	3,300.00	2,750.00	2,750.00	3,000.00
2015 年 10 月	2,650.00	3,200.00	2,600.00	2,650.00	2,650.00
2015 年 11 月	2,300.00	2,700.00	2,250.00	2,475.00	2,650.00
2015 年 12 月	2,100.00	2,300.00	2,050.00	2,100.00	2,000.00
2016 年 1 月	1,850.00	2,200.00	1,650.00	1,800.00	1,800.00
2016 年 2 月	1,700.00	2,200.00	1,550.00	1,600.00	1,700.00
2016 年 3 月	1,700.00	2,200.00	1,700.00	1,600.00	1,700.00
2016 年 4 月	1,750.00	2,200.00	1,750.00	1,650.00	1,800.00
2016 年 5 月	1,850.00	2,200.00	1,750.00	1,650.00	1,900.00
2016 年 6 月	1,850.00	2,200.00	1,750.00	1,700.00	1,950.00
2016 年 7 月	1,890.00	2,200.00	1,820.00	1,870.00	1,950.00
2016 年 8 月	1,900.00	2,200.00	1,750.00	1,900.00	1,950.00
2016 年 9 月	1,700.00	2,200.00	1,700.00	1,780.00	1,950.00

本次评估预测各年基质沥青销售价格如下：

单位：元/吨

时 间	平均沥青销售价格
2016 年 5-12 月	1,648.69
2017 年	1,676.14
2018 年	1,756.60
2019 年	1,841.06
2020 年	1,929.73
2021 年	2,022.65

本次评估预测 2016 年 5-12 月基质沥青的销售价格为 1,648.69 元/吨，而实际兆华领先 2016 年 1-9 月的基质沥青平均销售价格为 1,700.38 元/吨，已超过预测期第二年的水平。而本次预测较为谨慎，预测期末 2021 年的沥青平均销售价格仅为 2,022.65 元每吨，可以基本恢复到 2015 年 12 月底的价格。

二、评估机构意见

综上分析，评估师认为从市场供需层面和原油价格方面，沥青价格在中长期范围内仍然是稳中有涨，而根据 2016 年 1-9 月份的沥青实际运行价格和兆华领先 2016 年 1-9 月份的平均销售价格来看，兆华领先未来年度沥青销售价格预测也是较为谨慎的，具有合理性。

第十六题：申请材料显示，兆华领先集装箱单次运力 2013 年为 3,525 吨，预测期内持续增

长，2020 年预测集装箱单次运力为 70500 吨。请你公司补充披露兆华领先评估预测集装箱单次运力大幅提高的依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

【问题回复】

一、兆华领先评估预测集装箱单次运力大幅提高的依据及合理性

兆华领先集装箱单次运力是根据其当年的集装箱数量乘以单个集装箱的容量进行计算。

2013 年 6 月兆华领先购入沥青集装箱 300 只，换算为年化平均集装箱量为 $300/2=150$ 个，单个集装箱的容量为 23.5 吨，因此 2013 年的集装箱单次运力为 $150 \times 23.5=3,525$ 吨。

截至评估基准日，兆华领先拥有沥青集装箱 1,312 只，预计到 2020 年集装箱数量将增加至 3,000 只，2020 年的集装箱单次运力为 $3,000 \times 23.5=70,500$ 吨。

兆华领先评估预测集装箱单次运力大幅提高的原因为其集装箱数量的大幅度提升，具备合理性。

二、评估机构意见

经核查，评估师认为兆华领先评估预测集装箱单次运力大幅提高是与其集装箱数量的大幅提高相匹配的，是较为合理的。

第十七题：申请材料显示，兆华领先电子商务板块业务，截止 2015 年年底总共完成贸易撮合 8,012.17 吨，预测 2016 年全年撮合沥青贸易量 12 万吨，沥青物流服务 3 万吨，沥青加工服务 2 万吨，2017 年至 2018 年保持每年 40% 的增长率，2019 年至 2021 年保持每年 30% 的增长率。请你公司补充披露兆华领先电子商务板块预测业务量较报告期大幅增长的依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

【问题回复】

兆华领先电子商务板块业务 2015 年开始经营，前期处于市场推广阶段，同时电子商务平台仍处于测试和调试阶段，因此 2015 年内的贸易撮合量较小，截至 2015 年年底完成沥青贸易撮合 8,012.17 吨。

而随着兆华领先电子商务板块业务的推广，截至 2016 年 9 月，网站撮合沥青买卖 138,182.95 吨，撮合沥青物流服务 37,460.93 吨，撮合沥青加工服务 3,184.90 吨，与 2015 年度相比实现了大幅增长。金兆路华出于前期快速提升市场影响力的战略考虑，尚未就撮合类业务收取费用。

关于 Mai 沥青网 2017 年至 2018 年保持每年 40% 的增长率，2019 年至 2021 年保持每年 30%

的增长率，增长率参数选择的依据如下：

由于国内沥青的电子商务业务起步较晚，全国沥青消费量每年超过 3,000 万吨以上，而 2015 年沥青电子商务交易额低于全国消费量的 1%。考虑到兆华领先的沥青电子商务板块 2015 年处于市场推广阶段，预计 2016 年至 2021 年为其高速扩张和发展的阶段。

（一）大宗商品电子商务业务符合宏观发展趋势，受到国家政策鼓励和支持

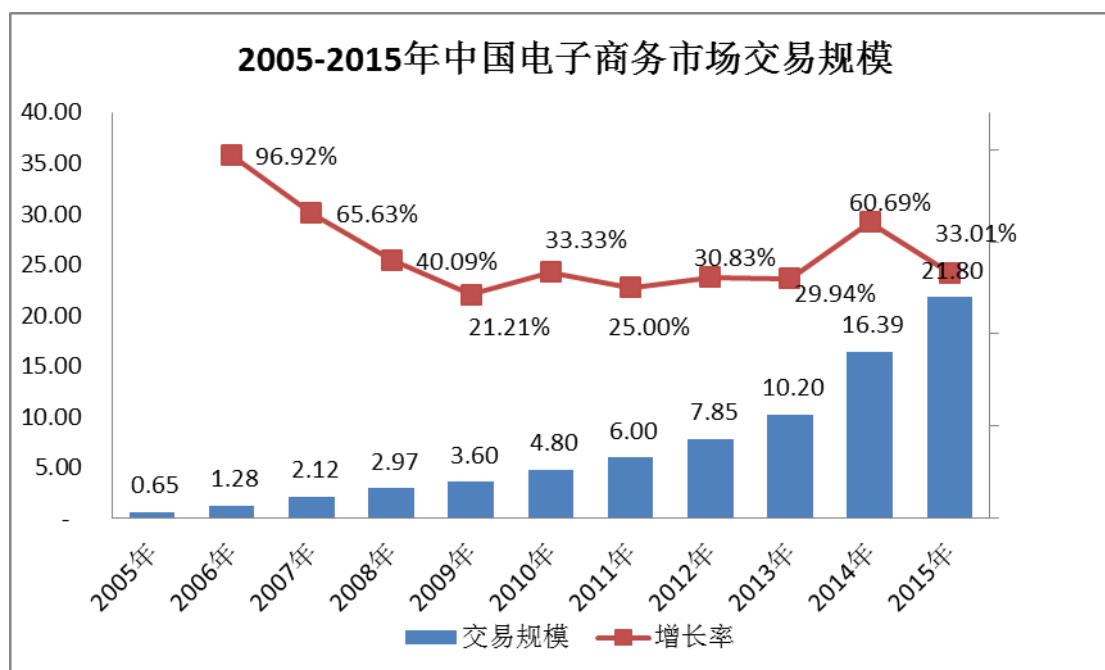
全球大宗商品采购、加工、销售、消费、物流已进入供应链流程的全球化，采用初级交易为主的传统模式不利于发挥大宗商品流通产业引导生产、合理配置资源、促进产业升级与经济增长方式转变。大宗商品发展电子商务能够大幅度提升交易规模，扩大交易半径，降低交易成本和费用，加快货物和资金周转，减小价格波动的幅度，互联网工具和营销平台能够使询价、报价、找货等程序变得更加高效，降低买卖中的信息不透明，平衡供求关系。大宗商品的标准化优势也使得其能够更好地与电子商务相结合。

2015 年国务院发布《关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》，提出“推动传统商贸流通企业发展电子商务，研究完善能源、化工、钢铁、林业等行业电子商务平台规范发展的相关措施”。通过互联网改造传统行业，推动大宗商品贸易的互联网化将是未来发展的趋势。而大部分大宗商品交易需要第三方在前段控制保证商品质量和品类，需要整体供应链的体系支持，具备线下仓储物流资产的物流企业能够实现对前段货品进行确认与监控并通过产业链物品流动深度介入到链条中需求方的综合服务中去，在大宗商品电商平台建设中具备先天优势。

（二）大宗商品电子商务市场潜力较大，预测增长率符合行业发展阶段和增长水平

沥青贸易属于大宗商品交易，通常由总承包商或者项目单位通过公开招标方式进行采购，采购量较大；而对于市、县交通部门或相关项目单位而言，沥青采购规模相对较小。因此，大型沥青经销商通常将其市场群体定位于大型高速公路公司，此类部门或单位的沥青采购通常需要经过三至四个甚至更多层级的成本传导，采购流程较长，成本较高。兆华领先的电商平台利用集采分销的模式，有效的压缩了采购环节，降低了中小型采购商的成本，市场潜力较大。

同时参考我国电子商务起步期的历史发展趋势，2005 年至 2015 年的电子商务交易规模的年增长率为 21.21%到 96.92%不等，10 年平均增长率为 43.67%。如下图所示：



考虑到沥青贸易属于大宗商品交易，其电商平台的交易量的增长一般低于其他贸易向电商发展的速度，因此，综合上述因素并结合电子商务市场数据，预计 2017 年至 2021 年保持 40%-30% 的增长较为合理。

二、评估机构意见

经核查，评估师认为兆华领先电子商务板块业务，2015 年才刚刚起步，因此撮合量较小，参考 2016 年 1-9 月份的实际撮合量，结合电子商务行业的发展历史可以看出预测业务量较报告期大幅增长是较为合理的。

第十八题：请你公司结合企业面临的经营风险及市场可比交易案例对比，补充披露兆华领先收益法评估折现率各项参数取值的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

【问题回复】

一、兆华领先收益法评估折现率各项参数取值的合理性

（一）无风险收益率的选取

国债收益率通常被认为是无风险的，因为持有该债权到期不能兑付的风险很小，可以忽略不计。根据 WIND 资讯系统所披露的信息，10 年期国债在评估基准日的到期年收益率为 2.89%，本评估报告以 2.89% 作为无风险收益率。

无风险收益率近年来数据变化如下：

基准日	无风险收益率
2015-1-31	3.50%
2015-2-28	3.36%
2015-3-31	3.65%
2015-4-30	3.35%
2015-5-31	3.60%
2015-6-30	3.60%
2015-7-31	3.48%
2015-8-31	3.33%
2015-9-30	3.24%
2015-10-31	3.06%
2015-11-30	3.04%
2015-12-31	2.82%
2016-1-31	2.84%
2016-2-29	2.85%
2016-3-31	2.84%
2016-4-30	2.89%

近年来由于中国人民银行多次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，导致国债收益率持续下滑，无风险收益率数据也持续下滑。本次评估无风险收益率选取符合整体利率变化趋势，较为合理。

（二）权益系统风险系数的计算

被评估单位的权益系统风险系数计算公式如下：

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

式中：

β_L ：有财务杠杆的 Beta；

β_U ：无财务杠杆的 Beta；

T ：被评估单位的所得税税率；

D/E ：被评估单位的目标资本结构。

根据被评估单位的业务特点，评估人员通过 WIND 资讯系统查询了 5 家沪深 A 股可比上市公司的 β_U 值。在根据 β_U 值采用 $\beta_U \times 2/3 + 1/3$ 进行调整，将计算出来的 β_U 取平均值 0.69 作为被评估单位的 β_U 值，具体数据见下表：

股票代码	公司简称	β_U 值	调整后 β_U 值
300135.SZ	宝利国际	0.2998	0.5332
002377.SZ	国创高新	0.4633	0.6422
603128.SH	华贸物流	0.7483	0.8322

股票代码	公司简称	β_u 值	调整后 β_u 值
600125. SH	铁龙物流	0. 8995	0. 933
600057. SH	象屿股份	0. 3015	0. 5343
平均值			0. 695

D/ E 企业资本结构按基准日资产负债表企业付息债务价值与股东权益价值计算确定。

将上述确定的参数代入权益系统风险系数计算公式，计算得出被评估单位的权益系统风险系数。

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

$$= 0.8938$$

（三）市场风险溢价的计算

由于国内证券市场是一个新兴而且相对封闭的市场。一方面，历史数据较短，并且在市场建立的前几年中投机气氛较浓，市场波动幅度很大；另一方面，目前国内对资本项目下的外汇流动仍实行较严格的管制，再加上国内市场股权割裂的特有属性，因此，直接通过历史数据得出的股权风险溢价不具有可信度；而在成熟市场中，由于有较长的历史数据，市场总体的股权风险溢价可以直接通过分析历史数据得到；因此国际上新兴市场的风险溢价通常采用美国成熟市场的风险溢价进行调整确定，计算公式为：

中国市场风险溢价=美国股票市场风险溢价+中国股票市场违约贴息

1、美国股票市场风险溢价

美国股票市场风险溢价=美国股票市场收益率-美国无风险收益率

美国市场收益率选取标普 500 指数进行测算，标普 500 指数数据来源于雅虎财经 <http://finance.yahoo.com/>；美国无风险收益率以美国 10 年期国债到期收益率表示，数据来源于 Wind 资讯终端全球宏观数据板块。

2、中国股票市场违约贴息

根据国际权威评级机构穆迪投资者服务公司公布的中国债务评级及对风险补偿的相关研究测算，得到中国股票市场违约贴息。

在美国股票市场风险溢价和中国股票市场违约贴息数据的基础上，计算得到评估基准日中国市场风险溢价为 6.6%。

风险溢价近年来数据变化趋势如下：

基准日	中国市场风险溢价
2015-1-31	8.31%

基准日	中国市场风险溢价
2015-2-28	8.12%
2015-3-31	8.12%
2015-4-30	6.60%
2015-5-31	6.39%
2015-6-30	6.16%
2015-7-31	6.27%
2015-8-31	6.28%
2015-9-30	6.26%
2015-10-31	6.31%
2015-11-30	6.30%
2015-12-31	6.17%
2016-1-31	6.39%
2016-2-29	6.72%
2016-3-31	6.70%
2016-4-30	6.60%

近年来，由于国内经济增长预期有所下降，同时由于美国国债收益率有所上升，因此由美国市场风险溢价调整而来的中国市场风险溢价有所下降。本次评估市场风险溢价的选取符合整体市场变化趋势，较为合理。

（四）企业特定风险调整系数的确定

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，本次评估考虑的影响因素主要有：（1）企业所处经营阶段，公司目前正处在快速扩张阶段，不确定性较大；（2）对主要供应商韩国 SK 的单一客户采购比例较高；（3）财务风险，公司进口沥青比例较高，存在汇率波动的风险；（4）金兆路华目前 ICP 执照正在办理尚未拿到。

综合考虑上述因素，我们将本次评估中的个别风险报酬率确定为 4%。

特定风险调整系数与交易案例比较如下：

上市公司	标的公司	评估基准日	风险调整系数
中泰化学	新疆蓝天石油化学物流有限责任公司	2015-9-30	3.00%
传化股份	传化物流	2015-3-31	2.50%
富临运业	成都富临长运集团有限公司	2015-6-30	2.00%
黑化股份	安通物流	2014-12-31	4.50%
华贸物流	中特物流	2015-6-30	1.00%
深桑达 A	神彩物流	2014-6-30	1.00%
	捷达运输	2014-6-30	0.50%
准油股份	中科富创	2016-3-31	3.00%
平均数			2.19%
标的公司		2016-4-30	4.00%

本次评估选取的特定风险调整系数，充分考虑了企业所面临的特有风险，并且取值在与可比交易案例的比较中也处于较高的水平。本次评估的选取的特定风险调整系数较为合理。

（五）折现率计算结果

1、计算权益资本成本

将上述确定的参数代入权益资本成本计算公式，计算得出被评估单位的权益资本成本。

$$K_e = R_f + \beta \times MRP + R_c$$

$$= 12.79\%$$

2、计算加权平均资本成本

评估基准日被评估单位付息债务的平均年利率为 4.85%，将上述确定的参数代入加权平均资本成本计算公式，计算得出被评估单位的加权平均资本成本。

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

$$= 10.26\%$$

（六）折现率及相关参数与近期交易案例的比较

可比交易案例如下：

上市公司	标的公司	评估基准日	无风险收益率 rf	风险溢价 rm	风险调整系数	权益资本成本 re
中泰化学	新疆蓝天石油化学物流有限责任公司	2015-9-30	4.08%	7.16%	3.00%	12.88%
传化股份	传化物流	2015-3-31	4.23%	6.31%	2.50%	13.54%
富临运业	成都富临长运集团有限公司	2015-6-30	4.08%	7.16%	2.00%	12.79%
黑化股份	安通物流	2014-12-31	3.52%	8.07%	4.50%	13.09%
华贸物流	中特物流	2015-6-30	3.62%	7.15%	1.00%	12.42%
深桑达 A	神彩物流	2014-6-30	4.06%	7.19%	1.00%	14.27%
	捷达运输	2014-6-30	4.06%	7.19%	0.50%	12.27%
准油股份	中科富创	2016-3-31	4.12%	7.41%	3.00%	11.80%
平均数			3.97%	7.21%	2.19%	12.88%
标的公司		2016-4-30	2.89%	6.60%	4.00%	12.79%

通过上表比较分析，本次交易的风险调整系数 4.00%，高于交易案例的平均数 2.19%，本次交易的权益资本成本 12.79%，与交易案例的平均值 12.88 也较为接近，因此本次评估的折现率

参数选取是合理的。

二、评估机构意见

经核查，评估师认为兆华领先收益法评估折现率计算过程中，充分的考虑了企业面临的特殊风险，给出了 4%的特定风险调整系数，与可比交易案例的折现率选取也较为接近，折现率各项参数取值是合理的。

第二十一题：申请材料显示，报告期兆华领先进口沥青比例较高。请你公司：1）补充披露兆华领先报告期进口沥青业务占比。2）结合汇率变动，补充披露兆华领先对汇率风险的管理及汇兑损益对报告期经营业绩的影响。3）就汇率变动对兆华领先评估值的影响程度作敏感性分析并补充披露。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

【问题回复】

一、就汇率变动对兆华领先评估值的影响程度作敏感性分析并补充披露

汇率波动敏感度分析如下：

汇率波动	评估值	评估值波动
上升 10%	134,191.96	7.65%
上升 5%	129,421.10	3.83%
上升 3%	127,512.80	2.30%
0%	124,650.26	0%
下降 3%	121,787.70	-2.30%
下降 5%	119,879.40	-3.83%
下降 10%	115,108.56	-7.65%

注：①汇率波动指的是人民币对美元汇率

②该敏感度分析未考虑了兆华领先进口贸易中锁定汇率的情况。

（本页无正文，为《北京天健兴业资产评估有限公司关于福建龙洲运输股份有限公司重大资产重组项目一次反馈意见的回复》盖章页）

北京天健兴业资产评估有限公司

2016 年 12 月 14 日