

中储发展股份有限公司

Henry Bath & Son Ltd.

于 2015 年 4 月 30 日 100% 股权价值的分析报告

2015 年 7 月 8 日

限制性用途

EY 安永

建设更美好的
商业世界



建设更美好的
商业世界

安永（中国）企业咨询有限公司
中国上海市浦东新区世纪大道 100 号
上海环球金融中心 50 楼
中国上海 200120

限制性用途

中储发展股份有限公司

中国上海虹口区

四川北路 2261 号嘉兰大厦 17 楼

尊敬的先生/女士：

根据安永（中国）企业咨询有限公司（以下简称“安永”、“我方”或“本公司”）与中储发展股份有限公司（以下简称“贵公司”或“中储发展”）于 2015 年 4 月 17 日签订的业务约定书，我们对 Henry Bath & Son Ltd.（以下简称“Henry Bath”或“目标公司”）于 2015 年 4 月 30 日（以下简称“基准日”）的 100% 股权价值进行了分析，以供贵公司内部参考及战略规划使用。我们在此十分荣幸地向您提交此份估值分析报告（以下简称“本报告”）。

本报告是仅限于业务约定书中列明的目的而出具。我们理解贵公司将对其商业计划进行评估，故并不会仅仅依赖我方的工作结果。我方的工作结果也不能用于替代其他为作出商业决定而进行的必要的尽职调查。如果由于未经我们同意而将本报告内容、或将本报告提供给第三方、或第三方使用本报告而引起的任何费用、损失或债务，我们将一概不承担任何责任。我们的报告不应被用作其他任何用途，也不应在未取得我方同意前向其他任何第三方进行披露或讨论。

工作范围限制

我们的估值是基于数据库提供的有关目标公司的股权结构、运营及财务表现相关的财务信息、书面文件及口头表述信息而进行的。我们没有对管理层提供的数据进行独立的调查和验证，因此不会对信息的准确性和完整性发表任何意见和保证。

我们在工作中所使用的某些历史财务信息是由管理层提供的未经审计的数字，因而此部分信息的真实性和准确性由管理层承担相应责任。我们没有对历史财务信息是否符合相关会计准则和会计制度开展任何工作，因此，我们不对相关的财务数据及其假设

2015 年 7 月 8 日

发表意见或提供任何形式的保证。本报告假定目标公司完全遵守相关法律法规，并在编制财务信息时采用了一贯的会计政策。在我们工作的过程中，我们没有对具体单个资产的权属进行验证。

安永应以恰当的专业技术和职业技能开展工作。此外，除非安永在项目中有蒙蔽和误导之意图，或基于已提供的信息和业务约定书的要求，该等信息上的隐瞒或误导是显而易见的，否则如由于贵公司的董事、雇员、代理人、贵公司的相关人员或其他一些安永向其征询的人士对安永做出信息上的隐瞒或误导而导致贵公司产生任何损失，安永在任何情况下均不对此承担责任。

如果贵公司对所附报告有任何疑问，敬请与我们联系。

顺祝

商祺！

安永（中国）企业咨询有限公司

缩略语

贵公司/中储发展
Henry Bath 或目标公司
安永/我方/我们

中储发展股份有限公司
Henry Bath & Son Ltd.
安永（中国）企业咨询有限公司

本报告
管理层
基准日

日期为 2015 年 7 月 8 日的报告
贵公司管理层
2015 年 4 月 30 日

Beta
CAPM
COMEX
EUR
GDP
IMF
LIBOR
LME
P/E
WACC

系统风险系数
资本资产定价模型
纽约商品交易所
欧元
国内生产总值
国际货币基金组织
伦敦同业拆借利率
伦敦金属交易所
市盈率
加权平均资本成本



目录

内容概要

工作程序和信息来源

背景

价值分析

附录

	6
1. 内容概要	7
	8
2. 工作程序	9
3. 信息来源	10
	11
4. 经济分析	12
5. 行业分析	13
6. 企业分析	14
7. 历史运营成果	15
8. 历史财务状况	16
	17
9. 价值分析方法	18
10. 价值分析假设	22
11. 价值分析结果	23
	24
12. 附录 A -财务预测及折现现金流量（情景一）	25
13. 附录 B -财务预测及折现现金流量（情景二）	27



目录

14. 附录 C -财务预测及折现现金流量（情景三）29

15. 附录 D -折现率的确定31

16. 附录 E -可比公司乘数分析33

17. 附录 F -限制性条款34

内容概要

1. 内容概要

内容概要

表 1: Henry Bath 100%股权价值分析结果汇总

单位: 美元千元	低端	高端
收益法计算结果:		
情景一		
100% 股权价值	50,697	58,444
市盈率 (2017 年)	9.9x	11.5x
情景二		
100% 股权价值	67,161	78,507
市盈率 (2017 年)	8.9x	10.5x
情景三		
100% 股权价值	98,029	116,125
市盈率 (2017 年)	8.1x	9.7x
市场法验证结果:		
可比公司市盈率 (2017 年)	8.1x	21.3x

注: 1.情景一是指 2015 年每公吨每天平均租金收入为 15 美分, 2016 年为 20 美分, 以后年度以 1.8%增长。
2.情景二是指 2015 年每公吨每天平均租金收入为 15 美分, 2016 年为 20 美分, 2017 年为 22 美分, 以后年度以 1.8%增长。
3.情景三是指 2015 年每公吨每天平均租金收入为 15 美分, 2016 年为 20 美分, 2017 年为 25 美分, 以后年度以 1.8%增长。
4.因四舍五入, 数据加总可能存在差异

背景

我们了解到中储发展股份有限公司 (以下简称“贵公司”或“中储发展”) 希望收购一家总部位于英国的私营企业-Henry Bath & Son Ltd. (以下简称“Henry Bath”或“目标公司”) 的多数股权。Henry Bath 主要从事交易所上市商品的全球存放、处理和运送业务。

安永 (中国) 企业咨询有限公司 (以下简称“安永”、“我方”或“我们”) 受贵公司的委托评估 Henry Bath 于 2015 年 4 月 30 日 (以下简称“基准日”) 的 100%股权价值。依据双方于 2015 年 4 月 17 日签订的业务约定书, 我们的价值分析结果将用于贵公司管理层 (以下简称“管理层”) 内部参考及战略规划使用。

价值基础

我们采用市场价值作为估值的基础。市场价值, 是指“自愿买方与自愿卖方在评估基准日进行正常的市场营销之后所达成的公平交易中, 就某项业务进行交易的价值估计数额, 当事人双方应各自理性、谨慎行事, 不受任何强迫压制”。

估值方法

我们主要采用收益法分析了目标公司于基准日的 100%股权价值。在分析过程中, 我们考虑了目标公司未来的现金流量预测和相关的风险因素。我们还通过使用市场法来验证了收益法的结果。我们对估值方法的选择请参见本报告第八部分。

估值结果

根据以上价值假设和分析, Henry Bath 100%股权价值范围为 5,070 万美元至 1.16 亿美元 (详见表 1)。 请阅读本报告全文以全面理解我们的估值结果, 包括信息来源 (本报告第三部分) 和限制性条件 (附录 F) 等。



工作程序和信息来源

2. 工作程序
3. 信息来源

工作程序

工作程序

我们的工作程序包括：

- ▶ 熟悉项目背景；
- ▶ 阅读数据库中的财务、预测及其他相关材料，了解目标公司财务状况和财务表现及未来的商业计划；
- ▶ 获得并分析管理层提供的目标公司的经营和财务信息，分析与目标公司运营相关的基础资料信息；
- ▶ 开展桌面分析工作：
 - 与管理层讨论，了解目标公司的资本结构、业务构成以及目前的财务情况；
 - 从管理层处获得了未来战略框架和商业计划的信息；以及
 - 从管理层处获得了与价值分析有关的信息，包括宏观经济数据和目标公司特定情况数据。
- ▶ 根据目标公司未来商业计划和我们了解经济环境及行业经验，并结合了尽职调查的结果，分析所提供的目标公司财务预测的假设前提和参数；
- ▶ 我们对类似参考公司、类似参考交易以及其他相关市场统计数据进行了研究，分析了关键的评估参数，这些参数构成了估值的基础。具体包括：
 - 寻找与目标公司业务相类似的上市参考公司；
 - 使用资本资产定价模型(“CAPM”)计算权益资本成本；
 - 根据权益资本成本和债务资本成本计算得出折现率；以及
 - 考虑任何与业务相关的特定经营因素和合同安排。
- ▶ 将预测现金流折现，得出目标公司的 100% 股权价值范围；
- ▶ 我们采用了市场法对上述估值结果进行验证；以及
- ▶ 向贵方提交一份中文形式的估值报告。

信息来源

信息来源

我们依赖以下 Henry Bath 管理层和数据库提供的信息以及我们在研究分析中搜集到的公开信息进行工作：

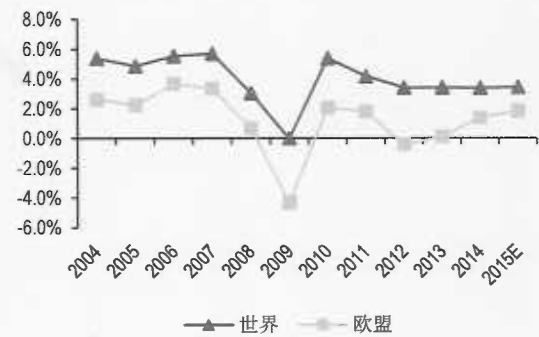
- ▶ 长期的盈利预测；
- ▶ 目标公司 2012 年，2013 年的审计报告，2014 年利润表和资产负债表明细以及 2015 年 4 月 30 日管理层报表；
- ▶ 可比公司的公开市场信息；以及
- ▶ 欧洲、英国、美国和亚太地区仓储物流行业报告。

- 4. 经济分析
- 5. 行业分析
- 6. 企业分析
- 7. 历史运营成果
- 8. 历史财务状况

经济分析

表 2: 世界和欧盟经济增长率

数据来源: 国际货币基金组织



世界经济概览

- ▶ 自 2008 年全球金融危机发生以来, 全球经济增速放缓, 消费者信心下滑。2009 年, 全球经济经历了负增长。2010 年和 2011 年在此后世界各国出台并实施的扩张性货币政策及积极型财政措施的影响下, 全球经济避免了进一步下滑, 而 2012 年, 由于欧债危机的爆发, 全球经济再次陷入低迷。
- ▶ 根据国际货币基金组织 (IMF) 公布的数据, 2014 年全球经济增长了 3.3%, 较 2013 年 3.0% 的增长率略有增长。伴随着近期的经济复苏, 发达经济体的经济发展有所增速, 而新兴经济体的经济发展则有所减缓, 但仍在全球经济增长中起主导作用。
- ▶ 根据 IMF 公布的世界经济展望显示, 2015 年全球经济预计增长 3.5%, 相比 2014 年 3.3% 的增长率有所增长。其中发达国家国内生产总值增长率预计为 2.4%, 而新兴市场及发展中国家的增幅预计将达到 4.3%。

欧洲经济概览

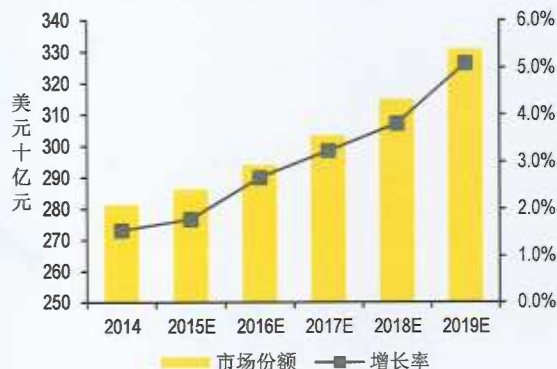
- ▶ 根据 IMF 的数据, 在 2004 年至 2008 年间, 欧元区国家 GDP 年复合增长率为 6.9%, 经济活动持续扩张。然而, 2008 年的金融危机对欧洲的实体经济产生了严重冲击, 2009 年欧元区国家 GDP 较 2008 年下降了 4.7%。2009 年 10 月, 欧洲边缘国家相继爆发主权债务危机, 但以德国为首的大部分欧盟成员国经济仍呈现平稳增长态势。根据 IMF 的数据, 欧元区国家 GDP 在 2010 年和 2011 年分别保持 1.9% 和 1.5% 的增长。
- ▶ 2012 年, 塞浦路斯债务危机将原本处于缓慢复苏的欧盟经济再次推向深渊, 当年欧盟国家 GDP 较上年降幅达 0.7%。2013 年, 欧洲经济依然疲软, 欧盟国家 GDP 较上年衰退 0.4%。得益于逐步恢复的出口和稳定增长的内需, 欧盟经济体在 2014 年开始复苏, 欧元区国家 GDP 年增长率达到 0.9%。
- ▶ 根据 IMF 预测, 欧盟的经济增长率预计在 2015 年将会达到 1.8%。



行业分析

表 3：欧洲仓储市场预测（2014-2019）

数据来源：Technavio Insights



全球仓储物流行业概览

- 自 2005 年以来，全球仓储市场经历了显著增长，增长速度达到 GDP 增长速度的 2-2.5 倍。然而在 2008-2009 年，仓储行业受经济危机影响，增速出现了下滑。在 2011 年，全球仓储市场份额约 9,800 亿欧元，较 2010 年增长了 11.1%。2012 年以来，仓储行业经历了稳步增长。据 Business Wire 预测，2017 年前全球仓储行业将以 6.2% 的年均复合增长率增长。

欧洲仓储物流行业概览

- 受 2008-2009 年经济危机和 2011-2012 年欧元区债务危机的影响，欧洲仓储业务增速低于预期。2012 年仓储市场份额增长率为 1.1%，而 2013 年增长率只有 0.5%。随着经济环境的回暖，2014 年欧洲仓储市场份额达到了 2,800 亿美元，据 Technavio 预测，未来五年欧洲仓储市场的年均复合增长率将达到 3.31%，并在 2019 年达到 3,300 亿美金。

海外金属期货交易所交割仓库行业概览

- 交割仓库，也称为指定交割仓库，是指由期货交易所指定的，为期货合约履行实物交割的交割地点。交割仓库是期货品种进入实物交割环节提供交割服务和生成标准仓单必经的期货服务机构。目前境外期货交易所不得在中国国内设立或者指定商品期货交割仓库。大宗商品期货交割仓库一般由交易所指定，其与交易所是合作关系而没有股权关系，因此不属于外商投资准入的范畴。目前，上海期货交易所尚没有境外期货商品品种交割仓库，我国企业在境内外期货和现货市场直接进行异地套利和风险对冲的条件尚不完备。
- 世界三大有色金属交易所 LME, COMEX 和上期所。其中，LME 是全球最大的有色金属交易所，拥有全球大约 80% 的有色金属期货市场份额，2013 年交易规模达 14.6 万亿美元。LME 本身不拥有或运营其交割仓库。目前，LME 已经指定了 36 个交货地点，并批准了 28 家交割仓库运营商，其中 6 家大运营商已经被大规模的 LME 会员占控了，市场份额比较集中。前 4 大和前 8 大运营商占有所有交货网点的 49% 和 79%，和所有交割仓库的 76% 和 92%。
- 针对交割仓库的出库排队现象及由此产生的现货市场溢价，LME 于 2012 年提高了每日最低出库量的标准，然而此举并未能解决出库排队现象。在被香港证券交易所收购后，LME 于 2013 年发布了全球仓库网络积压情况，并推出了旨在提高交割效率和减少库存积压的新规则。新规则已于 2015 年 2 月起实施。

目标公司简介

- ▶ Henry Bath 英国公司——Henry Bath & Son Limited 创立于 1794 年，拥有 200 多年的金属仓库管理经验，是伦敦金属交易所（LME）的创始成员，并于 1883 年签发了第一张伦敦金属交易所（LME）仓单。
- ▶ Henry Bath 集团中国境外的仓储业务主要通过英国母公司及 3 家分别位于荷兰、美国、新加坡的全资子公司开展，2015 年 HB 集团为了开展中国地区业务在上海注册了全资子公司。目前 Henry Bath 集团主要经营品种包括：有色金属、农产品（咖啡、可可）等；主要经营业务：现货仓储、期货交割、特殊储存、金融物流等服务。
- ▶ Henry Bath 集团拥有全球主要大宗商品交易所，即：伦敦金属交易所、洲际交易所美国期货分所、伦敦国际金融期货交易所和芝加哥商品交易所的牌照。截止 2015 年 3 月，Henry Bath 集团的总固定仓储租约面积为 60 万平方米，53 个仓库分布于 8 个国家共 16 个城市。

历史运营成果

表 4: Henry Bath 历史运营成果

货币: 美元千元	2013 年度	2014 年度 (未审定)	2015 年 1-4 月 (未审定)
营业收入	127,377	84,249	15,146
营业成本	87,344	73,592	15,025
营业毛利	40,033	10,657	121
管理费用	18,541	16,671	3,308
营业利润/(亏损)	21,492	(6,014)	(3,187)
利息收入	(255)	(346)	(361)
利润/(亏损) 总额	21,747	(5,668)	(2,826)
所得税费用	9,429	n/p	-
税后利润/(亏损) 总额	12,318	(5,668)	(2,826)
养老金计划精算损失	45	n/p	n/p
精算损失导致的递延所得税资产	(9)	n/p	n/p
净利润/(亏损)	12,282	(5,668)	(2,826)
息税折旧摊销前利润/(亏损)	23,687	(4,106)	(2,944)
毛利率	31.4	12.6	0.8
营业利润/(亏损) 率	16.9	(7.1)	(21.0)
税后利润/(亏损) 总额率	9.7	(6.7)	(18.7)
息税折旧摊销前利润/(亏损) 率	18.6	(4.9)	(19.5)

来源: 审计报告及尽职调查报告

利润表

- 营业收入主要包括租金收入及出库收入。2014 年度营业收入较 2013 年度下降 33.9%，Henry Bath 表示收入下降的主要原因为：(1) 2014 年由于出售股权导致 J.P. Morgan 等主要客户的流失；(2) 国际金融市场复苏，贸易商客户倾向于将金属尽快出售，导致 Henry Bath 库存下降；(3) 由于 2012 年港交所收购引发了 LME 交易规则发生变化，从而加快了库存消化。
- 营业成本主要包括租金成本、揽货成本、其余成本等。
 - 租金成本：目标集团的仓库租用形式主要分为 (1) 固定租金合同及 (2) 按使用付费合同。
 - 揽货成本：揽货费主要包括入库成本及现金激励，入库成本包含：为客户承担的运费、装卸费、分拣费等入库成本。现金激励为目标集团为揽货目的向客户支付的现金，通常根据与客户的约定，在货物入库或担保实现时支付。揽货费在支付时首先归集于资产负债表，在货物出库时按匹配原则于损益表中确认成本。
 - 其余成本（主要包括：其余销售成本、其余仓储成本以及其他成本）：
 - 其余销售成本：主要包括直接操作人工、机器、运输、报关等与提供仓储服务相关的成本。
 - 其余仓储成本：主要包括办公费、水电费、修理及一般维护费。
 - 其他成本：主要包括仓库安保费用及其他间接费用。
- 2014 年利息收入主要来源于与关联方 Mercuria 资金往来产生的利息收入。借款执行利率为三个月的美元 LIBOR 利率上浮 0.5%。
- Henry Bath 表示 2014 年度所得税费用计算尚未完成，因此未记入利润表。
- 养老金计划精算损益主要为与养老金固定受益计划(Defined benefit pension scheme) 相关的资产及负债经过精算后的价值变动净额。

历史财务状况

表 5: Henry Bath 历史财务状况

货币: 美元千元	2013 年末	2014 年末 (未审定)	2015 年 4 月 30 日 (未审定)
流动资产:			
货币资金	49,592	17,858	27,822
其他流动资产	396,207	175,659	160,632
流动资产小计	445,799	193,517	188,454
非流动资产:			
商誉	879	585	483
固定资产	3,500	1,501	1,129
非流动资产小计	4,379	2,086	1,612
资产小计	450,178	195,603	190,066
流动负债	121,462	29,825	26,947
重置成本负债	2,718	n/p	n/p
养老金负债	1,836	n/p	n/p
负债小计	126,016	29,825	26,947
净资产	324,162	165,778	163,119
所有者权益:			
实收资本	2,000	2,000	2,000
未分配利润	322,162	163,778	161,119
所有者权益	324,162	165,778	163,119

来源: 审计报告及尽职调查报告

资产负债表

- ▶ 截至 2014 年年末, 货币资金余额美元 1,785.8 万元, 其中受限资金为美元 96.6 万元。受限资金为伦敦国际金融期货交易所 (LIFFE) 保证金美元 42.9 万元及新加坡仓库保证金美元 53.7 万元。
- ▶ 其他流动资产主要包括关联方借款 1.43 亿美元、预估收入、预付款、贸易应收款等组成。2014 年年末余额减少约美元 2.2 亿元主要由于核销了与 J.P. Morgan 有关的关联方借款以及预估收入及预付款的减少。
- ▶ 商誉是由于 2001 年收购美国公司产生, 商誉原值为美元 440.9 万元, 并按直线法摊销 15 年。2014 年年末余额减少是由于商誉的摊销。
- ▶ 截至 2014 年年末, 固定资产净值主要包括安保设备美元 55 万元, 厂房及设备美元 29.5 万元、装修及改造美元 29.1 万元、电脑硬件及软件美元 28.4 万元、以及车辆美元 8.1 万元。
- ▶ 流动负债主要包括应付关联方往来款、应付税金、预提费用、贸易应付款。2014 年末余额较 2013 年末减少美元 9,163.7 万元主要由于核销了与 J.P. Morgan 之间的关联方借款以及应付税金的减少。
- ▶ 重置成本负债主要为将租赁仓库业态恢复至原貌所预提的准备金, Henry Bath 每年聘请第三方机构评估此项准备金的金额。
- ▶ 养老金负债为员工的养老金固定受益计划下资产与负债的净额。

价值分析

9. 价值分析方法

10. 价值分析假设

11. 价值分析结果

价值分析方法

在分析股权/企业市场价值时，通常可采用以下一种或几种方法：

- ▶ 收益法
- ▶ 市场法
- ▶ 资产加和法

收益法

收益法着重于资产的收益能力。该方法假设某项资产的价值可以通过衡量其未来可使用年限内产生的经济收益的现值得到。使用该方法时首先需预测资产在未来可使用年限内产生的现金流量，再将该现金流量折现为现值。折现过程中采用的回报率反映资产的时间价值和投资风险。最后将所有现金流量的现值进行加总，从而得到该资产的价值。折现现金流量法是收益法中被广泛运用的方法。

折现现金流量法

折现现金流量法系统地反映了影响企业价值的关键因素。研究表明以下是成熟投资者最为关心的决定企业价值的七个因素：

- ▶ 预期的税后自由现金流量；
- ▶ 预期的新增资本性支出；
- ▶ 预期的营运资金需求；
- ▶ 可持续的长期增长率；
- ▶ 预期的资本回报率；
- ▶ 企业风险；
- ▶ 财务杠杆水平

价值分析方法

第一至第四个因素决定预期的自由现金流量，第五至第七个因素决定折现率，以此确定自由现金流量的现值。

为了取得某项资产的市场价值，一般采用加权平均资本成本（“WACC”）来折现税后自由现金流量。自由现金流量指税后息前利润，加折旧和其它非现金经营性支出，减去为维持、增加企业未来生产能力的资本需求。资本需求包括预期的资本性支出、营运资金增加和其他预计资金需求。

加权平均资本成本

加权平均资本成本是将债务资本成本和股权资本成本按债务及股权在企业资本结构中的比重为权重计算出来的平均资本成本。税后加权平均资本成本（“WACC”）计算公式如下：

税后 WACC = $(K_d * (1-T) * D/(D+E)) + (K_e * E/(D+E))$

其中：

- K_d = 债务资本成本
- K_e = 股权资本成本
- D = 债务资本的市值（或账面值）
- E = 股权资本的市值
- T = 企业所得税税率

在大部分运用折现现金流量模型计算企业价值案例中，企业加权平均资本成本是比较常用的折现率。使用企业特定加权平均资本成本会产生一些问题。其中一项就是企业特定加权平均资本成本依赖于企业的负债比率。为了解决这个问题，通常使用投资人预期的行业通常的负债率。



价值分析方法

永续增长率的确定是另一项值得探讨的事项。永续期间的增长率需要考虑是否符合企业历史经营情况、企业财务预测和宏观经济预测的可靠性、通货膨胀的趋势，还要考虑是否符合行业规模、发展前景以及企业满足市场需求的能力等。

市场法

我们以折现现金流法计算结果为依据来测算目标公司的股权价值，同时我们运用市场法对运用折现现金流量法的计算结果进行了验证。

市场法通过分析可比公司和可比交易的买卖价格来分析市场价值。通过收集市场上与被估值对象类似公司的交易价格信息及财务指标，从而得到相关的价值乘数，如市盈率（P/E）。

市场法适用于计算具有稳定盈利能力的、持续经营的、可以产生收益的公司价值。

提请注意的是，没有两家公司在风险及成长性方面是完全相同的，可比公司和可比交易市场乘数的差异主要来源于：

- ▶ 资产规模，企业体制，市场地位的不同；
- ▶ 所处经济环境的不同；
- ▶ 所在证券交易所的不同；
- ▶ 企业自身发展程度的不同；
- ▶ 所采用会计准则的不同；以及
- ▶ 管理层和投资人对企业发展预期的不同。

资产加和法

资产加和法通常用于：

- ▶ 公司的收益或现金流量情况表明公司价值不可能大于其拥有的有形资产的价值；

价值分析方法

- ▶ 公司主要经营活动为投资控股，比如持有不动产及投资；
- ▶ 公司除满足其经营活动所需资产外拥有大量溢余资产；
- ▶ 公司未来规划不明确，或者正处于清算阶段。

对评估方法的选择取决于资产/业务的属性和特征、价值基础、相关信息和数据的可获得性以及专业判断。在考虑了三种方法的适用性和目标公司的自身特点后，我们采用了收益法即折现现金流量法作为分析目标公司股权价值的主要方法，并采用了市场法来验证收益法评估结果的合理性。

价值分析假设

主要假设

在我们的价值分析中，采用了如下假设：

- ▶ 目标公司是持续经营的；
- ▶ 政策法规的变化不会对目标公司的经营产生重大不利影响；
- ▶ 现行利率和汇率不会发生重大变化；
- ▶ 目标公司没有重大的未决索赔、诉讼及或有负债；
- ▶ 目标公司没有重大的税务纠纷；
- ▶ 目标公司的管理层和经营模式不会发生重大改变；
- ▶ 所有关联方交易都是以公平交易为基础的；
- ▶ 财务预测和相关的假设合理地反映了目标公司未来的商业计划；以及
- ▶ 管理层预计的资本性支出能够满足目标公司业务增长的需要，且目标公司有能力获得必要的融资。

如果实际情况与上述任何假设不同，或者采用与上述假设不同的其它假设，可能导致本报告分析结果产生重大变化。

价值分析结果

表 6: Henry Bath 100% 股权价值分析结果汇总

单位: 美元千元	低端	高端
收益法计算结果:		
情景一		
100% 股权价值	50,697	58,444
市盈率 (2017 年)	9.9x	11.5x
情景二		
100% 股权价值	67,161	78,507
市盈率 (2017 年)	8.9x	10.5x
情景三		
100% 股权价值	98,029	116,125
市盈率 (2017 年)	8.1x	9.7x
市场法验证结果:		
可比公司市盈率 (2017 年)	8.1x	21.3x

注: 1. 情景一是指 2015 年每公吨每天平均租金收入为 15 美分, 2016 年为 20 美分, 以后年度以 1.8% 增长。
 2. 情景二是指 2015 年每公吨每天平均租金收入为 15 美分, 2016 年为 20 美分, 2017 年为 22 美分, 以后年度以 1.8% 增长。
 3. 情景三是指 2015 年每公吨每天平均租金收入为 15 美分, 2016 年为 20 美分, 2017 年为 25 美分, 以后年度以 1.8% 增长。
 4. 因四舍五入, 数据加总可能存在差异

收益法

根据以上价值假设和分析, Henry Bath 100% 股权价值范围为 5,070 万美元至 1.16 亿美元 (详见表 6), 关于折现现金流量法的计算方法, 请参阅本报告附录 A、B 以及 C。

市场法

我们运用市场法, 即可比公司乘数分析, 对目标公司的市场价值运用折现现金流量法的计算结果进行了验证。我们以折现现金流量法计算结果为依据, 计算获得蕴含价值乘数, 并与可比公司的价值乘数范围进行了比较。

根据折现现金流量法的计算结果与基准日预期未来两年的收入数据, Henry Bath 两年远期依据收益法计算的蕴含市盈率范围为 8.1 倍至 11.5 倍。可比公司两年远期市盈率范围为 8.1 倍至 21.3 倍。

因此, 运用折现现金流量法计算获得的 Henry Bath 的 100% 股东权益价值能够通过市场法验证。

- 12. 附录 A: 财务预测及折现现金流量 (情景一)
- 13. 附录 B: 财务预测及折现现金流量 (情景二)
- 14. 附录 C: 财务预测及折现现金流量 (情景三)
- 15. 附录 D: 折现率的确定
- 16. 附录 E: 可比公司乘数分析
- 17. 附录 F: 限制性条款

附录 A - 财务预测及折现现金流量 (情景一)

表 7: 目标公司财务预测

	单位	2015/5/1	2016/1/1	2017/1/1	2018/1/1	2019/1/1
		2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31
主营业务收入	[美元千元]	34,924	56,203	57,287	58,377	59,471
主营业务成本	[美元千元]	(21,832)	(39,845)	(40,555)	(41,275)	(42,005)
毛利	[美元千元]	13,091	16,358	16,733	17,102	17,467
毛利率	[%]	37.5%	29.1%	29.2%	29.3%	29.4%
营业费用	[美元千元]	(6,692)	(10,177)	(10,355)	(10,537)	(10,722)
息税前利润	[美元千元]	6,400	6,181	6,377	6,565	6,744
息税前利润率	[%]	18.3%	11.0%	11.1%	11.2%	11.3%
企业所得税	[美元千元]	-	(745)	(1,275)	(1,313)	(1,349)
税后净营业利润	[美元千元]	6,400	5,436	5,102	5,252	5,396
税后净营业利润率	[%]	18.3%	9.7%	8.9%	9.0%	9.1%

注: 因四舍五入, 数据加总可能存在差异

附录 A - 财务预测及折现现金流量 (情景一)

表 8: 目标公司折现现金流

	单位	2015/5/1	2016/1/1	2017/1/1	2018/1/1	2019/1/1
		2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31
息税前利润	[美元千元]	6,400	6,181	6,377	6,565	6,744
企业所得税	[美元千元]	-	(745)	(1,275)	(1,313)	(1,349)
息前税后利润	[美元千元]	6,400	5,436	5,102	5,252	5,396
折旧及摊销	[美元千元]	1,571	1,908	1,908	1,908	1,908
资本性支出	[美元千元]	(1,571)	(1,908)	(1,908)	(1,908)	(1,908)
运营资本	[美元千元]	(13,870)	141	25	25	25
自由现金流	[美元千元]	(7,470)	5,577	5,127	5,277	5,421
折现期间	折现率	0.33	1.17	2.17	3.17	4.17
折现系数	14.0%	0.96	0.86	0.75	0.66	0.58
	12.0%	0.96	0.88	0.78	0.70	0.62
折现现金流: 低端	[美元千元]	(7,151)	4,786	3,860	3,485	3,140
折现现金流: 高端	[美元千元]	(7,193)	4,886	4,010	3,686	3,381
		低端	高端			
折现现金流现值合计	[美元千元]	8,121	8,770			
永续价值	[美元千元]	24,754	31,852			
企业价值	[美元千元]	32,875	40,622			
加: 溢余现金	[美元千元]	17,822	17,822			
100% 股东价值	[美元千元]	50,697	58,444			

注: 因四舍五入, 数据加总可能存在差异

附录 B - 财务预测及折现现金流量 (情景二)

表 9: 目标公司财务预测

	单位	2015/5/1	2016/1/1	2017/1/1	2018/1/1	2019/1/1
		2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31
主营业务收入	[美元千元]	34,924	56,203	60,484	61,573	62,668
主营业务成本	[美元千元]	(21,832)	(39,845)	(40,739)	(41,459)	(42,189)
毛利	[美元千元]	13,091	16,358	19,745	20,114	20,479
毛利率	[%]	37.5%	29.1%	32.6%	32.7%	32.7%
营业费用	[美元千元]	(6,692)	(10,177)	(10,355)	(10,537)	(10,722)
息税前利润	[美元千元]	6,400	6,181	9,389	9,577	9,756
息税前利润率	[%]	18.3%	11.0%	15.5%	15.6%	15.6%
企业所得税	[美元千元]	-	(745)	(1,878)	(1,915)	(1,951)
税后净营业利润	[美元千元]	6,400	5,436	7,511	7,662	7,805
税后净营业利润率	[%]	18.3%	9.7%	12.4%	12.4%	12.5%

注: 因四舍五入, 数据加总可能存在差异

附录 B - 财务预测及折现现金流量 (情景二)

表 10: 目标公司折现现金流

	单位	2015/5/1	2016/1/1	2017/1/1	2018/1/1	2019/1/1
		2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31
息税前利润	[美元千元]	6,400	6,181	9,389	9,577	9,756
企业所得税	[美元千元]	-	(745)	(1,878)	(1,915)	(1,951)
息税前税后利润	[美元千元]	6,400	5,436	7,511	7,662	7,805
折旧及摊销	[美元千元]	1,571	1,908	1,908	1,908	1,908
资本性支出	[美元千元]	(1,571)	(1,908)	(1,908)	(1,908)	(1,908)
运营资本	[美元千元]	(13,870)	141	99	25	25
自由现金流	[美元千元]	(7,470)	5,577	7,610	7,687	7,830
折现期间	折现率	0.33	1.17	2.17	3.17	4.17
折现系数	14.0%	0.96	0.86	0.75	0.66	0.58
	12.0%	0.96	0.88	0.78	0.70	0.62
折现现金流: 低端	[美元千元]	(7,151)	4,786	5,729	5,076	4,536
折现现金流: 高端	[美元千元]	(7,193)	4,886	5,953	5,369	4,883
		低端	高端			
折现现金流现值合计	[美元千元]	12,977	13,899			
永续价值	[美元千元]	36,361	46,786			
企业价值	[美元千元]	49,338	60,685			
加: 溢余现金	[美元千元]	17,822	17,822			
100%股东价值	[美元千元]	67,161	78,507			

注: 因四舍五入, 数据加总可能存在差异

附录 C - 财务预测及折现现金流量（情景三）

表 11：目标公司财务预测

	单位	2015/5/1	2016/1/1	2017/1/1	2018/1/1	2019/1/1
		2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31
主营业务收入	[美元千元]	34,924	56,203	66,476	67,566	68,661
主营业务成本	[美元千元]	(21,832)	(39,845)	(41,084)	(41,804)	(42,534)
毛利	[美元千元]	13,091	16,358	25,392	25,762	26,126
毛利率	[%]	37.5%	29.1%	38.2%	38.1%	38.1%
营业费用	[美元千元]	(6,692)	(10,177)	(10,355)	(10,537)	(10,722)
息税前利润	[美元千元]	6,400	6,181	15,037	15,225	15,404
息税前利润率	[%]	18.3%	11.0%	22.6%	22.5%	22.4%
企业所得税	[美元千元]	-	(745)	(3,007)	(3,045)	(3,081)
税后净营业利润	[美元千元]	6,400	5,436	12,029	12,180	12,323
税后净营业利润率	[%]	18.3%	9.7%	18.1%	18.0%	17.9%

注：因四舍五入，数据加总可能存在差异

附录 C - 财务预测及折现现金流量 (情景三)

表 12: 目标公司折现现金流

		2015/5/1	2016/1/1	2017/1/1	2018/1/1	2019/1/1
单位		2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31
息税前利润	[美元千元]	6,400	6,181	15,037	15,225	15,404
企业所得税	[美元千元]	-	(745)	(3,007)	(3,045)	(3,081)
息前税后利润	[美元千元]	6,400	5,436	12,029	12,180	12,323
折旧及摊销	[美元千元]	1,571	1,908	1,908	1,908	1,908
资本性支出	[美元千元]	(1,571)	(1,908)	(1,908)	(1,908)	(1,908)
运营资本	[美元千元]	(13,870)	141	237	25	25
自由现金流	[美元千元]	(7,470)	5,577	12,266	12,205	12,349
折现期间	折现率	0.33	1.17	2.17	3.17	4.17
折现系数	14.0%	0.96	0.86	0.75	0.66	0.58
	12.0%	0.96	0.88	0.78	0.70	0.62
折现现金流: 低端	[美元千元]	(7,151)	4,786	9,235	8,060	7,153
折现现金流: 高端	[美元千元]	(7,193)	4,886	9,596	8,525	7,701
		低端	高端			
折现现金流现值合计	[美元千元]	22,084	23,514			
永续价值	[美元千元]	58,124	74,788			
企业价值	[美元千元]	80,207	98,303			
加: 溢余现金	[美元千元]	17,822	17,822			
100% 股东价值	[美元千元]	98,029	116,125			

注: 因四舍五入, 数据加总可能存在差异

附录 D - 折现率的确定

表 13: 折现率的确定

项目	低端	高端
无风险利率	1.3%	1.3%
Beta 系数	0.8	0.8
市场风险溢价	6.4%	6.4%
企业特定风险溢价	5.0%	7.0%
税后权益资本成本	11.6%	13.6%
税后债务成本	4.2%	4.2%
资本结构	0.0%	0.0%
加权平均资本成本 (取整)	12.0%	14.0%

信息来源: 1.无风险利率: 汤姆森路透英国、荷兰、美国及新加坡 10 年期国债利率的加权平均数。
2. Beta 系数: Capital IQ 导出。
3.市场风险溢价: Damodaran 公布的市场风险溢价。
4.税后债务成本: 英国央行发布的针对私营企业五年以上加权平均贷款利率。
6.资本结构: 目标公司资本结构。

风险和不确定性

应用收益法需要确定一个适当的折现率，以反映在不确定的情况下，承担风险的回报。市场参与者一般假定是风险回避的。一个风险回避的市场参与者对于一个期望收益乐于接受较小的不确定性而不是较大的不确定性。市场参与者需要风险溢价作为接受不确定性的补偿。

因此折现率的确定隐含标的资产产生的收益与其他最优替代投资产生的现金流的比较过程。所以，在价值分析过程中需要特别关注标的资产的收益与替代投资的收益在风险和期限方面相当。

我们用加权平均资本成本（“WACC”）来确定一项特定资产在一定风险情况下的折现率。计算 WACC 的公式如下：

WACC = W_E × K_E + W_D × K_D

其中

W_E = 权益资本价值/全部资本价值
K_E = 权益资本成本
W_D = 债务资本价值/全部资本价值
K_D = 税后债务资本价值

权益资本成本

我们运用资本资产定价模型（“CAPM”模型）来计算权益成本。CAPM 模型假定权益成本等于无风险收益率加上风险溢价。其中，风险溢价等于公司的系统风险系数（“Beta”）乘上市场风险溢价。

权益资本成本的公式如下：



$$K_E = RF + \beta * MRP + \alpha$$

其中

$$K_E = \text{权益资本成本}$$

$$RF = \text{无风险收益}$$

$$\beta = \text{权益资本的系统风险}$$

$$MRP = \text{市场风险溢价}$$

$$\alpha = \text{公司特定风险溢价}$$

在计算权益资本成本时首先需要确定无风险收益率。在实际计算时，通常采用对长期无风险资产投资的收益率作为无风险收益率，例如国债的收益率经常被用作无风险的收益率。

市场风险溢价是市场证券投资组合要求收益率与无风险收益率之间的差额。

CAPM 模型使用 Beta 系数反映公司特定风险。Beta 反映了该资本资产的回报率与整个市场回报率之间的关系。Beta 是衡量系统风险波动率的指标，大于 1 的 Beta 值反映了比市场平均水平高的风险与溢价，比 1 小的 Beta 值反映了比市场平均水平低的风险与溢价。Beta 系数理论上需通过与整个证券市场（即整个市场组合）的比较得出，以区分系统风险和特定风险。

基于目标公司的收入规模和其他风险因素，我们考虑了小规模公司的风险溢价作为主要的公司特定风险溢价。

债务资本成本

债务资本成本是指当前市场的借贷资本利率。因此，历史的（或隐含的）债务资本成本（如票面利率）与当前债务资本成本无关。债务资本成本可依据与标的资产风险相当的市场借贷利率得出，同时该市场借贷利率反映的货币种类需与现金流对应的货币种类一致。

资本结构

资本结构通过目标公司资本结构计算获得。

附录 E- 可比公司乘数分析

可比公司乘数分析

通过 Capital IQ 和其他公开信息来源提供的资料，我们对仓储物流行业相关上市公司的可比公司进行了研究。以下为我们选取的可比公司：

表 14：可比公司乘数

(单位：当地货币百万元)

可比公司	上市代码	货币	市值	净利润 (2017 年)	市盈率 (2017 年)
三菱仓库株式会社	TSE:9301	日元	325,039	n/a	n/a
Mapletree Logistics Trust	SGX:M44U	新加坡元	3,043	227	13.4
Global Logistic Properties Limited	SGX:MC0	新加坡元	10,044	472	21.3
Goodman Group	ASX:GMG	澳元	10,956	755	14.5
The Sumitomo Warehouse Co., Ltd	TSE:9303	日元	121,309	n/a	n/a
九八仓库株式会社	TSE:9313	日元	6,110	n/a	n/a
Keppel Telecommunications & Transportation Ltd	SGX:K11	新加坡元	912	79	11.5
Toyo Wharf & Warehouse Co., Ltd	TSE:9351	日元	15,412	n/a	n/a
Reysas Tasimacilik ve Lojistik Ticaret A.S.	IBSE:RYSAS	土耳其里拉	106	13	8.1
可比公司乘数范围					8.1x ~ 21.3x

注：四舍五入可能导致一些数据的尾数差异



附录 F - 限制性条款

本报告基于如下基础假设及限制性条款：

- ▶ 对于本报告中被分析资产的法律描述或法律事项（包括其权属或限制），本公司没有进行调查，亦不承担任何责任。除在报告中已有揭示以外，假定价值分析过程中所分析资产的权属为良好的和可在市场上进行交易的；同时除已有揭示以外也不涉及任何留置权，地役权，知识产权未受侵犯也无其他负担性限制。
- ▶ 对于本报告中全部或部分价值分析结论所依据的各方提供的信息资料，我们假定其可信的而未进行验证。我们对这些信息资料的准确性不作任何保证。
- ▶ 对于本报告中价值分析所依据的资产使用方式所需由有关地方、国家政府机构、私人组织或团体签发的一切执照、使用许可证、同意函或其它法律性或行政性授权文件假定已经或可以随时获得更新。
- ▶ 我们对市场情况的变化不承担任何责任，亦没有义务就报告出具日后发生的事项或情况修正我们的价值分析报告。
- ▶ 本报告分析的价值是基于基准日的资本结构得出的。
- ▶ 除非已达成有关协议，安永或任何签署本报告的人员或与此次报告有关人员均不得被要求因本报告而提供进一步的咨询、提供证词、或出席法庭或其它法律诉讼过程中的聆讯。
- ▶ 本价值分析报告是根据所设定的目的而出具的，不得应用于其它用途。本报告全部或其中部分内容（包括但不限于对价值的分析结论，安永、签署本报告的人员或与本价值分析报告相关其它人员、相关的其它专业团体和组织）在没有取得安永书面同意前不得传播给除国家和政府税务授权之外的任何第三方。
- ▶ 本报告采用的基准日已于呈送函中规定。我们对价值的估算是根据基准日本地货币购买力作出的。
- ▶ 本报告不会被证券交易委员会的文件或其它公开问题包括或被提及。
- ▶ 贵公司有义务承担安永及其员工对本报告提供服务而于任何时间地点发生的债务、成本及费用（包括但不限于律师费及安永员工的专业小时费），除非安永人员存在重大过失或明知故犯。本条款在本协议终止后继续有效。
- ▶ 本报告完全依据管理层提供的财务信息和安永收集的资料而完成。我们假定管理层提供的信息都是真实和完整的。在我们研究期间并未发现任何质疑这点的理由或证据。作为分析过程的一部分，我们整合了多种价值分析程序来判定被分析资产的市场价值。
- ▶ 安永于本次工作中所采用的所有信息都是符合公认的价值分析实践及方法的。

- ▶ 本次价值分析采用的方法是合适的。我们根据目标公司的增长、收益、风险和其他相关因素来确定价值分析方法。