

中信证券股份有限公司

关于中国外运股份有限公司

换股吸收合并

中外运空运发展股份有限公司

暨关联交易

之

估值报告

合并方财务顾问



中信证券股份有限公司
CITIC Securities Company Limited

二〇一八年四月

声 明

一、本报告分析对象为中国外运股份有限公司（以下简称“中国外运”）与中外运空运发展股份有限公司（以下简称“外运发展”），相关资料来源于公开信息。

二、本报告为中信证券股份有限公司（以下简称“中信证券”）根据《上市公司重大资产重组管理办法（2016年修订）》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组（2017年修订）》等上市公司重大资产重组相关法规和规范性文件的要求出具，供中国外运董事会参考。本报告不构成对任何第三方的建议、推荐或补偿。

三、本报告中的分析、判断和结论受报告中假设和限定条件的限制，使用者应当充分考虑报告中载明的假设、限定条件及其对结论的影响。

四、就报告中所涉及的公开信息，本报告不构成对其准确性、完整性或适当性的任何保证。

五、本报告为对交易双方的业务、运营、财务状况进行分析，未对交易双方未来任何策略性、商业性决策或发展前景发表任何意见、预测和保证，亦未对其他任何事项发表意见。本报告以报告内所载日期的财务状况、经济情况、市场状况以及其它情况为基础，因此随时可能变化。对投资者根据本报告作出的任何投资决策（包括但不限于买入、卖出和持有）可能产生的风险或损失，中信证券不承担任何责任。

六、在形成本报告的过程中，并没有考虑任何特定投资者的投资目标、财务状况、纳税状况、风险偏好或个体情况。由于不同的投资者有不同的投资目的和组合，如需要具体的建议，投资者应及时就其投资组合咨询其各自的股票经纪人、律师、会计师、税务顾问或其它专业顾问。

七、中信证券未委托或授权其他任何机构和个人提供未在本报告中刊载的信息和对本报告做任何解释或说明。未经中信证券事先书面同意，任何人不得在任何时间、为任何目的、以任何形式复制、分发或者摘录本报告或其任何内容；对

于本报告可能存在的任何歧义，仅中信证券自身有权进行解释。

八、本报告仅供中国外运换股吸收合并外运发展暨关联交易（以下简称“本次交易”）使用，不得用于任何其他目的，对于本报告的结论，需结合本报告以及本次交易的其他披露文件的整体内容一并进行考虑。中信证券特别提请广大投资者认真阅读就本次交易事项披露的相关公告，查阅有关文件。

九、除非本报告中另有定义，本报告中所使用的术语简称应具有《中国外运股份有限公司换股吸收合并中外运空运发展股份有限公司暨关联交易报告书（草案）》对该等术语所规定的含义。

十、本报告中部分合计数若出现与各加数直接相加之和在尾数上有差异，均为四舍五入所致；本报告所引用的财务数据和财务指标，如无特殊说明，均指合并报表口径下的财务数据和根据该类财务数据计算的财务指标。

第一章 背景情况介绍

一、交易双方概况

中国外运是 H 股上市公司，注册于北京市，公司当前主营业务为货运代理、专业物流、仓储与码头服务、物流设备租赁和其他服务（以汽车运输、船舶承运和快递业务为主）。截至本估值报告出具日，中国外运的总股本为 6,049,166,644 股；其中，中国外运控股股东中国外运长航集团有限公司（以下简称“外运长航集团”）直接持有中国外运 2,461,596,200 股内资股，占中国外运总股本的 40.69%，外运长航集团通过全资子公司中国外运（香港）集团有限公司间接持有中国外运 106,683,000 股 H 股，占中国外运总股本的 1.76%，通过全资子公司 Sinotrans Shipping Inc. 间接持有中国外运 500,000 股 H 股，占中国外运总股本的 0.01%，外运长航集团合计持有中国外运 2,568,779,200 股，占中国外运总股本的 42.47%；招商局集团有限公司（以下称“招商局集团”）持有中国外运 1,442,683,444 股，占中国外运总股本的 23.85%。

外运发展是 A 股上市公司。截至本估值报告出具日，外运发展已发行总股数为 905,481,720 股。外运发展的控股股东为中国外运，其持有外运发展 551,881,398 股，占外运发展总股本的 60.95%。外运发展的主营业务为空运货运代理、电商物流和专业物流。

交易双方具体业务、财务等情况请参阅本次交易相关之《中国外运股份有限公司换股吸收合并中外运空运发展股份有限公司暨关联交易报告书（草案）》。

二、本次交易方案

中国外运拟以换股方式吸收合并外运发展，即中国外运向外运发展除中国外运以外的所有股东发行中国外运 A 股股票交换其所持有的外运发展股票。中国外运所持有的外运发展股票不参与换股且不行使现金选择权，该等股票将在本次换股吸收合并后予以注销。本次换股吸收合并完成后，中国外运作为存续公司，将通过接收方承继及承接外运发展的全部资产、负债、业务、合同、资质、人员

及其他一切权利与义务，外运发展终止上市并注销法人资格。中国外运为本次换股吸收合并发行的 A 股股票将申请在上交所上市流通。招商局集团及外运长航集团持有的中国外运原内资股将转换为 A 股并申请在上交所上市流通，该等股票将根据《公司法》、上交所相关规则等法律法规的要求确定限售期限。

本次换股吸收合并中，外运发展换股价格以外运发展第六届董事会第二十次董事会决议公告前 20 个交易日的均价 16.91 元/股为基准，给予 22% 的溢价率，即 20.63 元/股。

若外运发展自定价基准日起至换股实施日（包括首尾两日）发生派送现金股利、股票股利、资本公积金转增股本、配股等除权除息事项，则上述换股价格将作相应调整。其他情况下，外运发展换股价格不再进行调整。

中国外运发行价格是以兼顾合并双方股东的利益为原则，综合考虑合并双方的总体业务情况、盈利能力、增长前景、抗风险能力、行业可比公司、可比交易的估值水平以及过往案例情况等因素综合确定的，中国外运本次 A 股发行价格为 5.32 元/股。

若中国外运自定价基准日起至换股实施日（包括首尾两日）发生派送现金股利、股票股利、资本公积金转增股本、配股等除权除息事项，则上述发行价格将作相应调整。其他情况下，中国外运发行价格不再进行调整。

本次中国外运换股吸收合并外运发展的换股比例为 1:3.8778，即外运发展换股股东所持有的每股外运发展股票可以换得 3.8778 股中国外运本次发行的 A 股股票。

若合并双方任何一方自定价基准日起至换股实施日（包括首尾两日）发生派送现金股利、股票股利、资本公积金转增股本、配股等除权除息事项，则上述换股比例将作相应调整。其他情况下，换股比例不再进行调整。

因本次换股溢价率的确定基准是外运发展 A 股定价基准日（外运发展第六届董事会第二十次会议决议公告日）前 20 个交易日交易均价基础上给予 22% 的换股溢价率确定，为方便分析，本估值报告以下部分中的外运发展 A 股换股价格均指未考虑除息影响的换股价格，即 20.63 元/股。

三、本次交易背景与意义

（一）本次换股吸收合并的背景

中国外运以及外运发展均具有大量的优质物流资产及业务。中国外运是世界领先的综合物流服务商之一，公司业务主要包括货运代理、专业物流、仓储与码头服务、物流设备租赁和其他以汽车运输、船舶承运和快递业务为主的服务。

外运发展是国内航空货运代理行业第一家上市公司，主要经营空运货运代理、电商物流及专业物流业务。

近年来，国内新零售行业发展迅猛，综合物流服务需求显著提升，物流细分行业呈逐步融合发展态势。在此背景下，传统的按照运输方式划分物流业务板块的组织模式已无法有效满足市场需求。本次换股吸收合并完成后，中国外运和外运发展将实现海运、陆运、空运等物流资源全面整合，有助于提升公司综合物流服务能力，有助于增强公司的核心竞争能力和行业影响力。

（二）本次换股吸收合并的意义

1、有利于更好地保护合并双方股东的利益

按照换股吸收合并方案，外运发展中小股东可选择将所持有的外运发展股份换为中国外运 A 股股份，成为中国外运的股东。与外运发展相比，中国外运是世界领先的综合物流服务商之一，拥有更为广泛的物流资源和物流综合服务能力，回归 A 股将会给参与换股的外运发展中小股东带来更优且更长远的回报。同时，本次换股吸收合并方案在确定换股价格、发行价格、现金选择权安排时均充分考虑了对外运发展中小股东利益的保护。

此外，本次换股吸收合并完成后，中国外运将回归 A 股市场，有利于中国外运品牌影响力的提升，有利于业务发展和资本市场的有效互动，有利于中国外运未来的长远发展和全体股东的整体利益。

2、有利于拓宽融资渠道，增强竞争优势

本次合并完成后，中国外运作为存续公司将实现 A+H 资本运作平台的搭建，可以在 H 股市场和 A 股市场开展资本运作活动。由于 A 股市场投融资工具不断

创新，投融资活动十分活跃，因此，A+H 资本运作平台的搭建，有利于中国外运进一步拓宽融资渠道，扩大品牌影响力及提升竞争力，为公司未来的业务发展和兼并收购提供有力的资本支持。

3、有利于整合公司内部资源，有效降低财务风险，优化资本结构

中国外运负债率高于外运发展，负债率一定程度上制约了中国外运盈利能力提升和业务扩张。本次合并完成后，中国外运作为存续公司，将有利于其全面整合物流板块内部资源，通过发挥协同效应提升公司价值，同时也有助于降低财务风险、防范经营风险和优化资本结构，实现更加持续稳健的发展。

4、有利于避免潜在同业竞争，消除关联交易

物流行业的发展趋势是物流资源的深度融合，要求物流企业在提供多元化、综合性的物流综合服务及解决方案的过程中不断扩展物流网络、不断丰富物流产品。虽然本次交易实施前中国外运与外运发展主营业务不存在竞争关系，但不排除中国外运与外运发展未来业务在发展过程中发生交叉、重叠的可能。中国外运换股吸收合并外运发展，可以彻底解决双方潜在的同业竞争问题，突破合并双方各自业务发展的瓶颈，同时合并双方的关联交易也将随之全面消除。

5、有利于完善公司治理结构，维护投资者权益

本次合并前中国外运持有外运发展 60.95% 的股权，为外运发展控股股东。中国外运作为 H 股上市公司，外运发展作为 A 股上市公司，双方拥有不同的股东结构，股东的利益不尽一致；双方拥有独立的管理层，其激励机制和利益目标会存在不完全一致的情形，且管理层级较多，一定程度会影响管理效率。通过本次换股吸收合并，将彻底解决以上有关治理架构、决策机制等问题。

此外，中国外运回归 A 股市场后，将有利于中国外运按照境内监管要求进一步完善公司治理结构，进一步提升公司治理水平，增强公司盈利能力，回报投资者。

四、报告目的

本报告的目的是为中国外运董事会提供参考，分析本次交易的定价是否公允、

合理以及是否存在损害公司及其股东利益的情形。本报告不构成对任何第三方的建议、推荐或补偿。

五、报告基准日

本估值报告的基准日为 2018 年 2 月 28 日（即中国外运第一次审议本次合并相关事宜的决议公告日）。本报告所引用的市场价格数据截至 2018 年 3 月 23 日（即外运发展股票复牌日前一个交易日）。由于部分上市公司 2017 年财务数据尚未披露，本报告所引用的部分财务数据为最近 12 个月（指 2016 年 10 月 1 日至 2017 年 9 月 30 日，下同）的相关财务数据。

第二章 报告假设

一、一般假设

（一）公开市场假设

公开市场假设是指资产可以在充分竞争的市场上自由买卖，其价格高低取决于一定市场供给状况下独立的买卖双方对资产价值的判断。公开市场是指一个有众多买者和卖者的充分竞争的市场。在这个市场上，买者和卖者的地位是平等的，彼此都有获得足够市场信息的机会和时间，买卖双方的交易行为都是在自愿的、理智的，而非强制或不受限制的条件下进行的。

（二）持续经营假设

持续经营假设是以企业持续、正常的生产经营活动为前提，在可以预见的未来，企业将会按当前的规模和状态持续经营下去，不会停业，也不会大规模削减业务。

二、特殊假设

1、本报告假设报告基准日外部经济环境不变，国家现行的宏观经济不发生重大变化。

2、企业所处的社会经济环境以及所执行的税赋、税率等政策无重大变化。

3、相关公司在未来经营期内的管理层尽职，并继续保持目前的经营管理模式持续经营。

4、无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素对企业造成重大不利影响。

5、本报告假设相关的基础资料、财务资料和公开信息是真实、准确、完整的。

当上述条件发生变化时，本报告中的分析一般会失效。

第三章 估值思路及方法选择

一、估值思路及方法选择

从并购交易的实践操作来看，一般可通过市场法和收益法对交易标的进行估值，其中市场法主要包括可比公司法和可比交易法；收益法主要为现金流折现法，现金流主要分为企业自由现金流、股权自由现金流和股利现金流。

可比公司法是根据相关公司的特点，选取与其可比的上市公司的估值倍数（如市盈率倍数、市净率倍数、市销率倍数等）作为参考，其核心思想是利用二级市场的相关指标及估值倍数对交易标的进行估值。

现金流折现法的基本步骤如下：首先，建立并运用合理财务模型，对预期收益，如现金流等进行预测；其次，针对相关公司的特点及现金流的口径，选取合理的折现率（加权平均资本成本或股权资本成本），以预期收益为基础，对现金流进行折现，通过估算预期收益的现值，得到交易标的企业或股权价值。

可比交易法是选择与公司同行业、在估值前一段合适时期已完成被投资、并购的公司，基于其融资或并购交易价格作为参考，从中获取有用的财务或非财务数据，据此进行分析，得到交易标的企业价值或股权价值。

以上三种方法的优点、缺点以及适用性如下：

可比公司法的优点在于，该方法基于有效市场假设，即假设交易价格反映包括趋势、业务风险、发展速度等全部可以获得的信息，相关参数较为容易获得。其缺点在于，很难对可比公司业务、财务上的差异进行准确调整，较难将行业内并购、监管等因素纳入考虑。

现金流折现法的优点在于从整体角度考察业务，是理论上最为完善的方法；受市场短期变化和非经济因素影响少；可以把合并后的经营战略、协同效应结合到模型中；可以处理大多数复杂的情况。其缺点在于，财务模型中变量较多、假设较多；估值主要基于关于未来假设且较敏感，波动性较大，可能会影响预测的准确性；具体参数取值难以获得非常充分的依据。

可比交易法的优点在于，该方法以可比公司近期已完成的实际交易价格为基础，估值水平比较确定且容易获取。其缺点在于，如何根据相关公司最新经营情况选取适当的参数，从而对历史交易价格进行调整得出相关公司现时价值具有较高的不确定性。

本报告将结合本次交易的实际情况，从以上三种方法中选择合适的方法对本次合并价格的合理性予以考察和分析。

二、可比公司法分析

通过对资本市场上与中国外运处于同一或类似行业的上市公司的经营和财务数据进行分析，计算适当的价值比率，经综合分析后得出估值对象价值。

（一）选取可比公司的标准及范围

本次交易中中国外运的可比公司选取标准如下：

- 1、主要从事综合物流业务的 A 股上市公司；
- 2、剔除最近 12 个月市盈率为负、无市盈率数据的 A 股上市公司；
- 3、从业务内容、经营模式等多角度挑选与中国外运近似的可比公司。

基于上述标准，选出下述 A 股上市公司作为中国外运的可比公司，其最近 12 个月经营业绩、截至 2017 年三季度末的财务状况以及主营业务内容如下表所示：

| 证券代码 | 证券简称 | 最近 12 个月营业总收入 (亿元) | 最近 12 个月归属于母公司股东的净利润 (亿元) | 截至 2017 年三季度末总资产 (亿元) | 截至 2017 年三季度末归属于母公司股东的权益 (亿元) | 主营业务内容 |
|-----------|------|--------------------|---------------------------|-----------------------|-------------------------------|---------------------|
| 600787.SH | 中储股份 | 248.45 | 15.46 | 207.39 | 104.94 | 综合物流、物流贸易、金融物流、物流地产 |
| 600270.SH | 外运发展 | 56.84 | 12.52 | 96.51 | 78.70 | 空运货运代理、电商物流、综合物流 |

| | | | | | | |
|-----------|------|----------|------|--------|-------|----------------------------|
| 603128.SH | 华贸物流 | 84.40 | 2.23 | 52.23 | 36.46 | 跨境现代综合第三方物流 |
| 600057.SH | 象屿股份 | 1,840.66 | 5.46 | 526.05 | 90.02 | 大宗商品采购供应及综合物流、物流平台(园区)开发运营 |
| 300013.SZ | 新宁物流 | 8.73 | 1.08 | 21.20 | 13.93 | 仓储及物流服务 |

数据来源：Wind、公司公告。

(二) 财务指标计算公式

本报告中所涉及的财务指标的计算公式如下所示：

1、最近 12 个月营业总收入=2016 年第四季度营业总收入+2017 年前三季度营业总收入；

2、最近 12 个月归属于母公司股东的净利润=2016 年第四季度归属于母公司股东的净利润+2017 年前三季度归属于母公司股东的净利润；

3、最近 12 个月归属于母公司股东的每股收益=最近 12 个月归属于母公司股东的净利润/总股本；

4、最近 12 个月市盈率=2018 年 2 月 28 日收盘价/最近 12 个月归属于母公司股东的每股收益。

(三) 可比公司市盈率法

| 证券代码 | 证券简称 | 最近 12 个月市盈率 |
|------------|------|---------------|
| 600787.SH | 中储股份 | 13.67x |
| 600270.SH | 外运发展 | 12.50x |
| 603128.SH | 华贸物流 | 36.22x |
| 600057.SH | 象屿股份 | 17.73x |
| 300013.SZ | 新宁物流 | 36.67x |
| 平均值 | | 23.36x |
| 中值 | | 17.73x |

注：1、数据来源：公司年报、Wind；

2、外运发展自 2018 年 1 月 2 日开始停牌，收盘价取自于 2017 年 12 月 29 日价格。

依据德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“德勤”）出具的

德师报(审)字(18)第 P02669 号中国外运股份有限公司 2015-2017 年度审计报告（以下简称“《审计报告》”），2017 年度中国外运归属于母公司股东净利润为 23.04 亿元。

以可比公司最近 12 个月市盈率数据分别计算中国外运股东全部权益价值如下：

| 指标 | 以平均值计算 | 以中值计算 |
|--------------------|--------|--------|
| 可比公司最近 12 个月市盈率（倍） | 23.36 | 17.73 |
| 中国外运股东全部权益价值（亿元） | 538.21 | 408.50 |

若以上述可比公司最近 12 个月市盈率作为参考估值指标时，中国外运股东全部权益价值范围为 408.50 亿元至 538.21 亿元。

三、现金流折现法

现金流折现法是基于未来预测的估值方法。由于缺乏可靠的 2018 年度及此后各年的现金流或利润预测数据，本次交易不满足使用现金流折现法进行估值的条件进行分析。

四、可比交易法

通过分析近年来可比的综合物流资产收购的可比交易，计算其交易市盈率水平，与本次交易中中国外运的市盈率水平进行比较。

| 收购方 | 交易标的 | 标的金额（亿元） | 市盈率 |
|------|------------------------|----------|--------|
| 中远海能 | 大连远洋运输有限公司 100% 股权 | 66.29 | 8.24x |
| 黑化股份 | 泉州安通物流有限公司 100% 股权 | 28.50 | 14.37x |
| 华贸物流 | 中特物流有限公司 100% 股权 | 12.00 | 14.36x |
| 富临运业 | 成都富临长运集团有限公司 99.97% 股权 | 9.62 | 8.57x |
| 平均 | | 29.10 | 11.39x |
| 中值 | | 20.25 | 11.47x |

注：1、数据来源：Wind、公司公告；

2、市盈率=交易标的 100% 价格/公告中拟注入资产最近一个会计年度的归属于标的资产股东的净利润。

在以可比交易市盈率作为参考估值指标时，依据德勤出具的《审计报告》，2017 年度中国外运归属于母公司股东净利润为 23.04 亿元，中国外运股东全部权益价值范围为 262.43 亿元至 264.27 亿元。

五、小结

依据以上述可比公司法、可比交易法估值结果，本次中国外运股东全部权益价值估值区间为 262.43 亿元至 538.21 亿元。

截至 2018 年 2 月 28 日，中国外运 H 股收盘价为 4.35 港元/股，折合人民币 3.52 元/股（中国人民银行公布的 2018 年 2 月 28 日人民币汇率中间价为 1 港元兑 0.80858 元）。以中国外运 A 股发行价格对应中国外运内资股股东权益价值，H 股股价对应中国外运 H 股股东权益价值，则中国外运股东全部权益价值为 283.21 亿元，位于 262.43 亿元至 538.21 亿元的估值区间内。

中国外运 A 股发行价格对应 2017 年度发行前每股收益的市盈率为 13.97 倍（每股收益按照 2017 年度中国外运归属于母公司股东净利润除以本次发行前总股本计算），低于前述 A 股可比公司最近 12 个月市盈率水平。

综上，在本次交易中，中国外运发行价格的确定以兼顾合并双方股东的利益为原则，综合考虑行业可比公司的估值水平，合并双方的总体业务情况、盈利能力、增长前景、抗风险能力等因素，估值合理、定价公允。

第四章 外运发展换股价格合理性分析

一、换股价格与历史交易价格比较

本次换股吸收合并中，外运发展 A 股股东的换股价格以定价基准日前 20 个交易日外运发展 A 股股票交易均价，即 16.91 元/股为基础，并在此基础上给予 22% 的换股溢价率确定，即 20.63 元/股（除息前）。若外运发展自定价基准日起至换股实施日（包括首尾两日）发生派送现金股利、股票股利、资本公积金转增股本、配股等除权除息事项，则上述换股价格将作相应调整。其他情况下，外运发展换股价格不再进行调整。

本次换股价格较外运发展停牌前最后 1 个交易日收盘价、前 20 日交易均价、前 60 日交易均价、前 120 日交易均价均有一定幅度溢价，具体情况如下：

| 价格基准 | 股票价格（元/股） | 换股价格较历史股价溢价 |
|--------------|-----------|-------------|
| 停牌前 1 日收盘价 | 17.28 | 19.39% |
| 前 10 个交易日均价 | 17.05 | 21.00% |
| 前 20 个交易日均价 | 16.91 | 22.00% |
| 前 30 个交易日均价 | 17.11 | 20.57% |
| 前 60 个交易日均价 | 18.17 | 13.54% |
| 前 120 个交易日均价 | 18.45 | 11.82% |

注：1、数据来源：Wind；

2、交易均价的计算方法为计算期间外运发展股票成交总金额除以成交总量。

二、换股溢价充分参考近年相同类型换股吸收合并交易的换股溢价水平

本次换股吸收合并中，外运发展股东的换股价格若以定价基准日前 20 个交易日外运发展股票交易均价，即 16.91 元/股为基础计算，则换股价格 20.63 元/股（除息前）在此基础上换股溢价率为 22%。

2010 年以来与本次交易类似的换股吸收合并交易案例共有 14 单，其中，被合并方换股价格较被合并方首次董事会决议公告日前 20 个交易日被合并方股票

交易均价（以下简称“20个交易日均价”）的溢价率情况如下：

| 交易名称 | 被合并方换股价格 (元/股) | 被合并方停牌前 20 日交易均价 | |
|--------------|-------------------|------------------|---------------|
| | | 交易均价 (元/股) | 溢价率 |
| 招商公路吸收合并华北高速 | 5.93 | 4.73 | 25.37% |
| 宝钢股份吸收合并武钢股份 | 2.58 | 2.86 | -9.79% |
| 长城电脑吸收合并长城信息 | 24.09 | 36.26 | -33.56% |
| 招商蛇口吸收合并招商地产 | 38.10 | 28.22 | 35.01% |
| 温氏集团吸收合并大华农 | 13.33 | 8.33 | 60.02% |
| 中国南车吸收合并中国北车 | 6.19 | 5.92 | 4.56% |
| 百视通吸收合并东方明珠 | 10.75 | 10.75 | 0.00% |
| 申银万国吸收合并宏源证券 | 9.96 | 8.30 | 20.00% |
| 美的集团吸收合并美的电器 | 15.96 | 9.46 | 68.71% |
| 广州药业吸收合并白云山 | 11.55 | 11.55 | 0.00% |
| 中国医药吸收合并天方药业 | 6.39 | 6.39 | 0.00% |
| 济南钢铁吸收合并莱钢股份 | 8.35 | 7.18 | 16.30% |
| 广汽集团吸收合并广汽长丰 | 14.55 | 12.65 | 15.02% |
| 金隅股份吸收合并太行水泥 | 10.80 | 10.09 | 7.04% |
| 平均值 | | | 14.91% |
| 中值 | | | 11.03% |

数据来源：Wind、公司公告。

由上表可知，可比交易案例中，被合并方换股价格较 20 个交易日均价溢价率平均为 14.91%，中值为 11.03%。本次外运发展换股价格为 20.63 元/股，相当于较 20 个交易日均价溢价 22%，溢价水平高于同类型交易的平均换股溢价水平。

三、换股溢价充分考虑了停牌期间 A 股市场、可比上市公司的价格变化

2017 年 12 月 29 日（即停牌前一交易日）至 2018 年 3 月 23 日（即外运发展股票复牌日前一个交易日）期间，A 股、所属行业指数、可比上市公司均有一定程度的变动。在此期间，上证综指下跌 4.67%，申银万国交通运输指数下跌 6.14%，A 股综合物流可比公司股价变动幅度的平均值为-10.79%、中值为-8.58%。本次外运发展换股溢价率高于停牌期间指数和可比公司变动幅度，已充分覆盖了

外运发展投资者持有股票的机会成本。

| 类别 | 公司名称 | 收盘价（元/股）/收盘指数 | | 期间变动幅度 |
|------|-------------------|---------------|------------|----------------|
| | | 2017年12月29日 | 2018年3月23日 | |
| 可比公司 | 中储股份 | 11.00 | 8.65 | -21.36% |
| | 华贸物流 | 8.19 | 7.23 | -11.72% |
| | 象屿股份 | 8.09 | 7.65 | -5.44% |
| | 新宁物流 ^注 | 12.95 | 12.35 | -4.63% |
| 平均值 | | | | -10.79% |
| 中值 | | | | -8.58% |
| 指数 | 上证综指 | 3,307.17 | 3,152.76 | -4.67% |
| | 申万交通运输指数 | 2,907.87 | 2,729.22 | -6.14% |

注：1、数据来源：Wind；

2、新宁物流自2017年11月18日开始停牌，收盘价取自于2017年11月17日价格。

综上所述，被合并方外运发展换股价格的确定以停牌前的市场历史价格为基础，充分考虑了历史溢价水平、资本市场环境等多方面因素，符合相关市场惯例，定价公允、合理。

第五章 报告结论

一、报告结论

基于前述分析，本报告主要采用可比公司法及可比交易法对中国外运的市场价值进行了估值，同时外运发展换股价格确定中考虑了历史相同案例溢价水平、资本市场环境等因素，本次交易的估值合理、定价公允，不存在损害中国外运及其股东利益的情况。

二、报告使用限制

本报告只能用于本报告载明的目的。同时，本报告是在报告所述目的下，论证本次合并价格是否合理，未考虑国家宏观经济政策发生变化以及遇有自然力和其它不可抗力对资产价格的影响。当前述条件以及本报告遵循的持续经营假设等条件发生变化时，本报告结论一般会失效。中信证券不承担由于这些条件的变化而导致报告结果失效的相关法律责任。

本报告成立的前提条件是本次交易行为符合国家法律、法规的有关规定，并得到有关部门的批准。

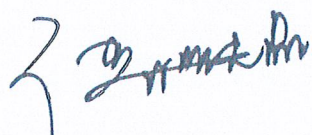
未征得中信证券同意并审阅相关内容，本报告的全部或者部分内容不得被摘抄、引用或披露于公开媒体，法律、法规规定以及相关当事方另有约定的除外。

中信证券在报告中发表的意见均基于截至 2018 年 3 月 23 日收集的市场情况、经济形势、财务状况等信息。本报告未考虑上述日期后发生的事件及情况。投资者应关注基准日后续发布的相关公告或事件。根据本报告目的，本报告未考虑相关公司未来的交易活动及股价表现。

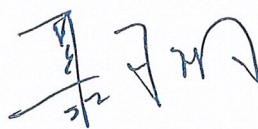
本报告的使用有效期为 12 个月：自 2018 年 2 月 28 日至 2019 年 2 月 27 日期间有效。

(本页无正文, 为《中信证券股份有限公司关于中国外运股份有限公司换股吸收合并中外运空运发展股份有限公司暨关联交易之估值报告》之签字盖章页)

估值人员:



唐晓晶



聂司桐

中信证券股份有限公司

2017年4月13日

