

关于“《关于对大连大福控股股份有限公司收购资产相关事项的二次问询》”中对评估报告意见的答复

沪众评报字（2018）第 0138-3 号

上海证券交易所：

我公司经认真阅读了贵所对我公司出具的《大连大福控股股份有限公司拟进行股权收购所涉及的上海力昊金属材料有限公司股东全部权益价值资产评估报告》（沪众评报字（2018）第 0137 号）和《大连大福控股股份有限公司拟进行股权收购所涉及的上海丰禧供应链管理集团有限公司股东全部权益价值资产评估报告》（沪众评报字（2018）第 0138 号）报告的二次问询意见后，现就贵所问询意见进行如下答复：

问题二、根据评估报告对本次拟收购标的公司力昊金属和丰禧供应链未来营业收入的预测，2018-2022 年两家公司营业收入平均增速分别为 33.33%和 31.84%，但最近三年两家公司营业收入并不稳定，2016 年营业收入分别下滑 65.66%和 43.03%。请公司及评估师结合行业发展趋势和可比公司情况，进一步补充披露未来预期营业收入高增长的具体原因、可实现性及合理性，再次确认评估过程和评估结果的合理性。

答复：

分析结论：本次评估，我们认为上海力昊和上海丰禧公司在预测期的平均营业收入增长率是可实现的，并且预测是合理的。

未来年度营业收入增长率较高的原因、可实现性及合理性具体分析如下：

（一）从公司自身的发展情况分析

历史期及未来有限年测算期明细表

单位：人民币万元

单位	项目	历史期			预测期				
		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
上海力昊	收入	65,869.10	22,621.64	47,119.83	69,027.07	98,528.15	132,926.94	166,790.08	195,185.77
	增长率	-	-65.66%	108.30%	46.49%	42.74%	34.91%	25.47%	17.02%
上海丰禧	收入	21,745.81	12,389.27	36,692.00	58,529.92	81,890.28	106,390.27	127,587.80	140,302.30
	增长率	-	-43.03%	196.16%	59.52%	39.91%	29.92%	19.92%	9.97%

未来有限年限测算分析表

单位：人民币万元

单位	项目	预测期				
		2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
上海力昊	已签订单预计收入	48,240.00	14,710.00	-	-	-
	新增业务收入	20,787.07	83,818.15	132,926.94	166,790.08	195,185.77
收入预测合计		69,027.07	98,528.15	132,926.94	166,790.08	195,185.77
上海丰禧	已签订单预计收入	34,520.00	8,740.00	-	-	-
	新增业务收入	24,009.92	73,150.28	106,390.27	127,587.80	140,302.30
收入预测合计		58,529.92	81,890.28	106,390.27	127,587.80	140,302.30

从上述表中分析可看出：

1. 上海力昊和上海丰禧公司在历史期 2016 年虽然营业收入增长率降幅较大，分别为-65.66%和-43.03%，但在 2017 年营业收入增长幅度也较大，分别为 108.30%和 196.16%。经分析，2016 年两家公司营业收入增长率下降，主要是因为：两家公司的贸易产品结构发生了变化。在 2016 年时，两家公司均大幅减少或停止了废不锈钢、电解铜、铅锭、光亮铜、废铜、废铝、废锡、铅锭等低毛利或负毛利产品的贸易额，使公司的营业收入下降幅度较大（其中，上海力昊 2016 年因上述贸易业务的减少影响的金额为 36,218.25 万元；上海丰禧 2016 年因上述贸易业务的减少影响的金额为 11,464.06 万元）。受此影响，两公司营业收入分别于 2016 年下降-65.66%和-43.03%。

2017 年以来，上海力昊和上海丰禧公司步入转型期，将上述低毛利贸易产品淘汰的同时，加大锌、铝产品的贸易业务和供应链管理服务业务的开展，于 2017 年分别增加贸易收入 21,985.31 万元和 23,310.04 万元，以及增加供应链管理服务收入为 4,134.24 万元和 1,152.50 万元。实现 2017 年营业收入增长率分别为 108.30%和 196.16%。由此可见，上海力昊金属材料有限公司与上海丰禧供应链管理有限公司自 2017 年起，因收入结构发生变化，且与平台公司达成了战略合作，正处在业务的高速增长期，营业收入增长率高于行业平均水平是合理的。

2. 两公司预测期前期营业收入增长率较高，主要是因为 2017 年起收入测算基数较小。而随着测算年度延长，评估师对营业收入增长率是逐步递减的，其中，上海力昊 2018 年的营业收入增长率从 46.49%下降至 2022 年的 17.02%，上海丰

禧 2018 年的营业收入增长率从 59.52% 下降至 2022 年的 9.97%。因此，评估师对未来年度的预测是谨慎的。

3. 预测期营业收入的高增长率，是在考虑现有订单加新增业务的基础上得出的。目前已签订的于 2018 年执行的业务合同预估金额，已达到上海力昊金属材料有限公司 2017 年营业收入的 102.34%。同样的，上海丰禧供应链管理有限公司已签订的 2018 年计划执行订单的预估金额已达到公司 2017 年营业收入的 94.01%。而至本次问询答复日止，2018 年尚有 7 个半月时间，用以增加新增客户订单。2020 年以后对两公司的业务收入预测，是在保持现有客户以及自然增加的基础上做出的。

（二）从行业发展情况分析

企业主要的贸易产品为锌和铝。

当前全球经济复苏的势头渐强，IMF 上调全球经济预测，这是 2008 年金融危机后首次全面看多全球经济。全球经济向好有利于刺激金属的消费需求。自 2016 年以来，电解铝方面停产了 537 万吨电解铝违法违规建成产能、停建了 619 万吨违法违规在建产能。除了去产能政策，当前环保政策全面收严，“错峰限产”及“环保督查”等也对有色行业产能开工及产量供给产生较大影响。在去产能去产量的直接作用下，铝、铅锌等品种均具有较大幅度上涨。2017 年国内供给侧改革将铝推上了市场焦点位置。这也令铝价在 2017 年持续震荡走强。违规产能关停、2+26 城市秋冬季限产、自备电厂整顿等几大措施，使得生产端减量明显；需求端受材料轻量化、轨交、基建等需求拉动，铝型材、轻合金材料等维持相对旺盛需求。根据 SMM、安泰科等机构预测，今明两年电解铝需求端将维持 7-8% 的增速，为基本金属中表现最为抢眼的品类。

中国铝主要应用于建筑（32%）、交通（25%）、电力电子（18%）、机械设备（6%）、耐用品（8%）、包装（8%）等领域，过去几年消费结构变化不大。近几年，建筑用铝占中国铝需求比重始终在 30% 以上。建筑用铝大多用于生产铝门窗、结构件、装饰板、铝幕墙等。建筑用铝与房地产投资增速关联度较高，目前国内房地产市场将在调控政策的持续影响下呈震荡回落之势，预计未来几年房地产投资增速在低位徘徊或进步下滑，建筑用铝增速也将随之变动。

交通用铝目前是铝第二大需求领域，除 2009 年外，交通用铝增速始终保持

在 10%以上，是铝下游各行业中增长最快领域之一。交通用铝主要应用于汽车、轨道交通（高铁、地铁、磁悬浮）、铝制运输车、运煤车、航空航天和船舶等领域。从最近几年汽车车身轻量化发展与我国城市轨道交通及高铁的发展速度来看，未来几年，交通用铝行业仍将保持 10-15%的复合增速以拉动国内铝的消费增长。

因此，预计 2018 年国内电解铝总的消费量与 2017 年相比总体保持稳定，未来三年的复合增长率为 5.8%；其中交通运输领域对铝的消费拉动将继续领先于建筑与包装等领域，但增速均将小幅放缓。从人均铝消费量来看，我国的电解铝消费仍有较大的空间，2016 年，我国人均铝消费量为 24.1KG，与主要发达国家的人均用铝消费量仍存在较大的差距。

锌的用途广泛，对于宏观经济较为敏感。从全球来看，建筑领域需求占比达 50%，运输领域需求占比达 21%，基础设施需求占比达 16%。镀锌钢板广泛应用于基建、汽车以及家电行业。中国作为世界上第二大经济体，2015 年锌的需求量占到全球总量的 47.5%。2017 年前十个月，中国精炼锌表观消费量较 2016 年同期而言出现小幅回升，一方面，虽然当前国内房地产行业处于持续的调控降温阶段，新屋开工面积与销售面积同比增速出现放缓，但房地产开发投资的增速自 2015 年底呈缓步回升之势；另一方面，国内汽车行业产销同比仍处于缓步回升之势。

根据国家统计局、中国有色金属工业协会与海关的最新数据来看，国内锌的供需短缺形势持续存在，安泰科的测算，预计 2017 年国内的需求量为 666 万吨，2018 年为 685 万吨，2019 年为 705 万吨，国内的供需短缺量由 2017 年 26 万吨逐步缩窄至 2019 年的 4 万吨。

未来三到五年，首先国内经济已经出现边际走弱迹象，而国外经济仍在回升，所以接下来与国外经济密切相关的有色和原油可能会继续上涨表现仍将不错。过去历史上大宗商品的轮动顺序是先工业品比如黑色、有色，再是原油，最后是贵金属。如果国外经济仍能维持不错的表现的话，那么有色和原油会相对国内的黑色表现要好。此外，随着整体经济步入中后期，通胀预期的回升会带动农产品的价格上涨。如果从更远的周期的角度来看，我们应该关注一带一路战略对于大宗商品的影响，毕竟整个一带一路国家的经济体量还是非常大的。

综合来看，未来年度里锌、铝的需求仍将保持增长。

（三）从可比公司情况分析

目前国内 A 股上市公司中，与上海力昊金属材料有限公司与上海丰禧供应链管理服务有限公司类型相似的供应链管理服务公司主要 3 家，分别如下表：

公司名称	公司简称	股票代码	主要经营范围
深圳市飞马国际供应链股份有限公司	飞马国际	SZ.002210	主营业务：供应链管理服务，主要服务包括国际采购执行、国际订单执行、精益物流(VMI·DC)、贸易执行(采购执行·销售执行)、塑化交易与综合供应链服务、标案执行、进出口通关服务、保税物流、大型及特种设备国际供应链管理服务。
深圳市普路通供应链管理股份有限公司	普路通	SZ.002769	供应链管理服务。
深圳市怡亚通供应链股份有限公司	怡亚通	SZ.002183	供应链管理服务。

由于该 3 家上市公司于本问询函意见答复时尚未公告 2017 年度年报。因此，仅以上述 3 家上市公司 2015 年度、2016 年度的年报数据进行分析。

金额：万元

项目		2015 年	2016 年	
		金额	金额	变动比率
飞马国际	贸易收入	4,737,112.00	5,173,500.00	9.21%
	服务收入	26,612.00	42,419.48	59.40%
合计		4,763,724.00	5,215,919.48	9.49%
怡亚通	深度业务	2,542,037.64	3,963,170.81	55.91%
	广度业务	1,323,976.00	1,696,248.30	28.12%
	全球采购	98,093.00	131,948.00	34.51%
合计		3,964,106.64	5,791,367.11	46.10%
普路通	供应链管理服务	370,744.67	359,002.82	-3.17%
	其他	309.95	497.96	60.66%
合计		371,054.62	359,500.78	-3.11%
行业平均值				17.49%

2018-2022 年，上海力昊金属材料有限公司与上海丰禧供应链管理服务有限公司营业收入预测数据的平均增长率分别为 33.33%和 31.84%。较 2016 年同行业上述 3 家上市公司的平均值高。

上海力昊金属材料有限公司与上海丰禧供应链管理服务有限公司主营大宗有色金属贸易和相关供应链管理服务，收入结构相对上市公司较为单一，公司容易因单一项目的高收入，形成较高的营业收入增长率。例如两家公司在 2017 年营业

收入增加金额分别为 2.45 亿元和 2.43 亿元，营业收入增长率分别为 108.30%、196.16%。而三家上市公司 2016 年营业收入的平均增加额为 75.60 亿元，平均营收增长率为 17.49%。

问题四、根据评估报告，力昊金属、丰禧供应链预期净利率分别超过 3.8%、2.83%，高于行业平均水平 2.1%。请公司及评估师补充披露标的公司预测净利率水平高于行业平均水平的原因及合理性。

答复：

分析结论：本次评估，对上海力昊和上海丰禧公司预测期平均销售净利率较同行业可比上市公司平均水平高是合理的，具体的原因及合理性分析如下：

两公司历史营业成本、销售毛利率、净利润及销售净利率明细表

单位：人民币万元

项目		2015 年	2016 年	2017 年
上海力昊	营业成本	67,492.55	21,996.68	43,180.58
	销售毛利率	-2.46%	2.76%	8.36%
	净利润	-277.93	-1,025.02	3,237.62
	销售净利率	-0.42%	-4.53%	6.87%
上海丰禧	营业成本	21,772.26	11,697.53	34,854.22
	销售毛利率	-0.12%	5.58%	5.01%
	净利润	-31.82	286.31	1,129.05
	销售净利率	-0.15%	2.31%	3.08%

上表中对上海力昊公司 2015 年营业成本与 2016 年营业成本存在调整事项，具体如下：2015 年末力昊公司有发生平台服务成本，金额为 RMB1379.71 万元，发票号 20077020-20077035，开票日期为 2015 年 12 月 28 日，对应的合同所属期为 2015 年 1 月 1 日-2015 年 12 月 31 日，按权责发生制应在 15 年进行帐务处理，但公司财务人员做帐做到了 2016 年，因此在分析上海力昊公司历史年度销售毛利率时，对该事项进行了报表调整。

两公司预测期营业成本、销售毛利率、净利润及销售净利率测算分析表

单位：人民币万元

项目		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	稳定年
上海力昊	营业成本	65,106.79	92,914.72	125,335.13	157,241.11	183,991.34	183,991.34
	销售毛利率	5.68%	5.70%	5.71%	5.72%	5.73%	5.73%

	净利润	2,637.32	3,744.07	5,059.19	6,365.04	7,485.78	7,485.78
	销售净利率	3.82%	3.80%	3.81%	3.82%	3.84%	3.84%
上海 丰禧	营业成本	56,213.35	78,646.41	102,172.36	122,525.27	134,732.93	134,732.93
	销售毛利率	3.96%	3.96%	3.96%	3.97%	3.97%	3.97%
	净利润	1,661.62	2,306.94	3,007.16	3,605.09	3,972.09	3,972.09
	销售净利率	2.84%	2.82%	2.83%	2.83%	2.83%	2.83%

同行业上市公司 2015-2016 年净利润及销售净利率

金额：万元

项目		2015 年	2016 年
飞马国际	营业成本	4,739,708.00	5,173,591.00
	销售毛利率	0.50%	0.81%
	归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	24,008.57	16,684.92
	销售净利率	0.50%	0.32%
怡亚通	营业成本	3,705,981.90	5,410,387.85
	销售毛利率	6.51%	6.58%
	归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	38,537.16	49,629.18
	销售净利率	0.97%	0.86%
普路通	营业成本	350,613.03	336,964.74
	销售毛利率	5.51%	6.27%
	归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	14,394.06	18,432.28
	销售净利率	3.88%	5.13%
平均值		1.79%	2.10%

同行业上市公司 2015-2016 年行产品营业成本及毛利率情况如下表：

金额：万元

产品或服务名称		2015 年			2016 年		
		金额	毛利率	毛利贡献率	金额	毛利率	毛利贡献率
飞马国际	贸易产品成本	4,718,485.00	0.39%	0.39%	5,141,146.00	0.63%	0.62%
	服务成本	21,223.00	20.25%	0.11%	32,445.00	23.51%	0.19%
	合计	4,739,708.00	0.50%		5,173,591.00	0.81%	
产品或服务名称		2015 年			2016 年		
		金额	毛利率	毛利贡献率	金额	毛利率	毛利贡献率
怡亚通	深度业务	2,368,749.45	6.82%	4.37%	3,678,009.98	7.20%	4.92%
	广度业务	1,243,214.40	6.10%	2.04%	1,607,734.70	5.22%	1.53%
	全球采购	94,018.05	4.15%	0.10%	124,643.17	5.54%	0.13%
	合计	3,705,981.90	6.51%		5,410,387.85	6.58%	

产品或服务名称		2015 年			2016 年		
		金额	毛利率	毛利贡献率	金额	毛利率	毛利贡献率
普路通	供应链管理服务	350,538.94	5.45%	5.45%	336,687.41	6.22%	6.21%
	其他	74.09	76.10%	0.06%	277.33	44.31%	0.06%
	合计	350,613.03	5.51%		336,964.74	6.27%	

从上海力昊金属材料有限公司与上海丰禧供应链管理有限公司历史数据上看，自 2016 年底起，由原来仅靠大宗有色金属（具体包括：锌锭、铝锭、废不锈钢、电解铜、铅锭、光亮铜、废铜、废铝、废锡、铅锭等）贸易形成营业收入，转变为大宗有色金属贸易（具体包括：锌锭、铝锭）与供应链管理服务相结合的营业收入组合。公司将原有废不锈钢、电解铜、铅锭、光亮铜、废铜、废铝、废锡、铅锭等低毛利率或负毛利率产品全部停止经营，转而经营锌锭、铝锭贸易和高毛利率的供应链管理服务业务。上海力昊金属材料有限公司与上海丰禧供应链管理有限公司转型后，销售毛利率分别从 2015 年的-2.46%和-0.12%，提高到 2017 年的 8.36%和 5.01%，均高于同行业上市公司的平均水平。从而，使上海力昊金属材料有限公司与上海丰禧供应链管理有限公司的销售净利率分别从 2015 年的-0.42%和-0.15%，提升到了 2017 年的 6.87%和 3.08%。而对企业未来年度的预测，是保持目前的业务结构不变前提下做出的。

上海力昊金属材料有限公司与上海丰禧供应链管理有限公司业务规模较上述三家同行业上市公司都小，且产品结构较同行业公司简单。单个公司来看，上海力昊与上海丰禧的预测期平均销售毛利率分别为 5.71%和 3.96%，均低于同行业公司怡亚通与普路通的 6.58%和 6.27%。但较飞马国际销售毛利率 0.81%高出较多。上海力昊与上海丰禧的预测期平均销售净利率分别为 3.8%和 2.83%，低于普路通的 5.13%水平，但高于怡亚通与飞马国际 0.81%和 0.86%。主要原因在于，虽然这些公司均为供应链管理服务行业的公司，但因各公司的业务结构不同，盈利能力也各不相同。具体为：

飞马国际主要是经营大宗煤炭贸易的供应链管理公司，公司营业收入在 2016 年超过 520 亿元，净利润 1.67 亿元，收入与净利润规模远超上海力昊和上海丰禧两公司。飞马国际的贸易产品和服务产品的销售毛利率分别为 0.63%和 23.51%，服务业务的毛利率较高，但因服务收入占营业收入比例过小，毛利率贡

献率过低，所以公司整体销售毛利率在 2016 年仅为 0.81%。

怡亚通与普路通主要以电子类产品贸易及供应链管理服务为主，两公司 2016 年的营业收入分别为 579.14 亿元和 35.95 亿元，净利润分别为 4.96 亿元和 1.84 亿元。销售毛利率 6.51%和 6.27%，销售净利率分别为 0.86%和 5.13%。怡亚通公司的业务规模与飞马国际大致相当，但产品结构与飞马国际不同，是以电子类产品等为主的供应链管理公司，怡亚通与飞马国际两家公司在物流等渠道中的支出较高，两公司的销售净利率均较低，因此拉低了行业的平均净利率水平。普路通公司业务规模较怡亚通与飞马国际小，费用控制良好，因此在净利润金额低于怡亚通与飞马国际的前提下，销售净利率仍然高于两家同行业上市公司较多。

因此，上海力昊金属材料有限公司与上海丰禧供应链管理有限公司预测净利率水平高于行业平均水平是合理的。

上海众华资产评估有限公司



李国忠