

分类号:
学 号: 20162116039

密 级:
单位代码: 10759

石河子大学

硕 士 学 位 论 文



基于生命周期理论的 华贸物流企业价值评估研究

学 位 申 请 人	高鹏飞
指 导 教 师	吴昊旻 教授
申 请 学 位 类 别	专业硕士
专 业 名 称	资产评估硕士
研 究 领 域	企业价值评估
所 在 学 院	经济与管理学院

中国·新疆·石河子

2018 年 5 月

分类号：
学 号：20162116039

密 级：
单位代码：10759

石河子大学

硕 士 学 位 论 文



基于生命周期理论的 华贸物流企业价值评估研究

学 位 申 请 人	高鹏飞
指 导 教 师	吴昊旻 教授
申 请 学 位 类 别	专业硕士
专 业 名 称	资产评估硕士
研 究 领 域	企业价值评估
所 在 学 院	经济与管理学院

中国·新疆·石河子

2018 年 5 月

**The Research on value evaluation of CTS International Logistics
Corporation Limited based on the lifecycle theory**

A Dissertation Submitted to
Shihezi University

In Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of
Master of Valuation
By
Gao pengfei

Dissertation Supervisor: Prof. Wu Haomin

May, 2018

石河子大学学位论文独创性声明及使用授权声明

学位论文独创性声明

本人所呈交的学位论文是在我导师的指导下进行的研究工作及取得的研究成果。据我所知，除文中已经注明引用的内容外，本论文不包含其他个人已经发表或撰写过的研究成果。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中作了明确的说明并表示谢意。

研究生签名：高鹏飞

时间：2018年6月5日

使用授权声明

本人完全了解石河子大学有关保留、使用学位论文的规定，学校有权保留学位论文并向国家主管部门或指定机构送交论文的电子版和纸质版。有权将学位论文在学校图书馆保存并允许被查阅。有权自行或许可他人将学位论文编入有关数据库提供检索服务。有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

研究生签名：高鹏飞

时间：2018年6月5日

导师签名：

罗号

时间：2018年6月11日

摘 要

在经济全球化背景下，物流行业在世界经济发展中的地位越来越重要。整个物流行业处于行业发展的成长期，企业间大规模并购现象时有发生。随着我国经济的快速发展，近年，物流企业间通过兼并、重组等方式实现资源整合的现象频繁发生，企业价值评估在对外投资、企业重组中的意义更加突出。

本文通过对企业价值及其影响因素、评估模型、生命周期理论研究梳理，发现企业价值评估理论随着经济发展而不断丰富，国内外学者对企业价值影响因素进行了大量研究，对评估模型的完善提供了多种方法，为本文提供了丰富的理论基础。但由于传统评估方法：成本法、收益法、市场法、期权法的局限性，相比较而言，将生命周期理论运用于传统评估方法，在评估方法选择、评估参数变动预测方面生命周期理论都具有优化作用。

选取我国“跨境物流上市第一股”华贸物流为案例研究对象，运用生命周期理论识别其所处企业生命周期阶段，分析企业发展规模、财务能力、客户与供应商稳定状况等。根据周期阶段特征，采用收益法中自由现金流估值模型作为估值方法，考虑并购战略带来的业绩增长，具体采用两阶段增长模型进行评估计算，对具体参数的预测充分考虑其生命周期特征，使评估结果更具准确性。并将运用传统评估方法、市场法中相对估值法、以及市值三种结果与本文评估结果进行比较，分析差异原因。结果显示，在评估物流行业企业价值时，结合生命周期理论的方法对原有评估方法具有优化作用，文章所提供的评估模型与参数预测方法，为物流行业其他企业运用生命周期理论进行价值评估提供参考。

关键字：企业价值评估；生命周期；物流行业；自由现金流估值模型

Abstract

In the context of economic globalization, the logistics industry is becoming more and more important in the development of the world economy. The logistics industry is in the growth stage of industry development, and large-scale mergers and acquisitions among enterprises occurred frequently. With the rapid development of China's economy, the integration of logistics enterprises, including mergers and reorganizations is frequent, so enterprise value evaluation is more prominent in foreign investment and enterprise reorganization.

In this paper, according to analyzing the enterprise value and its influencing factors and evaluation model and the theory of Life cycle, find that the theory of enterprise value assessment is enriched with the development of economy. Domestic and foreign scholars have conducted a great deal of research on the influencing factors of enterprise value, providing many ways to improve the evaluation model. Thus, these also provide a rich theoretical foundation for this paper. But traditional methods of assessment like Cost method, Income approach, Market approach, Real option method have their own limitation. Comparatively speaking, applying the life cycle theory to traditional evaluation methods is better, because it has been optimized in evaluating method selection and evaluating parameter variation prediction.

In this paper, select "the first wave listed in cross-border logistics " CTS International Logistics Corporation Limited as a case. Based on the analysis of enterprise development scale, financial capacity, customers and suppliers, etc., using the life cycle theory to identify CTS International Logistics Corporation Limited life cycle stage. According to the characters of cycle phase, free cash flow valuation model in income method is adopted as the valuation method, considering the merger and acquisition strategy, the growth of specific evaluation calculation using two-stage growth model, giving full consideration to the life cycle for the forecast of concrete parameters characteristics, to make the evaluation results more accurate. Including the evaluation results of traditional evaluation methods, relative valuation method in market method, and stock value are compared with the evaluation results of this paper, then to analyze the reasons for the differences. The results show that, when evaluating the enterprise value of logistics industry, the method of life cycle theory can optimize the original evaluation method. The evaluation model and parameter prediction method provided by this paper provide reference for other enterprises in the logistics industry to use life cycle theory to evaluate the value.

Keywords: Enterprise value assessment, The theory of Life cycle, Logistics industry, Free cash flow valuation model

目 录

摘 要.....	1
Abstract.....	11
第一章 绪论.....	1
1.1 研究背景和意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 文献综述.....	2
1.2.1 国外文献综述.....	3
1.2.2 国内文献综述.....	5
1.2.3 文献述评.....	8
1.3 研究内容.....	9
1.4 研究思路和方法.....	10
1.4.1 研究思路.....	10
1.4.2 研究方法.....	10
第二章 理论基础与方法介绍.....	12
2.1 企业生命周期理论.....	12
2.1.1 企业生命周期阶段划分.....	12
2.1.2 不同阶段价值评估方法适用性分析.....	13
2.2 传统评估方法介绍.....	13
2.2.1 成本法.....	14
2.2.2 市场法.....	14
2.2.3 收益法.....	15
2.2.4 期权法.....	16
2.2.5 传统评估方法的局限性分析.....	16
2.3 我国物流行业企业特点分析.....	16
第三章 华贸物流企业价值评估案例分析.....	17
3.1 公司概况分析.....	17
3.1.1 行业背景.....	17
3.1.2 资本结构.....	19
3.1.3 业务领域.....	20
3.2 评估准备.....	20
3.3 评估过程.....	21
3.3.1 企业生命周期阶段识别.....	21
3.3.2 现金流量预测.....	27
3.3.3 资本成本率预测.....	35
第四章 评估结果分析.....	38
4.1 传统方法评估验证.....	38
4.2 市场法评估验证.....	38
4.3 评估结果差异分析.....	39
第五章 结论.....	40
5.1 研究结论.....	40
5.2 存在不足.....	41

参考文献.....	42
致 谢.....	45
作者简介.....	46

第一章 绪论

1.1 研究背景和意义

1.1.1 研究背景

物流行业在世界经济全球化发展中的地位越来越重要，资源配置从工厂、地区、国家扩展到整个世界，物流业被称为促进经济发展的“加速器”，对国家现代化程度和综合国力具有重要影响。2016 年我国物流总费用多达 11.1 万亿元，同比增长 2.9%，比 2015 年的增幅提高 0.1 个百分点，在国内经济增速放缓、进出口贸易负增长的情况下，我物流行业仍处于增长的态势。2016 年我国企业对外承包工程在“一带一路”沿线国家新签合同额 1,260 亿美元，“一带一路”建设的国家战略和跨境电商的迅猛发展给物流企业带来了战略性的发展新机遇。

社会物流总费用占 GDP 的比例越低表示该经济体物流效率越高、物流发展水平越发达。相比较而言，我国的物流效率一直处于相对较低的水平，分析其内部原因，不难发现股权结构单一依然是导致物流企业发展思路僵化、发展模式固化的原因之一。随着中通、顺丰、申通、圆通和韵达均以借壳或海外上市的方式实现了上市，2016 年因此被称为物流企业的资本元年，这意味着物流行业股权结构多元化将进一步实现，有助于物流行业提高经营的灵活性。但相比发达国家 10% 的物流效率，截止 2016 年底我国物流效率仅为 15%，可见我国物流效率依然还有很大的提升空间。

为了提高整个物流行业的效率，国家出台相关政策鼓励物流企业通过兼并、收购、重组等方式实现资源整合，改变物流行业当前市场集中度低、企业分散经营竞争力不强的局面。2015 年中国物流界一南一北两大巨头——中国远洋和中海集团发生涉及 8 家上市公司、价值 460 亿的资产重组，开了物流行业企业间大规模合并的先河。作为我国“跨境物流上市第一股”，华贸物流（603128）也采取积极的并购战略，于 2014 年耗资 2 亿多收购德祥系 65% 的控制权，2016 年耗资 12 亿多收购中特 100% 的控制权。

华贸物流主营跨境现代综合第三方物流，公司最近三年主营业务未发生重大变化，2016 年主营业务收入占总营业收入的 91.12%，主营突出，现已成为中国领先的跨境现代综合第三方物流企业，处于行业领先地位，服务优势明显，品牌知名度高。

作为较早从事物流行业的国资控股公司，华贸物流成立于 1984 年，经过 30 多年的发展，公司的物流服务网络遍布世界 150 多个国家和地区，69 个全资附属网络基本覆盖了国内主要港口和物流节点城市，与海外 230 多家战略合作网络相结合，形成了公司完整的全球物流服务与保障体系，网络规模遥遥领先于国内同行企业。公司形成了十项核心业务板块，基本覆盖跨境物流全部服务与产品。面对物流细分业务领域——快递的“高歌猛进”，华贸物流及时调整战略布局，预测到钢铁供应物流的需求增速将下降，响应国家供给侧“去产能”政策，加之

钢铁供应物流资金需求量大、毛利率极低，华贸物流 2015 年开始主动切掉大部分钢铁供应物流业务，提高公司整体的利润率。

虽然跨境第三方物流处于成长期，但整个物流行业都还处于传统模式中。作为“十大智能物流概念股”之一，2016 年提速和加快开发智能物联网开发建设。华贸物流制定了“以兼并收购实现跨越式发展”的发展战略，2014 年收购具有进口仓储分拨资质的德祥系，2016 年收购中特物流，进入工程物流、核燃料运输、危险品铁路运输等细分领域，2018 年将继续推进并购战略的实施，积极推进资本运营。

2017 年 4 月 18 日午间华贸物流紧急停牌，进行股权划转，本次划转涉及股权占华贸物流总股本的 51.09%，涉及资产价值重大，关乎多方利益，引起投资人士与专家、学者的广泛关注，资产评估程序和审计程序即将有序开展。本文拟以此次资产划拨为契机，对华贸物流企业价值进行评估，为股东等投资者对华贸物流企业的整体价值进行判断提供参考，同时，也期为物流行业其他企业频繁发生的兼并、收购、重组等资源整合活动提供企业价值评估模型借鉴。

1.1.2 研究意义

（1）现实意义

本文基于生命周期理论视角，对我国“跨境物流上市第一股”华贸物流的企业价值进行客观评估，价值评估过程中，全面分析华贸物流企业所处生命周期阶段，有利于华贸物流管理层利用生命周期理论来发挥阶段优势，实现企业价值的保值、增值。

（2）理论意义

本文将生命周期理论创造性地应用于物流行业企业华贸物流进行企业价值评估，为物流行业企业价值评估理论研究提供新的评估视角与思路。文章在对企业评估方法选择和评估参数预测方面充分结合生命周期阶段特征，使预测更具客观性，为价值评估的其他理论研究提供借鉴。

同时，文章所提供的评估模型，可以应用于物流行业其他企业价值评估活动，提高物流行业价值评估实务的客观性。

1.2 文献综述

资产评估是商品经济发展到一定阶段的必然产物，企业价值评估作为评估企业这一重要资产形式，产生于经济发展的实践需要。国外的企业价值评估理论和实践已经有了近百年的发展，在早期的发现与发展过程中积累丰富的文献。

我国上世纪上半叶由于经济发展比较缓慢，经济体制僵化，对企业价值评估的需求较少，导致企业价值评估理论在国内发展缓慢，直到 1998 年国企改革与混合所有制实施的陆续开展，企业价值评估才逐渐被重视。国内专家相继引入国外先进的研究理念与评估模型，并根据我国企业的具体国情，对模型和方法进行适当改进。2003 年十六届三中全会，首次提出大力发展广泛涉及国有资本、集

体资本和非公有资本等参股的混合所有制经济,开启了企业价值评估大规模需求的先河;2013年十八届三中全会提出全面推进国有企业混合所有制改革,对企业价值评估的实践需求不断增加,促进了评估理论的创新发展;在2016年全国人大常委会会议表决通过资产评估法,《资产评估法》的诞生是标志性的事件,不仅有利于规范资产评估行业业务,更有利于促进资产评估行业健康、有序发展。

1.2.1 国外文献综述

(1) 企业价值及影响因素综述

“企业价值”这一概念最早起源于20世纪60年代的西方国家,从对企业资产价值的来源与量化探究,到创建现值、剩余收益、EVA和实物期权等模型,企业价值理论随着经济发展而不断丰富。

美国学者Iring Fisher(1907)第一次提出了未来货币收入和当前资产之间的联系,发现了财产或财富现在的价值均来源于它未来能够带来的货币收入,并进一步探究了利息率的本质及其决定因素,形成了资本价值评估的基本理论和框架。Williams(1938)将企业内在价值与现金流量相联系,成功构建的股利现值模型,成为现代现值模型理论基础。William Sharp(1964)从资本收益与金融风险之间关系的角度定义企业股权的价值,在公司理财、投资决策中得到的广泛应用。Bierman与West(1966)则着眼于投资者回报率,量化为现有股东对预期收益的现值。而Myers(1997)从未来获利能力角度出发,认为企业价值取决于投资战略,包括现有资产价值与未来投资机会两部分组成。

还有学者指出,企业价值不仅仅只是股权的价值,Frykman和Tolleryd(2006)认为应该包括企业所享有的所有资产要求权的价值总和,包括有权益价值、少数股东权益、公司债务价值、养老金等。国外学者对企业价值影响因素的探究主要集中在资本结构、经营业绩、公司战略、治理结构、企业类别划分与评估目的等方面。

首先,资本结构因素主要表现为负债率、负债期限,对企业价值的影响分为以下方面:负债率提高产生的税盾效应有利于企业价值的提升(Galais, Masulis, 1976; DeAngelo, Masulis, 1980; Masulis, 1983),具体表现为通过抑制经理人对个人价值目标的过度重视、降低代理成本,使企业的经营绩效和企业价值共同提高(Jensen, Meckling, 1976)。而Brennan和Schwartz(1978),Flannery(1986),Kale和Noe(1990)发现债务期限越长,企业的价值可能越小,即债务期限和公司价值负相关。

第二,在经营业绩与公司战略角度,在投资者视角,股利政策是经营业绩状况表现的重要形式,Brennan(1970)研究发现股利较高的企业,其税前收益往往也较高,说明其经营业绩也越好;Lease等(1999)也认为股利发放影响了企业价值和股东财富的变化。公司战略因素主要表现为多元化经营的程度,Servaes(1996)认为多元化经营拉低了业务平均利润率、稍弱了核心业务的竞争力,对企业价值有负面影响,因此,为提高企业价值,应逐渐弱化多元化战略。

第三,在治理结构方面,长期以来,西方企业的股权大多比较分散,Shleifer 和 Vishny (1986) 认为公司大股东存在,有利于解决小股东监管无力的问题;基于委托代理理论和信息不对称理论, Coles 等 (2008) 发现董事会规模同企业价值负相关: 董事会规模过大,可能存在效率低、协商成本高等问题; Morck 等 (1988), McConnell 和 Servaes (1990)、Barnhart 和 Rosenstein (1998), Griffith (1999) 指出管理层持股比例也对企业价值有显著影响作用,并存在是企业价值最大化的最优持股比例。

第四,在企业类别与评估目的方面,评估模型和评估方法的选择,依托评估者对被评估企业具体情况的考虑,因此企业类别和评估目的也成为影响企业价值的重要因素, Camarinha-Matos (2013) 提出在评估企业价值时,应充分考虑企业的特征,按照企业组成机构、资产结构等不同建立企业价值分类体系。Caridi, Moretto, Perego (2014) 通过建立结构化的方法和量化的评估工具,针对不同级别的投资评估,有效地制定与之相适应的评估模型,大大提高了工作效率。

(2) 企业价值评估模型研究综述

西方国家对企业进行价值评估的方法,主体上分为两类,一类方法主要基于收入和资产,一类方法主要基于现金流量法 (Alexandra Reed Lajoux, Stanley Foster, 1999)。收入和资产模型比较适用于可获得的信息量较少的公司,当信息更全面时,更适合使用现金流量法 (Sudarsanam, 1987)。William Sharp (1964) 提出了用以来衡量资产收益能力的资本资产定价 (CAPM) 模型,成为现代金融、财务市场价值理论的重要组成部分。Modigliani 和 Miller (1958) 利用数学模型建立的 MM 理论,首次考虑了不确定性情况下,清晰地揭示资本成本、资本结构以及企业价值之间的紧密联系,认为企业价值是企业股票的市场价值与企业债务的市场价值之和,通过贴现现金流量法量化企业价值,使得收益现值法得以确立。

Rappaport (1986) 通过估算兼并后目标企业增加的现金流量及折现率确定兼并方所愿意支付的最高价格,从兼并重组的角度,充分考虑了目标公司未来创造现金流量能力对企业价值的影响,提出的拉巴波特模型中至关重要的现金流量,也即自由现金流量 (简写 FCF)。Myers (1974) 利用预期静态现金流假设,提出了调整现值法 (APV),弥补了传统现金流折现方法的不足。

随着学者对现值法的改进,现金流量折现模型得到了理论界和实务界的一致肯定,而后,在现金流量折现模型的基础上又衍生出了剩余收益模型等。Ohlson (1995) 系统的阐述了 Edwards 与 Bell (1961) 提出的剩余收益模型 (也即 EBO 模型)。Stewart (1991) 提出经济附加值 (EVA) 的概念, Larry (2000) 认为 EVA 模型比其他模型对企业的业绩能力更能准确预测; Giffith (2004) 对 EVA 模型进行修正后,用于估企业价值评估,但发现 EVA 模型不能很好的判断公司市场趋势,只能在一定程度上表现企业价值。数学家 Fisher Black 与 Myron Scholes (1973) 提出了针对未来收益具有很大不确定性资产的定价模型——B-S 期权定

价模型,并以欧式股票看涨期权为资产评价目标进行验证,为高风险企业的价值评估理论发展提供新视角,也应用在创业初期企业价值的评估中。

(3) 生命周期理论研究综述

Mason Haire (1959) 首次提出企业生命周期的观点:企业的发展同样符合生物学中的生物成长曲线。Gardner (1965) 进一步分析得出企业和生物一样都具有生命周期,不同点具体在于:企业由于受内外部因素影响比较大,生命周期长度不易预测,从几十年到几个世纪不等,而生物周期长度相对固定;企业可能会在相当长一段时间内停滞在生命周期某个状态保持不变,生物不会出现这种状况;最后一点,也是最重要的一点,企业的生命周期可以逆转,企业在逐渐衰落时,通过改变经营管理方式、多元化经营等方式进入蜕变期从而实现延长企业本来的生命周期,而生物的衰落与消亡是不可逆转的。

Ichak Adizes (1989) 在其著作《企业生命周期》一书中第一次系统的阐述了企业生命周期理论。认为生命周期转换过程中会面临不同问题,因而需要积极有效的决策。Adizes 把企业生命周期划分为十个时期:孕育期、婴儿期、学步期、青春期、盛年期、稳定期、贵族期、官僚化早期、官僚期、死亡期,详细的论述了各个阶段的企业具有的鲜明特征和存在的问题,如创业者空想、企业婴儿夭折、创业者陷阱或家族陷阱、企业家壮志未酬、未老先衰等。此外,Adizes 还提出了改进企业在不同时期的企业文化和管理风格的 PAEI 企业诊断分析方法,用于企业分析现阶段应采取的相应的企业战略。

还有学者从生命周期与会计应计特征两个角度进行划分,认为不同阶段的财务指标有较为规律的变化。Anthony and Ramesh (1992) 根据股利支付率、资本支出率、销售增长率和公司年限四个指标不同的变化来划分企业生命周期。Dickinson (2006) 把企业现金流分为投资、融资和营业三种类型,根据现金流组合分布规律把企业生命周期划分为五个阶段。

1.2.2 国内文献综述

(1) 企业价值及影响因素综述

在企业价值及影响因素这一方面,我国的学者虽开始的较晚,但积累至今,也已做了大量的探究。俞明轩 (2004) 认为企业价值不能用单一的指标衡量,应将企业视为一个不可分割的有机整体,以企业作为一个获利整体,结合其内、外部多因素,综合性评估企业拥有或控制的整体资产价值。马华锋、殷官林 (1999) 首次提出企业价值的综合评价体系,涉及经济效益、社会贡献、人力资源、生态环境、商品质量与售后服务指标。王晶等 (2009) 将数学中的集成灰色聚类评估与集对分析理论运用于企业价值评估,评估指标体系全面、系统,包含历史、现有、潜在、持续盈利能力的四级指标体系,较为全面的分析了企业价值的影响因素。收益法评估结果的准确性从指标上看,依赖于对自由现金流量、收益期限、企业终值以及资本成本等指标的预测,因此,查剑秋等 (2008) 逐本溯源,进一步指出这些指标都会受到企业内部控制质量的影响。

经营业绩、多元化战略、资本结构、公司治理结构和公司价值是紧密相连的范畴（王鹏，张俊瑞，2012），陈晓和单鑫（1999）认为由于债务融资的成本较低，债务比例越高对企业价值的正向影响越大，这也从侧面反应了企业的贷款信誉对企业价值具有正向作用。武祥、宋勇（2001）运用价值理论，以我国家电类上市公司为例，探究了债务比例对我国家电类上市公司价值的影响，李锦望和张世强（2004）进一步论证并得出明确结果，在一定程度内提高债务比例对提高企业价值具有正向关系。和春军等（2006）发现公司价值与公司盈利能力（总资产报酬率等）正相关，而与公司资产的运营能力（总资产周转率等）负相关。至于多元化经营战略方面，姜付秀等（2006）发现处于经济转轨时期的中国上市公司，多元化对企业价值具有正效应。随着 2001 年独立董事制度开始在我国全面推行，高雷等（2007）发现在公司治理结构方面，独立董事的比例同企业价值之间存在正相关关系。

（2）企业价值评估模型研究综述

对于企业价值评估方法的研究，我国学者从我国的企业实情出发，主要运用了 EVA 评价法、物期权模型、近似评估法等多种方法。

我国学者针对企业价值这一资产的评估方法研究，多数选择收益法，并随着实践的发展不断进行改进。杨忠直（1998）结合实际案例深入研究了资产评估理论与方法，结合理性预期理论、时间序列模型、套利定价模型，建立了资产预期收益率估测公式，丰富了收益法的表现形式。

EVA 评价法、物期权模型以及近似评估法也在我国企业价值评估研究中得到应用，潘岳平（2012）通过对企业对外公布的以财务报表为主体的财务报告中的数据整理归纳，将 EVA 评估理论灵活运用到不同成长期的企业的估值操作之中。近年，新三板信息技术企业从无到有、从小大大、从少到多发展起来，而新三板信息技术企业未来现金流有着较大的不确定性，发展不成熟，且其往往面临较大的非系统性风险，金辉、陶兰（2016）以新三板信息技术企业金和软件为例，运用蒙特卡洛进行仿真模拟，论证了实物期权模型在新三板信息技术企业价值评估的适用性。王超发、孙静春（2017）经过严谨的论证，提出了基于我国非完全市场条件状况下，针对战略并购中的目标企业价值评估方法——近似评估法，并通过案例分析发现近似评估法比传统实物期权更能提高评估效果。唐莹（2017）基于 CAPM 模型，对收益法中无风险报酬率的选取进行探究，并提出考虑政府违约风险、剔除利息再投资等修正优化见解。

李光明（2005）通过对现有四种主流评估方法的比较分析，发现成本法和实物期权法不具有普遍适用性，而收益法在长期收益预测方面的合理性和准确性则是可以通过充分、全面的论证得以提高的，这为收益法的广泛应用提供了一定的理论支撑。齐安甜等（2003），李延喜等（2003），朱南军（2004）对收益法下现金流量折现模型中的难点进行系统性综合研究，提出了动态现金流量模型。熊敏（2008）提出的两种自由现金流量模型分别基于简化计算和基于动态计算。袁

明哲,潘爱玲(2016)利用将企业价值的评价过程视为求解企业价值最大化模型的最优解的方法,并基于2005年~2011年我国沪深上市的3185公司数据进行实证检验,其构建的净现值折现模型为企业自由现金流量模型的优化提供新思路。

郑炳南、刘永清(2002)通过比较收益法和资产基础法在企业价值评估中的运用,认为资产基础法自身固有的不能考虑通货膨胀、技术进步、组织资本等价值影响因素的缺陷制约了其在企业价值评估中的应用,推举收益法最适合进行企业价值评估,正式确立收益法在企业价值评估中的重要地位。刘公勤(2007)认为基于特殊的经济目的需选取恰当的价值类型与评估方法,如在港口企业价值评估,成本法和收益法是较为恰当的方法。

(3) 生命周期理论研究综述

在国内,陈佳贵(1995)较早进行了企业生命周期理论的研究,把企业分为欠发育型、正常发育型和超长发育型三种,其中正常发育型企业的生命周期分为六个阶段。

在识别企业所处的生命周期阶段方面的研究中,徐晓燕、张斌(2004),运用TOPSIS综合评判方法,提取企业生命周期各阶段特征;熊义杰(2002)运用修正的指数函数提出了企业生命周期划分模型;任佩瑜等(2004)进一步研究中国上市公司的生命周期判别方法,引入了管理熵视角。

我国学者还以中国沪深两市上市公司数据为对象进行生命周期划分与实证研究分析,曹裕、陈晓红(2009)在范从来、袁静(2002)和赵蒲、孙爱英(2005)的研究基础上,进一步考察了生命周期不同阶段智力资本与绩效的关系。此外,曹裕等(2010)用比较研究方法分析了管理熵法、产业增长率法和现金流法三种企业生命周期划分的主要方法,并总结以上三种方法的适用性,检验得出:现金流法是最高度敏感且相对稳定的。

生命周期理论还在资产价值评估方面得到应用研究,生命周期理论早已在单项资产的评估中有所应用,卓光英(2010)借用生命周期理论,对林木资产进行价值评估,将林木资产的发展阶段分为前期栽培、中期管护、后期消亡三个阶段,为林木资产价值核算过程中遇到的问题提出解决思路。冯丽艳(2008)则在技术类无形资产价值评估中运用生命周期理论,结果显示,生命周期理论对现金流量预测具有较好的修正作用。

我国学者还将生命周期理论运用在企业不同周期阶段价值评估方法的选择上,董轩(2008)、汤博(2015)、孟威等(2015)根据企业不同生命周期的特征,选择其适用的评估方法:处于初创期的企业,近期现金流不乐观,适合用期权定价模型;成长期企业的价值评估,较为适合应收益法,要重点关注收益增长率的影响;进入成熟期的企业,其盈利水平较为稳定、现金流转顺畅、资产结构基本合理、财务状态处于稳定时期,自由现金流量折现的方法较为适合;处于衰退期的企业财务状况趋于恶化,现金流急剧下降、负债权益比很高,面临两种反

方向的选择,一种是公司改变战略,进入新的成长阶段,实现可持续经营,考虑到此时股权现金流可能为负,因此采用自由现金流,另外一种是企业无法持续经营,可能即将进行破产清算,因此,成本法中的清算价值法比较适合。

生命周期理论在企业价值评估中研究也逐渐成为我国学者的研究内容,王钢(2006)为评估非上市中小企业的价值,基于企业生命周期对企业进行价值评估,为了中小企业价值评估做出了一些先导性的研究。陈晓丹(2010)把生命周期理论应用到对上市公司内在价值的评估实践之中,构建判断上市公司价值生命周期阶段的四阶段模型,以及操作性更强的三阶段模型,在生命周期视角下研究两大类主流方法——现金流折现法和相对比较乘数法的改进。于文灿(2015)则选择了评估事务所的真实案例,参考其数据进行分析,验证生命周期理论对传统评估方法的修正效果。

1.2.3 文献述评

通过以上有关企业价值及其影响因素、评估模型的文献回顾,不难发现,起源于西方国家的企业价值评估理论,研究了资本结构、经营业绩、公司战略、治理结构、企业分类和评估目的对企业价值的影响,创建了现值、剩余收益、EVA和实物期权等模型,建立了丰富的评估体系,为我国评估理论与实践的发展提供了理论基础。而生命周期理论也由西方学者首先提出,国外学者也分析了企业与生物生命周期的相似性与不同点,建立的丰富的企业生命周期阶段识别模型,如指标分析法,分析不同阶段具有的鲜明特征和存在的问题,并提出相应的诊断方法与相应战略。

主要受经济环境影响,我国对企业价值评估理论的研究起步较晚,上世纪末,由于实务界国有企业所有制改革的需要,企业价值评估理论才逐渐成为专家、学者的研究重点。发展初期,我国对企业价值评估理论的研究很大程度上依赖于国外前人丰富的研究成果。随着我国经济主体所有制不断发展与完善,资本市场改革也不断深化,企业价值评估在我国得到了蓬勃发展,通过对多种方法评估结果的比较,发现收益法的适用性,并进行了优化。在影响因素研究上,也继承了西方学者有关资本结构、经营业绩、多元化经营战略、公司治理结构的研究,并基于我国市场状况,较由最初单一衡量指标,发展到包括内部控制质量在内的为全面的指标体系,为本文进行企业价值评估提供了丰厚的理论支撑。

在生命周期理论研究方面,国内学者也提出了丰富的生命周期识别模型,如TOPSIS综合评判方法、修正的指数函数以及管理熵视角等,而且还针对我国沪深两市上市公司数据为对象进行生命周期划分与实证研究分析,此外,我国学者将生命周期理论应用于不同时期企业价值评估方法的选择,由于其在资产评估中较好的修正效果,也多次运用于技术类无形资产、林木资产等企业单项资产以及非上市中小企业价值的评估实例中,其优势不容忽视。

尽管企业价值评估方法不断丰富与优化,但鲜有文献将生命周期理论具体运用于物流企业整体价值评估的研究,可见,基于生命周期理论角度评估物流企业

价值还有待探析。

1.3 研究内容

本文通过对物流行业现阶段的行业现状与特征分析识别物流行业所处生命周期阶段，恰当理解华贸物流的行业背景；通过对华贸物流企业的概况描述与现状分析，分析企业所处生命周期阶段，为对华贸物流进行价值评估提供充足的数据支撑。

文章的研究思路主要分为一下五部分，如图 1-1 所示：

第一部分：主要介绍了文章的研究背景与意义，并梳理相关文献。在经济全球化背景下，物流行业在世界经济发展中的地位越来越重要，整个物流行业处于行业发展的成长期，企业间大规模并购现象时有发生，因此物流行业企业价值的合理评估就尤为重要。国内外学者对企业价值影响因素进行了大量研究，对评估模型的完善提供了多种方法，我国学者对生命周期理论的具体应用进行学术探索，为本文提供了丰富的理论基础。

第二部分：理论基础与评估方法介绍。本部分详细介绍了企业生命周期理论，分析了企业价值评估的传统方法——成本法、收益法、市场法、期权法，并做对比分析其适用范围与缺点，说明将生命周期理论运用于传统评估方法的必要性。

第三部分：评估华贸物流企业价值。首先，运用生命周期理论，详细分析华贸物流发展规模、财务能力、客商结构、行业竞争力等，识别所处生命周期阶段，结合阶段特征选择评估方法、进行参数变动预测，使评估结果更具准确性。

第四部分：评估结果分析。上文根据生命周期判断华贸物流处于成熟期，而整个物流行业处于生命周期的成长阶段，此部分试假设华贸物流处于成长期，计算出其若处于成长期的企业价值。并采用市场法中相对估值法作为验证参考，分析三种评估方法下，评估结果与股票市场价格的差异，并分析原因。

第五部分：文章结论。对文章进行总结，分析生命周期理论对华贸物流企业价值评估的效果，并提出文章尚有的缺陷与改进方向。

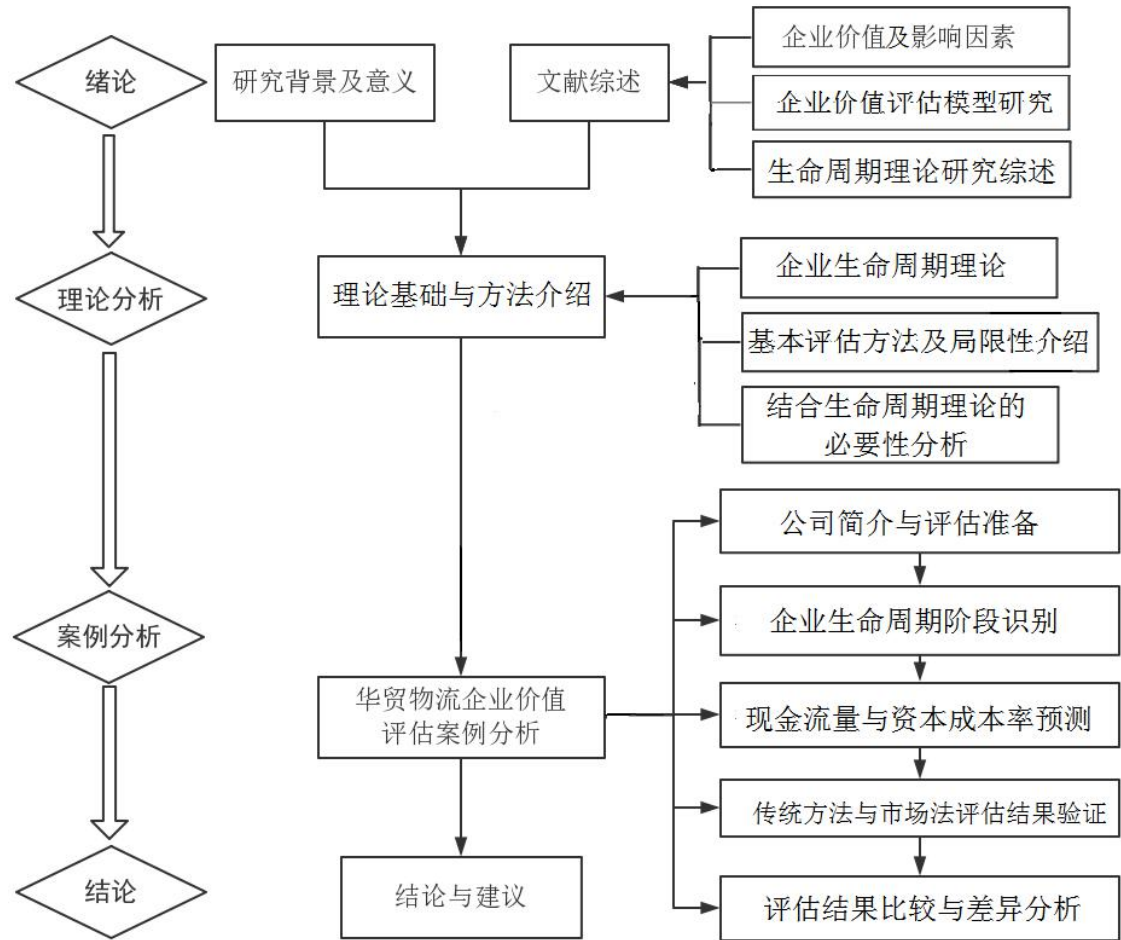


图 1-1 研究内容框架图

1.4 研究思路和方法

1.4.1 研究思路

首先，在梳理企业价值影响因素、价值评估模型、生命周期理论相关文献的基础上，详细介绍了企业生命周期理论，分析企业价值评估的传统方法的适用范围与缺点，说明将生命周期理论应用于传统评估方法的必要性。

接着，本文以华贸物流为研究对象，运用生命周期理论，识别所处生命周期阶段，结合阶段特征选择评估方法、进行参数变动预测。

然后，选用传统评估方法估值、市场法估值、评估基准日股票市值作为验证参考，分析四种评估结果差异几原因。

最后，总结文章结论，分析生命周期理论对华贸物流企业价值评估的效果，并提出文章尚有的缺陷与改进方向。

1.4.2 研究方法

(1) 理论研究方法

通过文献回顾，了解国内外有关企业价值评估的研究现状，对收益法各参数的确定及影响因素的作用进行研究。

（2）个案研究方法

本文拟选择华贸物流企业为案例，对其行业背景、财务能力、发展战略等各方面进行细致的分析，以期使评估结果更客观，增强论文的实用性。

（3）定性分析与定量分析相结合的方法

本文拟通过对物流行业和华贸物流企业的定性分析，识别其所属生命周期阶段，而在华贸物流企业价值评估时，则拟利用一系列的财务数据来进行定量分析。

第二章 理论基础与方法介绍

2.1 企业生命周期理论

2.1.1 企业生命周期阶段划分

“企业生命周期”理念认为社会中企业的发展符合自然生物学中“生命周期”的成长曲线，包括一个企业从其产生到衰退消失的时间周期，主要分为初创期、成长期、成熟期和衰退期四个阶段，如图 2-1 所示。

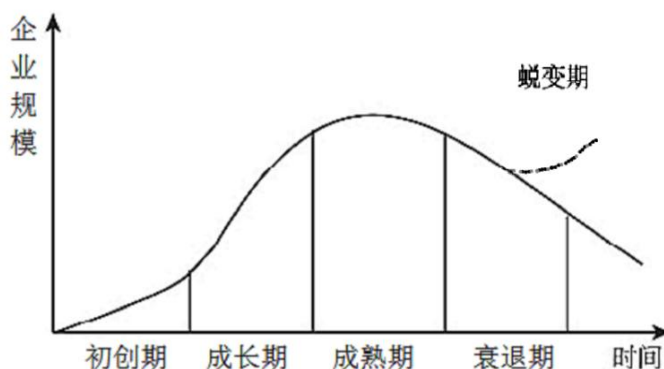


图 2-1 企业生命周期阶段划分

初创期的企业处于企业发展的起步阶段，存在时间相对较短，多为三年以内或者是发展前景不明确的企业。这类企业往往企业规模和市场占有率小，在市场上不占有规模优势，但往往拥有一定的创新型技术、知识产权、特殊资质，独领风骚、灵活性较大，同时，不确定性大，资金收益率较低，增长率也不稳定，现金流不稳定，有时出现负值或者负增长，风险较大，且企业资信水平低，发展资金主要来源于风险投资。

成长期的企业处在快速上升的过程中，收益快速增长，现金流增长率趋于稳定，最显著的特点便是业绩的高成长力，高速增长为企业带来前所未有的发展机遇，且在相当长的一段时期内，保持高速增长的态势。企业内部管理不断完善，随着发展潜力被逐渐认可。从内部和外部来看，都是一个企业发展的黄金时期，资源得到有效配置，企业潜力被充分激发。

成熟期的企业拥有相对完善的盈利模式与业务范围，公司治理管理完善，市场占有率较高，在行业中处于领先地位或者在某一细分领域具有话语权与主动地位。收益较高且相对稳定，除去通货膨胀的影响，此时的单位产品的收益率往往是最大的，成长能力已经减弱甚至消失，若想再次获得高成长力，则需进行相应的产品探索、细分领域开发以及通过加大研发投入获得技术优势。但同时需要看到的是，企业即将进入发展的瓶颈期，如果不能寻找新的价值增长点，伴随着边际效应的递减，企业会步入衰退期。

处于衰退期的企业由于资金紧张、企业转型困难等问题导致盈利能力出现明显下降，如果转型失败很有可能走向重组或者破产。与此同时，企业面临转型，

如果转型成功，寻找到新的价值增长点，企业将脱离衰退期，进入新的生命周期，如图 3-1 所示，虚线表示蜕变期。

2.1.2 不同阶段价值评估方法适用性分析

处于不同生命周期阶段的企业资源不同、市场定位不同、行为不同、业绩不同、价值大小也不同，应选择不同的评估模型。初创期的企业由于当前收不抵支或者只有较少的现金流，前瞻性的实物期权法为较为合适的方法选择，把企业的专利、投资机会等看作一种期权而运用期权理论进行估价，处于初创期的企业往往盈利为负，不适用收益法，且往往以独创、先进的技术为依托，市场上同类企业难以对比，不适用市场法，比较常用的实物期权模型为 B-S 模型。成长期的企业，面临占领市场、产品研发创新等多重压力，导致成本大幅增加，公司业绩非常不稳定，其评估方法的选择应以收益法结合实物期权法加以确定，对成长期的企业来说，一般有很大的研发费用和市场开拓费用，现金流不稳定，可预测性较差，使用超额收益模型评估企业价值使研发费用和市场开拓费用资本化，削弱增长率估计误差，因此，超额收益模型相比于现金流量折现模型受增长率估计误差的影响更小。成熟期的企业盈利水平、经营模式、现金流转都比较稳定，依据当前数据进行的利润增长率预测更稳定，所以收益法中现金流贴现模型是成熟期企业常用评估方法，分为企业自由现金流模型和股权现金流模型。处于衰退期的企业市场竞争力下降，财务状况急剧恶化，现金流不稳定，因此，多利用实物期权法和成本法对其进行评估，如果企业最终不能摆脱衰退期的命运，只能进入破产重组阶段，则需用成本法中清算价值法评估其价值。

生命周期理论对企业价值评估方法的优化主要体现在市场法和收益法中，也即应用于相对比较估值法和现金流折现法。在对相对比较估值法的优化中，将每一种相对比较估值法都应用于成熟稳定增长的企业和两阶段增长企业，并据此推导出多阶段增长模型，生命周期阶段成为可比企业的评判标准，而非依据行业类别、企业规模等选取可比企业。在对现金流折现法的优化中，根据多企业的数据分析，将企业不同生命周期阶段的经营现金流、投资现金流和自由现金流特征进行量化分析，对企业不同生命周期阶段的利润增长及股利分配区别化，使不同生命周期企业有对应的预测趋势。

2.2 传统评估方法介绍

随着企业价值评估范围的扩大，实务界和理论界，逐渐形成如下图所示，以收益法、市场法、成本法、期权定价法为核心的评估体系：

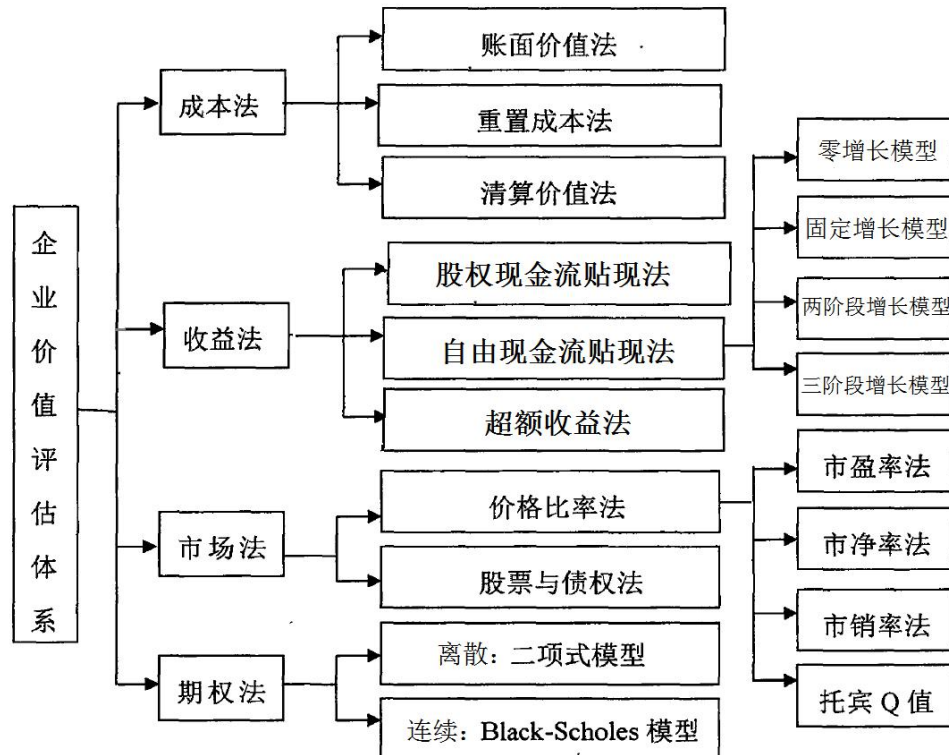


图 2-2 企业价值评估方法体系图

2.2.1 成本法

成本法以资产负债表为基础，合理评估企业表内及表外各项资产、负债价值，又被称为资产基础法，是一种静态的企业价值评估方法，主要是根据企业的财务状况和评估目的，确定评估对象价值的评估方法，分为账面价值法、重置成本法、清算价值法三种主要形式。要求假设资产继续使用，历史资料可以获得，并且资产的潜在价值与资产的历史资料具有可比性。其基本原理是替代原则，从重建或重置评估对象的角度考虑，通过计算企业的重置成本然后减去相应的实体性、功能性、经济性贬值来获得。不符合持续经营假设条件的企业，采用清算价值法，即资产单独出售所获得的价格，不考虑其使用状况和增值效应，最后扣除交易和法律成本。

成本法在企业价值评估中应用非常广泛，尤其是资本密集型制造企业、即将进入清算的企业，主要原因是资料易得、真实、可靠，但是工作内容多、工作量大，需要对流动资产、固定资产、无形资产、流动负债、长期负债、或有负债、特殊负债等各类资产与负债分门别类的进行评估求和。

2.2.2 市场法

市场法的理论依据是替代原理，其基本思想是通过类比分析市场上真实发生的类似企业的交易案例或存在可比上市公司，在案例公司市场价值的基础上进行修正、调整，获得目标企业的价值。要求被评估企业所在行业处在一个充分活跃的市场之中，有可比交易案例。

根据可比案例的选取角度不同分为参考企业比较法与并购案例比较法：参考企业比较法是选取与被评估企业同一行业或类似行业的上市公司的经营和财务数据后，计算适当的价值乘数，得出的评估价值。并购案例比较法是指在市场上近期存在相同或相似公司的并购的真实案例，根据交易案例资料，类比调整被评估企业指标分析后得出评估对象的价值，但由于同行业相似并购案例较少，而且调整因素较为复杂，在实际操作中，只有合适相似案例时才会使用此方法。

市场法，应用前提是有公平活跃的市场和充分的可比参考对象。常用的评估方法分为两种，价格比率法和股票与债权法，前者又可以进一步区别为市盈率法、市净率法、市销率法和托宾 Q 值法。其价值往往通过总资产、销售收入、税前净利润、税后净利润、投入资本毛现金流、净现金流、投入资本账面价值等经济变量来确定。

2.2.3 收益法

收益法是目前企业价值评估中经常使用的方法，其基本假设是市场中的企业与投资者都是理性的，投资者付出的投资成本不高于其未来收益，评估对象就是企业的未来获利能力。要求企业有历史收益，并且未来收益可以预测，折现率、收益期可以预测。基本原理是现值原理，通过预测企业未来的整体收益，考虑时间成本折现后获得收益现值，根据收益的不同类型，常用的收益法评估模型有股利现金流量模型、股权现金流贴现模型、自由现金流贴现模型、超额收益法四种。收益法参考的主要经济指标有净利润、净现金流量、息前税后利润与息前税后现金净流量等，关键点是收益预测、收益期与折现率的确定。本文具体总结了收益法下四个常用模型如下：

股利折现模型认为公司发放的股利决定了公司股票的全部价值，然而众所周知，股利仅占到企业盈利能力的一部分，企业产生的全部现金流主要用于投入再生产，因此，适用于股利发放有较长年度且分红政策相对稳定的企业。该企业的价值就等于估值所得到的股权价值与债券价值的总和。

自由现金流量指归属于股东和债权人等一切投资者的现金流量。在评估的过程中，针对企业所处的发展道路与阶段的不同，主要有两种评估模型：一是稳定增长模型，适应于企业经营较为平稳，并以某一稳定的增长率进行增长时，不会出现大的公司战略转型，可以使用该模型进行评估；二是两阶段增长模型，如果企业的增长特征是前一段时间增长速度较快，或初期的增长不具有规律性，经过一段时间（三年或五年）后达到稳定状态并在以后的年限中以较为稳定的增长率进行增长，即可使用两阶段增长模型进行评估，公司价值为增长期现值与稳定期现值之和。

股权自由现金流量贴现模型（FCFE）设定公司的整体价值包括权益价值与债权价值。相比较而言，FCFF 模型相对简单，而 FCFE 模型由于需要对企业的付息债务情况进行预测，需要对利息、税费进行分离，因此在操作中会存在一定的复杂性。在实务中，FCFF 模型更具有较好的操作性。

基于经济增加值的估值模型(EVA): EVA 就是企业税后经营利润与债务以及资本成本的差额,在美国,EVA 一度被广大学者与实务界专业人士认为是企业真正利润的度量指标。EVA 在业务核算的过程中运用了动态流量指标,因此能够更好的衡量某一段时间的价值,只有当 EVA 为正时,才具有创造价值,若 EVA 为负则反映出的结果是企业不仅仅没有在新投资的业务领域取得收益,反而在消耗自己的资产。

2.2.4 期权法

相比于成本法、市场法、收益法,期权法出现的时间较晚,着眼企业资产的收益不确定性,认为不确定性越大成功的可能性也越大,但风险也越大,这种不确定性在一定程度上是对企业价值的增加。但期权法也存在风险不易量化、操作困难的缺陷。常见的评估模型有连续时间模型和离散时间模型,也即 B-S 模型与二项式模型。

期权法运用严格的数学逻辑推理与精确的计算,方能得出结果,其操作实务较为复杂,对评估人员的能力要求较高,目前,除了高新科技企业之外,其他企业的运用一般较少,随着我国评估行业的不断发展,实物期权法也必将得到更加广泛的应用。

2.2.5 传统评估方法的局限性分析

分析企业价值评估的传统方法中,成本法以企业对外公布的财务报表中的资产负债表为基础,评估结果有较强的客观依据,但多适用于仅进行投资或仅拥有不动产的控股企业的价值评估,对于企业商誉、品牌效应、客商群体稳定性等不慎考虑,且更侧重于企业的历史账面价值,未考虑到时间成本以及技术进步、产品更迭等带来的竞争力的变化,是历史时点的价值参考,未重视未来企业的发展潜力等。

市场法注重将被评估企业与市场上的参照企业进行类比,但由于行业企业间差异巨大,参照企业不易找到,并且对于企业间的差异很难进行量化调整。

2012 年中国评估业协会颁布的《资产评估准则——企业价值》规定了成本法、收益法、市场法是企业价值评估的三种基本方法,而期权法虽然理论上可行,但在具体的实务操作中,由于其模型的复杂性、数据的不确定性,在实务评估过程中较少运用。

收益法的关键点也是难点所在是准确评估企业未来的收益能力,常用的收益法评估方法主要依靠企业的历史财务数据,进行趋势预测,对企业未来风险与战略往往默认为与历史情况一致,不做动态调整,在一些快速发展的行业中的适用性逐渐减小。

2.3 我国物流行业企业特点分析

目前我国物流行业公司的主营业务需求量较大,相比于金融行业、高科技行业,有较好的收入来源,现金流预测较为稳定,行业风险较小,尤其是“一带一路”倡议更是给跨境物流企业带来更多的业务收入。

物流行业必须依托强大的物流网络布局，属于重资产类型行业。因此，相较于其他行业，物流企业的基础设施构建、运输资产投入、运输技术手段更新均会对公司的未来收益产生较大的影响；同时，全方位、多层次立体化物流网络的建成会大大提高物流公司运营效率、降低物流费用，使公司能够有较好的收益。

由于我国对物流企业的资质评定比较严格、监管力度较大，而企业必须先取得相应的资质才能开展经营活动，因此，除了基础网络设施外，企业仓储能力、地域范围、特殊物资的运输资质等非实物资产更是企业非常重要的价值来源。

我国物流行业准入门槛低，作为近年迅猛发展的行业，大量新兴企业涌现，市场集中度低，但已上市的物流企业数量较少，且绝大多数属于航空、港口、铁路等传统型物流企业，具有现代化的第三方物流企业极为少数，资质、仓储、运力等多要素相似的现代物流企业更难以寻觅。

针对物流行业的特点，成本法虽然能够很好的衡量企业的基础网络设施等重资产，但不能很好的考虑到企业仓储能力、地域范围、特殊物资的运输资质等非实物资产；期权法能够将初创期企业未来立体化物流网络的风险收益计算进企业，但并不适应于发展较为成熟与平稳的企业；市场法却因为很难找到规模大小、特殊资质、运力等多方面都较为相似的类比案例，实操性较差；而收益法立足企业现有资源，综合考虑未来的获利能力，但在未来的盈利的时间与数值预测中主观性非常强，而产生针对同一家企业、不同评估项目组由于对企业所处的生命周期阶段与未来竞争力、发展战略等判断不一致，采用了不同的评估模型、得出的评估结果相差甚远。那么，从以上四方面考虑，物流企业进入市场的时期不同、实力不同、发展战略不同，若对其进行价值评估，就需针对传统评估方法运用领域的局限性，提出更合适的修正方法，企业生命周期成为评估物流企业价值的重要角度。

第三章 华贸物流企业价值评估案例分析

3.1 公司概况分析

3.1.1 行业背景

华贸物流全称港中旅华贸国际物流股份有限公司（CTS International Logistics Corporation Limited），A 股股票代码 603128，法定代表人：傅卓洋，主营跨境现代综合第三方物流，是我国“跨境物流上市第一股”，也是最早的一级国际货代企业之一，具体提供以国际货代为核心的中国与全球跨境门到门一站式综合物流服务和供应链贸易服务，其中，2016 年底综合物流收入占比 84.91%，利润占比 98.14%。

作为较早从事物流行业的国资控股公司，自 1984 年成立以来华贸物流一直专注跨境现代综合第三方物流服务，主要是通过海运、陆运、空运三路联运，对进出口货物、过境货物、国际展品和私人物品的国际运输代理业务，具体包括营销、客户咨询、方案设计、成本控制、时效和全程客服等在内的前期服务；运输、

理货、仓储、配套作业、配载集装和监管等在内的过程服务；订舱、单证、关务、港区等在内的口岸离境服务经过 30 多年的发展，公司货代综合排名已进入全国前十，同时公司通过兼并收购战略，进入进口仓储分拨特许经营和特种物流领域，提供业绩新增长点，并通过突出的整合能力，有效形成更为完善、协同的“跨境物流+国内运输”产业链条。公司最近三年主营业务未发生重大变化，2016 年主营业务收入占总营业收入的 91.12%，主营突出，现已成为中国领先的跨境现代综合第三方物流企业，处于行业领先地位，服务优势明显，品牌知名度高。

从政治环境来看，2014 年国家通过了《物流业中长期发展规划（2014-2020 年）》，部署加快现代物流业发展，形成与丝绸之路经济带的战略互动。2016 年一系列促进物流行业发展的政策、规划密集出台，规范行业发展：《营造良好市场环境推动交通物流融合发展实施方案》、《关于进一步鼓励开展多式联运工作的通知》、新 GB1589 修订和新一轮公路治超新政相继出台，清理整顿物流市场，提升物流渠道安全系数。此外，相关部门还不断进行规范物流行业健康运行的尝试，引导行业方向：“营改增”试点全面扩围，推进商贸物流标准化试点，扩大标准化托盘使用范围，致力于物流行业供给侧改革，推动行业向标准化、集约化方向发展，物流业政策环境持续改善。

从经济环境来看，物流业作为支撑国民经济发展的基础性、战略性产业，面对复苏乏力的全球经济形势，虽然我国和全球主要经济体贸易低迷，外贸环境依然复杂严峻，跨境运输运力供需失衡，运价下调，不确定、不稳定因素依然存在。我国经济总体运行平稳，GDP 的缓慢增长为物流行业的发展提供了良好的经济环境。而且，我国积极参与全球经济治理和公共产品供给，“一带一路”的国家倡议和跨境电商的迅猛发展给物流企业带来了战略性发展机遇，“一带一路”倡议的物流需求红利将促使一大批投资贸易、重大基础设施项目落地，一方面促进了沿线物流需求的加大，另一方面，也刺激了进出口贸易的增加，从而扩大国内外跨境物流的需求。2016 年单位与居民物品物流总额同比增长 42.8%，可见消费对物流需求的拉动效应也将进一步显现。而且，2014 年国家税务局为减轻国际货运代理行业的税务负担，对国际货运代理服务免征增值税；为支持跨境电子商务发展，2013 年国家批准了上海、重庆、杭州、宁波、郑州、广州六市为电子商务试点城市。

从社会环境来看，主要分为两大方面，物流基础设施的完善与消费习惯的转变对物流行业的影响。208 个铁路物流基地、首批 29 家示范物流园区、16 个多式联运示范工程项目已发布、建设，弥补物流基础设施短板，物流基础设施已不再是制约物流行业进一步发展的瓶颈。从物流需求看，社会新旧动能转换加快促使采矿业、高耗能行业物流需求增速回落，实现由增转降，装备制造业、高技术产业物流需求增速持续加快；而工业品物流中的高技术产业和装备制造业物流、与消费相关的单位（居民）物品物流、与消费升级（食品安全）相关的冷链物流都出现高速增长态势，并在比较长的一段时间内保持这一良好态势。

随着技术进步，货物跟踪定位、无线射频识别、物流信息平台、智能交通、物流管理软件、移动物流信息服务等关键技术攻关，物联网、云计算、移动互联网、大数据等有利于物流信息化、物流行业转型升级，提高物流管理水平，实现技术创新、业态创新、模式创新。

3.1.2 资本结构

截止 2017 年 5 月 18 日股权变动前，华贸物流是香港四大央企——港中旅在 A 股唯一的上市平台，港中旅持有华贸物流 51.09%的股份，是国务院国资委中旅集团 100%控制的全资子公司。而后，国资委对此部分股份进行无偿划拨，其中诚通集团的全资子公司诚通金控与诚通香港分别占股 4.25%、41.85%，中国国新的全资子公司国新投资占股 4.99%，划转前后股权变动如图 3-1 与 3-2 所示。

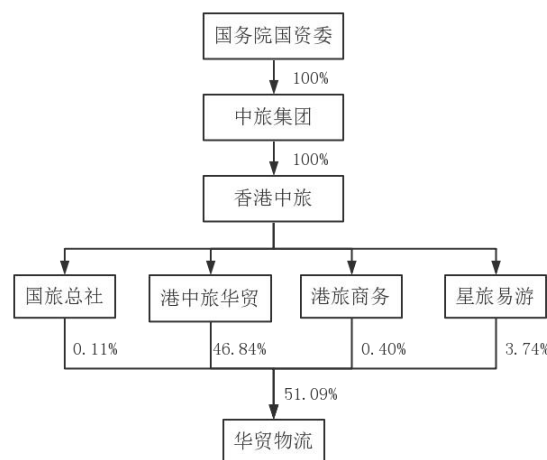


图 3-1 华贸物流股份划拨前股权结构图

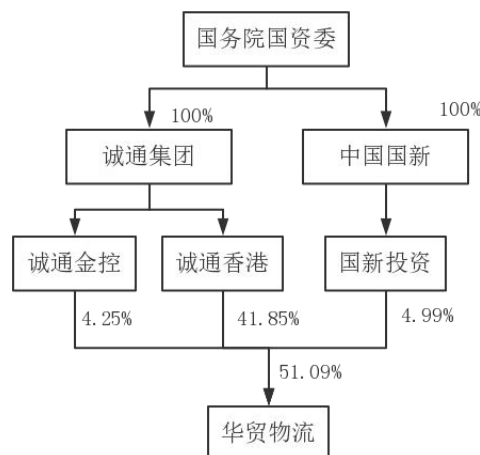


图 3-2 华贸物流股份划拨后股权结构图

持股 41.85% 的诚通香港具有 60 余年的专业物流经营管理经验，划转成功后，可与华贸物流跨境第三方物流业务进行集团内整合，进一步提升华贸物流的市场竞争力。

华贸物流为央企控股企业，有稳定资金与政策支持优势，体制健全、运行规范，在一定程度上保证了企业发展的可持续性。其虽为国企，但职工激励机制灵活多样，按照市场化机制运作，培养和形成了市场导向、价值导向、业绩导向的良好经营生态和“以贡献者为本”的企业人才培养核心价值观，有利于股东利益最大化的实现。在公司组织架构方面，形成总部、区域中心、分子公司的三级管控架构，总部负责引领企业的战略发展、变革创新和风险管控；区域中心负责资源整合、业务发展规划和产品建设；分子公司负责营运的架构设计和业绩目标的最终落地。三者垂直扁平、协同高效、关系紧密。

3.1.3 业务领域

成立以来华贸物流一直专注跨境现代综合第三方物流服务，预测到钢铁供应物流的需求增速将下降，响应国家供给侧“去产能”政策，加之钢铁供应物流资金需求量大、毛利率极低，华贸物流 2015 年开始主动切掉大部分钢铁供应物流业务，公司下属深圳港中旅供应链贸易有限公司（以下简称深圳供应链）2015 年开始主动、逐步、有序退出钢贸供应链业务，提高公司整体的利润率。

面对物流细分业务领域——快递的“高歌猛进”，华贸物流及时调整战略布局，供应链贸易业务正在向电子产品、中国企业走出去项目建设、“一带一路”建设项目等方向转型，转变业务模式、客户结构、“贸易+物流”协同和风险控制，延长服务链条，提高盈利水平。

按照“以兼并收购实现跨越式发展”的战略，公司积极推进资本运营，近年来，除了对原有业务范围的维护，还通过并购等方式进入其他物流细分市场，2014 年实现控股德祥系，进入进口仓储分拨这一特许经营领域，并占市场份额 35% 以上；2016 年收购的拥有自主知识产权的 D26B、DK36 等铁路长大货物自备车等高新技术的企业中特物流，进入特种物流领域。

物流行业是极具现代化特色的产业，未来收益严重依赖于物流网络的布局、运输资产的购置、运输资质的投入。物流企业大多服务种类繁多，受经济形势影响较大，行业环境和企业所处的发展阶段对企业价值的大小具有非常大的影响。基于生命周期理论视角，考虑了企业的阶段特征与风险，对华贸物流的企业价值进行评估，为股东等投资者对企业价值进行判断提供参考，提高资本的使用效率。

3.2 评估准备

评估假设：

（1）评估基准日后被评估单位所处国家和地区的政治、经济和社会环境无重大变化；

（2）企业持续经营；

（3）资本市场有效；

（4）市场理性。

（5）自由现金流估值模型应用特殊假设：未来收益可预测；企业自由现金

流量为正；企业资本结构基本不变。

评估范围：华贸物流企业价值。

评估基准日：2016 年 12 月 31 日

3.3 评估过程

3.3.1 企业生命周期阶段识别

产业生命周期的每个阶段都有其不同的特征，如产业中企业的现有数量、企业的实际管理水平、企业数量的变化状况及企业规模的变化速度、技术水平及创新状况等等都表现出很大的差别，如表 3-1 所示。

在行业初创期，往往行业内企业数量少，只有零星几家企业，行业集中程度高；而技术相对不成熟，甚至是新兴的技术带来的需求与供给成就一个行业的出现。产品品种单一，质量水平低且不稳定；市场规模小，需求增长缓，价格弹性小；利润微薄甚至全产业亏损；进入壁垒低，竞争弱，在此阶段行业内的进入者与淘汰者不断涌现，优胜劣汰时有发生。产品定价分散，不能发挥市场的有效性，为追求利润在行业初创业甚至会出现“劣币驱逐良币”的现象，使得有些企业虽有潜力、但因为资金缺乏等原因失去了存在的机会。

在行业成长期，进入壁垒低，大量厂商进入，产业内部集中度低；技术日渐成熟，种类多样化、差别化发展，质量提高且稳定；市场规模增大，需求增长迅速，价格弹性增大；产业利润迅速增长且利润率较高；内部竞争压力大，竞争形式主要表现为价格竞争。

在行业成熟期，产业集中程度高，出现了一定程度的垄断；技术较成熟，产品再度无差异化，但质量较高；需求增长速度明显减缓，价格弹性减小；利润达到很高水平；进入壁垒高，主要体现为规模壁垒，竞争手段转向非价格手段；持续时间较长，是产业发展的稳定阶段，若有技术创新，则会有更长期的持续增长。

在行业衰退期，多是由于技术进步对原有产品需求量的冲击，如之前的胶卷行业由于电子数码相机的出现而基本衰落；由于新产品和替代品大量出现，原有产品需求逐渐减少，销售量下降，利润率降低，直接使得一些厂商资不抵债，出现破产现象，厂商数量减少，原有产业的竞争力下降，若无新的产品出现该产业的生命周期也将趋向衰亡。

表 3-1 产业生命周期特征分布

	企业数量	行业利润	风险
初创时期	较少	亏损	较高
成长时期	增多	增加	降低
成熟时期	减少	较高	较低
衰退时期	较少	下降/亏损	较高

根据调查显示，我国物流行业企业数量众多，市场集中度低，企业间竞争激烈，为抢占市场而出现超出合理区间的过低定价现象，公司兼并时有发生。同时，

科学技术的“爆发式”发展也带来物流行业的新探索，随着行业融合度的加深，业务纵向拓展，不断进入新的细分领域，具体呈现以下特点：

2016 年全年社会物流总额 229.7 万亿元，同比增长 6.1%，社会物流总费用 11.1 万亿元，同比增长 2.78%，在国内经济增速放缓、进出口贸易负增长的情况下，物流行业仍在增长，两大指标增长率处于近年较好态势，如图 3-3 与图 3-4 所示。



图 3-3 2009 年-2016 年社会物流总额及增长率



图 3-4 2009 年-2016 年社会物流总费用及增长率

社会物流总费用与 GDP 的比率降至 14.9%，比上年下降 6.9%，物流运行质量和效益稳步提升，但相比发达国家 10% 的物流效率，我国物流行业的效率还有待提升。目前物流行业企业数量众多、同质化严重，竞争激烈。数据显示，2016 年，物流企业 50 强企业主营业务收入共计 8,400 亿元，占物流业总收入的 11.5%，可见物流行业集中度还有待提高。

2016 年 8 月韩国最大航运企业韩进海运提交破产保护申请，全球航运业诞生有史以来最大的破产案。随着国际大规模物流企业兼并的发生，我国物流企业间的兼并重组、联盟合作案例也逐渐增多，我国 A 级物流企业已超过 4000 家，一线物流公司逐渐显现规模效应，利用成本优势扩大市场份额，加快行业整合，其中，中国远洋运输总公司与中国海运总公司于 2016 年完成重组。

我国工业和商贸业与物流产业的融合度约为 60%，发达国家多在 70% 以上，同时看以看到，我国物流业主动适应“制造强国”所需要的供应链服务，整合零

散分布的物流管理功能，向供应链上下游方向延伸扩展，促进物流业与相关行业协调发展。对重点物流企业的抽样调查中显示，相比仓储型物流企业物流业务利润同比下降 16.3%，运输型物流企业上升 8.8%，综合型物流企业物同比上升 143.3%，显见综合型物流日益成为物流企业发展的重要方向。在加强与其他行业融合的过程中，除了综合物流的优势，也发掘出一大批新市场领域；中特物流主攻工程物流、核燃料运输、危险品铁路运输等特种物流细分领域；京东、苏宁等迎合消费新需求，大力发展电商物流。

由此可见，我国物流行业，市场规模处于不断增长的趋势，进入壁垒低，不断有新的厂商进入，企业数量众多，内部集中程度低；不断进入细分领域，如落地配、次日达、生鲜专线、特种物流等，产品服务呈现多样化、差别化发展；竞争方式以价格竞争为主，逐渐向技术竞争与规模效应渗透，同时，物流行业不同于其他行业的一个显著特点是：物流行业中企业对基础设施的依赖非常强，分析可得，我国物流行业还处于行业生命周期的成长期阶段，在相当长的一段时间里还有较大的发展空间。

本文主要从企业规模发展、财务能力、客户稳定、核心竞争力四方面对华贸物流企业所处生命周期进行识别。

(1) 发展规模及趋势分析

通过近五年子公司数量分析发现，通过兼并收购、新设立等方式，子公司数量不断增加，2016 年国规模扩大成果尤为突出，实现新增 8 家子公司，截至 2016 年年底，总规模达到 56 家子公司。

表 3-2 子公司数量变化

年份	2012	2013	2014	2015	2016
子公司数量	36	39	48	48	56
本期新增	——	4	8	1	8

数据来源：2012-2016 年华贸物流公司年报

通过近五年职工人数分析发现，在职员工数量成稳步增长趋势，如表 3-2 所示，可见其经营规模不断扩大。其中表 3-3 显示，截至 2016 年年底，本科及以上学历程度的员工占比 34%，体现了公司引进人才政策实施的良好成果。

表 3-3 员工规模与教育程度变化

年份	在职员工数量	专业构成				教育程度			
		技术人员	操作人员	管理人员	财务人员	研究生及以上	本科	专科	专科以下
2012	2,412	426	1,629	357	--	82	603	1,075	652
2013	2,489	1,671	383	435	--	80	723	1,097	589
2014	2,895	1,831	475	464	125	91	815	1,327	662
2015	3,004	1,888	502	486	128	93	923	1,419	569

2016	3,702	2,105	917	523	157	103	1,148	1,750	701
------	-------	-------	-----	-----	-----	-----	-------	-------	-----

数据来源：2012-2016 年华贸物流公司年报

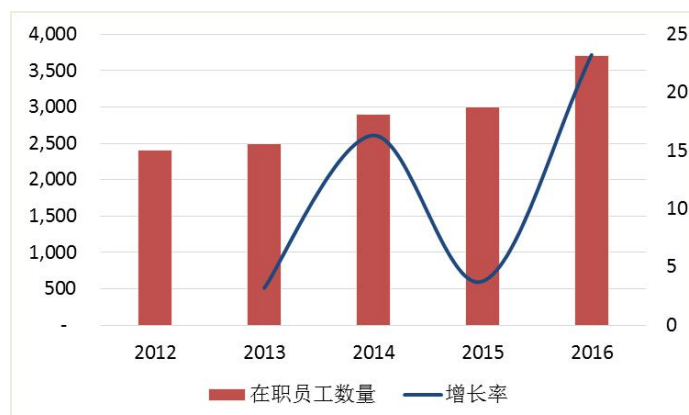


图 3-5 职工人数变化趋势图

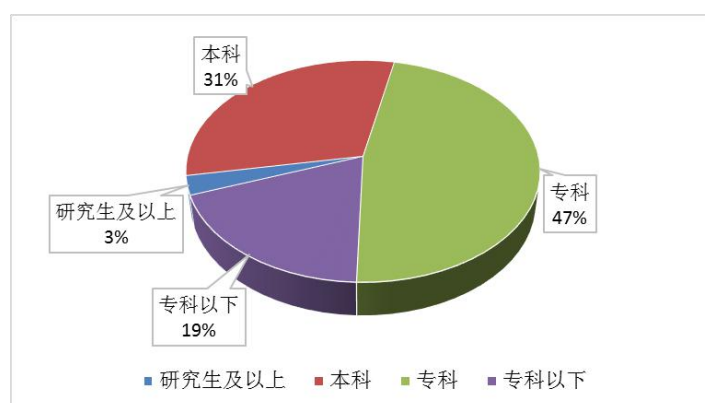


图 3-6 职工教育程度分布图

通过近五年子公司数量、职工规模与变化分析可知，华贸物流公司体量大，且处于不断的规模扩大过程中，2016 年成果尤为显著。同时，进入新的业务细分领域，注重业务风险的分担；引进专业管理人才，注重公司员工教育程度的提升，有助于公司长久发展。

(2) 财务能力及趋势分析

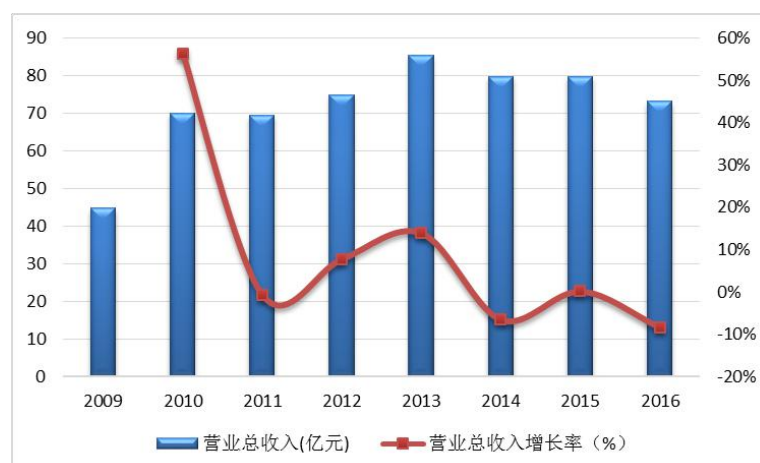


图 3-7 华贸物流营业收入与增长率趋势图

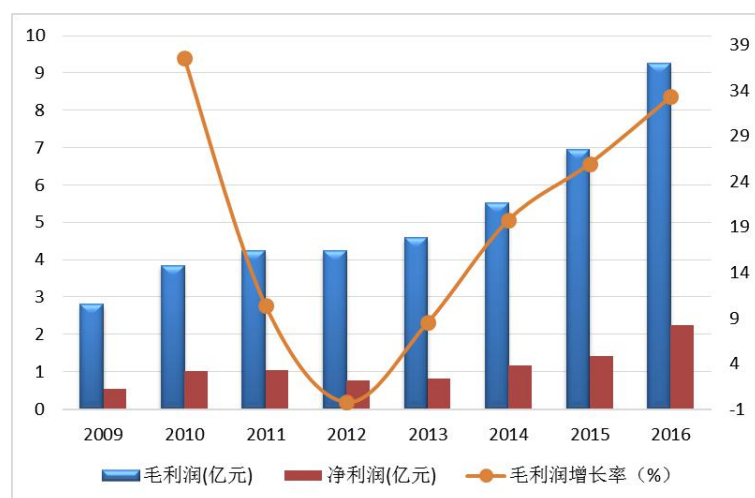


图 3-8 华贸物流利润指标变化

由图 3-7 与图 3-8 不难看出，受国际与国内经济复苏缓慢的影响，物流需求得不到有效扩大，物流需求供需不平衡，运价上调困难，运输成本难以降低，营业收入处于较低水平。尽管 2014 年通过收购兼并，进入细分领域，实现业务内涵式增长，但华贸物流的营业收入增长率依然较小，财务成长能力不容乐观。

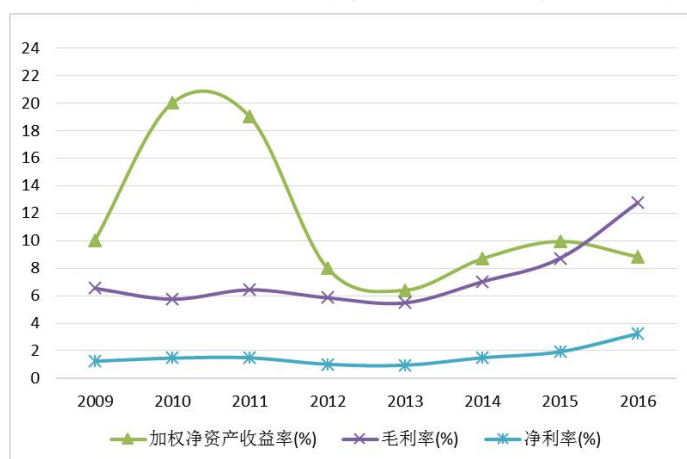


图 3-9 华贸物流盈利能力指标变动

2014 年并购德祥系与 2016 年并购中特，对盈利能力有显著的提升，2016 年中特增厚净利润 2.4 亿元，对公司净利润增长贡献 30%以上。通过加权净资产收益率、毛利率、净利率指标分析，可见其盈利水平虽颇具稳定性，但基本已经处于较低水平。

（3）客商结构及稳定性分析

截止 2016 年 12 月 31 日，前五名客户销售额 85,642.69 万元，占年度销售总额 11.72%，无关联方交易，前五大客户的应收款占公司应收款项总额 16.67%。前五名供应商采购额 110,286.15 万元，占年度采购总额 17.30%，无关联方交易。可见，客户及供应商数量众多，前五大客户销售额与前五大供应商采购额占比较小，且比例处于不断减小的趋势，因此，基本排除因为个别大客户或大供应商变

动影响企业的经营状况的可能性。

作为中国最早获得国家经营许可的一级国际货代企业之一，在长期经营中积累了大量的优质客户。尽管，公司通过平台中心建设、信息化建设、重资产投入、资源整合、创新服务产品，增强客户粘度，减少客户流失，但由于信息技术以及物流行业的准入门槛相对降低，使得行业竞争激烈，客观上仍然存在老客户流失、新客户拓展困难的风险。

（4）行业竞争力分析

截止 2016 年底，在物流行业 A 股上市的 52 家公司中，华贸物流总市值排名第 20，净资产排名 18，净利润排名 15，都处于中等偏上的水平，在整个物流行业中都具有代表性。华贸物流公司业务种类众多，服务产品越来越综合，形成了国际空运出口、国际空运进口、国际海运出口、国际海运进口、工程物流、仓储第三方物流、跨境电商物流、供应链贸易等十项核心业务板块，基本实现了跨境物流服务产品的全覆盖。

就企业产品资质方面，首先，华贸物流发展和经营历史悠久，行业经营资质齐备且运行情况良好，被中国物流与采购联合会授予 5A 级物流企业称号，2015 年度公司申请取得国际快递专营牌照。更重要的是，近年来又采取积极策略，开发新资质与特种物流：其一，2014 年收购具有进口仓储分拨资质、占据全国市场份额 35%以上的德祥系；其二，2016 年收购中特物流，进入电力工程物流、项目大件运输、核燃料运输、危险品铁路运输等细分领域，中特物流下属合资公司中广核铀业物流(北京)有限公司是中国广核集团核燃料唯一的物流运输平台，已拥有 7 类危险货物道路运输的全部资质，也是国内唯一一家具有 7 类危险货物铁路商运资质的运输单位。2017 年华贸物流将继续推进并购战略的实施，扩大企业规模的同时，涵盖更多的产品服务种类。

华贸物流已基本实现跨境物流服务产品的全覆盖，形成十项核心业务板块，行业经营资质齐备且运行情况良好，品牌优质，网络齐全，并积极开发新资质与特种物流，就现阶段而言，其跨境物流领域核心竞争力与同行相比，具有无可比拟的优势。

在 A 股上市的 52 家物流公司中，华贸物流毛利率、净利率分别排名 32、35，落后于行业一半以上的企业，尤其是 2016 年以来甚至出现低于行业平均水平的现象，可见其最能体现企业竞争力指标的净利率上，华贸物流不容乐观。

众所周知，跨境电商发展迅猛，而跨境电商离不开跨境物流的支持，因此对跨境物流带来行业冲击与挑战。华贸物流在内的传统跨境物流企业也面临着转型升级，能否提供数据化、及时的电商物流，是能否支撑跨境电商业务的关键环节。而就目前华贸物流对外公布的资料显示，虽意识到跨境电商带来的新机遇，但还未采取积极的应对措施，相比其他公司海外建仓、大力推进信息化数据化管理等快速跟进，跨境电商这一新兴物流业态给华贸物流带来的更多是挑战。

(5) 生命周期阶段识别

经以上四方面分析，华贸物流网络齐全，拥有完善的产业链和盈利模式；作为老牌国企企业，业务操作与管理经验丰富，积累了大量稳定优质的客户与供应商，市场占有率较高；受大环境经济下行影响，物流行业出现供过于求的情况，华贸物流体量大，盈利水平颇具稳定性，但无法改变毛利低的情况；信息技术以及物流行业的进入门槛相对降低，使得行业竞争激烈；企业发展进入瓶颈，近年不断寻找新的价值增长点，如收购德祥系与中特物流来拓展新的业务领域、改变总控方、管理层大规模变动。2016 年规模扩大成果尤为突出，实现新增 8 家子公司，截至 2016 年底，总规模达到 56 家子公司。通过近五年子公司数量、职工规模与变化分析可知，华贸物流公司体量大，且处于不断的规模扩大过程中，2016 年成果尤为显著。同时，进入新的业务细分领域，注重业务风险的分担；引进专业管理人才，注重公司员工教育程度的提升，有助于公司长久发展。经上分析，因此，华贸物流已处于企业发展的成熟期，为避免进入衰退期，寻找新的价值增长点，以期延长成熟期的周期长度。

华贸物流处于成熟阶段，有稳定的利润，单位产品的收益率较高，资本结构基本稳定，成长能力已经减弱甚至消失，特种物流逐步涉足，在短期内不会有特别大的战略变动，若想再次获得高成长力，则需进行相应的产品探索、细分领域开发以及通过加大研发投入技术优势，但在资本支出上并未出现明确规划。因此，收益法中自由现金流估值模型是最适合的估值方法。收益法将企业看成一个统一的整体，从企业的未来盈利能力的角度出发，来评估企业的价值。自由现金流量贴现模型数据基本来自企业对外公布财务报告，保证数据的真实，也有利于评估结果的客观性。

自由现金流量贴现模型分为零增长模型、固定增长模型、两阶段增长模型、三阶段增长模型，其中，两阶段增长模型将预测期间分为准确预测期和后续期，准确预测期企业的自由现金流保持高速增长，但高速增长的期限不会无限延长，后续期预测现金流基本稳定。华贸物流在成熟期阶段采取并购等新举措，获得再成长，但随着竞争加剧，此增长阶段极为短暂，边际效益递减，增势在五年之后基本进入稳定期，因此相比其他三种模型，两阶段增长模型更适合华贸物流的经营环境。

3.3.2 现金流量预测

收益法中企业自由现金流折现模型，二阶段模型公式为：

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC_1)^t} + \frac{FCFF_n(1+g)}{(WACC_2 - g)(1+WACC_1)^n}$$

$FCFF = \text{税后息前营业净利润} + \text{折旧与摊销} + \text{营运资本增加} - \text{资本支出}$

式中， $FCFF_t$ —预期第 t 年的自由现金流量；

$WACC$ —加权平均资本成本率;

g — $FCFF$ 的增长率;

$\sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC_1)^t}$ —准确预测期间的企业价值;

$\frac{FCFF_n(1+g)}{(WACC_2-g)(1+WACC_1)^n}$ —后续期的企业价值。

由公式可知, 自由现金流折现模型中现金流量预测与资本成本率预测是关键, 其中现金流量预测主要预测参数包括税后息前营业净利润、折旧与摊销、营业资本增加与资本支出。

(1) 税后息前营业净利润预测

税后息前营业净利润 = 营业收入 - 营业成本 - 管理费用 - 销售费用 - 所得税费用

因此, 依据 2012-2016 年华贸物流公司年报数据, 按照公式, 逐步进行计算, 过程如下:

表 3-4 税后息前营业净利润各指标变化 单位: 亿元, %

年份	2012	2013	2014	2015	2016
营业收入	74.9	85.3	79.7	79.8	73.1
营业收入增长率	7.77	13.89	-6.57	0.13	-8.40
营业成本	70.5	80.7	74.1	72.8	63.8
营业成本增长率	--	14.47	-8.18	-1.75	-12.36
管理费用	1.04	1.13	1.31	1.43	2.06
销售费用	2.04	2.23	2.46	3.41	3.53
所得税费	0.2672	0.3048	0.3478	0.4192	0.4039
税后息前营业净利润	1.0528	0.9352	1.4822	1.7408	3.3061
增长率	--	-11.17	58.49	17.45	89.92

数据来源: 2012-2016 年华贸物流公司年报

从表 3-4 构成税后息前营业净利润的指标要素逐个查看: 营业收入 2012-2016 年分别增长了 7.77%、13.89%、-6.57 %、0.13%与-8.40%, 单从数据了来看, 难以归纳其历史规律, 更难以推测其未来趋势。公司最近三年主营业务未发生重大变化, 2016 年主营业务收入占总营业收入的 91.12%, 主营突出, 现已成为中国领先的跨境现代综合第三方物流企业, 处于行业领先地位。受国际与国内经济复苏缓慢的影响, 物流需求得不到有效扩大, 物流需求供需不平衡, 运价上调困难, 运输成本难以降低, 营业收入处于较低水平。尽管 2014 年通过收购兼并, 进入细分领域, 实现业务内涵式增长, 但华贸物流的营业收入增长率依然较小。企业营业净利润与战略发展有着直接的关系, 2016 年国规模扩大成果尤为突出, 实现新增 8 家子公司, 截至 2016 年年底, 总规模达到 56 家子公司。2014-2016

年在并购带来业务增长、与削减资金需求量大且毛利率极低的钢铁供应物流带来业务减少双重作用下，营业收入、成本波动较大，2014-2016 年营业成本变动率分别为 14.47%、-8.18%、-1.75%、-12.36，呈现出不可拟合的趋势，如下图所示，变动趋势不具有后延性。

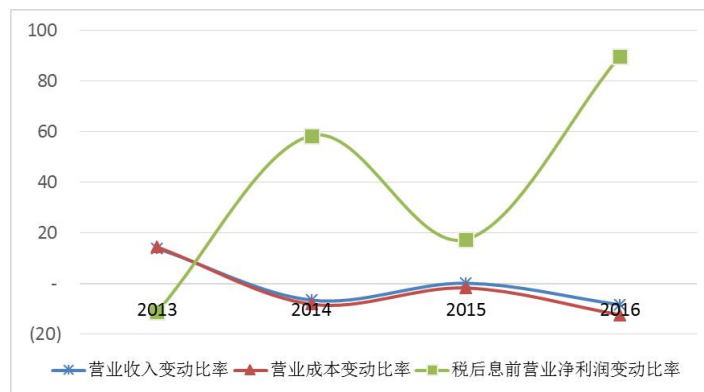


图 3-10 营业收入、成本及税后息前净利润变动比率图

管理费用、销售费用、所得税费用占比较小，且所得税费率的比例不同子公司之间的差比较大。管理费用分别增长 1.04%、1.13%、1.31%、1.43%、2.06%，销售费用分别增长 2.04%、2.23%、2.46%、3.41%、3.53%，增长率成逐年上涨趋势，但从实际情况出发考虑，增长率并不会高速增长，趋势并不会一直持续，因此，对税后息前营业净利润直接进行预测，更具客观性。

表 3-5 税后息前营业净利润增长率计算表 单位：%

年份	2012	2013	2014	2015	2016
税后息前营业净利润增长率	-11.17	58.49	17.45	89.92	38.67
权重	0.5	0.0	0.5	0.0	1.00
加权增长率	-5.59	0.00	8.72	0.00	3.14

数据来源：2012-2016 年华贸物流公司年报

由于 2014 年与 2016 年的并购计划使得营业净利润增长率出现大幅度增加，但处于成熟期的华贸物流此现象并不会频繁发生，因此在计算营业净利润增长率时，采用加权算法，2014 年与 2016 年数据赋予权重为 0，2013 年与 2015 年数据较为符合生命周期的特点，赋予权重 0.5，得出加权增长率为 3.14%，计算出预测税后息前营业净利润如表 3-6 所示：

表 3-6 税后息前营业净利润预测 单位：亿元

年份	2017	2018	2019	2020	2021
税后息前营业净利润	34,098.59	35,168.75	36,272.49	37,410.87	38,584.97

(2) 折旧与摊销预测

折旧与摊销包括固定资产折旧、无形资产摊销与长期待摊费用摊销。

表 3-7 折旧与摊销计算表 单位：万元，%

年份	2012	2013	2014	2015	2016
固定资产折旧	143.59	1,386.81	1,589.11	2,399.21	5,019.59
无形资产摊销	1,351.39	428.73	266.05	309.79	642.18
长期待摊费用摊销	272.99	249.79	379.18	372.76	353.36
折旧与摊销总计	1,767.97	2,065.34	2,234.34	3,081.75	6,015.14
折旧与摊销总计增加额	——	297.37	169.00	847.41	2,933.38

数据来源：2012-2016 年华贸物流公司年报

由表 3-7 分析可知，长期待摊费用摊销保持基本稳定的水平，固定资产折旧、无形资产摊销 2015 年与 2016 年陡增的原因是收购德祥系与中特物流所致：其中，2016 年华贸物流固定资产净额、无形资产净额、长期待摊费用分别增加 1.85 亿元、1.11 亿元、182 万元，收购中特物流合并造成的分别是 2.1 亿元、0.98 亿元及 370 万元。

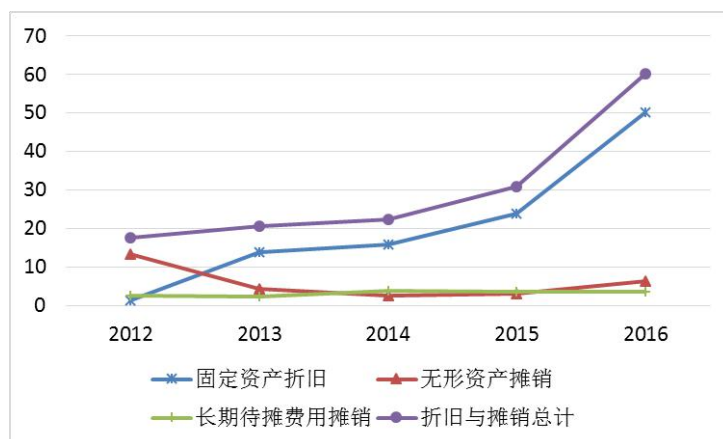


图 3-9 折旧与摊销变化趋势

如上图所示，固定资产折旧占折旧摊销总额的比例较大，折旧摊销的变化趋势与固定资产折旧变化趋势基本一致，根据折旧与摊销本身所具有的粘性特征，计算折旧与摊销总计每年增加额平均值为 10,617,925.59 元，折旧与摊销的预测值如下表：

表 3-8 折旧与摊销预测表 单位：万元

年份	2017	2018	2019	2020	2021
折旧与摊销预计	7,076.93	8,138.72	9,200.51	10,262.31	11,324.10

（3）营运资本增加额预测

营运资本 = 经营流动资产 - 经营流动负债

营运资本，顾名思义，是企业用于营运的资本，在一定程度上反映企业的短期偿债能力，是指一个企业投放在流动资产上的资金，包括企业流动资产和流动

负债，是长期资本以流动形式存在于企业里的资产，即长资短用的资产。经营流动资产包括：应收票据、应收款项、货币资金、存货、预付款项及其他应收款等。如表 3-9 所示：

表 3-9 经营流动资产指标变化 单位：万元，%

年份	2012	2013	2014	2015	2016
货币资金	69,846.56	60,978.69	51,269.29	64,737.26	114,882.41
应收票据	824.86	2,045.70	1,188.90	1,589.13	22,329.09
应收账款	109,685.35	115,054.03	123,007.05	116,089.76	168,018.97
预付账款	45,284.51	63,378.42	59,318.92	26,195.66	13,725.44
其它应收款	8,850.57	8,397.49	10,182.15	14,936.70	14,408.18
存货	6,687.74	5,937.39	3,937.99	14,650.60	10,391.82
经营流动资产	234,491.85	249,854.34	244,966.31	223,548.51	333,364.10
流动资产合计	243,148.11	257,742.67	250,521.41	243,584.98	345,387.23
总资产	274,536.32	291,578.38	310,690.61	306,316.70	512,310.82
总资产增加率	——	6.21	6.55	-1.41	67.25
占比	85.41	85.69	78.85	72.98	65.07

数据来源：2012-2016 年华贸物流公司年报

由表 3-9 分析可知，经营流动资产所占总资产的比例渐趋减少，由于 2016 年收购中特物流的特殊事件，总资产增加率异常大，对数据的稳定性产生极大干扰，因此在计算时，剔除 2016 年异常数据，总资产增加率均值为 3.78%，符合成熟期企业的资产变动幅度，而经营流动资产的变动比率约为总资产变动比率的 66.67%，因此经营流动资产预测如表 3-10 所示：

表 3-10 经营流动资产预测 单位：万元，%

年份	2017	2018	2019	2020	2021
总资产增长率	3.7848	3.7848	3.7848	3.7848	3.7848
总资产	531,700.97	551,825.01	572,710.71	594,386.90	616,883.50
经营流动资产增长率	2.5232	2.5232	2.5232	2.5232	2.5232
经营流动资产	341,775.63	350,399.41	359,240.78	368,305.25	377,598.43

经营流动负债包括：应付账款、预收账款、其他应付款、应付职工薪酬、应交税费等，如表 3-11 所示：

表 3-11 经营流动负债指标变化 单位：万元，%

年份	2012	2013	2014	2015	2016
应付票据	20,823.00	11,834.41	6,258.87	398.78	4,700.00
应付账款	63,772.58	60,698.63	63,670.85	59,962.72	80,358.82
预收账款	19,019.67	15,336.76	19,592.65	5,325.21	4,083.52
应付职工薪酬	3,869.57	3,929.99	5,386.49	7,512.94	10,935.66
应交税费	1,171.87	2,741.48	2,267.37	2,243.35	3,808.44
其他应付款	2,637.81	3,684.26	18,160.39	6,974.06	30,954.76
经营流动负债	111,294.50	98,225.53	115,336.62	82,417.07	134,841.20
流动负债合计	150,162.34	162,246.90	169,841.36	150,802.51	150,074.86
总负债	150,439.71	162,521.42	170,103.80	151,052.87	153,819.77
总负债增加率	——	8.03	4.67	-11.20	1.83
占比	73.98	60.44	67.80	54.56	87.66

数据来源：2012-2016 年华贸物流公司年报

由表 3-11 分析可知，经营流动负债占总负债的比例也较为稳定，但在 2014 年与 2016 年的并购使得经营流动负债比例增加，因此排除，采用 2012 年-2015 年比例变动率的平均值 6.47% 为预测变动比率。2015 年其它应付款支付收购德祥集团 65% 股权款项 1.37 亿元，使得总负债增加率出现负值，剔除 2015 年非常规数据，总负债增加率均值为 4.84%。通过去除干扰项后得到的经营资产以及负债的预测值如下表：

表 3-12 营运资本增加额预测 单位：万元，%

年份	2017	2018	2019	2020	2021
经营流动资产	341,775.63	350,399.41	359,240.78	368,305.25	377,598.43
经营流动负债	116,872.91	122,532.73	128,466.64	134,687.91	141,210.46
营运资本额	210,842.71	224,069.53	238,266.83	253,502.24	269,847.74
营运资本增加额	12,319.82	13,226.82	14,197.30	15,235.40	16,345.51

(4) 资本支出

资本支出是增量概念，指长期资金投入的增加，即用于购买各种长期资产支出减去无息长期负债的增加额。资本支出的计算方法为：

$$\text{资本支出} = \text{经营性长期资产增加值} - \text{经营性长期负债增加值} + \text{折旧摊销}$$

经营性长期资产包括长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产、商誉、递延所得税资产，指标及变化如表 3-13 所示：

表 3-13 经营性长期资产指标变化 单位：万元

年份	2012	2013	2014	2015	2016
长期股权投资	——	——	——	——	1,481.60
固定资产	10,898.25	10,775.74	24,076.15	29,554.22	48,074.38
在建工程	6,826.27	9,339.49	2,879.22	——	8,552.27
无形资产	12,129.40	11,898.75	12,644.42	12,341.47	23,463.83
商誉	——	——	16,319.16	16,319.16	71,409.14
长期待摊费用	687.24	935.35	639.92	410.14	591.74
递延所得税资产	847.05	886.38	1,501.92	1,998.33	5,643.74
经营性长期资产	31,388.22	33,835.71	58,060.80	60,623.32	159,216.71
经营性长期资产/ 总资产	11.43	11.60	18.69	19.79	31.08
占比增长率	——	0.1712	7.0833	1.1034	11.2871

数据来源：2012-2016 年华贸物流公司年报

近年来华贸物流的资本支出处于不断增大的趋势，采取积极策略开发新资质与特种物流：其一，2014 年收购具有进口仓储分拨资质、占据全国市场份额 35% 以上的德祥系；其二，2016 年收购中特物流，拥有 7 类危险货物道路运输的全部资质，也是国内唯一一家具有 7 类危险货物铁路商运资质的运输单位。经营性长期资产变动幅度剧烈，不能直接判断其变动趋势，而经营性长期资产占比总资产呈现逐渐增长的趋势，且在 2014 年与 2016 年发生并购后产生明显影响，2017 年华贸物流将继续推进并购战略的实施，扩大企业规模的同时，涵盖更多的产品服务种类。但同时，而就华贸物流日前对外公布的资料而言，虽意识到跨境电商带来的新机遇，但还未采取积极的应对措施，相比其他公司海外建仓、大力推进信息化数据化管理等快速跟进，华贸物流并未在跨境电商这一新兴物流业态进行更多的资本支出。

华贸物流处于成熟阶段，有稳定的利润，单位产品的收益率较高，资本结构基本稳定，成长能力已经减弱甚至消失，特种物流已经涉足，在短期内不会有特别大的战略变动，若想再次获得高成长力，则需进行相应的产品探索、细分领域开发以及通过加大研发投入技术优势，但在资本支出上并未出现明确规划。

因此采用经营性长期资产在总资产中的占比变化来判断经营性长期资产的变动。受公司战略影响，处于成熟期的华贸物流，经营性长期资产占比总资产成上升趋势，并随着可能出现的并购、平台建设等出点明显增长，所以采用加权计算法，对 2014 和 2016 并购影响较大权重赋值 0.1，2015 年相较 2013 年更具用参考性，分别赋权重 0.3 和 0.5，通过加权计算得出占比增长率为 2.44%，具体计算过程如表 3-14 所示：

表 3-14 经营性长期资产增长率计算表 单位：%

年份	2012	2013	2014	2015	2016
占比增长率	——	0.1712	7.0833	1.1034	11.2871
权重	——	0.3	0.1	0.5	0.1
加权占比增长率	——	0.0513	0.7083	0.5517	1.1287

数据来源：2012-2016 年华贸物流公司年报

上文已对总资产的变化做出具体的预测，此处直接引用，通过计算得出经营性长期资产预测值如表 3-15 所示：

表 3-15 经营性长期资产预测表 单位：万元，%

年份	2017	2018	2019	2020	2021
总资产	531,700.97	551,825.01	572,710.71	594,386.90	616,883.50
占比	33.52	35.96	38.40	40.84	43.28
经营性长期投资额	178,216.78	198,427.03	219,911.82	242,738.71	266,978.49

经营性长期负债包括长期应付款、专项应付款、递延所得税负债，通过年报查询，华贸物流经营性长期负债不存在长期应付款、专项应付款，只包括递延所得税负债一项，如表 3-16 所示：

表 3-16 经营性长期负债指标变化表 单位：万元，%

年份	2012	2013	2014	2015	2016
递延所得税负债	277.37	274.52	262.44	250.36	3,494.92
经营性长期负债	277.37	274.52	262.44	250.36	3,494.92
经营性长期负债变动额	——	-2.85	-12.08	-12.08	3,244.56
负债合计	150,439.71	162,521.42	170,103.80	151,052.87	153,819.77
占比	0.18	0.17	0.15	0.17	2.27

数据来源：2012-2016 年华贸物流公司年报

2012-2015 年经营性长期负债占比总负债非常稳定约为 0.17%，因此基本不变，2016 年递延所得税中非同一控制企业合并资产评估增值 32,715,073.28 元，使得递延所得税负债激增，根据 2014 年与 2015 年收购德祥后的变动趋势预测经营性长期负债如表 3-17 所示：

表 3-17 经营性长期负债预测表 单位：万元

年份	2017	2018	2020	2021
经营性长期负债变动额	-12.08	-12.08	-12.08	-12.08
经营性长期负债	3,482.83	3,470.75	3,446.59	3,434.51

由于折旧与摊销上文已计算，资本支出的预测值如表 3-18 所示：

表 3-18 资本支出预测表 单位：万元，%

年份	2017	2018	2019	2020	2021
经营性长期资产	178,216.78	198,427.03	219,911.82	242,738.71	266,978.49
经营性长期负债	3,482.83	3,470.75	3,458.67	3,446.59	3,434.51
净经营性长期资产	174,733.95	194,956.27	216,453.15	239,292.11	263,543.98
净经营性长期资产 增加额	18,761.80	20,222.32	21,496.88	22,838.96	24,251.86
折旧与摊销预计	7,076.93	8,138.72	9,200.51	10,262.31	11,324.10
资本支出	25,838.73	28,361.05	30,697.39	33,101.27	35,575.96

(5) 自由现金流量预测

根据公式，计算精确预测期自由现金流量如下表所示：

表 3-19 未来自由现金流量预测表 单位：万元

年份	2017	2018	2019	2020	2021
税后息前营业净利润	34,098.59	35,168.75	36,272.49	37,410.87	38,584.97
折旧与摊销预计	7,076.93	8,138.72	9,200.51	10,262.31	11,324.10
营运资本增加额	12,319.82	13,226.82	14,197.30	15,235.40	16,345.51
资本支出	25,838.73	28,361.05	30,697.39	33,101.27	35,575.96
FCFF	27,656.61	28,173.24	28,972.91	29,807.31	30,678.62

3.3.3 资本成本率预测

在使用 FCFF 模型进行价值估算的过程中，折现率即为企业的加权平均资本成本率。资本成本率的预测依据历史数据，本文通过计算华贸物流的加权平均资本成本来确定折现率，计算公式为：

$$WACC = \text{权益资本成本率} * \text{所有者权益百分比} + \text{债务资本成本率} * \text{债权百分比}$$

即：

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

$WACC$ —加权平均资本成本

D —债务价值

E —股权价值

K_d —债务资本成本率

K_e —股权资本成本率

T —公司所得税率

(1) 资本结构

资本结构即企业中债务资本、股权资本在总资本中的比重。

表 3-20 资本结构指标变化表 单位：万元，%

年份	2012	2013	2014	2015	2016
总资产	274,536.32	291,578.38	310,690.61	306,316.70	512,310.82
总负债	150,439.71	162,521.42	170,103.80	151,052.87	153,819.77
债务资本比重	54.80	55.74	54.75	49.31	30.02
所有者权益合计	124,096.61	129,056.96	140,586.81	155,263.83	358,491.05
权益资本比重	45.20	44.26	45.25	50.69	69.98

数据来源：2012-2016 年华贸物流公司年报

根据公司年报数据，通过计算可得出 2012 年-2016 年公司债务资本的平均比重为 48.92%，股权资本比重为 51.08%。成熟期阶段，企业的显著特征之一便是资本结构基本稳定，因此，2017 年-2021 年预测资本结构不变动，维持在债务资本占比 48.92%、股权资本占比 51.08%左右。

(2) 债务资本成本

债务成本即是企业为投资融资活动所借的债务的成本。在我国，公司债务的资本成本主要表现为银行公布的贷款利率，因此，本文使用国家发布的五年以上的贷款利率并扣除所得税即可得到债务资本成本，本文选取中国人民银行 2016 年公布的五年以上贷款基准利率为 4.9%。

$$K_d * (1 - T) = 4.9\% * (1 - 25\%) = 3.675\%$$

(3) 权益资本成本

权益资本成本是指本公司为股权融资所需付出的成本，也即股本成本，通常选用资本资产定价模型进行计算，公式为：

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

其中： K_e —股权资本成本

R_f —无风险利率

R_m —市场预期回报率

β —市场不可分散化的风险

$R_m - R_f$ —市场风险溢价

无风险利率选择十年期政府债券利率作为无风险利率，选取 2012 年至 2016 发行的十年期国债的平均利率作为无风险利率，即 3.53%。

市场风险溢价等于市场预期回报率减去无风险利率，而市场预期回报率又称为市场平均收益率。本文使用 2012 年 1 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日沪深 300 指数的历史收盘价进行计算，求得 R_m 为 6.33%，通过计算得出市场风险溢价为 2.97%。

$$R_m = \sqrt[5]{\frac{2012\text{年}1\text{月}1\text{日沪深}300\text{指数收盘价}}{2016\text{年}12\text{月}30\text{日沪深}300\text{指数收盘价}}} = \sqrt[5]{\frac{2435.61}{3309.99}} = 6.33\%$$

风险系数 β 需要进行回归计算，为了简化计算过程，本文通过 Wind 咨询金融终端值计算器得到华贸物流近 24 个月的 β 值为 0.96，则

$$K_e = 3.53\% + 0.96 * (6.33\% - 3.53\%) = 6.38\%$$

(4) 加权平均资本成本率

因此，准确预测期的资本成本率为 5.0567%。

$$WACC_1 = 48.92\% * 3.675\% + 51.08\% * 6.38\% = 5.0567\%$$

后续期的企业价值计算，根据五年预测期 FCFF 增长率以及华贸物流处于物流行业中等水平，确定 g 为 2.9%，则

$$WACC_2 = 30.96\% * 3.675\% + 69.04\% * 6.38\% = 5.5425\%$$

表 3-21 精确预测期自由现金流量折现预测

单位：万元

年份	2017	2018	2019	2020	2021
FCFF	27,656.61	28,173.24	28,972.91	29,807.31	30,678.62
折现系数	0.96	0.91	0.87	0.84	0.80
折现值	26,438.52	25,746.20	25,310.84	24,892.89	24,492.14

通过计算华贸物流的企业价值为 10,699,703,798.30 元，公司年报披露总股数为 999,184,753 股，计算得每股 10.71 元。

第四章 评估结果分析

4.1 传统方法评估验证

上文已识别出华贸物流处于成熟期，并在参数预测与增长年限预测时，充分考虑成熟期企业的发展特点。特别考虑到华贸物流近些年的并购举措并非长久之举，若不进行精确识别，很可能混沌的认为华贸物流与物流行业内大部分企业相同，尚处于企业生命周期的成长期，认为此后相当长的一段时期企业业绩还将处于高成长、高速增长的状态，经历高速增长之后才会进入成熟期相对稳定的状态，这就会评估结果产生很大偏差，因此，此部分将未采用生命周期理论下，运用传统评估方法的评估结果列示如下：

表 4-1 未来自由现金流量预测表 单位：万元

年份	2017	2018	2019	2020	2021
税后息前营业净利润	22,923.07	31,787.73	44,080.48	61,126.99	84,765.63
折旧与摊销预计	3,538.47	4,069.36	4,600.26	5,131.16	5,662.05
营运资本增加额	14,449.43	15,733.52	17,116.89	18,606.81	20,211.06
资本支出	17,987.90	19,802.88	21,717.15	23,737.96	25,873.11
FCFF	22,923.07	31,787.73	44,080.48	61,126.99	84,765.63

表 4-2 精确预测期自由现金流量折现预测 单位：万元

年份	2017	2018	2019	2020	2021
FCFF	22,923.07	31,787.73	44,080.48	61,126.99	84,765.63
折现系数	0.48	0.46	0.44	0.42	0.40
折现值	21,819.71	28,801.29	38,016.74	50,180.82	66,237.01

通过计算华贸物流的股权价值得到的结果为 28.18 元每股，企业价值为 28,152,494,362.49 元，可见若运用传统的收益法对华贸物流进行价值评估，则会严重高估其现在的价值，而这可能使投资者、债权人等以此而作出的经济决策出现失误。

4.2 市场法评估验证

为进一步验证自由现金流量模型的准确性，本文选用市净率模型，运用市场法相对估值法理论对华贸物流进行价值验证。由于华贸物流属于交运物流 A 股，主营业务为跨境物流，因此选取交运物流行业 A 股 8 家与华贸物流市值行业排名相近的公司股票进行数据分析，分别是象屿股份、瑞茂通象、澳洋顺昌、长久物流、锦江投资、西部创业、广汇物流、华鹏飞，结果如表 4-3 所示，并取得市净率均值为 3.7461。

表 4-3 相关个股市净率指标 单位：元，%

序号	证券代码	证券简称	市值行业排名	收盘价	每股净资产	市净率
1	600057	象屿股份	15	10.32	5.7139	1.8061
2	600180	瑞茂通	17	13.49	4.5509	2.9642
3	002245	澳洋顺昌	19	8.9	1.8982	4.6887
4	603569	长久物流	20	43.8	4.6087	9.5038
5	600650	锦江投资	22	22.87	5.8991	3.8769
6	000557	西部创业	25	5.44	2.6989	2.0156
7	600603	广汇物流	26	10.97	8.0222	1.3675
8	300350	华鹏飞	30	13.38	6.2328	2.1467

数据来源：东方财富网

市净率估价 = 每股净资产 * 参照企业平均市净率

华贸物流 2016 年 12 月 31 日每股净资产 3.5462 元，市净率估价为 12.52 元。

4.3 评估结果差异分析

截止到评估基准日即 2016 年 12 月 31 日，该公司的股票收盘价为 9.91 元。传统评估方法、结合生命周期理论、市净率估值评估结果与市值如表 4-4 列示：

表 4-4 四种价值评估方法评估结果比较 单位：元

价值评估方法选择	企业价值	每股价值	差异比率 1	差异比率 2
传统评估方法	28,152,494,362.49	28.18	263.12%	284.36%
结合生命周期理论	10,699,703,798.30	10.71	100.00%	108.07%
市净率估值	12,509,793,107.56	12.52	116.90%	126.34%
股市收盘价	9,901,920,902.23	9.91	92.53%	100.00%

分析差异原因，我国股票市场信息不对称、信息传递与投资行为存在时差，华贸物流主营跨境物流、股民受众范围小，且我国传统物流行业的股价一般不高，都成为市场低估企业价值的因素。

相较于股票收盘价，市净率评估结果比结合生命周期理论 10.71 元高 16.90%，原因可能在于，物流行业处于行业发展的成长期，与华贸物流企业相似规模的企业也多处在成长期，因此利用市场法市净率估值结果会偏高一些。

而传统评估方法，则会根据华贸物流近年的并购等举措误认为其与行业内大多数企业相似，尚处于高速成长时期，将会经历相当长的成长期与繁荣期，而过度高估企业的价值。

相比传统评估方法过度高估企业的结果，结合生命周期理论对华贸物流进行价值评估具有相应的合理性，评估结果与市净率估值比较低了 14.46%，与市值比较高了 8.06%，既弥补了股票市场的不完全有效性，又结合企业具体的发展状况，评估结果更具有客观性。

第五章 结论

5.1 研究结论

改革开放以来,随着我国经济走出去的快速发展,被称为促进经济发展“加速器”的物流行业得到迅猛发展,近年,物流企业间通过兼并、重组等方式实现资源整合的现象频繁发生,因而,物流企业价值评估颇具现实意义。本文基于生命周期理论视角对华贸物流企业价值评估,从而全面客观地反映被评估企业的真实内在价值,得出以下结论:

(1) 生命周期理论对企业价值评估方法优化作用,体现在合理选择评估方法和准确预测评估参数两大方面,克服传统评估方法运用领域有限以及数据利用不充分的缺点。企业处于不同生命周期阶段,适用不同的评估方法,初创期企业常用实物期权模型,成长期企业选择收益法结合实物期权法,其中超额收益模型更能削弱估计误差,成熟期企业常用收益法中现金流贴现模型,也即自由现金流模型和股权现金流模型,衰退期企业多利用实物期权法和成本法。生命周期阶段可以作为成为可比企业的评判标准,解决同行业、同规模可比公司难以找到的问题。生命周期理论对现金流折现法中评估参数变动预测具有优化作用,不同生命周期企业有对应的预测方法。

(2) 结合生命周期理论对企业价值评估方法进行优化,适合我国物流行业大多数企业价值评估实践。我国物流行业发展具有一定的历史时期,数据资料充足,发展较为稳定,行业业绩波动不大,行业内企业数量众多,不同生命周期企业阶段特征明显,能够采用结合生命周期理论途径来对物流企业价值评估评估方法进行优化。通过行业背景分析,发现我国物流行业现阶段进入壁垒低,市场规模处于不断增长的趋势,内部集中程度低,产品服务呈现多样化、差别化发展,以价格竞争为主,逐渐向技术竞争与规模效应渗透,符合行业生命周期理论关于成长期的特征描述,因此,我国物流行业处于行业生命周期的成长期阶段。

(3) 基于生命周期理论对我国“跨境物流上市第一股”华贸物流进行生命周期阶段识别,促进了评估结果的客观性。在了解华贸物流发展历程、资本结构、组织框架、投资去向的基础上,通过华贸物流对外公布的年度报告以及行业数据分析华贸物流的企业发展规模、财务能力、客户与供应商稳定状况,可知华贸物流已处于企业发展的成熟期,发展渐遇瓶颈,为避免进入衰退期,通过收购德祥系与中特物流等方式寻找到新的价值增长点,试图延长成熟期的周期长度。根据华贸物流处于成熟期阶段,利润、资本结构基本稳定,采用收益法中自由现金流量估值模型作为估值方法,考虑并购战略带来的业绩增长,具体采用两阶段增长模型进行评估计算,对具体参数的预测充分考虑其生命周期特征,采用比例分析、趋势分析等方法。

(4) 在对未来财务指标进行预测的时候选择,以 2012-2016 年的历史数据作为基础,根据企业处于成熟期的阶段特征,做适当的调整,在评估方法选择与

自由现金流量估值模型参数预测中,考虑生命周期阶段特征,能够使得评估结果更具有客观性与科学性。

(5) 相比于传统的评估方法,本文在参数预测与增长年限预测时,充分考虑成熟期企业的发展特点。若不进行精确识别,依据华贸物流近些年的并购举措,很可能混沌的认为华贸物流与物流行业内大部分企业相同,处于企业生命周期的成长期,认为此后相当长的一段时期企业业绩还将处于高成长、高速增长的状态,经历高速增长之后才会进入成熟期相对稳定的状态,这就会评估结果产生很大偏差,但相比传统评估方法过度高估企业的结果,结合生命周期理论对华贸物流进行价值评估具有相应的合理性,评估结果与市场法以及市值比较,都具有相应的优越性。

(6) 企业管理者应重视企业价值评估的必要性与有用性。价值低估对企业并购战略的实施、融资融券的顺利实现以及稳定客户与发展业务都有重要影响,华贸物流管理者应将提升企业价值作为企业发展的目标之一,发挥成熟期阶段优势,发展核心竞争力,创新服务产品,保持跨境物流领域的良好口碑,提高信息对称性;通过平台建设实现客户与供应商数据信息化,增强客户粘度;促进物流业务与相关行业深度融合,拓展企业资质与业务特权,丰富业务种类,开发新客户,扩大受众范围,并积极探索新的增长点,延长成熟期的长度,实现企业价值保值、增值。

5.2 存在不足

由于本人对生命周期理论学习研究的水平有限,虽然通过大量阅读相关书籍和文献,已经对生命周期理论进行了详细的分析,并将生命周期理论运用于案例评估的实践运用,但在案例分析的过程中仍存在不够严谨的地方,如依据生命周期理论对被评估企业的业绩增长率的预测具有主观性;在对未来财务指标进行预测的时候,以 2012-2016 年的历史数据作为依据,并根据企业处于成熟期的阶段特征,做适当的调整,以使得评估结果更具有客观性与科学性,但对增长率的确定的预测,仍有主观判断的成分不可避免。

而且,评估基准日选在 2016 年 12 月 31 日,华贸物流收购中特物流的利好结果还未完全呈现,2017 年实际控制方变动与管理层调整带来的影响未考虑到估值计算过程中,但到目前为止华贸物流 2017 年的年度财务报告还未公布,根据前三季度公布的报告显示,实际控制方变动与管理层调整并未给企业带来明显业绩提升,也未公布新的战略动向,业绩提升主要依靠本文中已经充分考虑的并购德祥系与中特物流,符合本文分析华贸物流已处于生命周期的成熟期特征。

对于文中存在的不足,本人会在未来的工作和学习中,进一步丰富自己的专业知识,并不断积累实践经验,加强对企业价值评估的思考和研究,以使实务评估结果更准确、客观,提高评估结果的可用性。

参考文献

- [1] 蔡方洁. 物流企业并购价值评估研究[D]. 北京交通大学, 2014.
- [2] 曹裕, 陈晓红, 马跃如. 基于企业生命周期的智力资本与企业绩效关系研究[J]. 系统工程理论与实践, 2009.
- [3] 曹裕, 陈晓红, 王傅强. 我国上市公司生命周期划分方法实证比较研究[J]. 系统管理学报. 2010(03)
- [4] 陈佳贵. 关于企业生命周期与企业蜕变的探讨[J]. 中国工业经济, 1995, (11): 5-13
- [5] 陈绿荫. 收益法在物流上市企业价值评估中的应用研究[D]. 暨南大学, 2016.
- [6] 陈晓丹. 生命周期视角下的上市公司价值评估方法研究[D]. 西南财经大学, 2010.
- [7] 董轩. 企业价值评估与企业生命周期[J]. 合作经济与科技, 2008, (10): 40-41.
- [8] 范从来, 袁静. 成长性, 成熟性, 衰退性产业上市公司并购绩效的实证分析[J]. 中国工业经济, 2002, (8): 65-72.
- [9] 冯丽艳. 技术生命周期与技术类无形资产价值评估方法的选择[J]. 商场现代化, 2009, (01): 48-49.
- [10] 冯媛媛. 基于企业生命周期的高新技术企业价值评估方法研究[J]. 技术与创新管理, 2014, (05): 537-541.
- [11] 国霁. 2016 国际企业价值评估大会在吉隆坡举行[J]. 中国资产评估, 2016, (10): 49.
- [12] 姜付秀, 刘志彪, 陆正飞. 多元化经营、企业价值与收益波动研究——以中国上市公司为例的实证研究[J]. 财经问题研究, 2006, (11): 27-35.
- [13] 金晨赫, 高举红. 中国物流产业生命周期的研究[J]. 价值工程, 2011, (25): 26-27.
- [14] 金辉, 陶兰. 基于蒙特卡罗模拟的新三板信息技术企业价值评估[J]. 中国资产评估, 2016, (09): 22-28.
- [15] 李光明, 傅泽田. 收益现值评估模型的比较研究[J]. 企业活力, 2005, (04): 64-65.
- [16] 刘公勤. 价值挖掘与专业创新是资产评估行业改革前行的新航向[J]. 中国资产评估, 2016, (05): 20-21.
- [17] 刘敏. 基于 EVA 模型的企业价值评估应用研究[J]. 中国资产评估, 2012, (08): 30-32.
- [18] 马华锋, 殷官林. 企业价值综合指标体系研究[J]. 贵州财经学院学报, 1999, (03): 47-50.
- [19] 孟威, 杨朕凯. 不同生命周期下企业价值评估方法探析[J]. 中国市场, 2015, (39): 41-42.
- [20] 权忠光, 肖翔. 收益法在企业价值评估中的应用研究[J]. 中国资产评估, 2004, (05): 8-11+6.
- [21] 任佩瑜, 徐伟萍, 杨安华. 基于管理熵的中国上市公司生命周期与能力策略研究[J]. 中国工业经济, 2004, (10): 76-82.
- [22] 汤博. 生命周期视角下企业价值评估方法适用性研究[D]. 首都经济贸易大学, 2015.
- [23] 唐莹. CAPM 模型构建中无风险报酬率的选择与修正——基于企业价值评估收益法[J]. 财会月刊, 2017, (09): 63-65.

- [24]田雪,刘莹莹,司维鹏.物流企业客户生命周期理论的探讨——以联邦快递为例[J].中国储运,2015,(01):140-142.
- [25]王超发,孙静春.基于近似评估法的战略并购中的目标企业价值评估研究[J].软科学,2017,(04):42-46+56.
- [26]王丹惠.EVA在物流企业价值评价中的应用[J].中国流通经济,2004,(05):26-28.
- [27]王钢.基于生命周期的企业价值评估方法研究[D].厦门大学,2006.
- [28]王海涯.软件企业价值评估方法选择研究[D].杭州电子科技大学,2016.
- [29]王鹏,张俊瑞,周龙.企业价值概念、影响因素及其计量:综述与展望[J].财会月刊,2012,(30):87-90.
- [30]王珍.物流企业价值评估初探[J].中国水运,2003,(11):18-19.
- [31]夏思楠.我国第三方综合型物流企业价值评估[J].商业经济研究,2017,(09):93-96.
- [32]熊义杰.企业生命周期分析方法研究[J].数理统计与管理,2002,21(2):36-39.
- [33]徐晓燕,张斌.基于模糊贴近度的企业生命周期判定方法[J].系统工程与电子技术,2004,(10):1406-1409.
- [34]严敏.基于 Ohlson 模型的文化传媒企业价值评估[D].云南财经大学,2015.
- [35]余炳文,张君来.行业分析在企业价值评估中应用的再探析[J].中国资产评估,2016,(10):32-38.
- [36]俞明轩,陈天雨.供给侧改革中的价值驱动与资产评估新动力[J].中国资产评估,2016,(04):13-17+1.
- [37]于文灿.企业生命周期理论视角下传统型企业价值评估方法研究[D].云南大学,2015.
- [38]袁明哲,潘爱玲.实用企业价值评估模型:建模与实证[J].经济经纬,2016,(01):96-100.
- [39]查剑秋,张秋生,庄健.战略管理下的企业内控与企业价值关系实证研究[J].审计研究,2009,(01):76-80.
- [40]赵蒲,孙爱英.资本结构与产业生命周期:基于中国上市公司的实证研究[J].管理工程学报,2005,19(3):42-46.
- [41]郑梦菲.物流企业价值实证分析-基于 Feltham_ohlson 视角[J].物流技术,2013,(11):83-84+93.
- [42]朱南军.三种现金流量折现模型估价差异和适用性分析[J].经济评论,2004,(03):102-104+118.
- [43]卓光英.浅析生命周期理论在林木资产价值评估中的应用[J].贵州商业高等专科学校学报,2010,(01):9-12.
- [44]中国人民大学政策科学研究中心俞明轩王逸玮.供给侧改革下的资产评估创新与发展[N].中国会计报,2016-11-04(009).
- [45].资产评估准则——企业价值[J].中国资产评估,2012,(03):31-34.
- [46]Anthony, J.H, K.Ramesh. Association between Accounting Performance Measures and Stock-prices: A test of the Life-cycle Hypothesis [J]. Journal of Accounting & Economics , 1992, 15 (2-3); 203-227.

- [47]Dickinson, V. Future Profitability and the Role of Firm Life Cycle [EB/OL]. Fisher School of Accounting, University of Florida , <http://ssrn.com/abstract=755804> , 2006.
- [48]Fisher • Black ,汪志国.期权定价与公司债务[J].经济资料译丛,1998,04:30-38.
- [49]F.Modigliani, and Merton H.Miller. Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction.[J]The American Economist.1963:433.
- [50]Irving Fisher. The Rate of Interest: Its Nature,Determination and Relation to Economic Phenomena [M].New York: The Macmillan Co.1907:167-175.
- [51] J. W. Gardner 1965. How to Prevent Organizational Dry Rot , Harper’ s Magazine
- [52]Maria Caridi, Antonella Moretto, Alessandro Perego, Angela Tumino. The benefits of supply chain visibility: A value assessment model,[J]International Journal of Production Economics 151,2014:1-19.
- [53]Mason Haire 1959. Biological Models and Empirical Histories in the Growth of Organizations in, Model Organization Theory, ed. Mason Haire, New York : John Wiley.
- [54]Myers, S.C. The Capital Structure Puzzle,[J]Journal of Finance 39,1984:575-592.
- [55]Olson, E. E and J. A. K nigh. Managing for Value, Handbook of modern finance [M].Boston and New York, WG&L/RIAGroup.1997.
- [56]P Macedo, LM Camarinha-Matos.A qualitative approach to assess the alignment of Value Systems in collaborative enterprises networks,[J]Computers & Industrial Engineering 64,2013:412-424.
- [57]William F Sharpe. Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk.[J] The Journal of Finance.1964,19(3)425-442.

致 谢

岁月如矢，回想两年前的研究生复试，是我第一次来新疆，清楚的记得，那时石大校园里的雪还未化净，空气中还有丝丝凉意，但我的心却是澎湃的，我又一次站在人生的岔路口。在面试老师们耐心的询问与热情的互动中，我本来忐忑的心情渐渐平复，因此顺利发挥，有幸成为石大众多学子中平凡的一员。两年时间匆匆而过，两年来，我不仅仅收获了丰富的专业知识，也收获了快乐的校园生活，因此，要感谢敬爱的老师们、亲爱的同学们，还有我可爱的舍友们。

首先，要感谢我的授业恩师——吴老师，吴老师是一位非常有才华、治学严谨的老师，能够成为吴老师的弟子我倍感荣幸，不仅仅为恩师极高的学术素养所折服，更钦佩恩师为人处世之周全。吴老师在我的学习、实习、生活上都给予我很多的帮助，我本次毕业论文从选题、写作思路、论文框架、到文章的内容都经过了恩师的多次悉心指导。在此，我对恩师两年来的教诲与关怀表示真诚的感谢，感谢恩师的嘱咐与鼓励！

而且，我还要感谢帮助我以及鼓励我的任课老师们。感谢细心教授我资产评估专业课程的郭桂华老师、池玉莲老师、袁玲老师、王建中老师、曹世庆老师等，是他们耐心的课程讲解使我打下了坚实的资产评估专业知识基础，并利用课余时间考过了资产评估师的两门考试。此外，我还要感谢教授我其他相关课程的王生年老师、刘嫦老师、杨元贵老师等，是老师们的认真负责使我的知识体系更加丰富与完善，感谢老师们的指导。

还要感谢在校期间陪伴我的师哥、师姐，感谢我的同学们，是他们的提点帮助了少走很多弯路。作为班级生活委员，非常感谢老师与同学们的信任以及对我工作的支持。我在担任研究生班干部过程中学到的更多的是要尊重周围的人，学会了对同学的宽容与理解，明白是生活环境与成长经历的不同塑造了不一样的个体，而宽容与理解是使个体孤岛相连的黏贴剂，团结同学就要从内心肯定分歧，允许差异的存在，求大同、存小异才能提高班级的凝聚力。

此外，还要感谢我三位可爱的舍友，她们有思想、有上进心，感谢两年来她们的鼓励与关怀，在我为难的时候总是能听到她们的剖析与宽慰，我们也从陌生人变成了一颦一笑都再熟悉不过的挚友。

最后还要感谢我的家人，感谢父家人的辛苦付出，在生活上给了我莫大的支持，让我可以顺利完成学业，不留遗憾。两年的研究生生活转瞬即逝，我也不得不走出校园的象牙塔，努力完成从一个稚气未脱的学生向社会职业人的转变，相信我们都会有一个美好的明天，不忘初衷，继续前行！

作者简介

高鹏飞，女，1994年2月1日生于河北省唐山市。2016年9月师从吴昊旻教授，于2018年6月毕业于石河子大学经济与管理学院资产评估专业，获得资产评估专业硕士学位。

在校期间发表文章：

高鹏飞.从盈利水平角度分析食盐行业放松市场准入行政性壁垒的必要性[J].纳税,2017(13):96.

石河子大学硕士研究生学位论文

导师评阅表

研究生姓名	高鹏飞	学制	两年
专业	资产评估硕士	研究方向	企业价值评估

学术评语:

企业价值评估一直是资本市场中的重点和难点问题,论文选题来自于实际企业,具有一定的理论与现实意义。该生论文通过对企业价值及其影响因素、评估模型、生命周期理论研究梳理,对国内外学术和实务动态、本学科领域前沿知识以及本专业理论与技术有一定的了解,对文献资料和事实材料的阐述较为详实,具备一定的基础理论和专业知识水平。

论文选取华贸物流为案例研究对象,运用了生命周期理论识别其所处企业生命周期阶段,结合合理,论证有据。通过分析企业发展规模、财务能力、客户与供应商稳定状况等,根据周期阶段特征,采用收益法中自由现金流估值模型作为估值方法,考虑并购战略带来的业绩增长,具体采用了两阶段增长模型进行评估计算,对具体参数的预测充分考虑其生命周期特征,使评估结果更具准确性。并将运用传统评估方法、市场法中相对估值法、以及市值三种结果与本文评估结果进行比较,分析差异原因,得出来结论,在评估物流行业企业价值时,结合生命周期理论的方法对原有评估方法具有优化作用。文章所提供的评估模型与参数预测方法,为物流行业其他企业进行价值评估提供了新的角度,结论基本可行,给予肯定。

总之,该生论文选题具有一定的理论与现实意义,论文写作较为规范,图标清晰规范,语言流畅。概念清晰,结构安排符合逻辑。论点明确,论据较为详实。研究方法适当,论证过程较为严谨,达到了硕士论文的质量水平。

指导教师签字: 

2018年6月11日