

(上接D67版)

如上所述，本次交易前招商局集团已间接合计持有外运发展60.95%的股份，并且根据本次交易方案，深圳市招商蛇口资产管理有限公司向本次交易的异议股东提供现金选择权将不会导致招商局集团拥有的外运发展权益影响外运发展的上市地位，因此，深圳市招商蛇口资产管理有限公司提供前述现金选择权将触发要约收购义务，但属于《上市公司收购管理办法》第六十三条第二款规定的免于提交要约收购豁免申请的情形。

(四) 中国外运A股发行价格合规性分析

1、本次交易未评估的合规性分析

本次交易不同于通常的上市公司发行股份购买资产，其定价方式依照换股吸收合并的交易类型，对于合并方中国外运的发行价格，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、行业可比公司估值水平等因素综合确定的，未以资产评估结果为依据。

(1) 本次交易的背景和原因

本次交易系为进一步落实并贯彻中共中央“十九大”会议精神，引导经济脱虚向实、企业去杠杆的经济政策，实现招商局集团旗下物流业务的充分整合。中国外运以换股方式吸收合并外运发展，完成物流业务陆路、海上、空中的全面整合，全面提升中国外运物流业务的竞争力与盈利能力，有利于中国外运实现物流板块跨越式发展，打造成为全球物流龙头企业，更好地服务国家“一带一路”倡议。本次交易参照《首发管理办法》的要求进行。

本次交易进行估值的主要目的是为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，为本次中国外运的发行价格、外运发展的换股价格及换股比例的公允性及合理性提供依据。本次交易估值充分考虑合并双方的特点及市场惯例，切实有效地保障了合并双方全体股东的合法权益，亦满足《首发管理办法》的要求。

(2) 本次交易定价符合《重组管理办法》的相关规定

根据《重组管理办法》第二十条第二款规定：“相关资产不以资产评估结果作为定价依据的，上市公司应当在重大资产重组报告中详细分析说明相关资产的估值方法、参数及其他影响估值结果的指标和因素。上市公司董事会应当对估值机构的独立性、估值假设前提的合理性、估值方法与估值目的的相关性发表明确意见，并结

合相关资产的市场可比交易价格、同行业上市公司的市盈率或者市净率等通行指标，在重大资产重组报告书中详细分析本次交易定价的公允性。”

本次交易中，估值机构中信证券及中银证券分别出具了《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》，认为本次交易的估值合理、定价公允，不存在损害公司及其股东利益的情形。

合并方中国外运参考可比上市公司及可比交易的估值情况而确定的发行价格，已充分考虑了本次交易背景和目的，并充分平衡本次合并双方股东的利益，估值合理、定价公允。被合并方外运发展换股价格的确定以停牌前的历史价格为基础，充分考虑了本次合并双方的估值水平、资本市场环境等多方面因素，参考市场惯例，定价公允、合理。

本次交易的估值情况已经合并双方董事会、合并双方股东大会及中国外运类别股东会审议通过。合并双方全体独立董事已对估值机构的独立性、估值假设前提的合理性、估值方法与估值目的的相关性以及交易定价的公允性发表了独立意见并已充分披露。

基于上述，本次交易定价符合《重组管理办法》的相关规定。

(3) 本次交易未聘请评估机构进行评估符合合同类型吸收合并交易的惯例安排

近几年完成的可比换股吸收合并案例情况中均未进行资产评估，而是由财务顾问出具估值报告对于交易定价合理性进行分析，本次交易未聘请评估机构进行评估符合合同类型吸收合并交易的惯例安排。

可比吸收合并交易的具体情况如下：

■

注：2014年之前公告方案的可比换股吸收合并案例参照修订前的《重组管理办法》，在重大资产重组报告书中对于估值方法、交易定价的公允性做了详细披露，未单独披露估值报告。

(4) 本次交易采用的估值方法符合《重组管理办法》第二十条的规定

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有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。

考虑到中国外运处于综合物流行业，能够在公开市场上取得可比上市公司的资料，且有行业交易案例，为客观反映合并双方的股东全部权益价值，本次交易主要以可比上市公司方法、可比交易方法作为双方估值的参考基础。

基于上述分析，本次交易采取的可比公司法和可比交易法是契合公司实际情况的，充分考虑了本次交易的背景和目的，估值合理、定价公允，符合《重组管理办法》第二十条的规定。

（5）本次交易总体方案已经国务院国资委同意

本次交易的方案已经整体报送国务院国资委并于2018年5月24日取得了国务院国资委下发的《关于中国外运股份有限公司吸收合并中外运空运发展股份有限公司有关问题的批复》（国资产权[2018]261号），国务院国资委同意中国外运吸收合并外运发展的总体方案，其中包含中国外运的发行价格以及外运发展的换股价格情况。

国务院国资委作为国资主管机构，是《企业国有资产评估管理暂行办法》的颁布机构和解释机构，且已同意中国外运吸收合并外运发展的总体方案，因此本次交易未进行资产评估不影响本次交易经济行为的效力，不会对本次交易产生实质不利影响。

综上所述，本次交易的方案为中国外运换股方式吸收合并外运发展，本次交易估值充分考虑换股吸收合并交易双方的特点及市场惯例，切实有效地保障了合并双方全体股东的合法权益，参照并满足《首次公开发行股票并上市管理办法》的要求。本次交易定价符合《重组管理办法》的相关规定，未聘请评估机构进行评估符合合同类型吸收合并交易的惯例安排，且国务院国资委已同意本次吸收合并的总体方案，本次交易未评估不影响本次交易经济行为的效力，不会对本次交易产生实质不利影响。

2、本次交易估值报告无需取得国务院国资委或其他主体备案

根据《企业国有资产评估管理暂行办法》第四条的规定，企业国有资产评估项目实行核准制和备案制。经各级人民政府批准经济行为的事项涉及的资产评估项目，分别由其国有资产监督管理机构负责核准。经国务院国有资产监督管理机构批准经济行为的事项涉及的资产评估项目，由国务院国有资产监督管理机构负责备案；经国务院国有资产监督管理机构所出资企业及其各级子企业批准经济行为的事项涉及的资产评估项目，由中央企业负责备案。

本次交易估值报告系估值机构中信证券及中银证券以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为目的，并非根据《企业国有资产评估管理暂行办法》所进行的国有资产评估，无需依据《企业国有资产评估管理暂行办法》的规定进行国有资产评估结果的备案。

(五) 本次交易符合《上海证券交易所股票上市规则》的规定

1、社会公众股比例的相关规定

根据《上海证券交易所股票上市规则》：“18.1（十一）股权分布不具备上市条件：指社会公众股东持有的股份连续20个交易日低于公司总股本的25%，公司股本总额超过人民币4亿元的，低于公司总股本的10%。”

上述社会公众股东指不包括下列股东的上市公司其他股东：

- 1、持有上市公司10%以上股份的股东及其一致行动人；
- 2、上市公司的董事、监事、高级管理人员及其关联人。”

2、中国外运股权结构情况

截至报告书签署日，中国外运总股本60.45亿股，大于4亿股，若要满足上市条件，则中国外运社会公众股东持有的股份应超过公司总股本的10%。

根据中国外运2018年半年度报告及中国外运出具的书面说明，截至报告书签署日，中国外运董事、监事、高级管理人员不存在持有公司股份的情况，亦不存在股权激励计划安排；持有中国外运10%以上股份的股东为招商局集团及外运长航集团，除招商局集团及外运长航集团外，不存在其他直接持股10%以上的股东。截至2018年

6月30日，中国外运主要股东情况如下：

■

3、外运发展股权结构情况

根据外运发展2018年半年度报告，持有10%以上股份的股东为中国外运，除中国外运外，不存在其他持股10%以上的股东。截至2018年6月30日，外运发展的前五大股东情况如下：

■

4、合并完成后中国外运社会公众股比例模拟测算

根据招商局集团及外运长航集团分别出具的《关于放弃主张异议股东退出请求权的声明和承诺》，招商局集团及外运长航集团承诺就本次换股吸收合并放弃主张异议股东退出请求权。由于本次交易须经合并双方股东大会2/3以上审议通过，因此，在本次交易通过股东大会审议的情形下，中国外运异议股东行使退出请求权理论最大值为中国外运其他H股股东持有2,037,704,000股股份的1/3，即679,234,667股；外运发展异议股东行使现金选择权理论最大值为外运发展除中国外运以外其他A股股东持有353,600,322股股份的1/3，即117,866,774股。在此极端情况下（异议股东理论最大值），本次交易前后中国外运股权结构情况如下：

■

注1：117,866,774股*换股比例3.8225=450,545,744股
注2：353,600,322股*2/3*换股比例3.8225=901,091,487股

综上，在极端情况下，交易完成后中国外运社会公众股占比为30.54%，高于公司总股本10%，符合《上海证券交易所股票上市规则》的规定。

（六）本次交易完成后，上市公司董事、监事和高级管理人员及其关联人不会持有上市公司股份，不存在其他影响上市公司社会公众股比例的情形

1、交易完成后，上市公司董事、监事和高级管理人员及其控制的机构不持有上市公司股份

截至报告书签署日，不存在中国外运的董事、监事、高级管理人员及其关系密切的家庭成员或中国外运的董事、监事、高级管理人员直接或者间接控制的法人或者其

他组织持有中国外运的股份的情形，公司亦不存在股权激励计划的安排。

2、中国外运的董事、监事和高级管理人员不持有外运发展股份，本次换股完成后不存在持有上市公司股份的情形

截至报告书签署日，不存在中国外运的董事、监事、高级管理人员及其关系密切的家庭成员或中国外运的董事、监事、高级管理人员直接或者间接控制的法人或者其他组织持有外运发展股份的情形，因此，本次换股吸收合并完成后，不存在上述人员通过换股持有合并后上市公司股份的情况，亦不存在其他影响上市公司社会公众股比例的情形。

综上，根据《上海证券交易所股票上市规则》的规定，由于中国外运董事、监事和高级管理人员及其关联人不存在持有中国外运或外运发展股票的情况，因此，本次换股吸收合并完成后，上市公司董事、监事和高级管理人员及其关联人不持有上市公司股份，不会对社会公众股比例造成影响，亦无其他影响上市公司社会公众股比例的情形。

(七) 本次交易符合《上市公司收购管理办法》第八十三条的规定

1、交易完成后上市公司的前十大股东持股情况

以截至2018年6月30日中国外运及外运发展的股东为基准，假设至本次交易完成后股份合并双方股东持股数量保持不变，在不考虑现金选择权的情况下，本次交易完成后上市公司的前十大股东情况如下：

■

2、主要股东之间是否存在一致行动关系

基于上述测算，本次交易完成后，外运长航集团及招商局集团分别持有中国外运33.26%及19.49%股权，除上述两家外，不存在其他持有上市公司5%以上股权的股东。根据《上市公司收购管理办法》第八十三条的相关规定，招商局集团与外运长航集团构成一致行动关系。

六、换股吸收合并方案合理性分析

通过本次换股吸收合并，中国外运将完成对外运发展务、资产的充分整合，达到解决中国外运与外运发展之间潜在的同业竞争、消除关联交易、完善公司治理结构等目的。中国外运吸收合并外运发展，并以中国外运为合并后的存续公司，外运发展

终止上市地位并注销法人资格。同时，中国外运为本次换股吸收合并发行的A股股票及控股股东、实际控制人持有的原内资股将申请在上交所上市流通。

本次换股吸收合并的被合并方外运发展为一家在上交所上市的A股公司，其股票在二级市场的历史交易价格已经充分反应其公司价值及市场对外运发展增长前景的乐观预期，因此以历史交易价格为基础确定其换股价格不仅符合市场惯例和相关监管要求，也已经给予了外运发展的投资者合理的回报。同时，换股价格在外运发展股票停牌前历史股价的基础上给予了合理比例的溢价，对参与换股的外运发展股东给予了合理的风险补偿。

本次换股吸收合并的合并方中国外运为一家在联交所上市的H股公司，并无A股价格可以作为公允价值的直接参照。合并方中国外运A股发行价的确定综合考虑了合并双方的总体业务情况、盈利能力、增长前景、抗风险能力、A股可比公司的估值水平以及过往案例情况，兼顾了中国外运H股股东和外运发展A股股东的利益。

因此，本次换股吸收合并中，中国外运的发行价格和外运发展的换股价格充分考虑了合并双方的特点及市场惯例，切实有效地保障了合并双方全体股东的合法权益。

（一）中国外运A股发行价格合理性分析

1、中国外运的估值方法，参数及其他影响估值结果的指标和因素

根据《重组管理办法》的相关规定，重大资产重组中相关资产可以选择是否以资产评估结果作为定价依据，当不以资产评估结果作为定价依据时，上市公司应当在重大资产重组报告中详细分析说明相关资产的估值方法、参数及其他影响估值结果的指标和因素。

（1）相关资产估值方法的选择

从并购交易的实践操作来看，通常主要的估值方法包括市场法、收益法和资产基础法，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。

市场法是指将估值对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定估值对象价值的评估方法。市场法通常包括可比公司法和可比交易法。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。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，得到交易标的的企业价值或股权价值。

收益法是指将预期收益资本化或者折现，确定估值对象价值的估值方法。其基本步骤如下：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，得到交易标的的企业或股权价值。

资产基础法是指以特定估值基准日的资产负债表为基础，就表内及可识别的表外各项资产、负债价值进行估值，确定估值对象价值的估值方法。

考虑到中国外运已为H股的上市公司，在本次交易完成前，受上市公司监管及商业保密的限制，无法取得详细的未来盈利及现金流预测；同时，公布未来盈利预测可能会引起股价异动，增加本次交易的不确定性；并且，未来盈利及现金流预测受内外多方面因素影响，难以保证未来经营预测的准确性，因此本次交易标的资产不具备采用收益法进行估值的条件。另外，中国外运所经营的业务属于综合物流行业，具有轻资产型的特点，中国外运所拥有的物流网络、行业经验、品牌价值等资产无法通过资产基础法得出，因此也不适用于资产基础法。

本次换股吸并的合并方中国外运作为H股上市公司，在境内A股资本市场拥有较多的可比公司及可比交易案例，能够在公开市场上取得可比上市公司或者可比案例交易的资料，为客观反映合并双方的股东全部权益价值，本次交易主要以可比上市公司方法、可比交易方法作为双方估值的参考基础。

（2）估值方法参数及其他影响估值结果的指标和因素

本次交易聘请独立估值机构出具估值报告，估值步骤包括：1、研究标的公司的业务、财务情况及资产状态；2、进行可比公司分析，包括选取适当的可比公司、市场倍数等关键参数、计算得出目标公司的市场价值范围；3、进行可比交易分析，包括选取适当的可比交易、市场倍数、计算得出目标公司的市场价值范围；4、综合可比公司法及可比交易法分析结果得出估值分析结论。

在利用可比公司法与可比交易法进行估值时，一般而言参数的选取主要包括市盈率（PE）、市净率（PB）、市销率（PS）、企业价值（EV）/EBITDA以及企业价值（EV）/EBIT等。对于市净率（PB）而言，主要适用于资金密集型的金融类企业，市销率（PS）主要适用于成长初期，尚未实现稳定盈利但又具备一定市场份额的公司，企业价值（EV）/EBITDA以及企业价值（EV）/EBIT主要是针对重资产型企业。

考虑到中国外运的主营业务为综合物流服务，属于相对轻资产型的运营公司，同时鉴于中国外运长期持续稳定经营，且交易完成后首次在A股上市，因此选择了市盈率（PE）作为估值参数。

对于可比公司法而言，影响估值结果的指标和因素主要包括：1、可比公司是否所处同一行业，是否受到相同的经济因素影响；2、可比公司业务结构类型、经营模式是否接近；3、可比公司面对的风险、经营成长性是否尽可能相当。通过对上述影响估值结果的因素分析并考虑中国外运在本次交易完成后拟在A股上市，选择了如下A股物流上市公司作为可比公司。

■

注：1、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；

2、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；

3、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；

4、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。

2、中国外运A股综合物流行业可比公司、可比交易估值情况

本次换股吸收合并中，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（指2016年10月1日至2017年9月30日，下同）市盈率为负、无市盈率数据的A股上市公司；3、从业务、开发模式等多角度挑选与中国外运近似可比公司。

基于上述标准，截至中国外运及外运发展第一次董事会审议本次吸收合并方案之日（即2018年2月28日），A股从事综合物流业务的可比上市公司市盈率情况如下：

■

注：1、数据来源：上市公司年报，wind；

2、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；

根据上表，可比公司最近12个月市盈率区间为12.50倍至36.67倍，平均市盈率23.36倍，中值17.73倍。中国外运A股发行价格（除息前）对应2017年度每股收益的市盈率为13.97倍，低于A股可比公司最近12个月市盈率平均值及中值水平。

依据中国外运《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个月市盈率平均值、中值分别计算中国外运股东全部权益价值如下：

■

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，中国外运全部股东全部权益价值范围为408.50亿元至538.21亿元。

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。

■

注：数据来源：wind、相关公告。

根据上表，可比交易市盈率区间为8.24倍至14.37倍，平均市盈率11.39倍，中值11.47倍。

在以可比交易市盈率作为参考估值指标时，依据中国外运《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。

综上，将可比公司及可比交易的市盈率作为参考估值指标时，中国外运股东全部权益估值倍数区间为8.24倍至36.67倍。依据以上述可比公司法、可比交易法估值结果，本次中国外运全部所有者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所有者权益价值，H股股价对应中国外运H股所有者权益价值，则中国外运全部所有者权益价值为283.21亿元，位于26

2.43亿元至538.21亿元的估值区间内。

中国外运A股发行价格（除息前）对应2017年度每股收益的市盈率为13.97倍，低于前述A股可比公司最近12个月市盈率水平。

3、中国外运未来的增长潜力

（1）中国物流行业保持较快增长速度，物流体系不断完善，行业运行日益成熟和规范

物流业是融合运输业、仓储业、货代业和信息业等方面的复合型服务产业，是国民经济的重要组成部分。中国物流行业较发达国家相比起步较晚，但随着国民经济的迅速发展，近年来我国物流行业发展总体平稳，物流需求持续增长，根据国家统计局相关数据，2013年至2017年，全国社会物流总额从197.76万亿元增长至252.80万亿元，年复合增长率6.33%，物流业总收入从7.16万亿元增长至8.80万亿元，年复合增长率5.29%。

2014年9月，国务院发布了《物流业发展中长期规划（2014—2020年）》（国发〔2014〕42号），文件指出物流业是支撑国民经济发展的基础性、战略性产业。加快发展现代物流业，对于促进产业结构调整、转变发展方式、提高国民经济竞争力和建设生态文明具有重要意义。2016年6月，国家发改委出台了《营造良好市场环境推动交通物流融合发展实施方案》（国办发〔2016〕43号），提出推动交通物流一体化、集装化、网络化、社会化、智能化发展，构建交通物流融合发展新体系。到2018年，初步形成开放共享的交通物流体系，全社会物流总费用占GDP的比率较2015年降低1个百分点以上；到2020年，建成设施一体衔接、信息互联互通、市场公平有序、运行安全高效的交通物流发展新体系，全社会物流总费用占GDP的比率较2015年降低2个百分点。2017年8月，国务院办公厅发布了《关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》（国办发〔2017〕73号），提出深化“放管服”改革，激发物流运营主体活力；加大降税清费力度，切实减轻企业负担；加强重点领域和薄弱环节建设，提升物流综合服务能力；加快推进物流仓储信息化标准化智能化，提高运行效率；深化联动融合，促进产业协同发展；打通信息互联渠道，发挥信息共享效用；推进体制机制改革，营造优良营商环境，从而进一步推进物流降本增效，着力营造物流业良好发展环境，提升物流业发展水平，促进实体经济健康发展。

整体来看，有完整现代物流解决方案的企业在我国物流行业中占比仍处于低位水平，综合性现代物流的供应无法满足国民经济高速发展的需求，国民生活水平的提高、城镇化进程的加速和大城市集群建设的不断深入，为物流行业在未来一段时间内持续保持良好的增长趋势提供了有利基础。

(2) 中国外运具有强大的物流业务运营能力、广泛的物流网络资源，盈利增长潜力大

中国外运系由对外贸易运输总公司独家发起设立的股份有限公司。对外贸易运输总公司以其与货代、船代、快件、仓储码头、水运、汽运有关业务的股权或相关经营性资产及负债注入中国外运。中国外运是具有领先地位的综合物流供应商，是中国最大的国际货运代理公司、第二大船务代理公司，连续蝉联中国国际货运代理百强第一名、中国物流百强第一名，多次获评“中国最具竞争力（影响力）物流企业”，并位列于Armstrong & Associates 2017年全球货运代理行业排名第四名、全球第三方物流行业第七名。作为中国最早开展国际货代业务的企业之一，中国外运依托强大的股东背景和资源不断完善物流网络布局，已形成了覆盖全国的物流网络体系，在沿海口岸等关键战略地区储备了丰富的物流资源。同时，中国外运还通过自有海外网点及海外合作代理机构覆盖全球七十余个国家和地区的物流业务需求。截至2018年6月30日，中国外运总资产达634.96亿元，净资产达264.14亿元，资产负债率58.40%，与同行业物流上市公司相比，各方面排名均处于行业前列，具备较强的盈利能力。

外运发展是中国外运旗下从事现代物流业务的核心企业，于1999年正式组建，自外运发展成立以来，外运发展始终坚持以专业化的航空物流为主营方向，已在国内航空货运代理行业建立了领先地位。近年来，为进一步整合优化内部资源，提高运营效率及质量，顺应行业发展趋势，外运发展已将原有的国际航空货运代理服务、国际快件服务、国内货运及物流服务重新梳理调整为空运货运代理、电商物流、专业物流三大业务板块。外运发展一直致力于在我国长三角、珠三角、环渤海、中西部地区的重点城市布局物流仓储设施，同时在北京、上海、成都、青岛等航空枢纽城市均建有大型物流中心。截至报告期末，外运发展自有仓库涵盖海关监管仓库、保税仓库和普通物流仓库等多种类型的仓库，可满足客户各种需求。合并后外运发展以空运货代为核心的货运代理业务将纳入中国外运的统一战略规划和管理体系，极大释放其优质物流资产的价值，充分发挥协同作用，进一步提高整体物流资产及业务的盈利能力和发展空间，与其他物流企业相比，能获得更高的价值溢价。

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，业务协同效应将得到充分释放。合并后的中国外运综合物流服务能力将进一步提升，全球化物流网络布局将进一步完善，核心竞争力、行业影响力及风险抵御能力将进一步增强。合并后外运发展以空运货代为核心的货运代理业务将纳入中国外运的统一战略规划和管理体系，极大释放其优质物流资产的价值，充分发挥协同作用，进一步提高整体物流资产及业务的盈利能力和发展空间。另外，中国外运在强化既有业务的同时将进一步增加电商物流以及相关专业物流的业务能力，完成物流业务在陆运、海运、空运的全面整合，将物流资源深度融合与打通，在多元化、综合性物流企业的建设过程中延伸物流网络、丰富物流产品，提供多种物流

解决方案，强化整体盈利能力。

(3) 中国外运未来发展战略为其增长空间提供了有利保障

中国外运作为招商局集团物流业务的统一运营平台，定位为行业领跑者、产业整合者、供应链物流生态圈的构建者、智慧物流的引领者和实现世界一流的中国物流产业的推动者，中国外运以“一三五”战略规划为指引，加大对内外部资源的整合，提升全网运营和一体化经营能力，形成网络布局完善、资源配置合理、方案设计最优、运营水平高效、先进技术引领、绿色环保安全的综合物流服务体系，中国外运将通过深化企业转型、重构商业模式，实现由物流服务供应商向综合物流服务整合商的转变，具备集物流、商流、资金流、信息流于一体的综合解决方案设计与运营能力，最终发展成为世界一流的综合物流平台企业。

4、中国外运H股股价情况

截至外运发展A股停牌前最后一个交易日（即2017年12月29日），中国外运H股股价为3.83港元/股，折合人民币3.20元/股（中国人民银行公布的2017年12月29日人民币汇率中间价为1港元兑0.83591元），中国外运5.32元/股的发行价格（除息前）相对于上述价格溢价比例为66.25%。中国外运于本次董事会召开前最后一个交易日（2018年4月12日）的H股收盘价为4.61港元/股，折合人民币3.69元/股（中国人民银行公布的2018年4月12日人民币汇率中间价为1港元兑0.80048元），中国外运的A股发行价格相对于该价格的溢价比例为44.17%。

外运发展停牌前、召开两次董事会前及6月底前最后一个交易日中国外运的H股股价分别为3.74港元/股、4.25港元/股、4.51港元/股和4.14港元/股，按照当日中国人民银行公布的人民币汇率中间价换算后，上述股价较本次中国外运发行价的溢价率分别为67.41%、52.77%、45.15%及50.14%，具体情况如下表所示：

■

注：中国外运股价（港币）已根据中国外运2017年度利润分配方案进行了调整。

外运发展停牌前120个交易日（即2017年7月5日至2017年12月29日），对于在中国大陆及香港同时上市的A+H交通运输板块上市公司，其A股股票交易价格较H股股票交易价格溢价均值为90.10%，中值为90.88%。中国外运本次发行价格较股价的溢价率低于停牌前同行业可比公司的平均水平。经查询，2017年1月1日至2018年6月29日，对于在中国大陆及香港同时上市的A+H交通运输板块上市公司，其A股股票交易价格较H股股票交易价格溢价均值为82.01%，中值为79.62%。综上，中国外运发行A股的价格与H股股价的溢价率低于行业平均值及中值。

5、对上市公司和股东权益的影响

本次换股吸收合并前与合并后，归属于中国外运母公司股东加权平均净资产收益率比较如下：

单位：%

■

合并前后，中国外运归属于母公司股东加权平均净资产收益率略升高，同时作为本次换股吸收合并后的存续公司，其持续经营能力、未来发展空间将得到明显提升。

6、中国外运本次估值充分考虑资产瑕疵、业务经营风险、政策调整等因素

本次交易中，合并方中国外运为在联交所上市的H股上市公司，无A股市场价格可以作为公允价值的直接参照，因此其发行价格是以主要A股物流同行业可比公司并结合可比交易作为估值区间参考，并综合考虑了本次交易背景和目的、合并方的总体业务情况、盈利能力、增长前景、抗风险能力等因素综合确定，因此，本次交易中合并方发行价格未对资产瑕疵、业务经营风险、政策调整等因素单独作价考虑；被合并方外运发展为A股上市公司，历史股票价格是其市场价值的真实反映，以历史股票价格为基础确定换股价格是合理的，本次换股价格在外运发展历史股价的基础上给予了合理比例的溢价作为资本市场环境变化等因素的风险补偿。

针对资产瑕疵、业务经营风险、政策调整等因素的情况：

(1) 资产瑕疵因素

中国外运及其下属子公司土地、房产等资产产权权属存在瑕疵并办理完善手续等事宜，实际控制人招商局集团、控股股东中外运长航集团出具了《关于完善中国外运及其下属子公司土地房产等资产产权权属证书的声明和承诺》，具体如下：

1) 招商局集团承诺：

“1、本集团将全力协助、促使并推动中国外运及其下属子公司完善土地、房产等资产的产权权属证书；

2、因不可抗力和法律、政策、政府管理行为、土地规划用途变更等非中国外运及其下属子公司自身因素导致的结果除外，本次交易完成后，如中国外运及其下属子公司因本次交易完成前持有的土地使用权、房产资产存在：(1)正在办理权属证

书的土地使用权、房产未能及时办理完毕；或（2）无法办理相关土地使用权、房产权属证书；或（3）其他土地使用权、房产不规范（包括但不限于使用划拨地、集体土地及违建房产情形）等情形，并遭受包括但不限于赔偿、罚款、支出、利益受损等实际损失的，在中国外运及其下属子公司依法确定相关费用数额后180日内，本集团将以现金方式给予中国外运及其下属子公司及时、足额补偿。”

2) 中外运长航集团承诺：

“1、本公司将全力协助、促使并推动中国外运及其下属子公司完善土地、房产等资产的产权权属证书；

2、因不可抗力和法律、政策、政府管理行为、土地规划用途变更等非中国外运及其下属子公司自身因素导致的结果除外，本次交易完成后，如中国外运及其下属子公司因本次交易完成前持有的土地使用权、房产资产存在：（1）正在办理权属证书的土地使用权、房产未能及时办理完毕；或（2）无法办理相关土地使用权、房产权属证书；或（3）其他土地使用权、房产不规范（包括但不限于使用划拨地、集体土地及违建房产情形）等情形，并遭受包括但不限于赔偿、罚款、支出、利益受损等实际损失的，在中国外运依法确定实际损失数额后30日内，本集团将以现金方式给予中国外运及其下属子公司及时、足额补偿。

3、本次交易完成后，就中国外运及其下属子公司因经营所涉及的瑕疵土地使用权、房产（即中国外运及其下属子公司在本次交易完成前持有的未取得完备权属证书的土地使用权、房产）等情形，致使中国外运及其下属子公司在完善相关瑕疵土地使用权、房产法律手续过程中所产生的赔偿、罚款、税费等费用的，在中国外运依法确定相关费用数额后30日内，本集团将以现金方式给予中国外运及其下属子公司及时、足额的补偿。

4、本次交易完成后，如中国外运及其境内子公司因本次交易完成前租赁的土地使用权、房产资产不规范情形影响各相关企业继续使用该等场地和/或房屋，本集团将积极采取有效措施（包括但不限于协助安排提供相同或相似条件的场地和/或房产供相关企业经营使用等），促使各相关企业业务经营持续正常进行，以减轻或消除不利影响。若中国外运及其境内子公司因其租赁的场地和/或房产不符合相关的法律、法规，而被有关主管政府部门要求收回场地和/或房产或处以任何形式的处罚或承担任何形式的法律责任；或因场地和/或房产瑕疵的整改而承担任何损失或支出，在相关损失无法向出租方追索的情况下，本集团愿意就中国外运及其境内子公司因前述场地和/或房产收回或受处罚或承担法律责任而导致、遭受、承担的任何损失、损害、索赔、成本和费用，向中国外运及其相关境内子公司以现金方式给予及时、足额的补偿，并使中国外运及其境内子公司免受损害。此外，本集团将支持各相关企业向相应方积极主张权利，以在最大程度上维护及保障中国外运及其境内子公司的利

益。”

据此，在办理土地、房产的权属证书期间发生因资产瑕疵而产生的非正常办证费用（赔偿、罚款、额外税费等）的，由招商局集团和中外运长航集团承担。

（2）业务经营风险、政策调整等因素

报告书已在“第四节 风险因素”章节提示政策风险及业务经营风险因素。

综合考虑以上情况，资产瑕疵、业务经营风险、政策调整等因素未影响本次估值相关持续经营假设，且中国外运实际控制人招商局集团和控股股东中外运长航集团已经出具承诺，承担中国外运因资产瑕疵整改而发生的经济损失，中国外运不会因资产瑕疵事宜造成重大的现金流支出，因此，上述资产瑕疵不会对本次换股价格构成实质性的影响。

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。

（二）外运发展换股价格合理性分析

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，综合考虑股票价格波动的风险并对参与换股的外运发展股东进行风险补偿后，在上述均价基础上给予22%的换股溢价率确定，即20.63元/股。外运发展于2018年5月31日召开的2017年度股东大会审议通过了2017年度利润分配方案，按2017年末总股本905,481,720股为基数，每10股派人民币6元现金（含税）。因此，外运发展换股价格根据除息结果调整为20.03元/股。本次外运发展换股溢价率的确定主要是综合考虑股票价格波动的风险并对参与换股的外运发展股东进行风险补偿，具体考虑因素主要包括中国外运的历史交易价格、可比交易市场惯例及停牌期间A股市场、可比上市公司的价格变化等，确定换股价格的考虑因素主要包括：

1、本次外运发展换股价格与历史交易价格比较具有一定的溢价主要系基于对中小股东的风险补偿

本次换股吸收合并中，外运发展A股股东的换股价格定为20.63元/股（除息前），较外运发展停牌前最后1个交易日收盘价、前10个交易日、前20个交易日、前30个交易日、前60个交易日和前120个交易日交易均价、最高价及最低价的溢价分别为19.39%、21.00%、22.00%、20.57%、13.54%、11.82%、0.10%及26.10%，换

股价格与历史各期间交易价格相比具有一定的溢价，充分考虑了本次交易对于被合并方中小股东的风险补偿，有利于保护中小股东的权益。

■

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。

同时，2017年1月1日以来，外运发展股票交易成交最高价为20.61元/股（2017年8月21日），本次交易外运发展的换股价格已超出上述最高价。自2018年3月26日外运发展复牌至2018年8月底，外运发展股票交易收盘价最高为22.06元/股，最低为18.35元/股，收盘价平均值为20.24元/股，本次交易外运发展的除息后换股价格20.03元/股基本接近上述平均值，体现了市场投资者对本次换股价格的认可。

综上，本次外运发展换股价格与历史交易价格比较具有一定的溢价，充分考虑了本次交易对于被合并方中小股东的风险补偿，且复牌以来股价与换股价格趋近，有利于保护中小股东的权益，换股价格的定价具有合理性。

2、本次交易换股溢价水平的设置符合相关市场惯例

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的溢价率情况如下：

■

注：数据来源：公司公告，Wind。

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（除息前），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。

综上，本次外运发展的换股价格较市场价格有一定的溢价，符合市场惯例，且溢价水平高于同类型交易的平均换股溢价水平，充分考虑了中小股东的利益。

3、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股综合物流可比上市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。

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, 有利于保护上市公司和中小股东的权益。

(三) 现金选择权价格分析合理性分析

为充分保护外运发展全体股东特别是中小股东的权益, 本次换股吸收合并将向外运发展异议股东提供现金选择权。外运发展异议股东现金选择权价格以审议本次交易的第一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2.19%的溢价率, 即17.28元/股。根据外运发展2017年度的利润分配方案做相应除息调整, 调整后外运发展现金选择权价格为16.68元/股。

行使现金选择权的外运发展异议股东, 可就其有效申报的每一股外运发展股份, 在现金选择权实施日, 获得由现金选择权提供方按照现金选择权价格支付的现金对价, 同时将相对应的股份过户到现金选择权提供方名下。

1、本次交易的现金选择权定价合理、合规, 符合市场惯例

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, 被合并方现金选择权价格及换股价格定价情况详见下表所示(如无特别说明, 以下各项均为被合并方相关数据):

■

注: 1、上表中数据均来源于相关上市公司公开披露文件;

2、上表可比交易中被合并方相关定价的基准价格, 除长城电脑吸并长城信息案例及招商蛇口吸并招商地产案例选择首次董事会决议公告日前120个交易日的股票交易均价作为基准价格外, 其他可比交易均选择首次董事会决议公告日前20个交易日的股票交易均价作为基准价格。为便于统计分析, 上表中统一列示各可比交易被合并方首次董事会决议公告日前20个交易日被合并方的股票交易均价, 简称“20个交

易日均价”。

从上表可以看到，可比交易案例中，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”）溢价率平均值为14.91%，中值为11.03%；可比交易案例中，为保护被合并方投资者的合法权益，均按照法律法规要求设置了现金选择权，被合并方现金选择权价格大多与20个交易日均价保持一致，现金选择权价格较20个交易日均价溢价率平均为-0.99%，中值为0%。

2、外运发展现金选择权价格定价合理性分析

为充分保护被合并方异议股东的合法权益，根据相关法律法规要求，过往换股吸收合并的交易案例均设置了被合并方异议股东的现金选择权安排。本次换股吸收合并，合并双方已严格按照相关法律法规要求设置了被合并方异议股东的现金选择权安排。上述安排符合法律法规要求，符合可比交易惯例，能够充分保护被合并方异议股东的合法权益。

关于被合并方异议股东现金选择权价格的设置，由于被合并方均为A股上市公司，其股票市场价格能够公允的反应被合并方的市场价值，因此，可比交易案例中，被合并方现金选择权价格大多与20个交易日均价保持一致，现金选择权价格较20个交易日均价溢价率平均为-0.99%，中值为0%。本次换股吸收合并交易，外运发展异议股东现金选择权价格为17.28元/股，较20个交易日均价溢价2.19%。该价格的确定符合可比交易惯例，具体而言：第一，外运发展异议股东现金选择权价格设置以20个交易日均价为定价基准，该基准价格的选择与绝大部分可比交易相同；第二，外运发展异议股东现金选择权价格较基准价格溢价2.19%，该溢价率与可比交易溢价率基本一致，且高于可比交易平均溢价率水平。

因此，本次交易中，外运发展异议股东现金选择权安排符合过往可比交易惯例，外运发展异议股东现金选择权价格是合理的，能够有效保护外运发展异议股东的合法权益，不存在实质损害外运发展异议股东权益的情形。

3、本次交易中现金选择权价格与换股价格之间存在一定程度的差异是合理的

对于被合并方同意换股的股东，其在换股吸收合并后将成为存续公司的股东，需要承担更多的股票价格波动等风险，因此，过往换股吸收合并交易案例中，在确定被合并方股东换股价格时，通常会在基准价格基础上给予一定的换股溢价，作为对参与换股股东的风险补偿。而对于被合并方不同意换股的异议股东，考虑到其承担的风险相对较小，具有一定的确定性。因此，被合并方异议股东现金选择权的溢价率通常低于被合并方股东的换股价格溢价率。同时，可比案例中，现金选择权价格较

20个交易日均价溢价率平均为-0.99%。本次换股吸收合并中，外运发展异议股东现金选择权价格较20个交易日均价溢价2.19%，符合可比交易惯例，该价格的确定充分考虑了异议股东的历史成本和机会成本，能有保护中小股东的权益。因此，被合并方异议股东现金选择权的价格通常低于被合并方股东的换股价格。可比交易案例中，被合并方换股价格较其异议股东现金选择权价格的溢价率平均值为15.58%

本次交易中，外运发展换股价格较异议股东现金选择权价格的溢价率为19.39%，该溢价率与过往可比交易案例溢价率不存在重大差异，处于中等水平，符合市场操作惯例。

此外，本次交易中，外运发展换股价格高于异议股东现金选择权价格的设置，也是为了充分保护换股股东的合法权益。本次交易完成后，中国外运将成为存续公司，外运发展同意换股的股东将成为存续公司中国外运的股东。本次交易后，存续公司持续经营能力、未来发展空间得到明显提升，换股股东可以共享存续公司在本次交易完成后因规模效益和协同效应带来的经营成果，符合外运发展换股股东的长远利益和根本利益；但同时，考虑到外运发展换股股东在换股完成后将承担股票价格波动等风险，因此，本次交易中换股价格的设置高于异议股东现金选择权的价格，上述价格设置具有合理性。

七、本次换股吸收合并未设置业绩补偿及减值测试安排

(一) 基于中国外运所开展业务的行业特点，本次交易采用可比公司和可比交易法进行估值

中国外运所处综合物流行业，能够在公开市场上取得可比上市公司的资料。中国外运是主营业务包括货运代理、专业物流、仓储与码头服务、物流设备租赁和其他服务，其开展的业务属于物流行业。经查询，目前在A股从事物流行业的上市公司共计37家，数量较多，样本充足。同时，市场已充分反映综合物流行业公司的估值，为选用可比公司法对标的公司估值提供了较好的样本基础。因此，在合理选择可比公司的基础上，可比公司法的估值结果能符合市场价值的价值内涵，是对综合物流公司市场价值的直接体现。

从可比交易来看，中远海能收购大连远洋运输有限公司100%股权、黑化股份收购泉州安通物流有限公司100%股权、华贸物流收购中特物流有限公司100%股权、成都富临长运集团有限公司99.97%股权等交易，使得采用可比交易法进行估值可利用的可比案例数量充足，已有案例的披露数据完整且有参考意义，能够有效地反映公司的市场价值。

因此，本次交易中，估值机构充分考虑中国外运实际经营模式以及业务特点后，采用了可比公司法 and 可比交易法作为估值方法。

(二) 本次交易未设置业绩补偿及减值测试安排未违反证监会相关规定

根据《重组管理办法》第三十五条，采取收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的方法对拟购买资产进行评估或者估值作为定价参考依据的，上市公司应当在重大资产重组实施完毕后3年内的年度报告中单独披露相关资产的实际盈利数与利润预测数的差异情况，并由会计师事务所对此出具专项审核意见；交易对方应当与上市公司就相关资产实际盈利数不足利润预测数的情况签订明确可行的补偿协议。

按照《上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编（2015年9月18日）》及《关于并购重组业绩补偿相关问题与解答（2016年1月15日）》，交易对方为上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人，无论标的资产是否为其所有或控制，也无论其参与此次交易是否基于过桥等暂时性安排，上市公司的控股股东、实际控制人或者其控制的关联人均应以其获得的股份和现金进行业绩补偿。如构成借壳上市的，应当以拟购买资产的价格进行业绩补偿的计算，且股份补偿不低于本次交易发行股份数量的90%。业绩补偿应先以股份补偿，不足部分以现金补偿。如果资产基础法中对于一项或几项资产采用了基于未来收益预期的方法，上市公司的控股股东、实际控制人或者其控制的关联人也应就此部分进行业绩补偿。

本次交易中，中国外运拟通过向外运发展的所有换股股东发行股票交换该等股东所持有的外运发展股票，实现中国外运整体上市。根据本次交易估值机构出具的估值报告，中国外运本次发行的A股股票的发行价格主要以可比上市公司的估值情况并结合可比交易的估值情况作为估值区间参考，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、行业可比公司估值水平等因素综合确定，并未采用《重组管理办法》中规定的“收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的办法”。因此，本次吸收合并不属于《上市公司重大资产重组管理办法》规定的必须签订补偿协议的情况。

本次吸收合并完成后，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。根据上述整合思路，存续公司将实现海运、陆运、空运等物流资源全面整合，成为招商局集团下属统一运营平台，符合中国外运发展战略与行业发展趋势，全面提升中国外运物流业务的竞争力与盈利能力，有利于中国外运实现物流板块跨越式发展，打造成为全球物流龙头企业，更好地服务国家“一带一路”倡议；未来整合后的存续公司与估值基准日时点的中国外运相比，在业务及财务方面均将产生一定变化，亦将包括被合并方的全部资产和业务。在该种情况下，对存续公司进行资产评估得出的评估结果与此次中国外

运估值结果可比性较弱，难以具备完全的减值测试条件。

综上所述，本次交易未涉及业绩补偿及减值测试安排的情况未违反《上市公司重大资产重组管理办法》相关规定。

(三) 本次交易不存在损害中小股东利益的情形

本次交易的总体方案为中国外运以换股方式吸收合并外运发展，即中国外运以发行A股股份的方式与外运发展换股股东进行换股，且由深圳市招商蛇口资产管理有限公司向符合条件的外运发展异议股东提供现金选择权。

1、合并后原外运发展股东每股收益和每股净资产变动情况

本次换股吸收合并前与合并后，中国外运及外运发展的每股收益情况如下：

■

注：合并前每股收益为根据外运发展2017年度及2018年1-6月审计报告计算的全面摊薄每股收益，合并后每股收益为根据中国外运备考合并口径2017年度及2018年1-6月审计报告计算的全面摊薄每股收益，且考虑了外运发展与中国外运的换股比例，确保前后数据可比。

本次交易对于中国外运中小股东而言，其每股收益略有增厚，不存在实质性损害中小股东利益的情形。虽然外运发展合并前后每股收益略有摊薄，但中国外运作为存续公司，其持续经营能力、未来发展空间得到明显提升，外运发展换股股东可以共享存续公司在本次交易完成后因规模效益和协同效应带来的经营成果，符合外运发展换股股东的长远利益和根本利益。

本次换股吸收合并前与合并后，外运发展的每股净资产情况如下：

■

注：合并前每股收益、每股净资产为根据外运发展2017年度审计报告计算的全面摊薄每股收益和全面摊薄每股净资产，合并后每股收益、每股净资产为根据中国外运备考合并口径2017年度审计报告计算的全面摊薄每股收益和全面摊薄每股净资产，且考虑了外运发展与中国外运的换股比例，确保前后数据可比。

本次换股吸收合并完成后，外运发展每股收益被摊薄0.0139元/股，较合并前下降0.94%，虽然外运发展合并前后每股收益略有摊薄，但中国外运作为存续公司，其持

续经营能力、未来发展空间得到明显提升，外运发展换股股东可以共享存续公司在本次交易完成后因规模效益和协同效应带来的经营成果，符合外运发展换股股东的长远利益和根本利益。而外运发展每股净资产增厚3.8415元/股，较合并前上升42.54%。

综上，本次交易充分考虑了外运发展股东利益，不存在损害外运发展股东利益的情形。

2、中国外运稳定的业绩增长是保护中小股东利益的长远保障

物流业是国民经济的重要组成部分。随着国民经济的迅速发展，中国物流行业保持较快增长速度，物流体系不断完善，行业运行日益成熟和规范。报告期内，中国外运经营状况总体良好，盈利能力总体保持稳定增长态势。

中国外运核心盈利能力指标如下：

单位：万元

■

注：营业毛利=营业收入-营业成本

报告期内，中国外运的营业收入和扣除非经常损益后归属母公司股东的净利润均保持稳定，具备较强的整体盈利能力和市场竞争力。

3、物流行业未来发展前景广阔

中国宏观经济长期稳定增长，为我国物流行业提供了良好的发展环境。根据我国“十三五”规划纲要提出的经济社会发展目标，我国宏观经济在“十三五”期间将保持中高速增长，物流行业作为社会经济活动的重要组成部分，宏观经济的持续健康发展对物流行业发展壮大起到重要作用。随着GDP的成长，我国贸易的进出口总额也保持良好态势，为中国外运的跨境物流业务提供了重要的支撑。

近年来，物流行业得到国家产业政策的大力支持。2016年以来，物流行业包括《全国电子商务物流发展专项规划（2016-2020年）》、《“互联网+”高效物流实施意见》、《物流业降本增效专项行动方案（2016—2018年）》等相关政策、规划不断密集出台，以上政策鼓励物流业相关企业做大做强，实施规模化运营，对物流交通融合发展、提升规模化效应、降低运营成本等方面给予重要的政策支撑，为中国外运进一步快速发展奠定良好的政策基础。

信息技术的发展实现了信息快速、准确的传递，一方面降低了物流行业的综合成本，另一方面提高了物流行业的服务品质和效率，物流作业过程的数字化、在线化、可视化已有长足的发展。近年来，“智慧物流”已成为行业普遍认可的发展方向，物联网、云计算、移动互联网、大数据、人工智能等技术的进一步发展和在物流领域的应用将为物流行业的创新发展激发活力，也将为中国外运进一步打开盈利空间。

4、股东及实际控制人对公司未来充满信心，均承诺了较长的锁定期

中国外运控股股东外运长航集团、实际控制人招商局集团对公司未来充满了信心，均承诺了较长的锁定期，愿与中小股东共同将企业做大做强，分享企业发展红利。在假设无现金选择权行使的前提下，控股股东及实际控制人附有锁定承诺的股份占发行后总股本比例达52.61%，具体如下：

■

5、本次交易决策程序合规且获得中小股东高票支持

2018年5月31日，外运发展以现场表决与网络表决相结合的方式召开了2017年度股东大会，逐项审议通过了《关于中国外运股份有限公司以换股方式吸收合并中外运空运发展股份有限公司暨关联交易方案的议案》、《关于公司签署附生效条件的的议案》、《关于及其摘要的议案》等议案。在表决过程中，关联股东中国外运回避表决，且对持有上市公司股份5%以下的中小股东表决结果进行单独计票。根据统计，持有上市公司股份5%以下的中小股东以超过90%的投票率审议通过了上述议案。

八、本次交易需履行的审批程序

（一）本次交易方案已获得的批准

1、2018年2月28日，本次交易相关换股吸收合并事项及合并协议已经中国外运董事会第八十八次会议审议通过；

2、2018年2月28日，本次交易相关换股吸收合并事项及合并协议已经外运发展第六届董事会第二十次会议审议通过；

3、2018年4月13日，本次交易相关换股吸收合并事项已经中国外运董事会第九十次会议审议通过；

- 4、2018年4月13日，本次交易相关换股吸收合并事项已经外运发展第六届董事会第二十二次会议审议通过；
- 5、2018年5月18日，本次交易已经国务院国资委批准；
- 6、2018年5月31日，本次交易相关换股吸收合并事项已经中国外运临时股东大会和类别股东会审议通过；
- 7、2018年5月31日，本次交易相关换股吸收合并事项已经外运发展2017年年度股东大会审议通过。

（二）本次交易方案实施尚需获得的批准或核准

- 1、本次交易尚待中国证监会核准；
- 2、本次交易尚待上交所对股票上市交易的审核同意。

本次交易能否通过上述批准或核准存在不确定性。在取得上述必要的批准或核准前外运发展将不会实施本次交易方案，提请广大投资者注意投资风险。

九、本次换股吸收合并对合并双方的影响

（一）本次换股吸收合并对合并双方的影响

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。中国外运实现整体上市，有利于释放协同效应、降低管理成本及提高经营效率，提高中国外运盈利能力。

（二）本次换股吸收合并对存续公司股本结构的影响

根据本次交易方案，中国外运将因本次换股吸收合并新增1,351,637,231股A股股票，本次交易完成后，外运长航集团直接及间接持有中国外运的股权比例为34.71%，招商局集团直接持有中国外运的股权比例为19.49%，合计持有4,011,462,644股，持股比例为54.20%。外运长航集团仍为中国外运的控股股东，招商局集团仍为中国外运的实际控制人，最终实际控制人仍为国务院国资委。

■

(三) 本次换股吸收合并对存续公司财务状况的影响

本次换股吸收合并对存续公司财务状况的影响参见报告书“第十一节 管理层讨论与分析”之“三、本次换股吸收合并完成后存续公司财务状况、盈利能力及未来发展趋势的讨论与分析”。

(四) 本次换股吸收合并对存续公司持续经营能力和未来发展前景的影响

本次交易前，中国外运主营业务包括货运代理、专业物流、仓储与码头服务、物流设备租赁、其他服务等；外运发展主要经营空运货运代理、电商物流及其他专业物流业务。本次合并后，存续公司在强化既有业务的同时将进一步增加电商物流以及相关专业物流的业务能力，完成物流业务在陆运、海运、空运的全面整合，将物流资源深度融合与打通，在多元化、综合性物流企业的建设过程中延伸物流网络、丰富物流产品，提供多种物流解决方案。存续公司可利用强大的货运代理业务能力结合外运发展的跨境电商端到端供应链服务进一步完善公司的业务体系，开拓既有客户的业务需求，同时为新增客户提供更加全面的一站式服务。

本次换股吸收合并完成后，中国外运合并报表口径的营业收入将不会发生变化，但其归属于母公司所有者的净利润将增加。本次换股吸收合并对外运发展持续经营能力和未来发展前景的影响详见报告书“第十一节 管理层讨论与分析”之“三、本次换股吸收合并完成后存续公司财务状况、盈利能力及未来发展趋势的讨论与分析”。

十、中国外运与外运发展的关联关系情况及中国外运向上市公司推荐董事或者高级管理人员的情况

截至报告书签署日，中国外运为外运发展的控股股东，二者存在关联关系。

中国外运向外运发展推荐的现任董事或者高级管理人员如下：

■

十一、中介机构意见

(一) 合并方财务顾问意见

1、中信证券财务顾问意见

中信证券作为本次吸收合并的合并方财务顾问，按照相关法律法规的规定和要求，按照行业公认的业务标准、道德规范，本着诚实信用和勤勉尽责的原则，通过尽职调查对报告书等信息披露文件的适当核查，并与合并方律师及审计机构经过充分沟通后认为：

“本次吸收合并符合国家有关法律、法规要求，按照《重组管理办法》、《上市规则》等相关规定履行了必要的信息披露程序，关联交易审批程序规范；中国外运符合《公司法》、《证券法》、《首发管理办法》等法律法规规定的发行股票的主体资格及实质性条件；本次吸收合并综合考虑了合并双方的总体业务情况、盈利能力、增长前景、抗风险能力、可比公司及可比交易的估值水平等多方面因素，确定了合并方发行价格、被合并方换股价格和换股比例，并设置了现金选择权及异议股东退出请求权，保护了合并方和被合并方股东的利益；针对本次吸收合并中涉及的合并方与被合并方的债权处置，相关方案不存在损害债权人利益的情况；本次吸收合并有利于存续公司提升行业地位、整合内部资源、降低管理成本、提高经营效率。随着本次吸收合并完成后业务整合和协同效应的逐步体现，存续公司可持续发展能力有望进一步增强，有利于维护合并双方全体股东的长远利益。”

2、招商证券财务顾问意见

招商证券作为本次吸收合并的合并方财务顾问，按照相关法律法规的规定和要求，按照行业公认的业务标准、道德规范，本着诚实信用和勤勉尽责的原则，通过尽职调查对报告书等信息披露文件的适当核查，并与合并方律师及审计机构经过充分沟通后认为：

(二) 被合并方独立财务顾问意见

中银证券作为本次吸收合并的被合并方独立财务顾问，参照《公司法》、《证券法》、《重组管理办法》、《若干规定》、《上市规则》等法律、法规、部门规章和规范性文件的相关要求，通过对本次重大资产重组的有关事项进行审慎核查后，发表以下核查意见：

“1. 本次交易符合《公司法》、《证券法》、《重组管理办法》、《首发管理办法》等法律、法规和规范性文件的规定，并按照《重组管理办法》、《若干规定》、《准则第26号》等相关法律法规的规定履行了相应的程序，进行了必要的信息披露；

2. 本次交易完成后存续的上市公司仍具备股票上市的条件；

3. 本次交易完成后存续的上市公司实际控制人未发生变更，本次交易不构成重组上

市；

4. 本次交易基于合并方和被合并方的合理估值水平、财务状况，并充分考虑了合并双方的特点及市场惯例，确定了换股价格和换股比例，同时设置了现金选择权条款，有效保护了被合并方股东，特别是非关联股东的利益；
5. 本次交易有利于存续公司增强持续经营能力，不存在损害被合并方股东，特别是非关联股东合法权益的情况；
6. 本次交易有利于存续公司在业务、资产、财务、人员、机构等方面与实际控制人及其关联人保持独立，符合中国证监会关于独立性的相关规定；有利于保持健全有效的法人治理结构；
7. 随着本次换股吸收合并完成后协同效应的体现，存续公司可持续发展能力将进一步增强，能够维护全体股东的长远利益。”

（三）合并方律师意见

中伦作为合并方律师认为：

“本次合并符合《公司法》、《证券法》、《首发办法》、《重组管理办法》等法律法规的规定，并已依法履行现阶段应当履行的法律程序，在取得本法律意见书第二部分“本次合并的批准和授权”所述的全部批准及授权后，本次合并的实施将不存在实质性法律障碍。”

（四）被合并方律师意见

中博作为被合并方律师认为：

“本次吸收合并的双方均具备本次交易的主体资格；本次交易方案的内容符合法律、法规以及规范性文件的要求；本次交易不存在侵害外运发展及其股东、债权人、员工合法权益的情形；本次交易在取得本法律意见书所述的尚需获得的批准和授权后，其实施不存在实质性法律障碍。”

十二、合并方独立董事意见

（一）关于本次吸收合并的独立意见

本次换股吸收合并系为促进中国外运战略发展，更好地提升公司运营效率及质量之

目的而实施，符合《公司法》、《证券法》等有关法律、法规和规范性文件的要求。本次换股吸收合并方案合理、可行，符合中国外运和全体股东的利益。

本次换股吸收合并的换股价格充分考虑了合并双方的估值水平以及资本市场环境变化等因素，参考市场惯例，定价公允、合理。对中国外运异议股东设置了退出请求权的安排。该等安排有利于保护中国外运中小股东的合法权益。

中国外运与外运发展已签署《换股吸收合并协议》。该协议约定的换股价格及发行价格的确定符合中国证监会关于《重组管理办法》等相关规定。

中国外运与关联方之间2015年至2017年期间发生的关联交易定价公允，不存在损害公司利益的情况，也不存在通过关联交易操纵公司利润的情形。

审议本次换股吸收合并的董事会会议的召集程序、表决程序及方式符合有关法律、法规和《公司章程》的规定。

本次换股吸收合并涉及的资产经过了具有从事证券、期货相关从业资格的会计师事务所的审计，估值机构对本次交易的换股价格、发行价格和现金选择权的合理性和公允性进行了论证，并以估值结果作为确定换股价格的参考，估值机构独立、估值假设前提合理、估值方法与估值目的相关性一致、估值定价公允，符合相关法律、法规等的规定，未损害合并双方及其股东的利益。

本次换股吸收合并尚需中国外运股东大会、中国外运类别股东会、外运发展股东大会审议和有权监管机构的必要批准、核准、同意。

(二) 关于本次吸收合并审计、估值相关事项的独立意见

中国外运与外运发展本次吸收合并聘请的审计机构与估值机构具有从事相关工作必要的专业资质；该等机构，具有独立性，出具的审计报告与估值报告符合客观、独立、公正、科学的原则。

本次估值的假设前提符合国家有关法律、法规要求，遵循了市场的通用惯例或准则，符合估值对象的实际情况，未发现与估值假设前提相悖的事实存在，估值假设前提合理；本次估值机构所选估值方法恰当，估值方法与估值目的相关性一致；本次估值实施了必要的估值程序，遵循了独立性、客观性、科学性、公正性等原则，估值结果客观、公正地反映了估值基准日估值对象的实际状况，本次交易价格具有公允性。

综上所述，本次换股吸收合并有利于公司相关业务的后续发展，符合合并双方及其

股东的利益。本次换股吸收合并符合相关法律、法规和政策的规定，体现了公开、公平、公正的原则，符合中国外运及其股东的利益。

十三、被合并方独立董事意见

(一) 关于本次吸收合并的独立意见

1、本次换股吸收合并系为实现中国外运与外运发展的强强联合，更好地提升公司运营效率及质量之目的而实施，符合《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《上市公司重大资产重组管理办法》等有关法律、法规和规范性文件的要求。本次换股吸收合并方案合理、可行，符合公司和全体股东的利益。

2、本次换股吸收合并的换股价格充分考虑了资本市场环境变化等因素，参考市场惯例，定价公允、合理。此外，本次换股吸收合并将由招商局集团有限公司下属子公司深圳市招商蛇口资产管理有限公司向外运发展异议股东提供现金选择权，该等措施的设置有利于保护中小股东的合法权益。

3、《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）》及其摘要、本次换股吸收合并估值报告等符合《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《上市公司重大资产重组管理办法》及《上海证券交易所股票上市规则》等有关法律法规和规范性文件的规定，本次换股吸收合并方案具备可行性。

4、根据《上海证券交易所股票上市规则》，本次换股吸收合并为关联交易。本次董事会会议的召开和表决程序符合法律、法规、规范性文件和《公司章程》的规定，关联董事就相关的议案表决进行了回避，董事会的表决程序合法。

5、本次换股吸收合并涉及的资产经过了具有从事证券、期货相关从业资格的会计师事务所的审计，合并双方的资产经过专业的估值机构估值，并以估值结果作为换股价格的参考，估值机构独立、估值假设前提合理、估值方法与估值目的的相关性一致、估值定价公允，符合相关法律、法规等的规定，未损害公司及股东特别是中小股东的利益。

6、本次换股吸收合并尚需中国外运及外运发展股东大会审议和有权监管机构的必要批准、核准、同意。

7、公司已按规定履行了信息披露义务，并与相关中介机构签订了《保密协议》，所履行的程序符合有关法律、法规、规章和规范性文件的规定。

综上所述，我们认为本次换股吸收合并有利于外运发展相关业务的后续发展，符合外运发展股东尤其是中小股东的利益。关联交易内容及其定价遵循了公平、公正的市场原则，不存在损害外运发展及中小股东利益的情形。

(二) 关于本次吸收合并估值相关事项的独立意见

1、公司聘请中银证券担任本次换股吸收合并的估值机构，中银证券具备证券业务资格，除业务关系外，与公司及本次换股吸收合并的其他交易主体无其他关联关系，亦不存在现实的及预期的利益或冲突，具有独立性，选聘程序符合相关法律法规及《公司章程》的规定。

2、《估值报告》中估值假设前提和限制条件均按照国家有关法律、法规与规定进行，遵循了市场的通用惯例或准则，符合估值对象的实际情况，未发现与估值假设前提相悖的事实存在，估值假设前提合理。

3、本次估值的目的是对合并双方的资产于估值基准日进行估值，为董事会分析本次换股吸收合并的定价的公允性及合理性提供参考。本次估值中估值机构实际估值的资产范围与委托估值的资产范围一致，运用符合市场惯例且符合本次换股吸收合并实际情况的分析方法，对本次换股吸收合并价格的合理性进行分析。本次估值工作按照国家有关法律、法规与行业规范的要求，估值过程中实施了相应的估值程序，遵循独立、客观、公正、科学的原则，所选用的估值方法合理，参照数据、资料可靠，估值结果客观、公正地反映了估值基准日估值对象的实际状况，估值方法与估值目的的相关性一致，估值定价合理、公允，不存在损害公司及其股东特别是中小股东利益的情形。

第三节 备查文件及地点

一、备查文件

- 1、中国外运董事会第八十八次会议决议；
- 2、中国外运董事会第九十次会议决议；
- 3、外运发展第六届董事会第二十次会议决议；
- 4、外运发展第六届董事会第二十二次会议决议；
- 5、中国外运独立董事对本次换股吸收合并的独立意见；

- 6、外运发展独立董事对本次换股吸收合并的独立意见；7、中国外运与外运发展签署的《中国外运股份有限公司与中外运空运发展股份有限公司换股吸收合并协议》；
- 8、德勤出具的中国外运2015年1月1日至2018年6月30日的审计报告（德师报(审)字(18)第P05017号）；
- 9、德勤出具的外运发展2015年1月1日至2015年12月31日的审计报告（德师报(审)字(16)第P0519号）、2016年1月1日至2016年12月31日的审计报告（德师报(审)字(17)第P00193号）、2017年1月1日至2017年12月31日的审计报告（德师报(审)字(18)第P01170号）及2018年1月1日至2018年6月30日的审计报告（德师报(审)字(18)第P05018号）；
- 10、德勤出具的中国外运2017年1月1日-2018年6月30日的备考合并财务报表及审计报告（德师报(审)字(18)第S00440号）；
- 11、德勤出具的中国外运内部控制审核报告（德师报(核)字(18)第E00297号）；
- 12、中国外运2015年1月1日至2018年6月30日的非经常性损益明细表（德师报(函)字(18)第Q01106号）；
- 13、中信证券出具的财务顾问报告；
- 14、招商证券出具的财务顾问报告；
- 15、中银证券出具的独立财务顾问报告；
- 16、中伦出具的法律意见书；
- 17、中博出具的法律意见书
- 18、中信证券出具的《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》；
- 19、中银证券出具的《中银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》；
- 20、中国外运《公司章程（草案）》；

21、其他与本次发行有关的重要文件。

二、查阅时间、地点

上述备查文件将置备于下列场所，投资者可于工作日上午9:00-11:00、下午3:00-5:00前往查阅。

(一) 中国外运股份有限公司

办公地址：北京市朝阳区安定路5号院10号楼外运大厦B座

联系人：靳佳

联系电话：010-52295122

传真：010-52296655-5122

(二) 中外运空运发展股份有限公司

办公地址：北京市顺义区天竺空港工业区A区天柱路20号

联系人：刘月园

联系电话：010-80418610

传真：010-80418933

(三) 中信证券股份有限公司

办公地址：北京市朝阳区亮马桥路48号中信证券大厦25层

联系人：唐晓晶

联系电话：010-60837470

传真：010-60837447

(四) 招商证券股份有限公司

办公地址：深圳市福田区益田路江苏大厦A座38-45层

联系人：张欢欢、陈鹏

联系电话：0755-82943666

传真：0755-82943121

(五) 中银国际证券股份有限公司

办公地址：北京市西城区西单北大街110号7层

联系人：孙潇童、吴过

联系电话：010-66229000

传真：010-66578962

中国外运股份有限公司

年月日

中外运空运发展股份有限公司

年月日