

基于情景化收益现值法的平台估值逻辑研究

——以福建自贸区电商物流服务平台为例

龚红

(集美大学 诚毅学院,福建 厦门 361021)

摘要:自2013年国务院启动试点以来,国内电商发展如火如荼,行业也逐步从试点探索走向阳光规范,从分散的无序竞争走向集约的平台化运营,涌现了许多跨境电商供应链服务平台,建设福建自贸区^①电商物流服务平台的构想也正是在这样的形势下产生的。以福建自贸区电商物流服务平台的价值基础与价值前景的分析为基础,重点运用情景化收益现值法对其进行估值,并提出相应的估值逻辑应用建议,有利于从价值角度推动电商物流服务平台的建设与发展。

关键词:情景化收益现值法;跨境电商;物流服务平台;估值;福建自贸区

分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1673-1395(2018)05-0085-04

福建自贸区,立足于深化两岸经济合作,自贸区内海关特殊监管区域的重点是探索以贸易便利化为主要内容的制度创新,开展国际贸易、保税加工和保税物流等业务。作为福建自贸区建设重要环节之一,电商的发展有利于提升两岸贸易便利化水平。但由于当前两岸之间电商物流通路存在着一些弊端,比如空运运力不足、小三通监管风险、海运快件船舶运营成本高等,加上信息流不够畅通,形成了“通而不快、通而不透、通而不廉”的物流格局,迫切需要进行物流通路与信息系统的改革与创新,而以服务两岸为基础的电商物流服务平台的建设,有利于解决上述问题,也就具备相应的价值。因此,以福建自贸区电商物流服务平台为例,从价值角度进行平台估值逻辑研究,具有一定参考意义。

一、福建自贸区电商物流服务平台的价值基础

依托闽台地缘优势,以两岸贸易电子商务需求为基础,构建福建自贸区电商物流服务平台,形成电商供应链服务体系,有利于改变当前两岸之间存在

的不利的电商物流格局,进而带动区域电商服务模式创新与产业要素聚集。因此,从需求意义上讲,福建自贸区电商物流服务平台的建设具备了充分的价值支撑。那么,如何实现平台价值落地呢?纵观各种平台项目的发展过程,价值落地均需要以具体应用场景为载体,因此,福建自贸区电商物流服务平台建设,重点是要抓住物流通路和信息系统两个关键支点,从而形成整体价值构建思路,具体见图1。

首先,台湾与欧美之间存在着大量廉价剩余空运运力,福建自贸区可通过陆空、陆海联运辐射大陆内地,如果能够打造一个公共跨境电商物流服务平台,整合两岸通关物流服务要素、串接两岸物流链条,形成两岸间基于多式联运的全程供应链服务一体化,可有效推动两岸间电商供应链服务效率的提升。

其次,作为匹配线上电商物流服务平台的线下通关物流节点,福建自贸区有平潭、福州马尾、福清江阴、厦门等电商监管场所,台湾主要有台北、安平等监管场所,两岸通关物流节点有必要进一步打通,以形成业务衔接,根据当前两岸物流基础设施配套

收稿日期:2018-07-10

基金项目:福建省教育厅社会科学研究项目(JAS150848)

作者简介:龚红(1983-),女,福建邵武人,讲师,主要从事财务与会计研究。

① 全称为“中国(福建)自由贸易试验区”,包括平潭、厦门、福州3个片区。

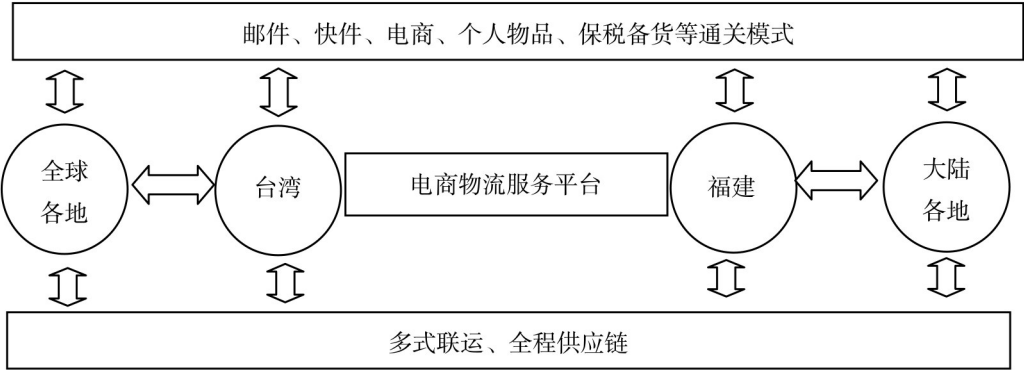


图 1 福建自贸区电商物流服务平台价值构建思路

情况,建议从产业顶层设计与客户服务体验,着力建设福州—台北和厦门—台北的邮快件航空通路、平潭—台北的海运快件快速物流通路、厦门—基隆和厦门—金门—安平的海运快件中速物流通路、马尾—基隆和江阴—基隆的普通班轮通路,实现不同通关模式(包括邮件、快件、跨境电商、个人物品、保税备货等)需求自由选择不同物流通路,这样可减少区域内不同节点间的同质化竞争,同时,建议以厦门和台北为主要转运节点,衔接两岸、辐射全球,这样就形成“线上+线下”相结合的业务模式,有利于为两岸电商物流服务平台注入更多价值。

最后,通过电商物流服务平台对接两岸电商、通关、物流等各环节系统,可以实现两岸间跨境电商信息交互标准化,并生成一体化面单,推动全程物流服务可视化、物流服务产品化,形成跨境电商一体化物流解决方案,进而提升福建在两岸跨境电商中的地位^{[1](P22)}。

二、福建自贸区电商物流服务平台的价值前景

(一)福建自贸区电商物流市场分析

自 2013 年启动试点至今,全国已批准设立 10 个跨境电商进口试点城市及 35 个跨境电商综合试

验区、60 余个城市开展跨境电商进出口业务,试点城市在制度创新、政策突破等方面具有先行先试的作用,非试点城市则主要通过吸收试点城市经验来开展相应业务。在政策引导下,近 10 年来,国内跨境电商交易额年均复合增速达 30%左右,总体呈现试点货量增长快、单个包裹货值小的局面。伴随着贸易订单碎片化发展,跨境电商零售进出口仍将保持长期快速发展,相应地,以服务两岸为特色优势的福建自贸区电商物流市场也将具有较大拓展空间。

以厦门片区为例,并选取广州作为标杆。由于广东与福建的产业结构类似,且广州靠近香港、厦门毗邻台湾,两者地缘优势相近,2017 年广州和厦门的外贸进出口总额分别为 9714.4 亿元、5816.0 亿元,其中进口占比分别为 40.4%、44.1%,说明二者外贸进出口结构也类似,因此,以广州为参照,根据两者外贸进出口总额比值,可推算出厦门电商试点潜在规模约为广州的 59.9%。如表 1 所示,2017 年广州跨境电商试点货量为 2.2 亿票、货值 227.7 亿元,经计算,同期厦门电商试点潜在规模应为货量 1.3 亿票、货值 136.4 亿元,按照物流费用占货值 20%测算,2017 年厦门电商物流市场潜在规模为 27.3 亿元。

表 1 厦门跨境电商物流市场规模测算

试点区域	分析指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
广州	货值/亿元	14.6	67.5	146.8	227.7
厦门	货值/亿元	—	17.4	30.9	36.6
按物流费用占比 20%进行测算(不含 B2B),预计		—	3.5	6.2	7.3
厦门跨境电商物流市场规模/亿元					

鉴于厦门跨境电商业务启动时间比广州晚 1 年左右,现阶段在物流通路建设、信息系统建设等方面

尚未成熟,且当前也面临着来自于周边的平潭、福州、泉州等地的竞争分流(实际上,福建区域内跨境

电商产业尚未进行顶层设计与统一规划),因此实际值与潜在理论值存在较大差距(比如 2017 年厦门试点货量实际规模为 4799.1 万票,远小于潜在规模 1.3 亿票),这也从侧面反映厦门跨境电商物流市场仍具有较大拓展空间。当然,以上还只是针对厦门片区市场的分析,如果再加上平潭、福州马尾、福清江阴等地的业务量,那么福建自贸区电商物流市场规模还要大的多,在这样的形势下,构建跨境电商物流服务平台的市场前景和估值预期会更高。

(二)资本市场关注的跨境电商物流标的分析

国内跨境电商试点经验表明,跨境供应链管理是行业发展受限的关键因素,在做好海外供应商管理的同时必须做好跨境物流执行,而跨境物流执行主要包括处理货物流转速度和清关优化能力,因此,具备优秀的跨境电商供应链配套服务能力、全程物流服务能力企业尤其受到资本市场的关注^[2]。经调研,相关标的如表 2 所示,物流资源型主要包括外

运发展、华贸物流等,平台运营型以中海科技为代表,而综合解决方案提供型则是递四方速递(4PX EXPRESS)。递四方速递是一家致力于为跨境电商提供全球物流和全球仓储领先服务的专业物流方案提供商,旗下拥有三大类、50 余种物流产品和服务、日处理电商订单量超过 200 万件,全面覆盖物流、仓储、IT 支持服务,以及反向物流解决方案,能够满足不同类型和不同规模跨境电商的需求,目前递四方服务各类跨境电商逾 20 万家,年销售收入超过 40 亿元人民币,并先后获得深圳创新投资集团、新加坡邮政、深圳政府基金、IDG、菜鸟网络等多轮股权投资。由此可以看出,递四方非常受到资本市场的青睐,从投资运营角度看,福建自贸区跨境电商物流服务平台可以对标递四方,着力建设线上线下综合服务能力,这有利于其在全国跨境电商物流市场上树立一定的话语权。当然,也可以预估一下该平台的价值。

表 2 具备跨境电商供应链服务能力的重要标的企业

类别	标的企业	备注
上市公司	外运发展	已建设运营“阳光海淘”一站式服务平台;具备货代、清关、仓储网络等物流资源
	华贸物流	海运、空运货代资源,在上海等地有分拨、仓储、港口等资源
	上港集团	
	怡亚通	通关软件、O2O 切入至跨境电商产业链
	新宁物流	
非上市公司	中海科技	拥有遍布全球的运输网络和码头仓储资源,与中海集运、阿里巴巴合作构建“一海通”综合物流信息服务平台
	4PX 递四方、出口易	为跨境电商企业提供通关、物流、金融、IT 等一站式服务解决方案。

三、基于情景化收益现值法的平台估值分析

(一)情景化收益现值法的涵义

情景化收益现值法^①,是在收益现值法的基础上加入情景概念,因此从涵义上来理解,它包括现值法和情景化两个层面的逻辑。其中,现值法即绝对估值法,是指通过估算被评估资产的未来预期收益并折成现值,借以确定被评估资产价值的一种资产评估方法,运用时需要考虑永续增长率与资本预期回报率等指标的取值、若干年后现金以及影响现金投资与运营的因素(假定采用分步法),该方法的优点是主要针对内在价值进行评估、较少受到市场波动及不同会计政策影响,缺点是基于大量假设、终值

在估值结果中占有相当大影响,导致选取指标的每个微小变化都会带来净现值巨大变化。引入情景概念,目的是可以基于某些假设得到某种场景,即乐观、中观、悲观三种,通过分别赋予不同的权重,可得到最终结果,从理论上说,这是对现值法的调整修正,会促使整个预测过程的主要因素变得更加直观,而不同场景权重赋予的科学性则仍需要通过经验实践等进一步验证,但在对互联网平台进行估值本就存在较大困难的情况下,情景化收益现值法不失为一种更优化的估值方法,或者说是另一种估值逻辑的借鉴^{[3](P10)}。为了细化情景化收益现值法的平台估值,笔者主要从估值的前提和估值使用说明进行分析。

① “情景化收益现值法”是由麦肯锡在 90 年代末提出的。

(二)情景化收益现值法的估值逻辑

1.估值前提和结论

以福建自贸区厦门片区 Y 公司为例,简要说明情景化收益现值法的估值逻辑。

Y 公司为初创企业,注册资本 1000 万元,公司定位为跨境电商全程供应链物流解决方案提供商,已开展除保税备货外的所有通关模式业务,目前正致力于打造跨境电商物流服务平台,以便形成“线上+线下”公共服务能力,即线上通过两岸跨境电商物流通路资源整合和系统数据开展服务,线下依托跨境电商监管场所开展供应链服务。总的来说,Y 公司业态与 4PX 相似,不同点是 4PX 以香港作为连接世界的通道,而 Y 公司则利用台湾撬动全球业务。在 Y 公司创建时,向董事会提交了 3 年财务预算,在实际运营中,其线上线下两部分业务分开运营、独立核算,现将二者合并考虑,对 Y 公司进行整

体估值。具体估值过程如下。

第一,暂不考虑 Y 公司至厦门以外区域开展业务,以这个条件为前提,假设 Y 公司前 3 年为预测期,第 4 年及以后为固定增长率的稳定期,根据 Y 公司 3 年财务预算(主要基于业务量预测),前 3 年两项业务合并经营性现金流分别为-454.75 万元、-30.69 万元、595.12 万元。

第二,结合行业特点及中长期发展趋势,假设出现乐观、中观、悲观三种场景的长期利润增长率和折现率分别为(8%,9%)、(5%,10%)、(3%,10%),权重分别为 20%、60%、20%,则将 3 年后的经营性现金流按企业永续增长模型进行折现,这 3 种场景对应估值分别为 5.2 亿元、1.0 亿元、0.5 亿元。

第三,结合三种场景相应的权重,经过进一步计算,即得出 Y 公司整体估值约为 1.7 亿元,具体见表 3。

表 3 Y 公司 3 年经营性现金流及估值情况

计算指标		第一年	第二年	第三年
合并经营性现金流情况/万元		-454.75	-30.69	595.12
乐观 20%	长期利润增长率/%	8	8	8
	折现率/%	9	9	9
	折现系数	0.92	0.84	0.77
	现值/万元	-417.20	-25.83	459.54
	估值/万元	42176.22	46862.47	52069.41
中观 60%	长期利润增长率/%	5	5	5
	折现率/%	10	10	10
	折现系数	0.91	0.83	0.75
	现值/万元	-413.41	-25.37	447.12
	估值/万元	8,137.83	9,042.03	10,046.70
悲观 20%	长期利润增长率/%	3	3	3
	折现率/%	12	12	12
	折现系数	0.89	0.80	0.71
	现值/万元	-406.03	-24.47	423.59
		4195.42	4661.57	5179.53

2.估值使用说明

需要指出的是,Y 公司财务预算主要是建立在业务量预测基础上形成的现金流,因此业务量预测的准确性将直接决定现金流及平台估值的准确性。另外,因整个跨境电商行业目前仍处于摸索与逐步规范期,因此计算时收益也只考虑了当前政策允许背景下 Y 公司已开展的业务模式,而 Y 公司未来两三年可能开展保税备货业务、拓展基于数据信息资产沉淀产生的增值服务、模式创新和业务联动等创造的价值等暂时都没有考虑进去,因此可能存在一

定程度的低估。当然,Y 公司既无法代表厦门片区,更不能代表福建自贸区,如果放大到福建自贸区的格局来构建统一的跨境电商物流服务平台,那么该平台的体量、价值、甚至估值逻辑应该是另外一番情形了。

四、针对情景化收益现值法估值逻辑应用的建议

基于上述分析,在运用情景化收益现值法进行平台估值时,笔者针对其估值逻辑有以下几点建议。

的时代虽早已远去,但他在《论语》中阐发的交友观至今仍焕发出独特魅力,值得当代青年学习和借鉴。

首先,坦然交流,真诚以待。朋友区别于同事、利益伙伴的根本之处是情感本身,因此,当代青年结交朋友时要坦诚、无所隐瞒。尤其是处在利益纷杂的时代背景下,要正确处理利益与情感的关系,结交志同道合的“心灵伴侣”,远离目的不纯的“酒肉”朋友。其次,诚实守信,互相信任。诚信是拥有良好人际关系的重要基石,当代青年在交友过程中要做到言而有信、一诺千金,与朋友建立良好的信任关系,用真诚、信任、温暖融化彼此的疑虑、猜忌和冷漠,使朋友真正成为心灵相伴的人生知己。最后,互相学习,共同进步。“三人行,必有我师焉。”(《述而》)“君子以文会友,以友辅仁。”(《颜渊》)交友过程中,只有不断相互学习、交流切磋,才能及时发现自身缺陷和不足,进而正确审视自我、定位自我,最终通过扬长避短、共同进步的方式提升人格修养。

六、结语

“青年兴则国家兴,青年强则国家强。青年一代

有理想、有本领、有担当,国家就有前途,民族就有希望。”^[6](P70)针对当代青年人格修养过程中存在的不足,我们必须客观认识到《论语》语境下君子人格的理论价值和实践意义,立足道德品质、远大志向、君子风度、勤学笃行及高雅志趣五个重要维度,深入挖掘《论语》君子人格与当代青年人格修养的契合部分。同时,把握五者间相辅相成、辩证统一的内在联系,并通过具体实践推动其协调发展。

参考文献:

[1]张敏.《论语》语境中的君子论析[J].武汉理工大学学报(社会科学版),2014(9).

[2]傅佩荣.傅佩荣译解论语[M].北京:东方出版社,2012.

[3]习近平谈治国理政[M].北京:外文出版社,2014.

[4]李零.丧家狗——我读《论语》(附录)[M].太原:山西人民出版社,2007.

[5]马克思恩格斯选集(第1卷)[M].北京:人民出版社,1995.

[6]习近平.决胜全面建成小康社会 夺取新时代中国特色社会主义伟大胜利——在中国共产党第十九次全国代表大会上的报告[M].北京:人民出版社,2017.

[7]马克思恩格斯全集(第40卷)[M].北京:人民出版社,1982.

责任编辑 叶利荣 E-mail:yelirong@126.com

(上接第 88 页)

第一,在进行估值前,对平台相关的基础数据搜集力求全面客观,尤其任何平台都有其应用场景,因此对整个行业发展与区域市场应有清晰把握,对平台功能构建和业务引流要有合理理解,对资本市场关注的标的企业的价值需有准确评估,这是决定平台估值分析准确与否的基础。^[4~5]

第二,在进行估值时,应当选取相对合理的估值方法,因为每种估值方法都有其适用性,方法选择不当,估值误差也会更大。另外,每一种估值方法的运用都应该建立在明确的基础假设前提之上,使有关人员能够更加清楚地了解分析过程和成立条件,否则估值的逻辑也就不成立。^[6~9]

第三,估值分析仅是对现有数据和预测数据的理论计算,是在特定经营背景和测算环境下进行的,只能作为决策参考,而不是经营考核依据,它的准确性,需要根据企业内外部环境变化不断进行验证和调整,使其数据更加贴近实际,更具参考价值。

参考文献:

[1]刘晓佳.浅谈跨境电商的机遇与挑战[J].新智慧,新经济,2016(26).

[2]进口跨境电商机会分析和模式洞察[EB/OL].<https://wenku.baidu.com/view/64f509de5727a5e9846a619f.html>.

[3]王学恒.互联网企业应该如何估值[EB/OL].<https://xueqiu.com/4246223886/56308017>.

[4]辛继召.独角兽估值逻辑[N].21 世纪经济报道,2018-07-03(2).

[5]罗志芬.论收益现值法在企业价值评估中的应用[J].科技经济市场,2006(8).

[6]姜红.例解收益法在企业价值评估中的应用[J].新智慧,2014(4).

[7](美)陆晔飞(Yefei Lu).巴菲特的估值逻辑:20 个投资案例深入复盘[M].李必龙,林安霁,李羿,译.北京:机械工业出版社,2017.

[8]汇金智库.最新详解:公司估值方法和逻辑框架[EB/OL].http://www.sohu.com/a/128446877_481853.

[9]卫滨,刘烨.新兴行业公司的估值分析逻辑[J].首席财务官,2016(19).

责任编辑 胡号寰 E-mail:huhao2@126.com