



关于深圳证券交易所创业板许可类重组问询函【2016】第 5 号

《关于对浙江金利华电气股份有限公司的重组问询函》

有关问题的回复

深圳证券交易所创业板公司管理部：

贵部下发的创业板许可类重组问询函【2016】第 5 号(以下简称“问询函”)奉悉。按照问询函的要求，浙江金利华电气股份有限公司(以下简称“金利华电公司”)和杭州信立传媒广告有限公司(以下简称“信立传媒公司”)管理层研究后，已对相关材料进行了补充修改，本公司承办注册资产评估师已经认真复核，现将问询函中涉及资产评估方面的问题核查情况汇报如下：

问询函第 1 条中的第二点：请详细披露标的公司股权采用收益法进行评估的计算过程，评估过程中与收入预测相关的假设、计算过程中所采用的指标的基期数据、后续预测变动比例情况及所采用关键指标的公允性，请独立财务顾问及评估师发表意见。

答复：

一、收益法的计算过程

(一) 收益法的模型

结合本次评估目的和评估对象，采用企业自由现金流折现模型确定企业自由现

金流价值，并分析公司溢余资产、非经营性资产的价值，确定公司的整体价值，并扣除公司的付息债务确定公司的股东全部权益价值。具体公式为：

股东全部权益价值=企业整体价值-付息债务

企业整体价值=企业自由现金流评估值+非经营性资产价值-非经营性负债价值+溢余资产价值

$$\text{企业自由现金流评估值} = \sum_{t=1}^n \frac{CFF_t}{(1+r_t)^t} + P_n \times (1+r_n)^{-n}$$

式中：n——明确的预测年限

CFF_t ——第 t 年的企业现金流

r——加权平均资本成本

t——未来的第 t 年

P_n ——第 n 年以后的连续价值

（二）收益期与预测期的确定

本次评估假设公司的存续期间为永续，那么收益期为无限期。采用分段法对公司的收益进行预测，即将公司未来收益分为明确的预测期间的收益和明确的预测期之后的收益，其中对于明确的预测期的确定综合考虑了行业发展的周期性和企业自身发展的情况，根据评估人员的市场调查和预测，取 5 年(即至 2020 年末)作为分割点较为适宜。

（三）收益额—现金流的确定

1. 经营模式与收益主体、口径的相关性

信立传媒公司主营为媒介代理服务业务及以内容植入为主打的专项服务业务。全资子公司杭州橙思众想文化创意有限公司、杭州传视广告有限公司的经营业务与信立传媒公司业务密切相关。故本次采用信立传媒公司与杭州橙思众想文化创意有限公司、杭州传视广告有限公司的合并报表口径进行收益预测。由于杭州传视广告有限公司原股东丁烈强系信立传媒公司实际控制人、吴国旦系信立传媒公司副总经理，杭州传视广告有限公司在业务上不能独立于信立传媒公司，故本次合并报表口径为信立传媒公司的模拟财务报表参照同一控制下合并进行处理，即视同业务合并后的架构在模拟财务报表期间一直存在，视同信立传媒公司在 2014 年已取得杭州传视广告有限公司 100%股权，并对信立传媒公司和杭州传视广告有限公司之间的交易

和往来予以抵销。对另外一家全资子公司新疆信立传视传媒广告有限公司，由于该公司为新成立的公司，经营尚未展开，无相关收入，本次收益法评估中未将其纳入收益法预测范围内，作为非经营性资产加回到收益法评估结果中。

2. 未来收益的确定

(1) 未来营业收入和营业成本预测

1) 未来营业收入的预测

A. 电视广告

在三大卫视湖南卫视、浙江卫视、江苏卫视的广告收入大幅增长背景下，电视广告仍将是信立传媒公司未来保持业绩增长的重要基础，其中内容植入将是电视广告中的新的一个发展方向。

首先，信立传媒公司经过多年的经营发展，积累起了众多优质的媒体资源。特别是在电视媒介这一渠道，信立传媒公司与全国收视率排名前三的省级卫视电视台中的两强——湖南卫视和浙江卫视都保持了长期且密切的合作，以往信立传媒公司绝大多数的内容植入案例均来自于这两家电视台的投放渠道。

其次，随着以内容植入为代表的内容整合营销方式越来越被广告主所认知和接受，可以预见未来会有更多的“硬广告”需求将被转化升级为对内容植入的需求。信立传媒公司凭借媒介代理业务积累了大量的存量广告主客户，并且这些客户大多数来自于汽车及家电等高利润景气行业，而由于内容植入的合作费用要高于传统的硬广投放费用，因此信立传媒公司的优势在于其客户本身就对营销效果较好的相关服务的价格有着较强的承受能力，所以信立传媒公司未来从媒介代理客户中转化部分至内容植入业务的成功率相对也会较高。

预计未来信立传媒公司在电视广告业务的收入会大幅增长，其中内容植入的营业收入占比会逐步提升，而硬广告收入占比将逐步下降，但由于硬广告综合人口覆盖率广，仍然为公司的主要业务板块之一，但总体比例将逐年下降。

B. 网络广告

考虑到公司网络广告业务目前处于快速成长期，目前已经建立专业的网络数字媒体购买团队。在网络广告行业持续高速增长基础上，未来公司将依托原有客户并开拓新客户，预计未来几年该业务板块的营业收入将保持高速增长但增长率将逐年下降并逐渐趋于稳定。

C. 公关活动营销

2016 年，信立传媒公司原有客户基础上，预计增加奔驰、比亚迪、美的空调等大型客户线下活动创意执行，公关活动营销业务板块全年预计将远超 2015 年该业务板块全年的收入。未来在公关市场行业高速增长的带动下，该业务预计将保持快速增长，增速逐年回落。

D. 户外广告

未来公司的户外广告收入预计稳步增长，增速逐年回落。

E. 其他

其他（电台、报纸、其他广告）预计各年收入稳步增长，增速逐年回落。

2) 未来营业成本的预测

结合 2015 年的毛利率水平、根据 2016 年已签订合同及同行业的毛利率，预测未来各项业务的毛利率，从而通过各类媒介的收入、毛利率计算得出营业成本。

(3) 营业税金及附加的预测

未来各年流转税主要为增值税，增值税等于各年预测的销项税减去进项税，销项税率为 6%，进项税预测时考虑了现有设备的更新。城市维护建设税、教育费附加和地方教育附加以未来各年预测得到的流转税乘以相应税率计算得出。

(4) 期间费用的预测

1) 销售费用的预测

销售费用主要包括业务费、差旅费、汽车费和其他等。各项费用的计算按各期营业收入乘以一定的费用比率得出，费用比率参考公司历史情况得出。

2) 管理费用的预测

管理费用主要由职工薪酬、文化事业建设费、差旅费、业务招待费、房租物业费、折旧摊销、汽车费、办公费和其他费用组成。根据管理费用的性质，采用了不同的方法进行了预测。

未来各期职工薪酬分别以当期管理人员人数乘以人均薪酬得出，其中人均月薪参考 2015 年实际水平及未来应需支出的社保费和公积金等，并每年考虑一定幅度的增长。

文化事业建设费以应税金额乘以相应费率计算得出。

房租物业费系公司租赁的办公楼的租金及对应的物业费。预测时，对租赁合同

中有约定租金的年份，按租赁合同规定的租金进行预测租金；对未约定租金的年份，按租约到期后，每年考虑一定幅度的增长预测租金。同时，物业费预测时每年考虑一定幅度的增长。

折旧和摊销由公司现有的及拟更新的固定资产折旧组成，根据公司固定资产的现状 & 拟更新的规模计算得出。

差旅费、业务招待费、汽车费、办公费和其他费用以各年公司收入的一定比例预测，该比例参考历史平均水平。

3) 财务费用（不含利息支出）的预测

财务费用（不含利息支出）为银行手续费和利息收入。对于银行手续费，由于与营业收入存在一定的比例关系，按各年公司收入的一定比例预测，该比例参考历史水平得出。对于存款利息收入，本次按照未来各年的现金保有量余额乘以评估基准日的活期存款利率后得出。

(5) 资产减值损失的预测

资产减值损失主要为应收账款难以收回导致的坏账损失。预测时，出于谨慎性考虑，按照各年收入的一定比例预估了坏账损失。

(6) 公允价值变动收益的预测

由于公允价值变动收益不确定性强，且历史上也未曾发生，故本次评估不予考虑。

(7) 投资收益的预测

由于本次收益法预测时采用信立传媒公司与杭州橙思众想文化创意有限公司、杭州传视广告有限公司 2 家全资子公司的合并报表口径进行预测，对全资子公司新疆信立传视传媒广告有限公司，由于该家公司为新成立的公司，经营尚未展开，无相关收入，本次收益法评估时将其作为非经营性资产加回到收益法评估结果中。另外，截至评估基准日，公司无合并报表范围外的对外投资，预计未来不发生其他对外投资（合并报表口径下），故无投资收益。

(8) 营业外收入、支出

对于营业外支出，主要考虑了水利建设基金(按营业收入的 0.1%计算)，对于其他收支，由于不确定性太强，无法预计，预测时不予考虑。

(9) 所得税费用

对公司所得税费用的预测考虑纳税调整因素，其计算公式为：

所得税 = (息税前利润 + 纳税调整事项) × 当年所得税税率

息税前利润 = 营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 财务费用（不含利息支出） - 资产减值损失 + 营业外收入 - 营业外支出

纳税调整事项主要考虑业务招待费等。

公司预测期内适用的所得税率为 25%。

(10) 息前税后利润的预测

息前税后利润 = 营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 财务费用（不含利息支出） - 资产减值损失 + 营业外收入 - 营业外支出 - 所得税费用

(11) 折旧费及摊销的预测

固定资产的折旧是由两部分组成的，即对基准日现有的固定资产(存量资产)按企业会计计提折旧的方法(直线法)计提折旧；对基准日后新增的固定资产(增量资产)，按固定资产的开始使用日期计提折旧。

年折旧额 = 固定资产原值 × 年折旧率

长期待摊费用的摊销主要为装修费等摊销，预测时按照尚余摊销价值根据企业摊销方法进行了测算。

永续期内固定资产折旧和长期待摊费用摊销以年金化金额确定。

(12) 资本性支出的预测

资本性支出包括追加投资和更新支出。

根据公司现状和未来经营规划，未来随着人员的增长，需要新增办公设备支出。

更新支出是指为维持企业持续经营而发生的资产更新支出，包括固定资产更新支出和装修支出等。对于预测期内需要更新的相关资产，评估人员经过与企业管理层和设备管理人员沟通了解，按照企业现有设备状况和未来发展对以后可预知的年度进行了设备更新测算，形成各年资本性支出。

永续期各项固定资产及装修支出等的更新支出以年金化金额确定。

(13) 营运资金增减额的预测

营运资金主要为流动资产减去不含有息负债的流动负债。

随着公司生产规模的变化，公司的营运资金也会相应的发生变化，具体表现在

货币资金、应收款项目（应收账款+应收票据-预收款项）、其他流动资产项目（其他应收款+其他流动资产）、存货的周转和应付款项目（应付票据+应付账款-预付款项）、其他流动负债项目（应交税费+应付职工薪酬+其他应付款）的变动上以及其他额外资金的流动。预测时，本次最低现金保有量按营业收入的一定比例测算。对于其他预测项目，评估人员在分析信立传媒公司以往年度上述项目与营业收入、营业成本的关系的基础上，采用合理的指标比例，以此计算公司未来年度的营运资金的变化，从而得到公司各年营运资金的增减额。

营运资金补充金额等于当年所需的营运资金金额减去上一年的营运资金金额。未来各年的营运资金金额为公司未来所需的经营性流动资产金额减去经营性流动负债后的余额。

由于 2020 年以后公司生产和销售规模保持不变，所需的营运资金与上一年度相同，即 2020 年以后年度营运资金补充的金额均为零。

（14）现金流的预测

企业自由现金流=息前税后净利润+折旧及摊销-营运资金增加额-资本性支出

（四）折现率的确定

企业自由现金流评估值对应的是企业所有者的权益价值和债权人的权益价值，对应的折现率是企业资本的加权平均资本成本 (WACC)。

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

式中：WACC——加权平均资本成本；

K_e ——权益资本成本；

K_d ——债务资本成本；

T ——所得税率；

D/E ——企业资本结构。

债务资本成本 K_d 采用基准日一年期贷款基准利率。

权益资本成本按国际通常使用的 CAPM 模型求取，计算公式如下：

$$K_e = R_f + \text{Beta} \times ERP + R_c$$

式中： K_e ——权益资本成本

R_f —目前的无风险利率

$Beta$ —权益的系统风险系数

ERP —市场的风险溢价

R_c —企业特定风险调整系数

本次预估的 WACC 为 12.11%。

(五) 非经营性资产、负债和溢余资产的价值

非经营性资产、负债是指与企业经营收益无关的资产、负债。溢余资产是指超过企业正常经营需要的资产规模的那部分经营性资产。

(六) 付息债务价值

截至评估基准日，公司付息债务为短期借款及其利息。

(七) 预估具体过程如下表：

金额单位：万元

项目\年份	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 及以后
一、营业收入	51,755.10	61,938.05	72,809.09	81,843.32	88,274.49	88,274.49
减：营业成本	43,663.57	51,716.75	60,075.17	67,363.18	72,599.85	72,599.85
营业税金及附加	67.60	84.52	104.66	118.68	128.54	128.54
销售费用	583.96	698.85	821.51	923.44	996.01	996.01
管理费用	1,244.09	1,375.34	1,583.27	1,687.52	1,859.25	1,859.25
财务费用 (不含利息支出)	-7.78	-9.31	-10.94	-12.30	-13.27	-13.27
资产减值损失	258.78	309.69	364.05	409.22	441.37	441.37
二、营业利润	5,944.88	7,762.21	9,871.37	11,353.58	12,262.74	12,262.74
加：营业外收入	-	-	-	-	-	-
减：营业外支出	51.76	61.94	72.81	81.84	88.27	88.27
三、息税前利润	5,893.12	7,700.27	9,798.56	11,271.74	12,174.47	12,174.47
减：所得税费用	1,479.35	1,932.34	2,458.18	2,827.54	3,053.98	3,053.98
四、息前税后利润	4,413.77	5,767.93	7,340.38	8,444.20	9,120.49	9,120.49
加：折旧摊销	40.67	38.74	40.26	14.94	16.46	30.73
减：资本性支出	36.81	19.99	8.00	13.82	8.00	40.07

项目\年份	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 及以后
减：营运资金补充	1,109.71	1,187.03	1,305.90	1,029.94	725.32	-
五、企业自由现金流	3,307.92	4,599.65	6,066.74	7,415.38	8,403.63	9,111.15
六、折现系数	0.9444	0.8424	0.7514	0.6703	0.5979	4.9369
七、现金流现值	3,124.00	3,874.75	4,558.55	4,970.53	5,024.53	44,980.84
八、企业自由现金流评估值	66,533.20					
九、溢余资产价值	2,285.72					
十、非经营性资产价值	1,579.19					
十一、非经营性负债价值	1,855.00					
十二、企业整体价值	68,543.11					
十三、付息债务	601.03					
十四、股东全部权益价值	67,942.08					

注：上述预估数据以未经审计的历史财务数据为基础，正式评估结果会有变动。

二、评估过程中与收入预测相关的假设

除预案中已披露的各项评估假设外，本次预估的收入以信立传媒公司历史年度模拟合并的各类业务收入数据为基础，结合公司目前已签未完订单和公司的未来经营发展规划，并考虑行业发展趋势进行预测。

三、计算过程中所采用的指标的基期数据

信立传媒公司2014年和2015年的营业收入具体如下表所示：

金额单位：万元

媒介分类	2015 年收入（未经审计）		2014 年收入（未经审计）	
	金额	占比	金额	占比
电视广告-硬广	24,145.29	69.88%	22,519.50	71.02%
内容植入	7,295.98	21.12%	6,760.42	21.32%
网络广告	762.09	2.21%	293.44	0.93%
公关活动营销	537.25	1.55%	119.15	0.38%
户外广告	955.65	2.77%	837.16	2.64%
其他（电台、纸媒、其他广告）	857.18	2.47%	1,178.92	3.71%
合 计	34,553.44	100.00%	31,708.59	100.00%

注：上述年度的合并收入数据由信立传媒公司及其子公司杭州橙思众想文化创意有限公司和杭州传视广告有限公司等 3 家公司的模拟合并得出。

四、后续预测变动比例情况

1. 电视广告-硬广

2015 年，硬广收入增长率为 6.54%。在三大卫视湖南卫视、浙江卫视、江苏卫视的广告收入大幅增长背景下，预计未来信立传媒公司在电视广告业务的收入会继续保持增长，随着内容植入的营业收入占比会逐步提升，而硬广告收入占比将逐步下降，但由于硬广告综合人口覆盖率广，仍然为公司的主要业务板块之一。但随着网络广告业务、公关活动营销业务的开展，电视广告的总体比例将逐年下降。

2. 内容植入

截至 2016 年 1 月 31 日，信立传媒公司的内容植入类的未完订单已达到了 8,696.08 万元（不含税），已远超 2015 年该业务板块全年收入。2016 年，随着广本广汽，广丰等新车的上市，相关收入预计将大幅增长。2017 年以后，收入增幅预计将逐年下降。

3. 网络广告

考虑到公司网络广告业务目前处于快速成长期，目前已经建立专业的网络数字媒体购买团队。在网络广告行业持续高速增长基础上，未来公司将依托原有客户并开拓新客户，预计未来几年该业务板块的营业收入将保持高速增长但增长率将逐年下降并逐渐趋于稳定。

4. 公关活动营销

2016 年，信立传媒公司原有客户基础上，预计增加奔驰、比亚迪、美的空调等大型客户线下活动创意执行，公关活动营销业务板块全年预计将远超 2015 年该业务板块全年的收入。未来在公关市场行业高速增长的带动下，该业务预计将保持快速增长，增速逐年回落。

5. 户外广告

中国产业信息网发布的《2014-2019 年中国户外广告行业市场分析及投资前景研究报告》指出：交通工具媒体广告，尤其是机场和地铁广告，经历了最快的市场规模增长。2018 年中国户外广告市场规模将达到 293.7 亿美元，2014 年-2018 年年复合增长率达到 18.75%。

未来公司的户外广告收入预计稳步增长，增速逐年回落。

6. 其他（电台、报纸、其他广告）

其他（电台、报纸、其他广告）预计各年收入基本稳定，增速逐年回落。

7. 综上所述，未来各年收入如下：

金额单位：万元

未来收入	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 及以后
电视广告-硬广	26,329.45	28,699.10	30,995.03	33,164.68	35,154.56	35,154.56
内容植入	15,000.00	17,700.00	20,355.00	22,390.50	23,733.93	23,733.93
网络广告	5,000.00	9,000.00	13,950.00	18,135.00	20,855.25	20,855.25
公关活动营销	3,000.00	3,900.00	4,680.00	5,148.00	5,405.40	5,405.40
户外广告	962.73	1,059.00	1,154.31	1,246.65	1,296.52	1,296.52
其他广告	1,462.92	1,579.95	1,674.75	1,758.49	1,828.83	1,828.83
合计	51,755.10	61,938.05	72,809.09	81,843.32	88,274.49	88,274.49

注：上述预估数据以未经审计的历史财务数据为基础，正式评估结果会有变动。

五、所采用关键指标的公允性

由于本次为预估阶段，预测相关的收入、毛利率及其增长率尚未完全确定，本次选取同类交易案例的折现率进行比较。

通过对近 3 年来上市公司并购相关广告行业公司的案例采用的折现率的整理分析，标的公司的折现率选取情况统计如下：

序号	上市公司	标的公司	基准日	折现率
1	利欧股份	上海智趣广告有限公司	2015 年 9 月 30 日	12.90%
2	蓝色光标	多盟体系公司	2015 年 7 月 31 日	12.80%
3	蓝色光标	亿动体系公司	2015 年 7 月 31 日	12.62%
4	联创节能	上海新合文化传播有限公司	2015 年 6 月 30 日	13.76%
5	思美传媒	北京爱德康赛广告有限公司	2015 年 3 月 31 日	12.46%
6	利欧股份	江苏万圣伟业网络科技有限公司	2015 年 3 月 31 日	12.80%
7	利欧股份	北京微创时代广告有限公司	2015 年 3 月 31 日	13.30%
8	实益达	上海利宣广告有限公司	2015 年 3 月 31 日	13.40%

序号	上市公司	标的公司	基准日	折现率
9	实益达	奇思国际广告(北京)有限公司	2015 年 3 月 31 日	13.40%
10	华谊嘉信	浩耶信息科技(上海)有限公司	2015 年 3 月 31 日	12.16%
11	梅泰诺	日月同行信息技术(北京)有限公司	2015 年 3 月 31 日	13.56%
12	科达集团	北京百孚思广告有限公司	2014 年 12 月 31 日	12.43%
13	科达集团	上海同立广告传播有限公司	2014 年 12 月 31 日	12.59%
14	科达集团	广州市华邑众为品牌策划有限公司	2014 年 12 月 31 日	12.59%
15	科达集团	广东雨林木风计算机科技有限公司	2014 年 12 月 31 日	12.59%
16	科达集团	北京派瑞威行广告有限公司	2014 年 12 月 31 日	12.59%
17	吴通通讯	互众广告(上海)有限公司	2014 年 10 月 31 日	14.32%
18	天神娱乐	Avazu Inc.	2014 年 10 月 31 日	13.20%
19	广博股份	西藏山南灵云传媒有限公司	2014 年 9 月 30 日	12.35%
20	长城影视	西藏山南东方龙辉公司	2014 年 9 月 30 日	14.29%
21	长城影视	上海微距广告有限公司	2014 年 9 月 30 日	12.79%
22	明家科技	金源互动科技有限公司	2014 年 5 月 31 日	14.12%
23	华谊嘉信	天津迪思文化传媒有限公司	2014 年 4 月 30 日	12.29%
24	新文化	上海郁金香广告传媒有限公司	2013 年 12 月 31 日	14.19%
25	新文化	沈阳达可斯广告有限公司	2013 年 12 月 31 日	12.58%
26	省广股份	上海雅润文化传播有限公司	2013 年 8 月 31 日	11.57%
27	蓝色光标	西藏山南东方博杰广告有限公司	2013 年 2 月 28 日	15.87%
平 均				13.09%

从上表可知，WACC 平均值为 13.09%，取值区间在 11.57%-15.87%之间，本次折现率的取值为 12.11%，低于上述案例平均值，但仍在区间范围之内。主要原因为：近期银行利率下降、银行间十年期国债市场收益率下降，致使折现率也相应的有所下降，且公司的客户关系较为稳定，经营风险相对略低。

因此，本次预估采用的折现率取值合理、公允。

经核查，评估师认为：对信立传媒公司股东全部权益价值采用收益法进行预估，可以满足本阶段方案要求，在评估过程中与收入预测相关的假设、计算过程中所采

用指标的基期数据、后续预测变动比例情况符合企业经营规划及行业发展状况，所采用关键指标合理、公允。

坤元资产评估有限公司

二〇一六年二月五日