

广发证券股份有限公司

关于广东天龙油墨集团股份有限公司重大资产重组 之深交所问询函回复之核查意见

广发证券股份有限公司作为广东天龙油墨集团股份有限公司本次重大资产重组的独立财务顾问，根据《公司法》、《证券法》、《上市公司重大资产重组管理办法》以及其他有关法律、法规和规范性文件的规定，依据深圳证券交易所于2016年5月5日下发的《关于对广东天龙油墨集团股份有限公司的重组问询函》（创业板许可类重组问询函【2016】第29号）（以下简称《问询函》）要求，就《问询函》出具《广发证券股份有限公司关于广东天龙油墨集团股份有限公司重大资产重组之深交所问询函回复之核查意见》（以下简称“本核查意见”）。具体意见如下：

（非经特别说明，本核查意见中各项词语和简称与《广东天龙油墨集团股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》中各项词语和简称的含义相同。）

问题 1、本次交易中，标的公司预评估值为 89,700 万元，相比评估基准日净资产账面金额增值 3,548.92%。请结合标的公司评估相关的收入、成本、利润预测、净现金流量估算及折现率等补充披露标的公司溢价较高的公允性，请独立财务顾问核实并发表意见。

回复：

一、请结合标的公司评估相关的收入、成本、利润预测、净现金流量估算及折现率等补充披露标的公司溢价较高的公允性

于预案“第五节 标的公司情况”之“十二、预评估情况”之“（七）标的公司溢价较高的公允性”部分补充披露以下内容：

截至本问询函回复签署之日，本次重组相关的评估工作和审计工作尚未完成，评估相关的参数仍未定稿，现将本次评估中所使用的评估方法及相应测算逻辑披露如下，具体的评估情况和参数以最终的评估报告为准：

（一）营业收入的预测

快闪科技是一家致力于提供移动端广告营销的专业机构，目前主要通过为主流移动端媒体合作并积极整合各类长尾流量，广泛覆盖下游媒体资源，凭借着丰富的移动营销运营经验，深入挖掘客户核心需求，为广告主提供全方位的移动营销方案，高效、精准、广覆盖、高性价比地提供移动营销服务，是移动营销业务领域的优秀企业。

报告期内，快闪科技的主要业务主要分成三块，分别为自有平台业务、第三方平台业务和专有品牌推广业务。

（1）第三方平台业务

第三方媒体平台业务主要包括了腾讯广点通平台、微信 MP 平台和猎豹平台等。其中，与腾讯平台的合作主要采取了返流量模式，与非腾讯平台的合作采取返流量或差价模式以及其他业务。

1) 返流量模式是指快闪科技将广告主的广告投放金额全部投放至第三方媒体平台，同时快闪科技每季度按照投放金额获得第三方平台的返点流量并一次冲减成本，因此媒体端的返点成为返流量模式下的主要利润来源。

对于返流量模式，快闪科技与客户签署销售合同，向客户收取广告费。同时，快闪科技向第三方媒体广告平台支付广告采购成本。第三方媒体平台以返流量的方式返还广告代理公司，返还的流量则用于冲减广告代理公司的采购成本，从而构成了广告代理公司的利润。快闪科技在返流量模式下获得来自第三方媒体广告平台的返点，主要是根据广告主一段期间内在媒体账户的消费金额和媒体设定的返点政策计算而得出。第三方平台业务中返流量模式的收入模型如下：

销售收入=广告主消耗金额

广告主消耗金额=客户数量×单位客户消耗金额

返点率根据第三方平台公开的返点政策确定。

2) 差价模式是指快闪科技根据广告主的报价, 并匹配存在差价的媒体资源, 从而获取差价利润。第三方平台业务中差价模式的收入模型如下:

$$\text{营业收入} = \text{客户数量} \times \text{单位客户消耗金额}$$

3) 其他业务

第三方平台业务中的其他业务收入, 其实质也为在第三方平台上进行广告代理所产生的收入, 但因为这一部分收入主要是为拓展客户或维护客户关系而执行的低毛利或零毛利的策略。因此, 第三方平台业务中的其他业务的收入与成本基本持平。

(2) 自有广告平台业务

快闪科技通过积极整合各类媒体资源, 并利用自有平台进行广告推广。自有广告平台的盈利模式主要为差价模式, 但不同于第三方广告平台中的差价模式, 自有平台的差价率比在第三方平台模式的差价率高, 主要原因系通过自有广告平台的数据库筛选优化后可以进行精准投放从而提高广告效果及公司对于自有广告平台议价能力更强所致。

自有广告平台业务的收入模型如下:

$$\text{营业收入} = \text{客户数量} \times \text{推广产品数量} \times \text{单位客户单产品消耗金额}$$

(3) 专有品牌推广收入。

快闪科技除了为广告主提供普通广告推广业务(自有广告平台业务和第三方平台业务)外, 也追求为优质广告主及其旗下优质产品提供更深层次、一站式的服务。广告主通过快闪科技推广产品获得用户充值收入, 并按照协议约定比例与快闪科技进行分成。快闪科技依靠自身积累的丰富移动营销经验, 严格筛选投放渠道、控制广告投放投资回报率, 从而获得较高的收入及回报。

报告期内, 快闪科技专有品牌推广业务主要是对友缘股份旗下产品进行推广, 专有品牌推广业务的收入模型如下:

$$\text{营业收入} = \text{年用户总消费金额} \times \text{分成率}$$

年用户总消费金额=月支付人数×12×支付人数的人均充值额

月支付人数=平均月度活跃用户数×付费转化率

本次评估过程中通过查看报告期内的标的公司各项财务数据、业务指标分别统计出上述各个业务模块历史上的客户数量、单位客户消耗金额、返点率/差价率等因子，为后续的预测期收入预测提供原始基础数据。

（4）未来收入预测

本次评估中所使用的未来收入预测均是根据移动营销行业市场情况、报告期内快闪科技的业务发展情况以及快闪科技未来的发展规划综合判断而得出的。其中，因快闪科技于 2014 年成立，2015 年业务处于快速发展期，因此历史数据全年口径参考性较低。同时，结合移动营销行业存在一定的季节性，第一季度为行业淡季，第四季度为行业旺季，所以在预测未来收入时，参照 2015 年和 2016 年 1 季度的业务数据综合进行综合预测，2017 年-2020 年的收入根据相对稳定的 2016 年企业基本情况进行预测。综上，未来年度主营业务收入预测情况如下：

金额单位：万元

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	永续期
营业收入	51,974.88	66,807.40	81,747.92	95,591.26	107,397.24	107,397.24

（二）营业成本的预测

因每一项营业成本与其对应收入均呈现一定的关系，分业务类型的成本预测如下：

（1）第三方平台业务

1) 腾讯平台及其他第三方平台

第三方平台业务中腾讯平台及其他第三方平台的营业成本计算公式如下：

销售收入=广告主消耗金额

销售成本=广告主消耗金额×（1-返点率/差价率）（媒体给予中间商的返点）

其中返点率是依据广告主在媒体账户的消费金额以及通过媒体设定的阶梯返点规则计算得出。在预测期内，考虑到返点政策不发生大的调整的情况下，预

测未来年度的返点率保持在当前的平均水平。

差价率是根据市场情况以及企业自身的竞争能力，快闪科技根据广告主的报价，并匹配存在差价的媒体资源进行匹配从而获取差价的利润率，主要是依据历史年度的统计结果和同行业的毛利率的基本情况综合而得出。

2) 第三方平台业务-其他成本

第三方平台业务中的其他业务，其实质也为在第三方平台上进行广告代理产生收入，但因为这块业务主要是为拓展客户或维护客户关系而执行的低毛利或零毛利的策略，因此营业成本基本与营业收入持平。

(2) 自有平台业务

自有平台的业务模式采取差价模式，主要模型如下：

营业收入=客户数量×推广产品数量×单位客户单产品消耗金额

营业成本=营业收入×(1-差价率)

对于移动营销广告商，从事自有广告平台也是基本上会设立一个差价率的目标值，当低于目标值企业将放弃该单业务。本次评估时所使用的差价率主要是依据报告期内快闪科技目前差价率，结合未来的发展规划综合预测出的。

(3) 专有品牌推广成本

专有品牌推广成本与收入之间呈现如下关系：

营业收入=年用户总消费金额×分成率

年用户总消费金额=月支付人数×12×支付人数的人均充值额

月支付人数=平均月度活跃用户数×付费转化率

营业成本=支付人数×获取单位用户成本

获取单位用户的成本则与媒体的购买成本相关，当业务发展到成熟阶段时人均充值额与其购买成本呈现一个较为稳定的线性关系。因此，本次专有品牌推广成本时主要是根据历史年度中人均充值与单个用户的获取成本数据综合而得出的。

综上所述，未来年度主营业务成本预测情况如下：

金额单位：万元

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	永续期
营业成本	43,241.48	55,203.89	66,943.18	77,836.07	87,054.37	87,054.37

（三）营业税金及附加的预测

快闪科技的营业税金及附加核算基础为增值税，税费构成包括城市维护建设税、教育费附加和地方教育附加以及文化建设事业费。快闪科技的增值税税率为 6%，城建税、教育费附加和地方教育附加费率分别为 7%、3%、2%，计费基础为应交增值税；文化建设事业费税率为 3%，计费基数为含税广告收入减含税广告成本。目前，快闪科技提供的服务一部分开具信息服务发票，一部分开具广告服务发票，历史年度及 2016 年 1 季度开具的广告服务费进项税发票均高于广告服务销项税发票，均不需缴纳文化建设事业费。根据快闪科技管理层预测，未来年度仍保持当前的情况。

未来年度营业税金及附加预测情况如下：

金额单位：万元

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	永续期
营业税金及附加	55.98	83.44	106.49	127.72	146.45	146.37

（四）销售费用的预测

快闪科技的销售费用主要包括营销人员工资、差旅费、业务招待费、办公费、水电费、餐费补贴、其他、社会保险金、住房公积金、福利费、通讯费等。

人工费用主要根据企业人力资源部门确定的管理人员人数变化、现有工资水平、效益工资增长情况等综合计算确定，社保费、公积金根据国家及地方规定的缴纳比例进行预测。

差旅费、业务招待费主要依据未来年度收入的增长率，以相同的增长率进行测算。

办公费和水电费：根据历史年度费用发生水平考虑一定的增长进行预测。

福利费：按照占营销人员工资总额的一定比例，结合未来年度营销人员工资总额进行预测。

餐费补贴及其他费用根据历史年度情况按照大致金额进行预测。

未来年度营业费用预测情况如下：

金额单位：万元

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	永续期
销售费用	405.07	636.08	736.80	830.35	898.72	898.72

（五）管理费用的预测

快闪科技的管理费用主要包括管理人员工资、社会保险、住房公积金、通讯费、差旅费、业务活动费、办公费、房租费、水电费、折旧费、餐费补贴、其他、福利费、快递费、印花税等。

人工费用主要根据企业人力资源部门确定的管理人员人数变化、现有工资水平、效益工资增长情况等综合计算确定，社保费、公积金根据国家及地方规定的缴纳比例进行预测。

职工福利费：按照占管理人员工资总额的一定比例，结合未来年度管理人员工资总额进行预测。

房租根据企业签订的租赁合同再结合未来租金的增长情况进行合理预测。

折旧按企业评估基准日现有固定资产以及以后每年新增的资本性支出资产，按各类资产经济寿命年限综合计算确定。

通讯费、办公费、水电费：根据历史年度费用水平考虑一定的增长比例进行预测。

差旅费、业务招待费：未来年度在历史年度的基础上按收入增长率相同的增长进行测算。

印花税：根据历史年度费用发生额占主营业务收入的平均比例，结合未来年度主营业务收入的预测数据进行预测。

快递费根据历史年度发生水平按固定支出金额预测。

餐费补贴及其他费用根据历史年度情况按照大致金额进行预测。

未来年度管理费用预测情况如下：

金额单位：万元

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	永续期
管理费用	355.80	545.54	617.28	716.05	788.64	788.55

（六）财务费用的预测

财务费用主要核算的是银行存款的利息收入、手续费。由于多余货币资金已作为溢余资产，故后期不再考虑银行利息收入，本次收益法采用企业自由现金流模型，相应的折现率采用加权资本成本，由于财务费用的影响已经在资本成本中体现，故本次评估不再考虑财务费用中的利息支出。

历史年度除利息收入外较大部分为银行手续费，未来年度银行手续费根据历史年度数据，结合实际情况按照与收入的一定比例进行预测。未来年度财务费用预测数据如下。

金额单位：万元

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	永续期
财务费用	1.38	1.78	2.17	2.54	2.85	2.85

（七）折现率的确定

折现率按照加权平均资本成本计算。即：

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

其中： k_e ：权益资本成本；

k_d ：付息债务资本成本；

E：权益的市场价值；

D：付息债务的市场价值；

t: 所得税率。

其中，权益资本成本采用资本资产定价模型(CAPM)计算。计算公式如下：

$$K_e = r_f + MRP \times \beta + r_c$$

其中： r_f ：无风险利率；

MRP：市场风险溢价；

β ：权益的系统风险系数；

r_c ：企业特定风险调整系数

本次评估中，无风险收益率采用十年期国债的到期收益率； β 选取时是根据被评估单位的业务特点，通过比对同行业上市公司在评估基准日的 β 值计算而出； R_c 为根据企业的特定情况计算而出。根据上述测算，预测期后折现率为 12.96%。

（八）净利润与自由现金流量的预测

根据以上对快闪科技收入和成本、费用的预测，考虑各项税费后（各项税费按照收入和适用的税率综合确定）测算快闪科技的净利润，并以此预估快闪科技的自由现金流量如下：

金额单位：万元

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	永续期
营业收入	51,974.88	66,807.40	81,747.92	95,591.26	107,397.24	107,397.24
营业成本	43,241.48	55,203.89	66,943.18	77,836.07	87,054.37	87,054.37
营业税金及附加	55.98	83.44	106.49	127.72	146.45	146.37
销售费用	405.07	636.08	736.80	830.35	898.72	898.72
管理费用	355.80	545.54	617.28	716.05	788.64	788.55
财务费用	1.38	1.78	2.17	2.54	2.85	2.85
净利润	6,025.75	7,869.22	10,157.15	12,240.46	13,879.66	13,879.79
自由现金流量	2,595.81	6,133.24	8,445.79	10,605.95	12,661.86	13,879.26
折现率	12.96%	12.96%	12.96%	12.96%	12.96%	12.96%
企业自由现金流折现值						89,869.78

根据上表信息，并经过对企业非经营性资产负债价值和溢余资产价值方面的调整，本次预估值约为 8.97 亿元。

截至本问询函回复签署之日，本次重组相关的评估工作和审计工作尚未完成，

上述预测数据不排除存在调整的可能性，最终评估结果及评估参数均以正式出具的评估报告为准。

二、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：本次评估中采取收益法是根据快闪科技的收入、成本、利润预测、净现金流量估算及折现率，与移动营销行业的高速发展、标的公司的实际经营情况具有一致，且评估方法符合移动营销行业的评估方法，最终的评估结果以正式的评估结果为准。

问题 2、预案显示，快闪科技历次股权转让中多次出现低价或无偿转让股权。其中，2014 年 3 月李楠以 1 元作价将持有的 30%股权转让给新媒信息。2014 年 8 月新媒信息以 1000 元的价格将上述股份转让给刘丽。2015 年 7 月刘丽将 30%股权无偿价格转让给李楠。请补充披露：

（1）上述股权转让主体与此次交易对手的关联关系以及转让股权的原因；

（2）历次股权转让是否存在股权代持及法律和经济纠纷，对本次交易是否构成实质性影响。请独立财务顾问及律师核查并发表意见。

回复：

一、核查程序及核查方法

为核查快闪科技 2014 年 3 月、2014 年 8 月和 2015 年 7 月三次股权转让的原因及转让各方的关联关系，独立财务顾问和律师履行及采取了下述核查程序及方法：

1、调取了涉及上述股权转让的工商登记资料，核查了相关各方签署的股权转让协议。上述三次股权转让各方所签署之股权转让协议已经深圳联合产权交易所、前海股权交易中心（深圳）有限公司、深圳文化产权交易所见证。

2、对涉及上述股权转让之原快闪科技股东刘丽进行了视频访谈。

3、对本次交易之交易对方黄河和凌空投资（访谈对象为其合伙人黄河和李

楠)进行了现场访谈。

4、于 2016 年 5 月 6 日通过企业信息公示系统查询了新媒信息的股东情况,根据查询结果,2014 年 3 月新媒信息自李楠处受让快闪科技 30%股权时,及 2014 年 8 月将所持快闪科技 30%股权转让给刘丽时,其股东均为自然人李霞。独立财务顾问和律师原拟通过对李霞的访谈核查新媒信息受让、转让股权的具体原因及其与交易对方的关联关系,鉴于通过多方努力及沟通,截至本问询函回复签署之日,独立财务顾问和律师仍无法与李霞取得联系,未能实现对李霞的现场访谈。因此,独立财务顾问和律师仅依据对李楠的现场访谈及对刘丽的视频访谈了解 2014 年 3 月和 2014 年 8 月股权转让的原因,及通过对黄河、李楠的现场访谈对交易对方与新媒信息是否存在关联关系进行核查。

5、通过百度(<http://baidu.com/>)搜索了前十页显示的相关信息,对快闪科技历次股权转让各相关主体之间的关联关系进行核查。

6、通过检索全国法院被执行人信息查询系统(<http://zhixing.court.gov.cn/search/>)有关公示信息,对快闪科技历次股权转让之相关主体的诉讼执行情况进行了核查。

二、核查结果说明

根据深圳市市监局提供查阅的快闪科技之工商登记资料及相关《股权转让协议》,快闪科技在 2014 年 3 月、2014 年 8 月、2015 年 7 月曾发生过三次股权转让,该三次股权转让的相关情况如下:

转让时间	转让前快闪科技的股权结构			转让后快闪科技的股权结构		
	股东姓名	出资额(万元)	比例(%)	股东姓名	出资额(万元)	比例(%)
2014.3	黄河	70.00	70.00	黄河	70.00	70.00
	李楠	30.00	30.00	新媒信息	30.00	30.00
2014.8	黄河	70.00	70.00	黄河	70.00	70.00
	新媒信息	30.00	30.00	刘丽	30.00	30.00
2015.7	黄河	70.00	70.00	黄河	70.00	70.00
	刘丽	30.00	30.00	李楠	30.00	30.00

根据前述所能履行之核查程序及核查方法,快闪科技 2014 年 3 月、2014

年 8 月和 2015 年 7 月股权转让之原因及有关转让方与交易对方的关联关系情况如下：

转让时间	2014 年 3 月	2014 年 8 月	2015 年 7 月
转让方	李楠	新媒信息	刘丽
受让方	新媒信息	刘丽	李楠
转让原因	为拓展商业合作，李楠将其所持快闪科技 30%股权转让给新媒信息。	出于个人投资原因，刘丽受让新媒信息所持快闪科技 30%股权。	出于个人投资原因，刘丽将所持快闪科技 30%股权转让给李楠，李楠同意受让该等股权。
作价依据	鉴于该三次股权转让发生时，快闪科技的实缴注册资本仍为 0 元，因此，转让各方协商以较低金额转让，由受让方在受让股权后承继出资义务。		
关联关系	1. 经查验，李楠系交易对方凌空投资之有限合伙人，占有凌空投资 1%出资额；同时，李楠亦系交易对方黄河之配偶。 2. 根据黄河、李楠确认，其二人及凌空投资与新媒信息不存在关联关系。	1. 根据黄河、李楠确认，其二人及凌空投资与新媒信息不存在关联关系。 2. 根据对刘丽的视频访谈并经黄河、李楠确认，黄河、李楠及凌空投资与刘丽不存在关联关系。	1. 根据对刘丽的视频访谈并经黄河、李楠确认，黄河、李楠及凌空投资与刘丽不存在关联关系。 2. 经查验，李楠系交易对方凌空投资之有限合伙人，占有凌空投资 1%出资额；同时，李楠亦系交易对方黄河之配偶。

根据独立财务顾问和律师对交易对方黄河、凌空投资（访谈对象为其合伙人黄河和李楠）的现场访谈，及对 2014 年 8 月涉及股权转让之股东刘丽的视频访谈，并通过百度搜索前十页显示的相关信息、检索全国法院被执行人信息查询系统有关公示信息，及经查验黄河、凌空投资及其另一合伙人李楠分别出具的承诺，交易对方与刘丽、新媒信息之间不存在关联关系。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：根据上述的核查程序，交易对方与刘丽、新媒信息之间不存在关联关系，交易对方所持快闪科技股权不存在股权代持及法律和经济纠纷，对本次交易不构成实质性影响。

问题 3、预案显示，黄河及李楠持有宁波完美时空投资管理有限公司 100% 股权，同时直接及间接持有宁波凌空股权投资合伙企业 100% 股权。这些公司均为投资管理、股权投资类公司。请补充披露上述公司是否参与投资互联网营销类公司，现在及未来是否与标的公司存在同业竞争情形。请财务顾问及律师进

行核查并发表意见。

回复：

一、关于完美时空和宁波凌空不存在同业竞争的说明

根据完美时空和宁波凌空现时持有的《营业执照》并经检索企业信息公示系统有关公开信息，完美时空的经营范围为：“投资管理，投资咨询（未经金融等监管部门批准不得从事吸收存款、融资担保、代客理财、向社会公众集【融】资等金融业务）。”，宁波凌空的经营范围为：“股权投资、股权投资管理（未经金融等监管部门批准不得从事吸收存款、融资担保、代客理财、向社会公众集【融】资等金融业务）。”上述两者的实际控制人均为黄河。

经黄河确认，由于完美时空和宁波凌空的设立时间较短，虽然其登记的经营范围主要为股权投资、投资咨询及投资管理等业务，但该两家公司均未实际开展业务经营。截至本问询函回复签署之日，除完美时空占有宁波凌空 99%出资额外，该两家公司不存在其他对外投资情况，未参与投资互联网营销类公司。

根据快闪科技实际控制人黄河确认，黄河拟注销上述两家企业，且承诺在注销之前该两家公司不会参与互联网营销类公司的投资业务。交易对方已出具《关于避免同业竞争承诺函》，对本次交易后避免同业竞争事宜作出了相关承诺。

二、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：截至本专项核查意见出具之日，除完美时空占有宁波凌空 99%出资额外，完美时空和宁波凌空不存在其他对外投资情况；交易对方已就本次交易完成后避免同业竞争事宜出具了相关承诺，若该等承诺事项得到切实履行，则本次交易完成后，完美时空和宁波凌空不会与目标公司产生同业竞争的情形。

（本页无正文，系《广发证券股份有限公司关于广东天龙油墨集团股份有限公司重大资产重组之深交所问询函回复之核查意见》之签章页）

广发证券股份有限公司

年 月 日