

广发证券股份有限公司
关于岭南园林股份有限公司
发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金
反馈问题的核查意见

二〇一六年六月

目 录

释义	4
反馈问题一：申请材料显示，本次交易拟募集配套资金总额不超过 17,000 万元，其中 15,000 万元将用于支付本次交易中的现金对价，2,000 万元用于支付本次交易的中介费用等与重组相关的其他费用。请你公司结合上市公司交易完成后的财务状况、经营现金流、资产负债率、融资渠道、授信额度等，补充披露本次募集配套资金的必要性。请独立财务顾问核查并发表明确意见。	6
反馈问题二：申请材料显示，德马吉（中国）为德马吉实际控制人王翔 100%控股的企业，系德马吉报告期内前五大客户和供应商之一。其中，2014 年度、2015 年度德马吉向德马吉（中国）销售金额占比 13.04%、6.39%，采购金额占比 22.74%、14.04%。请你公司补充披露：1）德马吉通过德马吉（中国）销售的最终实现情况。2）向关联方采购及销售的必要性，并结合向第三方采购、销售价格及可比市场价格，补充披露关联采购及销售价格的公允性。3）上述关联交易占交易双方同类交易的比例，是否存在相互依赖，并提示风险。请独立财务顾问、律师和会计师核查并发表明确意见。	14
反馈问题三：申请材料显示，上海德马吉展览展示服务有限公司正在办理将注册商标转让给德马吉的相关手续，欧马腾正在办理将计算机软件著作权转让至德马吉的相关手续。请你公司补充披露：1）注册商标、计算机软件著作权转让是否已履行相应的决策程序。2）转让进展、预计办毕时间及逾期未办毕的影响。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。 .	22
反馈问题四：申请材料显示，德马吉股东全部权益价值为 37,618.49 万元，收益法评估增值 35,248.92 万元，增值率为 1,467.57%。按 2015 年德马吉实现净利润计算，本次交易市盈率为 34.37 倍。请你公司结合德马吉的主营业务、核心竞争力、行业特征及同行业收购案例，补充披露德马吉评估增值率、市盈率较高的依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。	25
反馈问题五：申请材料显示，收益法评估预测期德马吉主营业务收入在 2016 年—2018 年分别以 89%、32%、32%的速度增长，2019-2020 年速度将有所降低，增速分别为 20%、8%。预测净利润在 2016 年—2018 年分别以 129%、30%、26%的速度增长，2019-2020 年速度将有所降低，增速分别为 23%、6%。预期期间毛利率保持稳定，净利率平均值为 19.46%，高于报告期内平均净利率（报告期内分别为 6.75%、16.6%）。请你公司：1）结合 2016 年最近一期营业情况，补充披露 2016 年预测数据的合理性及 2016 年预测营业收入和净利润实现的可能性。2）结合德马吉所在行业的未来发展、主要竞争对手或可比公司经营情况，市场规模及份额变动情况等，补充披露未来期间在毛利率水平相对稳定的情况下，保持收入、净利润增长的合理性，以及预测营业收入、成本、毛利率等重要参数的选取是否符合谨慎性要求及判断依据。3）结合市场竞争情况，补充披露预测期间净利率高于报告期的原因及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。	32
反馈问题六：申请材料显示，德马吉 2016 年—2020 年评估预测平均销售费用率约为 5.73%，报告期分别为 8.9%、6.86%；德马吉 2016 年—2020 年评估预测管理费用率约为 11.2%，报告期分别为 21.47%、15.5%。请你公司：1）结合评估预测销售费用率水平，补充披露德马	

吉报告期销售费用率、管理费用率的合理性。2) 就销售费用率和管理费用率对德马吉评估值的影响做敏感性分析并补充披露。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

.....47

反馈问题七：申请材料显示，本次交易选取索菲亚、宜华木业作为可比上市公司 β 值，请结合索菲亚、宜华木业、德马吉的主营业务，补充披露上述标准选取的依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。.....56

反馈问题八：申请材料显示，德马吉 2014 年、2015 年的毛利率分别为 40.34%、41.52%，净利率分别为 6.75%、16.6%，销售费用率分别为 8.9%、6.86%，管理费用率分别为 21.47%、15.5%。请你公司：1) 补充披露 2015 年销售费用率、管理费用率下降的原因以及合理性。2) 补充披露德马吉 2015 年净利率大幅提高的原因及合理性。3) 结合竞争优势、行业地位、所占份额及经营特色，补充披露德马吉与同行业、同类业务上市公司毛利率、净利率差异的原因及合理性。4) 补充披露汇率变动对德马吉毛利率及盈利能力的影响。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。.....59

反馈问题九：申请材料显示，德马吉在 2015 年 12 月 31 日和 2014 年 12 月 31 日的应收账款规模分别为 665.52 万元和 241.72 万元，占总资产的比例分别为 16.45%和 11.21%。2014 年、2015 年，德马吉前五大客户收入金额分别为 1478 万元、2116 万元，占当年营业收入比例分别为 44.21%、32.19%。请你公司结合应收账款应收方情况、期后回款情况、向客户提供的信用政策以及同行业情况，补充披露德马吉应收账款坏账准备计提的充分性、应收账款可回收性及相应的保障措施。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。.....69

反馈问题十：申请材料显示，德马吉主要客户是大中型国企、知名民营企业、在华外资以及上市公司如中国中车、华为、万达、阿里巴巴、中石化、TCL、海尔、中国联通。申请材料同时显示，德马吉 2015 年前五大客户中未包含上述客户。请你公司补充披露：1) 德马吉关于主要客户的信息披露是否存在矛盾。2) 主要客户类型及相关情况。请独立财务顾问核查并发表明确意见。.....76

反馈问题十一：申请材料显示，德马吉展览类型主要有：国内企业国内展、国内企业国外展以及国外企业国外展。请你公司以列表形式补充披露不同展览类型实现的收入、占比等情况。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。.....78

释 义

公司、上市公司、岭南园林	指	岭南园林股份有限公司
标的公司、德马吉、评估对象	指	德马吉国际展览有限公司
香港德马吉	指	德马吉香港展览有限公司（DEMAGE HONGKONG MESSE LIMITED），上海励媛汇的全资子公司
恒润科技	指	上海恒润数字科技有限公司（变更前的名称“上海恒润数字科技股份有限公司”）
德马吉（中国）	指	德马吉(中国)展览有限公司
欧马腾	指	上海欧马腾软件有限公司
关联方	指	根据现行有效的《深圳证券交易所股票上市规则》规定所确定的关联方
《资产评估报告》	指	中企华评估出具的《岭南园林股份有限公司拟发行股份及支付现金购买资产所涉及的德马吉国际展览有限公司股东全部权益价值项目评估报告》（中企华评报字(2016)第 3228 号）
《备考审计报告》	指	正中珠江出具《岭南园林股份有限公司 2014 年度、2015 年度备考审计报告》（广会专字[2016]G16003030111 号）
《审计报告》	指	正中珠江出具的《德马吉国际展览有限公司 2014 年、2015 年专项审计报告》（广会专字[2016]G16003030021 号）
标的资产、交易标的、标的股权	指	德马吉国际展览有限公司 100%的股权
本次交易、本次重组	指	岭南园林股份有限公司发行股份及支付现金购买德马吉 100%股权，同时以询价方式非公开发行 A 股股票募集配套资金的行为
发行股份及支付现金购买资产	指	岭南园林向德马吉股东德亿投资、帮林投资发行股份及支付现金购买其所持有的德马吉 100%股权
募集配套资金	指	岭南园林向不超过 10 名（含 10 名）符合条件的特定对象发行股份募集配套资金
报告书、重组报告书	指	《岭南园林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报告书》
董事会	指	岭南园林股份有限公司董事会
定价基准日	指	岭南园林审议本次交易事宜的第二届董事会第二十八次会议决议公告日
审计、评估基准日	指	2015 年 12 月 31 日
报告期	指	2014 年度、2015 年度
本公司、本独立财务顾问、广发证券	指	广发证券股份有限公司
君合律所	指	北京市君合律师事务所
正中珠江	指	广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）
中企华评估	指	北京中企华资产评估有限责任公司

中国证监会、证监会	指	中国证券监督管理委员会
元	指	人民币元
万元	指	人民币万元
亿元	指	人民币亿元

中国证券监督管理委员会：

受岭南园林股份有限公司的委托，广发证券股份有限公司担任岭南园林本次发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金事宜的独立财务顾问，并已出具了《广发证券股份有限公司关于岭南园林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之独立财务顾问报告》。岭南园林已于 2016 年 5 月 27 日收到贵会下发的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（161045 号），现根据反馈通知相关要求，本独立财务顾问补充发表意见如下：

反馈问题一：申请材料显示，本次交易拟募集配套资金总额不超过 17,000 万元，其中 15,000 万元将用于支付本次交易中的现金对价，2,000 万元用于支付本次交易的中介费用等与重组相关的其他费用。请你公司结合上市公司交易完成后的财务状况、经营现金流、资产负债率、融资渠道、授信额度等，补充披露本次募集配套资金的必要性。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

一、上市公司交易完成后的财务状况、资产负债率、经营现金流

（一）上市公司主要财务数据

1、备考资产负债表

根据《备考审计报告》，假设本次交易于 2014 年 1 月 1 日完成，本次交易后上市公司 2014 年 12 月 31 日和 2015 年 12 月 31 日主要财务状况数据如下：

单位：万元

项目	2015 年 12 月 31 日	2014 年 12 月 31 日
资产总计：	402,636.40	228,509.64
1、流动资产	239,148.19	151,790.69
（1）货币资金	27,217.28	25,578.20
2、非流动资产	163,488.21	76,718.96
负债合计	284,097.79	131,803.62
1、流动负债	237,460.86	124,199.83

(1) 短期借款	51,144.14	44,920.17
(2) 应付账款	105,458.14	48,821.12
(3) 一年内到期的非流动 负债	38,676.00	900.00
2、非流动负债	46,636.92	7,603.80
所有者权益	118,538.61	96,706.02

根据《备考审计报告》，截至 2015 年 12 月 31 日，本次交易完成后上市公司资产总额为 402,636.40 万元，其中流动资产为 239,148.19 万元，相较于 2014 年 12 月 31 日增长了 87,357.51 万元，增幅约为 57.55%；负债总额为 284,097.79 万元，其中流动负债为 237,460.86 万元，相较于 2014 年 12 月 31 日增长了 113,261.04 万元，较流动资产的上漲幅度更为显著，导致公司流动比率从 2014 年末的 1.22 下降至 1.01。

上市公司的货币资金余额具有明确用途，根据《备考审计报告》并结合上市公司货币资金未来使用用途，对未来货币资金使用计划安排如下：

单位：万元

项目	2015 年 12 月 31 日	2014 年 12 月 31 日
货币资金余额	27,217.28	25,578.20
减：应收款项减应付款项缺口	-61,470.46	-18,227.28
短期借款及一年内到期的长期借款	-60,820.14	-45,820.17
应付恒润科技并购价款一年内到期部分	-29,000.00	-
余额	-124,073.32	-38,469.25

注：应收款项减应付款项缺口=（应收票据+应收账款+其他应收款+一年内到期的非流动资产）-（应付票据+应付账款+应付职工薪酬+应交税费+应付利息+其他应付款）；其中，一年内到期的非流动资产核算的未长期应收款一年以内到期部分金额。

根据上表，考虑下个会计年度内相关应收款项变现金额和应付款项金额的综合影响，并扣除下个会计年度内应偿还的短期借款、一年内到期的长期借款以及应付恒润科技并购价款一年内到期部分的金额，上市公司 2015 年末货币资金面临较大缺口。

上市公司于 2016 年 2 月实施了非公开发行股票方案，募集资金总额为人民币 105,000 万元，募集资金用途为偿还公司银行贷款和补充公司流动资金。上述

非公开发行事项已明确募集资金的使用用途，并承诺不用于变相支付购买资产的价款，非公开发行股票募集的资金无法用于本次交易应支付的对价。

综合上述情况来看，上市公司资金安排已较为紧张，前次募集资金将用于补充流动资金和偿还银行贷款，通过自有资金支付本次交易现金对价存在较大的资金压力。

2、备考利润表

根据《备考审计报告》，假设本次交易于 2014 年 1 月 1 日完成，本次交易后上市公司 2014 年度和 2015 年度主要经营业绩的数据如下：

单位：万元

项目	2015 年度	2014 年度
营业收入	195,458.26	112,162.40
其中：园林工程类业务收入	166,135.68	102,253.08
营业成本	136,859.48	78,751.59
营业利润	21,126.34	14,423.04
利润总额	21,547.24	14,379.88
净利润	17,935.82	11,922.49

根据上表，本次交易完成后上市公司 2015 年度营业收入约为 195,458.26 万元，较 2014 年度增长 83,295.86 万元，增长率约为 74.26%；其中，2015 年度公司园林工程类业务收入 166,135.68 万元，较 2014 年度增长 63,882.60 万元，增长率为 62.47%。

上市公司业务板块包括园林业务与文化创意业务两大业务板块，并以园林业务为主，其中园林工程类业务收入占 2015 年度营业收入总额的 85.00%，占 2014 年度营业收入总额的 91.17%。园林工程类业务具有资金密集型的特点，签约和施工阶段均需要保有相当的流动资金作为基础，如在工程投标阶段缴纳的投标保证金、在工程施工阶段缴纳的工程质保金、工程施工期间因施工周期长所需的代垫资金等。目前公司开展的园林工程类业务以 BT 项目和 PPP 项目两种模式为主，两者的工程进度所占用资金情况十分突出，平均占用时间达 26 个月，上市公司的运营资金将面临较大压力。

伴随园林工程类业务的逐步增长，上市公司对营运资金的需求也将逐渐增加。2015 年末上市公司的货币资金及 2016 年 2 月非公开发行募集资金用于补充流动资金的部分，主要用于满足未来年度开展业务的营运资金需求，但不足以保证公司大规模资本性支出及拓展市场的需求。

综上，在不考虑公司业务拓展和大规模资本性支出的前提下，鉴于上市公司主营业务发展速度较快，需要保持一定的货币资金存量、降低流动性风险，公司未来业务开拓亦需要资金支持，若公司货币资金用于支付本次交易现金对价等，则公司的资金保有量无法满足日常生产经营所需。本次交易中上市公司通过发行股份的方式募集配套资金用于支付现金对价等，有利于提高本次交易的整合绩效。

（二）资产负债率

上市公司业务包括园林业务与文化创意业务两大业务板块，并以园林业务为主，根据证监会公布的《上市公司行业分类指引》（2012 年修订），上市公司被划入证监会行业分类中的“E48 土木工程建筑业”。根据《备考审计报告》及上市公司 2016 年一季度未经审计的财务数据，上市公司与行业内可比上市公司两年一期的资产负债率情况如下表所示：

上市公司		资产负债率（%）		
证券代码	证券简称	2016 年 3 月 31 日	2015 年 12 月 31 日	2014 年 12 月 31 日
002717.SZ	岭南园林	50.85	70.56	57.68
可比上市公司				
600512.SH	腾达建设	66.08	63.55	79.31
600502.SH	安徽水利	78.15	78.77	83.58
600491.SH	龙元建设	79.57	85.08	83.92
600610.SH	中毅达	6.21	6.68	12.00
600545.SH	新疆城建	78.43	78.91	77.31
600528.SH	中铁二局	88.38	88.59	88.33
600463.SH	空港股份	51.71	60.77	69.37
600170.SH	上海建工	81.71	83.26	83.62
600133.SH	东湖高新	89.57	88.30	87.60
600068.SH	葛洲坝	77.74	77.98	74.91
600326.SH	西藏天路	44.80	47.19	54.77
600284.SH	浦东建设	47.32	49.11	56.74
600248.SH	延长化建	63.23	63.69	66.22

600820.SH	隧道股份	72.27	73.15	72.86
601789.SH	宁波建工	79.76	80.35	78.18
601669.SH	中国电建	82.31	82.79	83.24
601668.SH	中国建筑	77.16	77.79	78.58
900906.SH	中毅达 B	6.21	6.68	12.00
603778.SH	乾景园林	36.51	39.65	51.18
601800.SH	中国交建	77.18	76.81	79.03
601618.SH	中国中冶	78.84	79.30	82.20
600986.SH	科达股份	54.71	56.50	82.97
600853.SH	龙建股份	90.02	89.45	88.31
600846.SH	同济科技	64.43	63.21	63.95
601390.SH	中国中铁	80.14	80.47	84.03
601186.SH	中国铁建	81.02	81.49	83.32
601117.SH	中国化学	65.92	65.92	68.95
600039.SH	四川路桥	83.15	82.91	84.08
002135.SZ	东南网架	71.62	73.27	74.99
002062.SZ	宏润建设	80.43	81.64	80.92
002060.SZ	粤水电	81.68	81.96	79.94
002310.SZ	东方园林	62.47	63.83	56.22
002307.SZ	北新路桥	78.97	79.91	86.33
002140.SZ	东华科技	63.55	65.34	74.20
002051.SZ	中工国际	66.22	67.56	67.94
000090.SZ	天健集团	62.01	62.56	66.48
000065.SZ	北方国际	70.28	67.30	75.98
000010.SZ	美丽生态	51.85	57.82	31.41
000961.SZ	中南建设	82.53	86.27	84.73
000928.SZ	中钢国际	76.26	78.55	77.43
000498.SZ	山东路桥	67.65	70.82	73.51
002431.SZ	棕榈股份	63.15	64.78	67.48
300197.SZ	铁汉生态	46.15	53.00	59.61
300055.SZ	万邦达	46.17	49.48	28.16
002775.SZ	文科园林	39.81	37.74	58.34
300495.SZ	美尚生态	39.10	40.96	56.38
300355.SZ	蒙草抗旱	49.53	51.20	54.79
300262.SZ	巴安水务	66.49	60.86	48.91
002755.SZ	东方新星	25.97	29.04	42.74
002628.SZ	成都路桥	50.54	53.92	58.20
002586.SZ	围海股份	60.51	63.10	52.78
002542.SZ	中化岩土	38.57	43.34	44.39
002663.SZ	普邦园林	32.18	34.07	34.09
002659.SZ	中泰桥梁	64.07	66.33	67.48
平均值		63.34	64.68	66.93

数据来源:wind 资讯

根据上市公司一季度未经审计的财务数据,截至 2016 年 3 月 31 日,上市公司资产负债率为 50.85%,低于可比上市公司平均水平 63.34%,主要系上市公司于 2016 年 2 月实施了非公开发行股票方案,募集资金总额为人民币 105,000 万元大幅度增加公司总资产所致。但鉴于非公开募集资金已有明确用途,并承诺不用于变相支付购买资产的价款,非公开发行股票募集的资金无法用于本次交易应支付的对价。

此外,上市公司业务的快速增长也将对营运资金的需求进一步扩大,2015 年度上市公司与以园林业务为主要业务的 A 股上市公司的收入增长率对比情况如下表所示:

证券代码	证券简称	2015 年度-营业收入增长率
002310.SZ	东方园林	14.98%
002663.SZ	普邦园林	-23.04%
002431.SZ	棕榈股份	-12.11%
300197.SZ	铁汉生态	30.46%
300355.SZ	蒙草抗旱	8.75%
平均值		3.81%
002717.SZ	岭南园林	73.58%

数据来源:wind 资讯

从上表可得,2015 年度公司营业收入增长率为 73.58%,大大超过同行业同类型业务可比公司的平均收入增长率 3.81%。岭南园林主营业务园林工程施工业务需要占用大量运营资金,且资产负债率处于较高水平,若公司进一步通过债务融资方式筹集资金用于支付本次交易的现金对价,将加重公司经营负担,增加公司整体的财务及偿债风险,不利于上市公司的健康可持续发展,不利于保护公司股东尤其是中小股东的利益。

(三) 上市公司现金流情况

由于《备考审计报告》并未对本次交易完成后的现金流量进行模拟合并,故按照上市公司最近两年经审计合并报表及最近一期未经审计的现金流量表对上市公司的现金流量情况进行分析,相关数据如下表所示:

单位：万元

项目	2016 年 1-3 月	2015 年度	2014 年度
经营活动产生的现金流量净额	-5,327.22	-13,732.76	-19,183.98
投资活动产生的现金流量净额	-20,124.26	-25,077.51	-1,353.86
筹资活动产生的现金流量净额	74,508.16	38,804.38	36,635.25
现金及现金等价物净增加额	49,056.69	-5.89	16,097.41

上市公司最近两年一期合并口径经营活动产生的现金流量净额均为负数，分别为-5,327.22 万元、-13,732.76 万元和-19,183.98 万元，主要系上市公司在开展园林工程施工类业务时需要垫付较多的资金所致。在公司未来深耕园林板块业务发展规划的影响下，公司未来经营将面临较大的资金压力。为满足日常经营资金需求，有必要通过外部融资，满足上市公司在扩大主营业务发展、拓展业务渠道、加大研发技术投入等方面的资金需求，从而有力提升经营业绩。

二、融资渠道、授信额度

上市公司目前主要的融资渠道为银行借款。截至 2016 年 3 月 31 日，上市公司银行贷款的授信额度情况如下表所示：

单位：万元

项目	2016 年 3 月 31 日
银行贷款授信额度	125,500.00
1、已使用贷款授信额度	63,492.43
2、尚未使用贷款授信额度	62,007.57
银行贷款授信额度	125,500.00
1、长期授信额度	47,500.00
（1）尚未使用的长期授信额度	15,779.49
2、短期授信额度	78,000.00

截至 2016 年 3 月 31 日，上市公司拥有银行贷款授信额度总计 125,500.00 万元，其中已使用授信额度 63,492.43 万元（包含已偿还且不续贷的金额），剩余未使用授信额度 62,007.57 万元。上市公司现有授信额度与目前公司的业务规模及发展规划相匹配。由于上市公司的主要融资渠道为银行贷款，且目前资产负债率水平较高，进一步通过债务融资渠道筹措资金的能力相对有限，通过增加负

债方式不仅进一步提高公司整体资产负债率增大公司财务风险，且承担比市场更高的利息成本。

此外，上市公司尚未使用的长期授信额度余额仅 15,779.49 万元，若使用该授信额度支付本次交易的现金对价即 15,000 万元，剩余可使用的长期授信额度大大降低，上市公司将面临未来若有重大长期支出安排无法短期内快速获得足够的授信额度支撑的运营风险。

综上，由于目前上市公司资产负债率较高，且进一步通过债务融资渠道筹措资金的能力相对有限，上市公司需通过本次募集配套资金支付交易中的现金对价，提高本次交易的综合绩效，具有必要性。

四、结论

上市公司主营业务园林工程类业务属于资金密集型业务，且未来持续快速增长，运营资金的需求较大；上市公司公司目前货币资金金额具有明确用途，前次非公开发行股票的募集资金已明确用途为偿还银行贷款和补充流动资金，并承诺不用于变相支付购买资产的价款；公司目前资产负债率较高，如若进一步通过授信额度获得债务融资的资金支持，将进一步提高公司的财务风险，不利于公司的健康持续运营。综合考虑上市公司财务状况、经营现金流、资产负债率、融资渠道、授信额度等情况，本次募集配套资金具备较强的必要性。

五、补充信息披露

公司已在“第五章 发行股份及支付现金情况”之“四、募集配套资金情况”之“（三）募集配套资金的必要性”中补充披露上述内容。

六、独立财务顾问核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：鉴于上市公司的资产负债率较高，不适合依赖债务融资方式支撑公司的业务发展；上市公司前次募集资金的使用用途有明确的安排，不得用于变相支付购买资产的价款，且上市公司目前资金仅能够满足日常经营及偿还银行贷款等支出需要；此外，上市公司长期银行授信额度有限，若使用该部分授信额度用于支付本次交易的现金对价，公司将面临未来若有重大长期支出安排无法短期内快速获得足够的授信额度支撑的运营风险。因此，本

次交易中上市公司通过发行股份的方式募集配套资金用于支付现金对价及支付本次交易的中介费用等与重组相关的其他费用是必要和合理的，有利于提高本次交易的整合绩效。

反馈问题二：申请材料显示，德马吉（中国）为德马吉实际控制人王翔 100%控股的企业，系德马吉报告期内前五大客户和供应商之一。其中，2014 年度、2015 年度德马吉向德马吉（中国）销售金额占比 13.04%、6.39%，采购金额占比 22.74%、14.04%。请你公司补充披露：1）德马吉通过德马吉（中国）销售的最终实现情况。2）向关联方采购及销售的必要性，并结合向第三方采购、销售价格及可比市场价格，补充披露关联采购及销售价格的公允性。3）上述关联交易占交易双方同类交易的比例，是否存在相互依赖，并提示风险。请独立财务顾问、律师和会计师核查并发表明确意见。

回复：

一、德马吉通过德马吉（中国）销售的最终实现情况

报告期内，德马吉作为德马吉（中国）的服务提供商，主要向德马吉（中国）提供中国境外的展览展示创意设计类服务，德马吉（中国）由此向第三方企业提供相应的展示设计类服务，以此最终实现销售。德马吉（中国）通过向德马吉采购服务实现的最终销售情况如下表所示：

1、2014 年度德马吉（中国）向德马吉采购服务实现最终销售情况

关联方	所属期间	主要交易内容	最终销售客户	最终销售业务简介	金额（元）	项目毛利率
德马吉（中国）	2014 年度	创意展示设计服务	TCL 集团股份有限公司	TCL2014 年展示项目	4,052,547.83	50.85%
	2014 年度	创意展示设计服务	天津长荣印刷设备股份有限公司	长荣印刷 ExpoPrint 展示项目	306,026.40	30.96%
合计					4,358,574.23	

2、2015 年度德马吉（中国）向德马吉采购服务实现最终销售情况

关联方	所属期间	主要交易内容	最终销售客户	最终销售业务简介	金额（元）	项目毛利率
德马吉（中国）	2015 年度	活动创意策划服务	华为技术有限公司	华为技术新加坡金沙展示项目	3,031,690.57	62.42%
	2015 年度	活动创意策划服务	深圳市大疆创新科技有限公司	大疆创新拉斯维加斯展示项目	1,168,309.58	65.27%
合计					4,200,000.15	

经核查，报告期内德马吉（中国）均已在其所属期间内完成了上述展览展示业务，获取了最终销售客户提供的《展示项目完工单》，并确认了对最终客户的销售收入，德马吉通过德马吉（中国）的销售已经最终实现。

二、向关联方采购及销售的必要性，并结合向第三方采购、销售价格及可比市场价格，补充披露关联采购及销售价格的公允性

（一）德马吉与德马吉（中国）之间采购和销售的必要性

报告期内，德马吉（中国）与德马吉均受同一控制人王翔控制，均以开展创意展示设计类业务和活动创意策划类业务为主。德马吉（中国）注册地点在香港，主要基于开展中国境外项目的便捷性而设立。

1、德马吉向德马吉（中国）采购的必要性

德马吉（中国）在境外展览展示业务经验相对丰富，具有较多的业务及供应商资源和渠道。报告期内，当涉及有境外展览需求的客户，基于中国境外业务开展的便捷性，以及德马吉（中国）于中国境外供应商储备资源丰富等因素的考虑，德马吉与德马吉（中国）签订相应的采购合同，由德马吉（中国）作为德马吉的中国境外服务提供商和采购商向德马吉提供相应的采购服务，协助德马吉完成境外展会展台的制作、搭建和后期拆撤。

2、德马吉向德马吉（中国）销售的必要性

报告期内，德马吉接触了部分国内客户具有境外展览展示的需求，由于该类客户在境外设有办事处，为便于境外展示业务的沟通，并经与客户沟通，由德马

吉（中国）承接该等国内客户的境外展览展示业务，即德马吉作为德马吉（中国）的服务提供商向德马吉（中国）提供相应的创意设计类服务业务，再通过德马吉（中国）向该境外参展需求的客户提供相关境外展示设计类业务服务。

此外，德马吉（中国）以承接中国境外业务为主，境外展览展示业务经验相对丰富，通过德马吉（中国）该境外业务平台与境外业务直接对接，有利于提升德马吉品牌在境外展览展示行业的国际化形象。

综上，报告期内，德马吉与德马吉（中国）发生的关联交易主要系出于业务开展的便捷性考虑，通过德马吉（中国）进行境外业务的开展有利于德马吉快速获取优质的供应商资源且便于直接与客户业务沟通，有助于德马吉完善其全球的业务布局，确保其全球化项目的顺利实施开展，并利于与客户建立稳定的合作关系，提升德马吉品牌的国际化形象，其关联交易具有必要性。

（二）关联采购价格的公允性

德马吉作为德马吉（中国）的服务采购商，通过德马吉（中国）向第三方客户提供境外展览展示相关的展台搭建等服务业务，业务环节主要包含道具提供、布展装修、进馆搭建等。报告期内，与德马吉（中国）的关联采购情况如下表所示：

1、2014年度关联采购情况

关联方	所属期间	主要交易内容	最终供应商	采购业务简介	采购金额（元）	展示项目示面积（m ² ）	每平方米单价（元/m ² ）
德马吉（中国）	2014年度	展台制作、搭建、拆卸服务	ExpoRaf	TCL 德国柏林展示项目	1,745,110.14	505	3,455.66
	2014年度	展台制作、搭建、拆卸服务	PURP	联合动力德国汉堡风能展示项目	199,598.00	90	2,217.76
	2014年度	展台制作、搭建、拆卸服务	CircleExhibitionServiceLLc	烽火科技迪拜展示项目	333,520.00	128	2,605.63
	2014年度	展台制作、搭建、拆卸服务	Pentone313conceptpteltd	潍柴动力新加坡展示项目	255,024.00	135	1,889.07

	2014年度	展台制作、搭建、拆卸服务	Expoconstruct	南车德国柏林展示项目	1,084,124.00	367	2,954.02
	2014年度	展台制作、搭建、拆卸服务	PandaDecoart	晶科缅甸展示项目	69,781.25	24	2,907.55
	2014年合计				3,687,157.39		

2、2015年度关联采购情况

关联方	所属期间	主要交易内容	最终供应商	采购业务简介	采购金额(元)	展示项目示面积 (m²)	每平方米单价 (元/m²)
德马吉(中国)	2015年度	展台制作、搭建、拆卸服务	ExpoRaf	安德德国汉堡展示项目	40,600.00	3	13,533.33
	2015年度	展台制作、搭建、拆卸服务	ExpoRaf	安德德国科隆展示项目	349,015.00	150	2,326.77
	2015年度	展台制作、搭建、拆卸服务	CircleExhibitionServiceLLc	尚德迪拜展示项目	111,600.00	55	2,029.09
	2015年度	展台制作、搭建、拆卸服务	LLCSiriusExpo	海尔俄罗斯展示项目	227,650.00	80	2,845.63
	2015年度	展台制作、搭建、拆卸服务	Miscott	南车土耳其展示项目	119,747.00	72	1,663.15
	2015年度	展台制作、搭建、拆卸服务	Miscott	吉亿土耳其展示项目	62,788.00	35	1,793.94
	2015年度	展台制作、搭建、拆卸服务	ConceptG	晶科南非展示项目	98,017.60	54	1,815.14
	2015年度	展台制作、搭建、拆卸服务	ExpoRaf	海尔德国法兰克福展示项目	239,250.00	158	1,514.24
	2015年度	展台制作、搭建、拆卸服务	因美特国际展示项目览有限公司	大疆美国展示项目	327,212.50	180	1,817.85
	2015年度	展台制作、搭建、拆卸	Miscott	晶科土耳其展示项目	68,740.00	56	1,227.50

关联方	所属期间	主要交易内容	最终供应商	采购业务简介	采购金额(元)	展示项目示面积 (m²)	每平方米单价 (元/m²)
		服务					
	2015 年度	展台制作、搭建、拆卸服务	Display Technologies LLC	鹏博士美国展示项目	223,156.25	54	4,132.52
	2015 年度	展台制作、搭建、拆卸服务	Circle Exhibition Service LLC	慕思阿联酋展示项目	145,390.00	72	2,019.31
	2015 年度	展台制作、搭建、拆卸服务	ConceptG	晶科南非展示项目	73,560.00	36	2,043.33
	2015 年度	展台制作、搭建、拆卸服务	Skylight Creations	晶科约旦展示项目	62,628.00	24	2,609.50
	2015 年度	展台制作、搭建、拆卸服务	ThinkTank	鹏博士新加坡展示项目	195,930.00	56	3,498.75
	2015 年度	展台制作、搭建、拆卸服务	Monter-Vi sExhibitions	中节能德国展示项目	40,909.00	36	1,136.36
	2015 年度	展台制作、搭建、拆卸服务	USLUGIE LEKTROI NSTALACYJNE PRZ MYSŁAW LOCHUNSKI	南瑞荷兰展示项目	85,333.00	54	1,580.24
	2015 年度	展台制作、搭建、拆卸服务	ConceptG	南车南非展示项目	259,375.00	84	3,087.80
	2015 年度	展台制作、搭建、拆卸服务	PURP	晶科德国展示项目	219,198.00	180	1,217.77
	2015 年度	展台制作、搭建、拆卸服务	Monter-Vi sExhibitions	特变德国展示项目	41,550.00	36	1,154.17
	2015 年度	展台制作、搭建、拆卸服务	Surreal	TCL 巴西展示项目	775,582.09	210	3,693.25
	2015 年度	展台制作、搭建、拆卸	PixartInt	南车俄罗斯展示项目	354,402.00	52	6,815.42

关联方	所属期间	主要交易内容	最终供应商	采购业务简介	采购金额（元）	展示项目示面积（㎡）	每平方米单价（元/㎡）
		服务					
	2015年度	展台制作、搭建、拆卸服务	Surreal	晶科巴西展示项目	72,500.00	36	2,013.89
	2015年度	展台制作、搭建、拆卸服务	BDECKExhibitions	特变印度展示项目	60,625.00	72	842.01
2015年合计					4,254,758.44		

如上表所示，报告期内与德马吉（中国）之间的关联采购业务涉及多个国家和地区，所对应的供应商亦分布在不同地域。供应商报价时依据客户提供的CAD施工图及预计展示面积大小，综合业务开展所需的地板材质、整体展台结构所需工程材料、布景装饰、美工要求、多媒体器材租赁、家具租赁、现场人工费用等因素后，按照预计材料和人工单位数量和当地的单位采购成本进行整体价格预算，形成最终报价金额；由于上述不同项目所涉及的材料及人工在地域分布、型号种类以及类型等方面均存在差异，其单位展示面积的采购成本也存在较大不一致，故展台搭建服务属于非标准化产品，难以获取市场可比价格。

经核查，德马吉从德马吉（中国）接受的服务均为德马吉（中国）以平价从第三方供应商采购，德马吉（中国）向第三方供应商的采购价格与德马吉向德马吉（中国）的采购价格不存在差异。因此，德马吉与德马吉（中国）之间的关联采购交易，为双方基于市场认可的价值作出的交易，交易价格具有公允价。

（三）关联销售价格的公允性

德马吉向德马吉（中国）提供展览展示设计服务，业务环节主要包含客需精挖、创意设计、施工规划、企宣创意等。由于创意展示设计类服务属于非标准化集成产品，其定价系根据不同项目所涉及的整体项目呈现效果、项目技术难度、设计团队搭配以及展台搭建所需的不同材料成本和人工费用等因素进行的整体考虑，不存在市场可比价格。

经核查，德马吉（中国）从德马吉接受服务后，全部以平价方式销售给最终第三方客户，德马吉（中国）向最终客户的销售价格与德马吉（中国）向德马吉

的采购价格不存在差异。关联销售的最终销售的情况及项目毛利率如下表所示：

关联方	所属期间	主要交易内容	最终销售客户	最终销售业务简介	金额（元）	项目毛利率
德马吉（中国）	2014 年度	创意展示设计服务	TCL 集团股份有限公司	TCL2014 年展示项目	4,052,547.83	50.85%
	2014 年度	创意展示设计服务	天津长荣印刷设备股份有限公司	长荣印刷 ExpoPrint 展示项目	306,026.40	30.96%
	2015 年度	活动创意策划服务	华为技术有限公司	华为技术新加坡金沙展示项目	3,031,690.57	62.42%
	2015 年度	活动创意策划服务	深圳市大疆创新科技有限公司	大疆创新拉斯维加斯展示项目	1,168,309.58	65.27%

根据上表，与德马吉（中国）2014年度发生关联创意展示设计服务业务的平均毛利率为40.91%，与2014年度该类业务平均毛利率40.58%基本保持一致；2015年度发生的关联活动创意策划服务业务平均毛利率为63.85%，高于2015年度该类业务平均毛利率47.25%，主要由于该两笔业务均属于境外高端展览展示项目，德马吉在境外高端展览展示业务开展在同行业经验相对丰富且布局偏早，具有明显的竞争优势，溢价能力较强，且该销售的客户系华为、大疆创新等付费能力较强的客户，综合提高了单体项目的毛利率，此外，活动创意策划业务于报告期内毛利率水平区间约为30%-70%，该两笔关联交易业务处于该类业务的区间范围内。整体而言，与德马吉（中国）之间的关联销售业务毛利率处于合理范围之内，定价具有公允性。

综上所述，德马吉与德马吉（中国）之间的关联采购和销售价格具有公允性。

（四）减少和规范关联交易的措施

自2015年7月至本反馈回复出具之日，德马吉与德马吉（中国）之间不存在服务提供和服务采购等关联交易的情形。截至本反馈回复出具之日，德马吉与德马吉（中国）之间的往来余款已全部结清。

为了减少和规范关联交易，德马吉（中国）实际控制人于2015年7月将德马吉（中国）的全部股权对外转让，德马吉（中国）于2016年3月18日根据香港有关规定提交了注销申请；截至本反馈回复出具之日，德马吉（中国）正在办理注销手续。

三、上述关联交易占交易双方同类交易的比例，是否存在相互依赖，并提示风险

上述关联交易占交易双方同类交易的比例如下表所示：

项目	2015 年度		2014 年度	
	接受德马吉（中国）服务	向德马吉（中国）提供服务	接受德马吉（中国）服务	向德马吉（中国）提供服务
占德马吉同类交易的比例	14.04%	6.41%	22.74%	13.05%
项目	向德马吉提供服务	接受德马吉服务	向德马吉提供服务	接受德马吉服务
占德马吉（中国）同类交易的比例	11.97%	17.05%	11.40%	18.76%

从上表可以看到，2015年度及2014年度德马吉向德马吉（中国）的采购和销售占德马吉同类交易的比例均较低，德马吉对德马吉（中国）不存在重大依赖性；上述关联交易占德马吉（中国）同类交易的比例较低，德马吉（中国）对德马吉不存在重大依赖。

上述风险已补充披露在重组报告书“重大风险提示”之“二、标的资产的经营风险”之“（九）德马吉独立经营的风险”和“第十二章 风险因素”之“二、标的资产的经营风险”之“（九）德马吉独立经营的风险”。

四、补充信息披露

公司已在“重大风险提示”之“二、标的资产的经营风险”之“（九）德马吉独立经营的风险”、“第十二章 风险因素”之“二、标的资产的经营风险”之“（九）德马吉独立经营的风险”和“第十一章 同业竞争和关联交易”之“一、报告期内交易标的关联交易情况”之“（三）关联交易的必要性及定价公允性”中补充披露上述内容。

五、独立财务顾问核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：为获取优质的境外供应商和客户资源且便于直接与客户沟通，提升德马吉品牌的国际化形象，报告期内德马吉与德马吉（中国）存在一定的关联采购和销售交易，具有合理性；报告期内德马吉通过德马吉（中国）销售均已最终实现；德马吉（中国）向德马吉采购的服务均已平价提供给第三方客户，项目毛利率维持在同类型业务的合理范围之内；德马吉从德马吉（中国）接受的服务均为德马吉（中国）以平价从第三方供应商采购，为双方基于市场认可的价值作出的交易，上述关联交易定价具有公允性；德马吉与德马吉（中国）相互之间不存在重大依赖。

反馈问题三：申请材料显示，上海德马吉展览展示服务有限公司正在办理将注册商标转让给德马吉的相关手续，欧马腾正在办理将计算机软件著作权转让至德马吉的相关手续。请你公司补充披露：1）注册商标、计算机软件著作权转让是否已履行相应的决策程序。2）转让进展、预计办毕时间及逾期未办毕的影响。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

回复：

一、注册商标、计算机软件著作权转让已履行相应的决策程序

2015年4月7日，上海德马吉展览展示服务有限公司与德马吉签订了7份《申请商标转让协议书》，约定上海德马吉展览展示服务有限公司将申请号/注册号分别为第8561563、11429575、11429647、11429608、11429564、11429510及10632022号的7个商标无偿转让给德马吉。

2016年3月10日，德马吉与欧马腾签署了《软件著作权转让合同》及《<软件著作权转让合同>补充协议》；2016年3月15日，德马吉与欧马腾签署了《<软件著作权转让合同>补充协议（二）》，上述合同/协议约定：欧马腾将其与德马吉共同享有著作权的以下6项计算机软件著作权项下、欧马腾所享有的全

部著作权利无偿转让给德马吉。相关转让的计算机软件著作权情况如下表所示：

序号	软件名称	颁发证书机构	获取日期	证书号
1	在线渲染管理系统 V1.0	中华人民共和国国家版权局	2015/7/21	软著登字第 1026096 号
2	音视频交互演示系统 V1.0	中华人民共和国国家版权局	2015/7/21	软著登字第 1026110 号
3	虚拟空间增强现实软件 V1.4	中华人民共和国国家版权局	2015/7/21	软著登字第 1026122 号
4	权限管理系统 V1.0	中华人民共和国国家版权局	2015/7/21	软著登字第 1026768 号
5	客户项目关系管理系统 V2.0	中华人民共和国国家版权局	2015/7/22	软著登字第 1027967 号
6	多媒体联动系统 V1.0	中华人民共和国国家版权局	2015/7/22	软著登字第 1027968 号

经核查，上述商标转让协议和计算机软件著作权转让协议未附需提交各自内部权力机构审议方能生效的条件。

《公司法》未明确要求有限责任公司购买、出售资产须提交有限责任公司股东会、董事会/执行董事审议/决定，德马吉、上海德马吉展览展示服务有限公司和欧马腾均为有限责任公司；同时经核查上述三家公司的章程，其章程也未要求购买、出售资产须提交各自公司股东会、董事会/执行董事审议/决定。

2016 年 6 月 2 日，上海德马吉展览展示服务有限公司注销前的全体股东出具书面确认，对上海德马吉展览展示服务有限公司将相关商标转让给德马吉无任何异议，上海德马吉展览展示服务有限公司与德马吉就商标转让事宜签署的相关协议已经合法有效的授权和签署，不存在导致转让行为无效、被撤消的情形，该等协议合法有效。

2016 年 6 月 2 日，欧马腾的全体股东出具书面确认，对欧马腾将相关计算机软件著作权转让给德马吉无任何异议，欧马腾与德马吉就计算机软件著作权转让事宜签署的相关协议已经合法有效的授权和签署，不存在导致转让行为无效、被撤消的情形，该等协议合法有效。

2016 年 6 月 2 日，德马吉的全体股东出具书面确认，对德马吉受让上海德马吉展览展示服务有限公司转让的相关商标以及欧马腾转让的相关计算机软件著作权无任何异议，德马吉与上海德马吉展览展示服务有限公司、欧马腾就受

让商标、计算机软件著作权签署的相关协议已经合法有效的授权和签署，不存在导致上述受让行为无效、被撤消的情形，该等协议合法有效。

基于上述，经核查，就上海德马吉展览展示服务有限公司将相关商标、欧马腾将相关计算机软件著作权转让给德马吉事宜，相关方已经履行了相应的决策程序，相关协议合法有效。

二、注册商标、计算机软件著作权转让进展、预计办毕时间及逾期未办毕的影响

（一）注册商标的转让进展、预计办毕时间及逾期未办毕的影响

2015年7月1日，商标局分别出具7份《商标转让申请受理通知书》，受理了上述7项商标的转让申请。经于中国商标网核查，截至本反馈回复出具之日，上述7项商标均处于转让状态。

根据德马吉委托的商标代理机构出具的证明，上述7项商标的转让申请已得到商标局受理，目前处于商标局正常的审理过程，办理完成不存在障碍，但完成时间取决于商标局的审理进度，暂无法准确预计。

根据德马吉的说明，上述德马吉正在受让的7项商标主要用于德马吉的业务宣传推广，目前正在实际使用中；该等商标的权属人上海德马吉展览展示服务有限公司已出具《确认函》，同意德马吉在完成上述7项商标转让的相关手续前无偿使用该等商标，亦同意不会在任何时候以任何方式就德马吉无偿使用上述商标提出任何权利主张；且截至该本反馈回复出具之日，上海德马吉展览展示服务有限公司与德马吉就上述商标不存在任何争议及纠纷。综上，德马吉使用上述商标不涉及侵犯上海德马吉展览展示服务有限公司商标权的情形，即使由于监管机关的办理时间存在不确定性而可能导致商标转让手续在一段时间内未能办毕，该等情形应不会影响德马吉使用前述被转让商标，不会对本次交易产生重大不利影响。

（二）计算机软件著作权的转让进展、预计办毕时间及逾期未办毕的影响

根据德马吉提供的《计算机软件著作权登记证书》，并经在中国版权保护中心网站核查，欧马腾转让的 6 项计算机软件著作权的著作权人已于 2016 年 5 月 9 日全部变更登记至德马吉名下。

因此，欧马腾转让给德马吉的 6 项计算机软件著作权的转让手续已经办理完成。

三、补充信息披露

公司已在“第四章 交易标的基本情况”之“八、德马吉主要资产、主要负债以及主要担保情况”之“（一）主要资产情况”中补充披露上述内容。

四、独立财务顾问核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：就上海德马吉展览展示服务有限公司将相关商标、欧马腾将相关计算机软件著作权转让给德马吉事宜，相关方已经履行了相应的决策程序，相关协议合法有效。上述商标转让申请已得到商标局受理，目前处于正常审理过程，预计办理完成时间无法准确预计；鉴于上海德马吉展览展示服务有限公司已同意德马吉在转让手续完成前无偿使用该等商标，尚未办理完成不会给德马吉使用该等商标造成不利影响。欧马腾转让给德马吉的 6 项计算机软件著作权的转让手续已经办理完成。

反馈问题四：申请材料显示，德马吉股东全部权益价值为 37,618.49 万元，收益法评估增值 35,248.92 万元，增值率为 1,467.57%。按 2015 年德马吉实现净利润计算，本次交易市盈率为 34.37 倍。请你公司结合德马吉的主营业务、核心竞争力、行业特征及同行业收购案例，补充披露德马吉评估增值率、市盈率较高的依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、德马吉评估增值率、市盈率较高的依据及合理性

德马吉股东全部权益价值为 37,618.49 万元，收益法评估增值 35,248.92 万元，增值率为 1,467.57%。按 2015 年德马吉实现净利润计算，本次交易市盈率为 34.37 倍，增值率及市盈率的主要原因分析如下：

（一）德马吉主营业务情况

德马吉是一家以文化创意设计能力为核心，具备全球化业务覆盖能力、供应链上下游资源整合能力、产业链环节一体化运作能力的创意展示服务提供商，通过开展包括创意展示设计、活动创意策划以及展厅创意规划等业务，为客户提供一站式展览营销服务，业务覆盖了创意策划、设计包装、展具制作、工程搭建、多媒体设备运营、售后增值服务等多业务环节。德马吉凭借其优秀的文化创意设计能力将最新的设计理念和设计元素融入企业文化之中，展现出客户独特的企业文化内涵；依托其产业链环节一体化的运作能力，为客户提供至创意策划至最终搭建等一系列打包服务，增强客户粘性，提高客群的品牌意识与付费意愿。

综上，凭借其强大的文化创意设计能力和产业链环节一体化的运作能力的核心优势，德马吉在市场上的综合议价能力较强，保障主营业务毛利率处于较高水平。

（二）德马吉核心竞争力

1、拥有丰富经验的设计人才，具备文化创意设计核心基因

创意设计人才是文化创意行业公司发展的关键要素。德马吉在数年的发展历程中，积累了具有丰富经验的创意设计人才。同时标的公司十分重视设计人才的培养，其创意设计员工占公司总人数达三分之一以上，充分体现了德马吉在创意设计方面的投入力度。德马吉所处行业对人才的专业性要求较高，接受专业的创意展览展示设计教育的对口人才较少，因此德马吉更侧重内部自主培养，确保核心人才团队的忠诚度。因此，拥有经验丰富、专业能力强、忠诚度高的创意设计团队使德马吉具备优秀的文化创意设计核心能力。

2、全产业链资源整合能力，满足客户一体化服务需求

德马吉具备展会营销行业全产业链资源整合能力，其业务链条覆盖前期承接、创意策划、设计包装、展具制作、工程搭建、多媒体设备运营、售后增值服务等环节。同时，德马吉在展具制作、工程搭建等外协环节采取了必要的风控与质控措施，在重要项目上，选取合作次数在 3 次以上的供应商，确保项目施工搭建环节的质量。凭借一体化服务业务的整合能力，德马吉在同行业中脱颖而出，并能满足多样化的客户需求，助力德马吉汇聚了全球范围内付费能力较强的精品客群，为德马吉开拓增量业务奠定了基础。

3、全球范围内的精品客群和本土供应商资源

为便于全球化业务发展，增强对不同区域客户需求的响应能力，德马吉在美国、德国、波兰、香港等地设立了办事处，整合当地供应商资源，并通过雇佣当地员工在所属国家协同业务拓展。2015 年德马吉参与国外展会数量达到 77 场，足迹遍布 29 个国家和地区。凭借其海外会展产业链的先发布局，德马吉在全球范围内完成了一定量的精品案例，形成较大的消费粘性，并吸引更多的精品客群。全球业界范围内的品牌示范和标杆作用，保障了德马吉品牌在保证客单毛利率水平的前提下，获得更多的增量业务机会。同时，品牌的广域影响力使德马吉在对其供应商的筛选时，形成较强的议价能力，利于德马吉控制成本，提升综合毛利率和净利率。

综上，德马吉以其优质的文化创意设计核心基因及全球范围的精品客群储备优势，依托其多地域产业链整合能力、全球供应链资源整合能力，共同筑起德马吉较强的行业竞争优势，在保障未来稳步发展的同时，有效提升德马吉的综合议价能力，确保主营业务的高毛利率水平，推动增值率和市盈率的上升。

（三）行业发展情况及行业特质

1、行业市场总量快速增长

随着国内企业对外贸易程度的加深与外资企业在华投资规模的增长，多类国民经济主体的参展需求得到了极大的拉升，并带动了会展营销服务业的蓬勃发展。据中国产业信息网统计显示，中国会展展览数量从 2008 年的 4,490 场增至 2014 年的 8,009 场，年复合增速逾 10%。同期，会展展览面积由 4,517 万平方米

增至 10,277 万平方米，年复合增速超 14%。随着中国国内生产总值的不断增长以及服务贸易的不断发展，特别是一带一路的政策推动，会展营销服务行业将迎来历史性的发展机遇，并进入持续快速增长的阶段。

2、文化创意能力驱动会展营销服务业的发展

相较普通会展营销，嵌入文化创意策划元素的会展营销对产品及品牌的宣传效果更佳，拥有文化创意基因的会展营销服务商更能充分挖掘企业的品牌文化内涵，提升企业品牌影响力。现阶段，消费体验升级的社会业态倒逼现有企业通过创意营销手段来契合终端受众的需求，在此趋势下，愈多企业将选择通过会展营销的方式宣传品牌文化和产品功能属性。随着创意会展营销的品宣效果愈发明显，企业通过会展营销来宣传推广其产品及品牌文化的意愿将逐步提升，具备优质文化创意设计能力的会展营销服务供应商将迎来发展的良好时机。

3、新兴展示技术的应用带动会展营销业进一步发展

近 10 年来，随着科技的发展，市场产生了一些高科技现代化视觉展示技术，以信息技术为核心的虚拟技术、多媒体展示技术以及 3D 视觉展示技术成为展览展示行业的前沿核心技术。新兴展示技术手段使得实体的展示空间更加丰富、流动、富于变化，让会展效果具有强烈的浸没感和震撼感，提升客户品牌文化宣传和推广的效果，增强企业的参展欲望，推动会展营销行业进一步发展。

综上，会展营销服务行业在政策的鼓励 and 消费体验升级的市场环境的驱动下，整体处于高速增长阶段。同时，新兴展示技术的涌现进一步增强企业品牌的展示效果，给会展营销服务行业带来巨大的业务拓展空间。会展营销行业市场的良好发展前景是本次收购高评估增值率、高市盈率的重要因素。

（四）德马吉具有轻资产的特点

德马吉所处的会展营销服务行业具有轻资产的特点，业务经营对于资产规模，尤其是固定资产规模的需求较低，如德马吉的办公场所等均为来自于租赁等。因此，德马吉的净资产规模偏小，其评估增值率相对传统的生产性行业较高。

（五）同行业可比交易案例估值情况

由于德马吉所处会展营销服务行业并购案例较少，根据德马吉的业务性质，选择标的资产具备创意服务、品牌策划、线下营销等多重属性的并购案例作为同行业可比交易案例，对本次评估增值率及市盈率进行分析。

2015 年以来，上市公司发行股份购买与德马吉业务性质相似的资产的估值增值率情况如下：

单位：万元

序号	上市公司	标的资产	标的资产主营业务	评估基准日	交易价格	账面净资产	增值率
1	科达股份	亚海恒业	亚海恒业是一家集会展综合运营、公关活动策划、广告推广及咨询服务为一体的会展综合服务机构，主营业务内容涵盖：展览综合运营管理、公关广告活动策划、设计特装、企业咨询等。	2015/12/31	119,000.00	7,913.96	1,404%
2	联创股份	上海麟动	上海麟动作为创新型整合营销传播服务机构，致力于帮助客户企业在组织内部搭建并完善整合高效的营销传播体系，业务主要分为数字公关传播、品牌活动、产品推广三大板块。	2015/6/30	72,000.00	1,811.79	3,874%
3	联建光电	华瀚文化	华瀚文化是一家区域性户外广告的媒体提供商。在充分理解客户行业定位以及品牌状况的基础上，华瀚文化会根据客户的传播需求，结合各类型媒体的传播特征以及不同媒体的点位特	2015/9/30	36,400.00	3,069.97	1,086%

			性，制定客户传播策略，通过公司拥有的户外媒体资源网络，为客户提供广告发布服务。				
4	联建光电	励唐营销	励唐营销为客户提供的线下活动管理全业务链一体化服务，主要包括营销策略和活动的策划，活动具体方案的创意和设计，活动现场运营和管理。	2015/9/30	49,600.00	5,958.38	732%
5	南通锻压	上海广润	上海广润的主要服务内容包括品牌服务、各类活动项目服务、业余体育赛事服务以及其它与广告相关的策划、创意、执行管理等服务。	2015/12/31	30,000.00	1,891.51	1,486%
平均值							1,717%
本次交易			创意展示设计服务等	2015/12/31	37,500.00	2,369.57	1,483%

注：交易增值率=（标的资产的交易价格-标的资产的账面净资产金额）/标的资产的账面净资产金额。

数据来源：Wind 资讯

2015 年以来，上市公司发行股份购买与德马吉业务性质相似的资产的估值市盈率情况如下：

单位：万元

序号	上市公司	标的资产	基准期间	基期净利润	市盈率
1	科达股份	亚海恒业	2015 年度	2,925.86	40.67
2	联创股份	上海麟动	2014 年度	555.58	129.59
3	联建光电	华翰文化	2014 年度	1,677.64	21.70
4	联建光电	励唐营销	2014 年度	2,854.12	17.38
5	南通锻压	上海广润	2015 年度	1,050.72	28.55
平均值					47.58
本次交易			2015 年度	1,091.06	34.37

注：交易市盈率=标的资产的交易价格/标的公司的基准期间归属于母公司股东的净利润

数据来源：Wind 资讯

从上表可以看到，同行业可比交易案例的平均估值增值率为 1,717%，平均市盈率为 47.58，整体处于较高的水平；本次上市公司收购德马吉评估增值率 1,483%，市盈率 34.37 倍，较同行业可比较案例的平均增值率和市盈率水平略低，具有一定的合理性。

综上，一方面由于业务性质和行业特点，德马吉具有明显的“轻资产”特点，账面净资产较低；另一方面，会展行业发展趋势乐观向好、德马吉具有明显的竞争优势并有明确的发展战略和方向，各项业务预计未来均可以保持较高的增长率，使得按照收益法评估结果较账面值增值较大。本次评估结果较好的反映了德马吉主营业务、行业发展情况、核心竞争力等多方面的优势，本次评估的增值率、市盈率具有合理性。

二、补充信息披露

公司已在报告书“第六章 标的资产评估情况”之“一、交易标的评估的基本情况”之“（三）评估增值原因分析”中补充披露上述内容。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：结合德马吉业务模式的“轻资产”特点、业务发展情况、核心竞争优势、行业发展情况、行业特征以及近期市场可比交易情况等因素综合分析，德马吉收益法评估增值较大，是会展营销行业市场空间潜力较大、标的公司所处的行业地位、核心竞争优势以及未来的发展潜力等因素综合影响的结果，本次评估增值率、市盈率具有合理性。

反馈问题五：申请材料显示，收益法评估预测期德马吉主营业务收入在 2016 年—2018 年分别以 89%、32%、32% 的速度增长，2019-2020 年速度将有所降低，增速分别为 20%、8%。预测净利润在 2016 年—2018 年分别以 129%、30%、26% 的速度增长，2019-2020 年速度将有所降低，增速分别为 23%、6%。预期期间毛利率保持稳定，净利率平均值为 19.46%，高于报告期内平均净利率（报告期内分别为 6.75%、16.6%）。请你公司：1）结合 2016 年最近一期营业情况，补充披露 2016 年预测数据的合理性及 2016 年预测营业收入和净利润实现的可能性。2）结合德马吉所在行业的未来发展、主要竞争对手或可比公司经营情况，市场规模及份额变动情况等，补充披露未来期间在毛利率水平相对稳定的情况下，保持收入、净利润增长的合理性，以及预测营业收入、成本、毛利率等重要参数的选取是否符合谨慎性要求及判断依据。3）结合市场竞争情况，补充披露预测期间净利率高于报告期的原因及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、结合 2016 年最近一期营业情况，补充披露 2016 年预测数据的合理性及 2016 年预测营业收入和净利润实现的可能性

（一）德马吉一季度主要经营状况财务数据

德马吉 2016 年 1-3 月未经审计的主要经营状况财务数据如下表所示：

单位：万元

项目	2016 年 1-3 月
营业收入	2,230.97

营业成本	1,208.29
营业利润	670.72
利润总额	687.54
净利润	636.78

注：以上数据未经审计

根据上表，德马吉 2016 年一季度实现销售收入 2,230.97 万元，净利润 636.78 万元。根据《资产评估报告》预测，2016 年度预测营业收入 12,420.62 万元，一季度已实现部分占预测总收入的 17.96%，2016 年度预测净利润 2,493.10 万元，一季度已实现部分占预测净利润的 25.54%。

德马吉 2016 年一季度实现净利润情况良好，已实现营业收入较预测收入偏低，主要系德马吉所处的会展营销行业存在一定的季节性，1-3 月份由于受春节假期因素及参展商自身定生产、销售目标等因素影响，参展商及参与展示的受众群体需求较其他季节较少，从而造成第一季度德马吉业务收入及业务数量相对较少。2015 年一季度，德马吉实现营业收入 1,383.21 万元，占 2015 年全年收入约 21%；若按照 2015 年收入占全年收入的比例对 2016 年一季度数据进行年化，德马吉 2016 年营业收入可实现金额占全年预测收入的 85.34%。

综上，德马吉 2016 年一季度实现净利润情况良好，已实现营业收入较预测收入偏低，但全年收入实现预测的可行性依然较大，主要原因如下：

（1）德马吉于 2016 年一季度积极拓展展厅创意规划业务，并专门成立了展厅规划业务团队。截至 2016 年 5 月末，德马吉正在接触（包括中标的展厅规划类项目合同金额预计约为 27,251.00 万元，由于季节性和项目的特殊性，除 3 个项目合计 415 万元已确认中标并签订业务合同外，该类型业务在 2016 年一季度均尚处于已投标或等待启动阶段，德马吉于 2016 年一季度尚未实现对该业务的大额收入。伴随会展行业步入旺季，展厅规划类业务将于下半年发力，德马吉营业收入可实现性较大。

（2）截至 2016 年 5 月 31 日，德马吉已签订的业务合同金额（不含税）总计约为 5,947.80 万元，已实现 2016 年度预测营业收入的 47.89%，项目储备优势得以显现，确保 2016 年营业收入的可实现性。

综上，考虑德马吉所在行业及业务经营具有较强的季节性，销售收入确认于第二至第四季度比例较高；综合会展行业整体发展状况、德马吉业务发展规划、截至 2016 年 5 月底签订的业务合同情况等因素考虑，德马吉 2016 年度预测的营业收入和净利润具有较强的可实现性。

二、结合德马吉所在行业的未来发展、主要竞争对手或可比公司经营情况，市场规模及份额变动情况等，补充披露未来期间在毛利率水平相对稳定的情况下，保持收入、净利润增长的合理性，以及预测营业收入、成本、毛利率等重要参数的选取是否符合谨慎性要求及判断依据

（一）会展营销服务行业的未来发展、德马吉市场份额变化及可比公司的经营情况

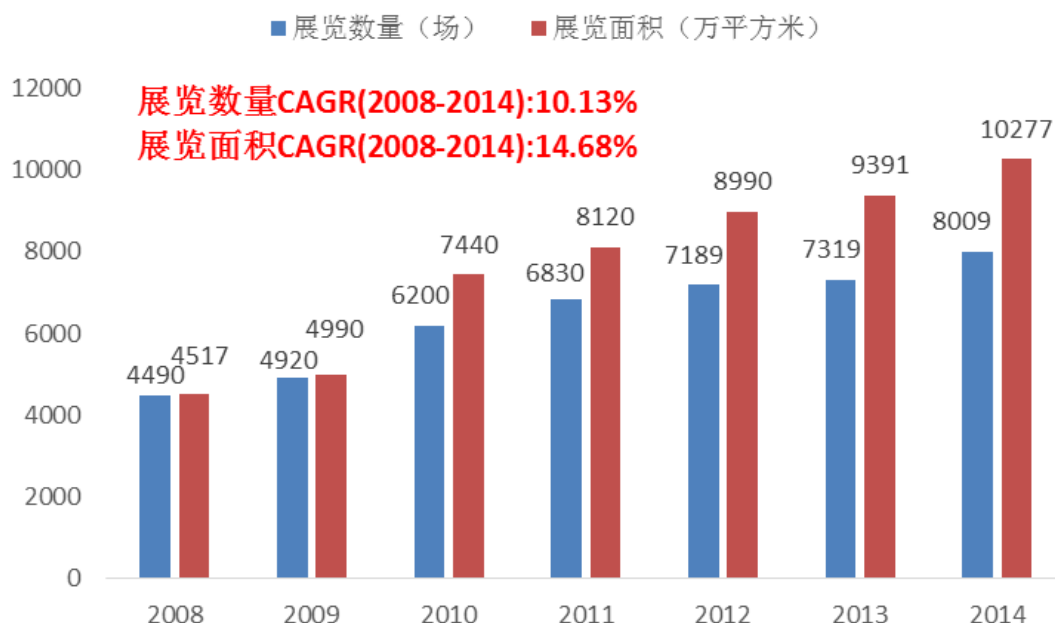
1、行业未来发展前景良好

德马吉作为一家以文化创意设计为核心的创意展示服务提供商，其隶属于商业服务业中的细分行业——会展营销服务业。

会展营销服务行业作为会展行业的配套行业，只有在经济稳步发展、商业贸易往来频繁、会展市场规模增大、企业参展需求升级等因素驱动下，其市场需求潜力才能得到逐步释放。随着国内企业对外贸易程度的加深与外资企业在华投资规模的增长，极大拉动了多类国民经济主体的参展需求，从而带动会展营销服务业的蓬勃发展。

近年来，我国政府陆续出台了系列针对会展产业的鼓励政策，明确提出鼓励各种所有制企业根据市场需求举办展会，使市场化、专业化的展会数量显著增长。据中国产业信息网统计显示，中国会展展览数量从 2008 年的 4,490 场增至 2014 年的 8,009 场，年复合增速逾 10%。同期，会展展览面积由 4,517 万平方米增至 10,277 万平方米，年复合增速超 14%。

2008-2014 年中国展览数量及面积



资料来源：中国产业信息网

随着我国参展企业需求的不断增加，会展行业及配套会展营销服务业将有望保持快速增长趋势，为德马吉提供了业务增长的良好土壤。

2、德马吉占有市场份额提升迅速

根据《审计报告》，2015 年度德马吉销售收入增长率为 96.59%，远超会展营销服务行业过去七年的复合增长率 14.68%，德马吉所在行业的市场占有率提升迅速。随着德马吉在海外市场的的大力开拓及对展厅创意规划业务的持续投入，并凭借德马吉出色的创意展示设计能力、持续全球化的业务布局及展厅规划业务的拓展，德马吉市场占有率将持续扩大。

3、主要竞争对手或可比公司的经营情况

由于目前 A 股市场的上市公司中，隶属于会展行业的上市公司较少，根据德马吉所在的会展行业，选取了已在深圳证券交易所中小板挂牌上市的深圳市易尚展示股份有限公司（以下简称“易尚展示”），以及已在全国中小企业股份转让系统挂牌交易的深圳市卡司通展览股份有限公司（以下简称“卡司通”）、浙江米奥兰特商务会展股份有限公司（以下简称“米奥会展”）、天津振威展览股份有限公司（以下简称“振威展览”）、西典展览展示股份有限公司（以下简称“西典展览”）、名洋国际会展(北京)股份有限公司（以下简称“名洋会展”）、南京惠通创

意展示股份有限公司（以下简称“惠通创意”）、深圳市杰尔斯展览服务有限公司（以下简称“杰尔斯”）等上述 7 家公司作为德马吉的可比公司进行对比。根据市场上公布信息，上述可比公司近年来的营业收入增长率情况如下所示：

可比公司	主营业务描述	2015 年度营业收入增长率
易尚展示	易尚展示主要为国内外知名企业提供展示服务，包括品牌终端展示服务、虚拟展示服务和循环会展服务等服务。	23.71%
卡司通	卡司通主要为客户的营销终端提供展示策划、形象设计、展具和展台构建、运营管理等一体化的综合解决方案和体验式服务。公司主营业务结构中车展比例占主要比重，汽车展览服务占 2014 年度总体收入的 90%以上。	46.05%
米奥会展	米奥会展主要提供会展服务涵盖会展项目的策划、会展实施、展位销售以及展览相关的配套服务。	25.90%
振威展览	振威展览作为会展项目的策划、发起及组织运营，自成立以来主营业务未发生重大变化。	23.84%
西典展览	西典展览定位于以文化创意为核心，以高新数字技术展示手段为依托，为各类客户提供空间环境艺术设计服务的国内大型文化创意企业。	102.70%
名洋会展	名洋会展作为会展项目的组织承办商，为行业展览主办机构提供主场运营服务，为参展商提供展位创意设计及其制作服务。	60.63%
惠通创意	惠通创意作为终端展示的整体解决方案提供商，以创意设计为业务核心，通过整合展示道具制作、展示方案实施、智能产品应用等多方资源，为客户提供一站式终端展示服务。	-12.61%
杰尔斯	杰尔斯的主营业务为展示设计实施服务，如展示系统总体规划、展陈系统整体方案设计、内容搜索整合等。	28.36%
平均营业收入增长率		37.32%
平均营业收入增长率（剔除惠通创意）		44.46%

数据来源：Wind 资讯

惠通创意受 2014 年青年奥林匹克运动会的影响，2014 年度的营业收入增幅较大，而由于 2015 年无上述大型项目的带动，导致 2015 年度惠通创意收入较 2014 年下降约 12.61%。若剔除惠通创意的影响，同行业可比公司平均营业收入增长率约为 44.46%。

报告期和预测期间内，德马吉各年度收入的预测增长率如下表所示：

项目	报告期	预测期
----	-----	-----

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入增长率	96.59%	88.99%	31.82%	32.01%	19.88%	8.00%

根据上表，预测期间德马吉收入的年均复合增长率 33.61%，低于同行业可比公司的平均营业收入增长率，预测增长率的选择具备一定的谨慎性。

（二）保持收入、净利润增长的合理性

收益法预测期间内，德马吉的营业收入、净利润不断增长，具有合理性，理由如下：

报告期和预测期间内，德马吉各年度收入、净利润的预测增长率如下表所示：

项目	报告期	预测期				
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入增长率	96.59%	88.99%	31.82%	32.01%	19.88%	8.00%
净利润增长率	383.14%	128.50%	29.89%	26.45%	22.85%	6.14%

1、2016 年-快速发展阶段

（1）德马吉所处的会展营销服务行业在会展及展馆规模化发展的驱动和下游参展客户参展需求增加的带动下，将会迎来较快的发展，德马吉的业务发展拥有良好的市场环境。

（2）德马吉与可比公司的营业收入情况如下表所示：

单位：万元

可比公司	2015 年度-营业收入
易尚展示	53,717.76
卡司通	19,976.17
米奥会展	27,647.64
振威展览	13,885.84
西典展览	12,141.23
名洋会展	1,348.35
惠通创意	11,848.16
杰尔斯	16,638.18
平均营业收入	19,650.42
德马吉	6,572.14

数据来源：Wind 资讯

德马吉成立于 2012 年 8 月，成立时间较短，2015 年度德马吉收入 6,572.14 万元，占同行业可比公司平均水平的 33.45%，业务体量较同行业可比公司相对偏小，与已上市或挂牌的可比公司相比，德马吉目前的发展阶段仍处于早期。

得益于全球化的业务拓展能力、产业链上下游资源整合能力等多方面竞争优势，标的公司 2015 年迅速打开市场并捕获较多优质客户的青睐，当年营业收入增长率高达 96.59%，体现德马吉高速发展的态势。德马吉目前尚处于快速发展的阶段，2016 年度收入预测增长率较高符合行业的发展规律。

(3) 相较同行业可比公司而言，标的公司立足于发展全球性的展览展示服务业务，2015 年度实现境外业务收入 2,783.96 万元，较 2014 年度境外业务收入增长 69.75%；为进一步扩大海外展览展示业务，德马吉于 2015 年在美国、德国、波兰等地新设办事处，增强在全球不同区域的客户需求及时响应的能力。境外业务的快速增长将成为 2016 年度德马吉增长的助推器。

此外，德马吉于 2015 年下半年蓄力开拓展厅创意规划类业务，并专门成立了展厅规划业务团队，积极推动该增量业务未来的发展。展厅创意规划类业务的展厅面积较大，所对应的单个合同金额也更加可观。截至 2016 年 5 月末，德马吉正在接触的展厅规划类项目合同金额预计约为 27,251.00 万元，展厅创意规划类业务的拓展，将积极推动德马吉 2016 年度整体业务收入和利润的外延式增长。

2、2017 年至 2019 年-持续发展阶段

(1) 在会展行业全球覆盖范围扩大、参展企业跨国经营需求增加、会展行业企业规模化发展以及新兴科技手段运用的环境趋势下，会展营销服务业将呈现出全球化扩展、全产业链延伸以及多功能结合的发展趋势。德马吉经过快速发展阶段后，拥有了一定的业务规模和客户积累，在行业内具备了相对稳定的竞争优势，并进入了持续发展阶段，该阶段预计德马吉业务规模平均在 19,000 万元左右，与目前可比公司如卡司通、杰尔斯等的发展规模相适应，而卡司通、杰尔斯于 2015 年度收入平均增长率为 37.21%，德马吉在 2017 年至 2018 年预测收入增长率处于该发展阶段的合理范围之内。

(2)随着国内企业品牌建设和展示意愿的增强以及一系列利好政策的出台,尤其是“一带一路”战略构想的提出,为会展营销服务行业创造了全新的发展机会。德马吉于快速发展阶段通过在美国、德国、波兰、香港等地设立办事处,整合当地供应链资源,并雇佣当地员工在所属国家进行业务拓展,有效地增强对区域客户需求的响应能力;通过全球化供应链整合,德马吉将实现国外订单规模的持续增长,进一步保障了其未来收入的增长。

3、2020 年及以后-稳定发展阶段

2020 年及以后,随着业务规模发展至 27,000 万元左右,德马吉进入稳定发展阶段。在该阶段,德马吉预计受行业发展的逐步趋稳及增量业务的逐渐减少,其收入增长率回归至 8%左右并维持该增长率于永续期间内稳定发展。

(三) 营业收入预测选择参数的合理性

(1) 行业需求旺盛助力德马吉业务快速增长

随着经济的发展,国民生活水平的提升,国民渴望获得更佳消费体验。消费体验升级的社会业态倒逼现有企业通过创意营销手段来契合终端受众的需求;此外,会展营销对企业的产品及品牌推广效果明显。在此双轮趋势下,多数企业将会选择通过会展营销的方式来升级服务品质,宣传品牌文化内涵和产品功能属性。随着会展营销对产品及品牌推广效果的愈加明显,企业通过会展营销来宣传推广其产品及品牌文化的意愿将逐步提升,给会展营销服务行业催生庞大的市场需求空间。

据中国产业信息网统计显示,中国会展展览数量从 2008 年的 4,490 场增至 2014 年的 8,009 场,年复合增速逾 10%。同期,会展展览面积由 4,517 万平方米增至 10,277 万平方米,年复合增速超 14%。由此,预计会展营销服务行业将保持快速增长的趋势,市场需求旺盛,带动德马吉的业务保持稳定快速的增长。

(2) 德马吉的核心优势为其业务快速发展奠定基础

德马吉具备文化创意设计核心基因,具有较强的品牌议价优势。文化创意设计能力能够为德马吉带来业务优势,在业内形成承接重要项目的核心准入门槛,有效规避与业界其他企业进行无序低价竞争的风险。另外,由文化创意能力及经

验所衍生的嵌入式服务能力，使德马吉能够在议价过程中，进一步对客户进行需求挖掘与需求引导，提升业务附加值与客户消费体验，从而增强德马吉的品牌议价能力。

其次，受到中国国际地位提升以及参展商客户所处行业的同业竞争驱动，德马吉率先布局国内优质的企业践行全球化业务拓展战略，经过多年的发展，德马吉已先于同行竞争对手完成了精品客群的原始积累，精品客群的积累与全球化业务覆盖相辅相成，推动德马吉业务规模的稳定增长。

德马吉在设计能力、全球化业务拓展等方面均具有较强的竞争优势，为未来业务规模持续增长、盈利能力持续提升奠定了坚实的基础。

(3) 收入增长率的预测综合考虑了德马吉的历史收入增长率、现阶段合同签订情况、新增类型业务的影响、市场投标情况及潜在的市场及客户等因素，具有合理性

通过对德马吉历史业务经营情况分析，德马吉不断加强市场投入特别是海外市场开拓和新型类业务展厅规划业务的开发，并得益于文化创意和会展营销服务行业的快速发展，业务保持快速增长，德马吉2015年度的主营业务收入增长率为96.15%。本次评估中，在行业整体仍保持快速增长的背景下，综合德马吉的历史收入增长率、现阶段合同签订情况、新增类型业务的影响、市场投标情况、潜在的市场及客户分析等因素，预测2016年至2020年收入增长率分别为88.99%、31.82%、32.01%、19.88%和8.00%，均低于历史增长率水平；随着德马吉海外展示设计业务的开拓及展厅创意规划业务的大力发展，2016年营业收入将呈现高增长的态势；随着市场逐步饱和，市场趋于成熟，德马吉2017-2020年营业收入的增长速度均低于2016年营业收入增长率，并且呈逐年放缓趋势，总体预测较为稳健，符合谨慎性原则，具有合理性。

(4) 收入增长率与同行业公司的比较

同行业可比公司近年来的营业收入增长率情况如下所示：

可比公司	2015 年度营业收入增长率
易尚展示	23.71%
卡司通	46.05%

米奥会展	25.90%
振威展览	23.84%
西典展览	102.70%
名洋会展	60.63%
惠通创意	-12.61%
杰尔斯	28.36%
平均营业收入增长率	37.32%
平均营业收入增长率（剔除惠通创意）	44.46%

数据来源：Wind 资讯

惠通创意受 2014 年青年奥林匹克运动会的影响，2014 年度的营业收入增幅较大，而由于 2015 年无上述大型项目的带动，导致 2015 年度惠通创意收入较 2014 年下降约 12.61%。若剔除惠通创意的影响，同行业可比公司平均营业收入增长率约为 44.46%，展览展示行业正处于行业生命周期的成长期，行业前景广阔、市场需求旺盛，同行业公司的经营状况良好，营业收入保持较快速度增长。

本次评估中，除 2016 年度收入增长率预期约为 88.99% 高于同行业可比公司近年来平均收入增长率以外，德马吉 2017 年至 2020 年的预测收入增长率低于同行业历史增长率的平均水平。2016 年度德马吉收入增长率预期较高的原因主要是结合德马吉所在行业发展阶段、增量业务的提前布局、现阶段合同签订情况、市场投中标情况以及潜在的市场与客户分析等因素进行的综合判断的预测，具有合理性。

综上所述，在行业快速发展、德马吉市场竞争力较强的背景下，预测期间德马吉的业务规模将保持较快增长；本次评估中德马吉预测收入增长率低于其历史数据，并在同行业水平合理范围之内，该参数的选取符合谨慎性原则，具有合理性。

（四）营业成本、毛利预测选择参数的合理性

本次评估中，通过对德马吉历史年度业务经营情况分析，参考历史年度营业成本占营业收入比例，对预测年度的营业成本及毛利率进行预测。

德马吉历史年度的营业成本及占比情况如下所示：

单位：万元

项目	2015 年度	2014 年度
营业收入	6,572.14	3,343.11
营业成本	3,843.70	1,994.55
营业成本率	58.48%	59.66%
毛利率	41.52%	40.34%

本次评估中，预测德马吉的营业成本占比约为59%，毛利率为41%，与历史毛利率基本保持一致。

此外，德马吉同行业可比公司的毛利率情况如下表：

可比公司	2015 年度	2014 年度
易尚展示	31.75%	32.81%
卡司通	42.87%	41.03%
米奥会展	43.36%	36.94%
振威展览	59.52%	59.35%
西典展览	30.80%	32.41%
名洋会展	51.71%	49.94%
惠通创意	38.18%	40.23%
杰尔斯	33.69%	33.27%
平均毛利率	41.49%	40.75%
德马吉	41.52%	40.34%

数据来源：Wind 资讯

因业务模式或所处业务环节不同等因素的影响，行业内不同公司的毛利率存在一定差异。本次评估中对德马吉营业成本、毛利率的预测，主要参照其自身业务情况确定，并与同行业可比公司的平均值基本保持一致，具有合理性。

综上所述，本次评估中营业成本、毛利率参数的选取主要参考历史年度经营情况，且预测毛利率与历史平均水平保持基本一致，低于同行业平均水平，符合谨慎性原则，具有合理性。

三、结合市场竞争情况，补充披露预测期间净利率高于报告期的原因及合理性

同行业可比公司近两年来的净利率情况如下所示：

可比公司	2015 年度	2014 年度
易尚展示	6.75%	8.12%
卡司通	14.51%	10.74%

米奥会展	11.60%	13.27%
振威展览	39.21%	21.93%
西典展览	8.71%	3.60%
名洋会展	16.91%	-3.12%
惠通创意	8.09%	5.74%
杰尔斯	10.82%	10.31%
平均净利率	14.57%	8.82%
德马吉	16.60%	6.75%

数据来源：Wind 资讯

2015 年度，德马吉净利率接近同行业可比公司平均水平，而 2014 年度净利率较同行业可比公司平均净利率偏低，主要系 2014 年德马吉业务规模较小，彼时处于业务发展的初期阶段，需铺垫较多的销售人员及管理人员等，导致前期支付了较多的业务费用、研发费用及员工费用等，期间费用率较高所致。随着 2015 年业务进入快速发展阶段，规模经济效应的逐渐显现及老客户持续业务带来的边际成本递减效应，以及取得高新技术企业认定所带来的所得税税率的下降，标的公司 2015 年度净利润上升至 16.60%，并已处于行业的合理范围之内。

报告期与预测期间，德马吉净利率情况如下表所示：

项目	报告期		预测期				
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
净利率	6.75%	16.60%	20.07%	19.78%	18.95%	19.42%	19.08%

预测期间内的德马吉净利率较报告期内净利率偏高，主要系德马吉凭借其核心竞争优势保证业务高毛利率的前提下，期间费用率随规模经济效应有所下降，具体分析如下：

（一）保持主业的高毛利率水平

德马吉自创立以来一直为中高端市场领域客户提供集“创意设计、展览道具制作、展台搭建等”为一体的会展营销服务，凭借在业内较高品牌知名度、强大的文化创意设计能力、全球化业务覆盖能力、供应链上下游资源整合能力以及产业链各环节运作能力，德马吉面对客户时整体议价能力较强，确保标的公司主营业务维持在高毛利率，进一步保障预测期间的净利率处于较高水平。

（二）规模经济效应显现，期间费用率有所下降

根据《审计报告》与《资产评估报告》，德马吉报告期与评估预测期的销售费用率与管理费用率情况如下：

项目	报告期		预测期				
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
销售费用率	8.90%	6.86%	6.15%	5.95%	5.64%	5.46%	5.46%
管理费用率	21.47%	15.51%	11.43%	12.06%	11.01%	10.52%	10.96%

预测期间，德马吉的管理费用率与销售费用率除 2016 年较 2015 年下降幅度较为显著以外，其余预测期间费用率基本保持在稳定的水平。

2016 年期间费用率下降显著主要系由于 2016 年预测德马吉将维持报告期的增长势头，继续保持营业收入的高速增长，与此同时由于员工对工作熟练度的提升、对业务模式的深入理解以及项目随业务量的增长其异地可复制能力的增强，使同样的人员组合可拓展出更多的项目并创造更多的收入，人工费用率将得到有效控制。由于德马吉属于轻资产运营型企业，期间费用中人工费用为主要费用项目，人均产出的提升意味着人工费用率的下降，从而带动期间费用率下降，2016 年度最终净利率得以增长。

按照所有员工为口径计算，2015 年度德马吉人均产值约为 63.81 万元/人，较 2014 年度的 51.43 万元/人的人均产值提升近 24.06%，侧面印证了德马吉的人员产出效率在逐步提升。2015 年度，同行业可比公司的人均产值情况如下表所示：

可比公司	2015 年度-营业收入 (万元)	2015 年员工人数 (人)	2015 年度人均产值 (万元/人)
易尚展示	53,717.76	782	68.69
卡司通	19,976.17	406	49.20
米奥会展	27,647.64	382	72.38
振威展览	13,885.84	328	42.33
西典展览	12,141.23	70	173.45
名洋会展	1,348.35	37	36.44
惠通创意	11,848.16	128	92.56
杰尔斯	16,638.18	125	133.11
平均数据			83.52
德马吉			63.81

数据来源：Wind 资讯

根据上表，2015 年度同行业可比公司的人均产值金额约为 83.52 万元/人，较德马吉 2015 年度高出近 20 万元/人。2016 年度德马吉尚处于业务快速增长期，其人均产值水平将随着业务收入的快速增长而上升，在单位工资不发生较大增幅的前提下，相应的人员费用率将下降，间接大幅度提升了 2016 年度净利率水平。

2017 年及以后预测期间内，德马吉预计保持稳定发展阶段，人员边际产出趋于平缓，销售费用率和管理费用率维持在稳定的范围之内。

同行业可比公司近两年来的期间费用率情况如下所示：

可比公司	2015 年度销售费用率	2014 年度销售费用率	2015 年度管理费用率	2014 年度管理费用率
易尚展示	6.11%	6.35%	11.98%	11.39%
卡司通	4.96%	5.99%	18.09%	16.05%
米奥会展	14.91%	15.35%	13.57%	5.28%
振威展览	16.86%	17.78%	17.71%	18.52%
西典展览	5.92%	7.15%	9.23%	13.12%
名洋会展	13.41%	10.53%	19.37%	42.35%
惠通创意	3.79%	13.30%	21.09%	17.72%
杰尔斯	1.23%	1.21%	13.32%	12.78%
平均数据	8.40%	9.71%	15.55%	17.15%
德马吉	6.86%	8.90%	15.51%	21.47%

数据来源：Wind 资讯

从上表可得，随着业务规模的增长，行业内可比公司的期间费用率均有一定程度的下降：2015 年可比公司平均销售费用率为 8.40%，较 2014 年度下降约 1.31%；2015 年可比公司平均管理费用率为 15.55%，较 2014 年度下降约 1.61%，侧面反映了会展行业随着业务规模的扩大将会导致期间费用率有所下降。

由于与上述可比公司相比，德马吉规模较小，尚处于快速增长阶段，期间费用率伴随业务规模的高速增长而下降更为显著：2015 年度德马吉管理费用率从 21.47%下降至 15.51%，2014 年度销售费用率从 9.71%下降至 8.40%，均体现出期间费用率随规模经济效益的下降趋势。2016 年度，德马吉预计将保持依然高速增长态势，期间费用率随业务扩张将进一步下降；而 2017 年及未来预测期间内，德马吉预计将进入稳定发展阶段，期间费用率保持平稳。

预测期间内销售费用率、管理费用率下降的具体分析请参考本反馈回复之“反馈问题六”之“一、结合评估预测销售费用率水平，补充披露德马吉报告期销售费用率、管理费用率的合理性”。

四、补充信息披露

公司已在“第六章 交易标的评估情况”之“六、董事会对定价的公允性分析”之“（三）评估依据的合理性”中补充披露上述内容。

五、独立财务顾问核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：德马吉 2016 年一季度净利润实现情况良好，考虑到的展览展示行业的季节性影响，德马吉 2016 一季度的营业收入占全年预测收入比例偏低，但综合会展行业整体发展状况、德马吉业务发展规划、截至 2016 年 5 月底签订的业务合同情况以及高毛利业务的增长等多方面因素影响，德马吉 2016 年度的营业收入和利润的预测具有较大的可实现性。此外，结合会展营销服务行业的发展前景、德马吉所占的市场份额变动情况、同行业可比上市公司的相关业务经营情况，并考虑到德马吉的自身经营优势、历史期的经营状况等，德马吉未来预测期的收入、成本和毛利率的参数选取具备谨慎性，评估判断依据具有合理性。同时，综合考虑德马吉在所处行业的竞争优势、规模经济效应等因素的影响，德马吉预测期间净利率高于报告期具有合理性。

反馈问题六：申请材料显示，德马吉 2016 年—2020 年评估预测平均销售费用率约为 5.73%，报告期分别为 8.9%、6.86%；德马吉 2016 年—2020 年评估预测管理费用率约为 11.2%，报告期分别为 21.47%、15.5%。请你公司：1）结合评估预测销售费用率水平，补充披露德马吉报告期销售费用率、管理费用率的合理性。2）就销售费用率和管理费用率对德马吉评估值的影响做敏感性分析并补充披露。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、结合评估预测销售费用率水平，补充披露德马吉报告期销售费用率、管理费用率的合理性

根据《审计报告》与《资产评估报告》，德马吉报告期与评估预测期的营业收入、销售费用与管理费用情况如下：

单位：万元

项目	报告期		预测期				
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	3,343.11	6,572.14	12,420.62	16,372.25	21,613.70	25,909.43	27,982.19
销售费用	297.49	451.11	763.30	974.17	1,220.04	1,413.99	1,526.70
管理费用	717.68	1,019.30	1,419.70	1,975.00	2,380.52	2,725.27	3,068.16
销售费用率	8.90%	6.86%	6.15%	5.95%	5.64%	5.46%	5.46%
管理费用率	21.47%	15.51%	11.43%	12.06%	11.01%	10.52%	10.96%

报告期内，德马吉 2015 年度管理费用率及销售费用率下降显著，其中销售及费用率于 8.90%降至 6.86%，降幅为 2.04%；管理费用率于 21.47%降至 15.51%，降幅为 5.96%。

预测期间内，除 2016 年较 2015 年下降较为显著之外，管理费用率与销售费用率基本保持平稳，并均低于报告期的水平。

2015 年和 2016 年销售费用率和管理费用率下降明显，主要系由于：（1）2014 年度的销售费用率、管理费用率处于较高水平，主要源于 2014 年度标的公

司的业务规模较小，彼时处于业务发展的初期阶段，为后续业务蓄力，前期需铺垫较多的销售人员及管理人员等，导致前期支付了较多的业务费用、研发费用及员工费用等；（2）2016 年预测德马吉营业收入依然保持高速增长势头，随着前述员工对工作熟练程度的提升，同样的人员组合可拓展出更多的项目以创造更多的收入，减少了销售费用率；同时，随着品牌溢价的显现、客户粘性的进一步增强、项目随业务量的增长其异地可复制能力的增强等，德马吉 2016 年度管理人员费用的增幅将低于销售收入的增幅。（3）此外，由于 2015 年末德马吉处置了部分与经营不适用的固定资产，于未来期间该部分固定资产不再确认折旧费用，间接导致 2016 年度德马吉管理费用率的下降。

2017 年及以后预测期间内，德马吉预计保持稳定发展阶段，人员边际产出趋于平缓，销售费用率和管理费用率维持在稳定的范围之内。

根据预测期间的测算情况，其销售和管理费用预测依据如下：

1、销售费用预测

销售费用中的运费、车杂费、广告服务费、促销费及其他费用，主要根据德马吉历史年度各项费用和收入的比例结合企业实际情况确定其预测值。

服务费、签证费参照前两年实际水平，结合德马吉历史年度水平按照一定的大致额度进行预测。

人工工资主要根据德马吉人力资源部门确定的销售人员人数变化、现有工资水平增长情况等综合计算确定；社保及公积金根据德马吉需求人数的增长及结合上海市社保公积金的缴纳政策进行预测。

报告期间与预测期间内，销售费用情况具体如下：

单位：万元

项目	报告期				预测期										预测思路
	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年		2018 年		2019 年		2020 年		
	金额	占当期收入比例	金额	占当期收入比例	金额	占当期收入比例	金额	占当期收入比例	金额	占当期收入比例	金额	占当期收入比例	金额	占当期收入比例	
工资	169.15	5.06%	255.2	3.88%	355.63	2.86%	441.71	2.70%	528.89	2.45%	593.58	2.29%	641.09	2.29%	在德马吉人工工资每年增长 8%的基础上结合业务需要的人数综合确定
运费	16.03	0.48%	10.82	0.16%	45.11	0.36%	59.48	0.36%	78.57	0.36%	94.28	0.36%	101.83	0.36%	随收入同比增长
车杂费	-	-	2.04	0.03%	3.85	0.03%	5.08	0.03%	6.71	0.03%	8.06	0.03%	8.7	0.03%	随收入同比增长
广告服务费	63.79	1.91%	95.76	1.46%	181.21	1.46%	238.95	1.46%	315.63	1.46%	378.75	1.46%	409.05	1.46%	随收入同比增长
促销费	10.84	0.32%	39.56	0.60%	74.87	0.60%	98.73	0.60%	130.41	0.60%	156.49	0.60%	169.01	0.60%	随收入同比增长
服务费	8.98	0.27%	1.88	0.03%	3	0.02%	3	0.02%	3	0.01%	3	0.01%	3	0.01%	根据德马吉需求预测
签证费	1.88	0.06%	1.15	0.02%	2.5	0.02%	2.5	0.02%	2.5	0.01%	2.5	0.01%	2.5	0.01%	根据德马吉需求预测
社保公积金	20.32	0.61%	28.37	0.43%	66.17	0.53%	83.9	0.51%	100.46	0.46%	112.76	0.44%	121.78	0.44%	根据业务需求人数及上海市公积金缴纳政策预测
其他	6.21	0.19%	16.19	0.25%	30.96	0.25%	40.8	0.25%	53.87	0.25%	64.57	0.25%	69.74	0.25%	随收入同比增长
合计	297.49	8.90%	451.11	6.86%	763.3	6.15%	974.17	5.95%	1,220.04	5.64%	1,413.99	5.46%	1,526.70	5.46%	

由上表可知，2016 年销售费用率较 2015 年下降约 0.71%，2017 年及以后预测期间内保持稳定；其中，销售人员工资和社保公积金、广告服务费是销售费用的主要费用项。预测期间内，除销售人员的工资与社保公积金外，其它各主要费用项的增长与销售收入同比上升，故造成 2016 年度销售费用率下降主要原因为预测人员工资和社保公积金未随着销售收入同比增长。

造成上述情况主要系由于 2016 年预测德马吉依然保持业务高速增长，随着销售人员对工作熟练程度的提升，同样的人员组合可拓展出更多的项目以创造更多的收入，人均产值的上升将减少对销售人员的需求数量，从而降低了销售人员的工资和社保公积金等费用占销售收入的比例，并最终降低了销售费用率。2016 年销售人员工资费用率较 2015 年下降 1.02%，与 2015 年销售人员工资费用率较 2014 年下降 1.18%吻合，与德马吉因处于快速增长阶段而显现的人均产值增长的实际情况相适应，具有合理性。

随着 2017 年及以后预测期间，标的公司步入平稳增长阶段，人均产值逐步达到合理区间，销售人员工资费用率水平保持稳定，预测期间内销售费用率稳定在 5.5%-6%的合理区间内。

2、管理费用的预测

管理费用主要核算内容德马吉的管理人员的人工成本和社保及公积金、福利费、办公费、差旅费、交通费、折旧费、业务招待费、水电费、租金、物业费、书报费、教育费、认证费、租赁费、会务费、运费、物业费、汽车费用、研发-工资、研发-社保、研发-公积金、研发-折旧、专利费、高新中介费用、上市费用等费用。

人工成本包括工资、福利、社保费用和教育费用等，其中人工成本中的工资、福利、社保费用主要根据德马吉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；人工成本中教育费根据历史年度费用结合德马吉未来年度业务发展规划按照一定的增长比例进行合理预测。

福利费根据德马吉的计提比例及实际发生额与人工工资的比例进行预测。

社保及公积金、研发-工资、研发-社保、研发-公积金根据上海市社保公积金的缴纳政策进行预测。

租金、物业费根据德马吉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。

差旅费、业务招待费、交通费根据历史年度费用和相应营业收入的比例平均值结合企业实际情况确定其预测值。

办公费参照德马吉近两年人均支出水平，根据未来年度人数进行预测。

车辆费用、认证费、会务费及其他等费用，根据历史年度费用结合德马吉未来年度业务发展规划进行合理预测，按照一定的增长比例进行合理预测。

折旧、研发-折旧按德马吉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。

书报费、租赁费、专利费等根据历史年度大致水平进行预测。

高新中介费用为企业高新年审费用及其他费用，德马吉在 2015-2017 年享受高新企业优惠政策，2018 年及以后年度不再预计德马吉享受高新企业优惠政策，故在 2016-2017 年按照德马吉历史年度大致水平预测高新资质年审费用。2018 年及以后年度不再预测相关费用。

报告期间与预测期间内，管理费用具体情况如下：

单位：万元

项目	报告期				预测期										预测思路
	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年		2018 年		2019 年		2020 年		
	金额	占当期 收入比 例	金额	占当期 收入比 例	金额	占当期 收入比 例	金额	占当期 收入比 例	金额	占当期 收入比 例	金额	占当期 收入比 例	金额	占当期 收入比 例	
工资	128.77	3.85%	216.09	3.29%	198.64	1.60%	283.66	1.73%	306.11	1.42%	350.44	1.35%	378.22	1.35%	单位人工工资年增 8%结合德马吉需求人数确定
办公费	56.9	1.70%	56.78	0.86%	83.14	0.67%	109.13	0.67%	129.66	0.60%	147.54	0.57%	158.94	0.57%	单位人均年递增 5%结合德马吉需求人数确定
业务招待费	23.82	0.71%	34.97	0.53%	77.29	0.62%	101.93	0.62%	134.63	0.62%	161.56	0.62%	174.48	0.62%	随收入同比增长
交通费	17.01	0.51%	45.09	0.69%	85.33	0.69%	112.52	0.69%	148.62	0.69%	178.35	0.69%	192.61	0.69%	随收入同比增长
差旅费	92.45	2.77%	146.94	2.24%	278.62	2.24%	367.26	2.24%	484.84	2.24%	581.2	2.24%	627.69	2.24%	随收入同比增长
折旧	29.07	0.87%	57.4	0.87%	46.3	0.37%	53.18	0.32%	33.61	0.16%	27.07	0.10%	28.61	0.10%	根据固定资产规模确定
车辆费用	43.98	1.32%	17.98	0.27%	37.76	0.30%	39.64	0.24%	41.63	0.19%	43.71	0.17%	45.89	0.16%	每年 5%递增
物业费	14.5	0.43%	43.37	0.66%	28.53	0.23%	50.26	0.31%	50.87	0.24%	43.76	0.17%	45.93	0.16%	与房租呈线性关系
书报费	0.15	0.00%	0.29	0.00%	0.35	0.00%	0.35	0.00%	0.35	0.00%	0.35	0.00%	0.35	0.00%	根据德马吉需求预测
认证费	0.47	0.01%	2.75	0.04%	2.89	0.02%	3.03	0.02%	3.19	0.01%	3.34	0.01%	3.51	0.01%	每年 5%递增
租赁费	12.06	0.36%	0.3	0.00%	0.6	0.00%	0.6	0.00%	0.6	0.00%	0.6	0.00%	0.6	0.00%	根据德马吉需求预测
会务费	28.16	0.84%	2.82	0.04%	2.96	0.02%	3.11	0.02%	3.26	0.02%	3.43	0.01%	3.6	0.01%	每年 5%递增
租金	11.77	0.35%	62.88	0.96%	38.94	0.31%	72.32	0.44%	73.21	0.34%	62.97	0.24%	66.1	0.24%	根据租赁合同及需求预测
水电费	2.83	0.08%	7.61	0.12%	26.4	0.21%	29.04	0.18%	31.94	0.15%	35.14	0.14%	38.65	0.14%	每年 10%递增
研发-工资	198.89	5.95%	208.98	3.18%	410.35	3.30%	609.38	3.72%	777.82	3.60%	904.68	3.49%	1,088.76	3.89%	单位人工工资年增 8%结合德马吉需求人数确定

项目	报告期				预测期										预测思路
	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年		2018 年		2019 年		2020 年		
	金额	占当期 收入比 例	金额	占当期 收入比 例	金额	占当期 收入比 例	金额	占当期 收入比 例	金额	占当期 收入比 例	金额	占当期 收入比 例	金额	占当期 收入比 例	
研发-社保	-	-	26.04	0.40%	54.44	0.44%	82.54	0.50%	105.35	0.49%	122.53	0.47%	147.46	0.53%	根据德马吉需求人数与上海市社保缴纳政策确定
研发-公积金	-	-	8.52	0.13%	11.73	0.09%	17.78	0.11%	22.69	0.10%	26.39	0.10%	31.76	0.11%	根据德马吉需求人数与上海市公积金缴纳政策确定
研发-折旧	17.03	0.51%	17.72	0.27%	14.29	0.12%	16.42	0.10%	10.38	0.05%	8.36	0.03%	8.83	0.03%	根据德马吉每年固定资产规模计算所得
专利费	-	-	0.81	0.01%	0.81	0.01%	0.81	0.00%	0.81	0.00%	0.81	0.00%	0.81	0.00%	根据德马吉需求预测
高新中介费用	-	-	20.96	0.32%	3	0.02%	3	0.02%	-	-	-	-	-	-	根据德马吉需求预测
上市费用	-	-	22.71	0.35%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	未来不发生
其他	38.36	1.15%	15.74	0.24%	17.32	0.14%	19.05	0.12%	20.96	0.10%	23.05	0.09%	25.36	0.09%	每年按 10%递增
合计	717.68	21.47%	1,019.30	15.51%	1,419.70	11.43%	1,975.00	12.06%	2,380.52	11.01%	2,725.27	10.52%	3,068.16	10.96%	

由上表可知，2016 年管理费用率较 2015 年下降约 4.08%，2017 年及以后预测期间内保持稳定；其中，造成 2016 年度管理费用率下降的主要原因系管理人员的工资和折旧费用等两项费用未随着销售收入同比增长。上述两项费用在报告期和预测期间所占销售收入比例如下表所示：

管理费用项明细	报告期		预测期				
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
工资费用率	3.85%	3.29%	1.60%	1.73%	1.42%	1.35%	1.35%
折旧费用率	0.87%	0.87%	0.37%	0.32%	0.16%	0.10%	0.10%
合计	4.72%	4.16%	1.97%	2.05%	1.58%	1.45%	1.45%

根据上表，2016 年度管理费用的工资费用率下降 1.69%，主要系由于 2016 年预测德马吉依然保持业务高速增长态势，随着其品牌溢价的显现、客户粘性的进一步增强、项目随业务量的增长其异地可复制能力的增强等，德马吉 2016 年度将显现出较强的规模经济效应，管理人員工资属于约束性固定成本，并不随着销售规模的扩大而同比例增长，从而间接导致 2016 年度德马吉管理费用率的下降。

根据上表，2016 年度折旧费用率同比下降 0.5%，主要系由于 2015 年 12 月份德马吉处置了部分已不适用于正常经营过程中所需的运输设备以及空调等设备所致，被处置固定资产原值约为 113.95 万元，每年平均折旧额约 37.64 万元。由于该部分固定资产已于 2015 年计提了相关折旧费用，于预测期间内不再进行折旧费用的计提，故导致了预测期间折旧费用率的下降。若考虑被处置部分固定资产折旧的影响，折旧费用率于 2016 年度约为 0.70%，较报告期内略微下降，折旧费用率的预测具有合理性。

随着 2017 年及以后预测期间，标的公司步入平稳增长阶段，管理人员与收入的配比逐渐维持在合理区间内，以及折旧费用趋于平稳，预测期间内管理费用率未见大幅度波动，具有合理性。

结合上述销售费用与管理费用的预测分析，销售费用、管理费用在评估预测期的增长幅度如下表所示：

项目	报告期	预测期
----	-----	-----

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入增长率	96.59%	88.99%	31.82%	32.01%	19.88%	8.00%
销售费用增长率	51.64%	69.20%	27.63%	25.24%	15.90%	7.97%
管理费用增长率	42.03%	39.28%	39.11%	20.53%	14.48%	12.58%

2015 年及 2016 年，德马吉处于快速发展阶段，随着业务效率的提升、规模经济效应的显现，相应的销售、管理人员费用与德马吉的项目储备、发展计划、所处环境等相适应，与收入规模不存在同比增长关系。随着 2017 年及以后年度逐渐步入稳定增长阶段，上述主要费用与收入之间匹配性趋于稳定。因此在预测期间内，德马吉销售费用率与管理费用率 2016 年度呈下降趋势并于未来期间趋于稳定。综上，报告期内与预测期间销售费用率和管理费用率具有合理性。

二、对销售费用率和管理费用率对德马吉评估值的影响进行敏感性分析

德马吉预测期内的销售费用和管理费用相关数据如下表所示：

单位：万元

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
销售费用	763.30	974.17	1,220.04	1,413.99	1,526.70
管理费用	1,419.70	1,975.00	2,380.52	2,725.27	3,068.16
期间费用合计	2,182.99	2,949.17	3,600.56	4,139.27	4,594.86
期间费用变动额	-	766.18	651.39	538.71	455.59

以预测的未来各年期间费用为基准，假设除期间费用变动以外，其他条件均保持不变，期间费用变动对德马吉估值的敏感性分析如下：

期间费用变动对全部股权价值影响测算表

单位：万元

变动系数	估值金额	估值金额变动额	估值金额变动率
10%	35,175.47	-2,443.02	-6.49%
5%	36,396.98	-1,221.51	-3.25%
0%	37,618.49	-	0.00%
-5%	38,839.99	1,221.50	3.25%
-10%	40,061.50	2,443.01	6.49%

由上述分析可见，期间费用与估值金额存在负相关变动关系，假设除期间费用变动以外，其他条件不变，则期间费用上升或下降 5%，估值金额将反向变动

约 3.25%；期间费用上升或下降 10%，估值金额将反向变动约 6.49%，期间费用的变动对最终估值金额的影响较小。

三、补充信息披露

公司已在“第六章 交易标的评估情况”之“六、董事会对定价的公允性分析”之“（三）评估依据的合理性”中补充披露上述内容。

四、独立财务顾问核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：由于销售费用、管理费用的各项费用科目增长与营业收入之间并非完全线性增长关系，德马吉报告期与预测期间的销售费用率、管理费用率呈下降趋势，具有合理性；根据期间费用对德马吉估值金额的影响的敏感性分析结果，期间费用的变动对最终估值金额的影响较小。

反馈问题七：申请材料显示，本次交易选取索菲亚、宜华木业作为可比上市公司 β 值，请结合索菲亚、宜华木业、德马吉的主营业务，补充披露上述标准选取的依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、选取索菲亚、宜华木业作为可比上市公司 β 值的原因

德马吉是一家以文化创意设计为核心，具有全球化业务覆盖能力、供应链上下游资源整合能力、产业链各环节运作能力的文化创意展示服务提供商，业务内容主要包括创意展示设计业务、活动创意策划业务、展厅创意规划业务等，业务环节包括客需精挖、创意设计、施工规划、企宣创意等四个环节，而施工规划环节主要包括道具生产、布展装修、进馆搭建等。德马吉的业务环节中主要以创意设计为主，但于施工规划环节，其道具生产、布展装修、进馆搭建等环节所占业务成本达 70%以上，德马吉在该业务环节中扮演展示道具的创意设计、展台的整体搭建效果及最终监理的负责人等角色。

β 值是特定资产的系统性风险，体现了在一段期间内特定资产的价格对整体经济波动的敏感性。因此，在选取可比上市公司计算 β 值的过程中，应当选择

与德马吉主营业务、经营模式、盈利模式、成本构成较类似的上市公司。为保证选取样本的全面性及合理性，本次评估选取可比上市公司计算 β_u 值时，基于《上市公司行业分类指引》（2012 年修订）的分类标准，选择了包含品牌设计推广业务公司的“L72 商务服务业”，以及具备展示道具生产制作属性的“C21 家具制造业”等作为选取可比上市公司计算 β_u 值的对标行业。本次评估选取了以设计和品牌推广为主要业务模式的蓝色光标和印纪传媒作为商务服务行业的可比公司，并对家具制造业的上市公司进行了筛选，最终选择了索菲亚和宜华木业作为本次的可比公司，就“C21 家具制造业”的筛选理由如下：

公司简称	证券代码	公司实际主营业务	选择/不选择理由
浙江永强	002489.SZ	浙江永强主要从事户外休闲家具及用品的设计研发、生产和销售。产品主要有户外休闲家具、遮阳伞、帐篷等三大系列。	浙江永强的产品主要以户外休闲家具、遮阳伞、帐篷等户外用品，其产品类型与展示道具等生产制作差别较大，故不作为选择对象。
索菲亚	002572.SZ	索菲亚主要从事全屋定制家具及配套家居产品的设计、生产及销售，为消费者提供全屋定制的空间解决方案，主要产品包括卧室、书房、儿童房、老人房、厨房、客餐厅、衣帽间、入户玄关等家居空间所需的衣柜、橱柜、榻榻米、书柜、床、梳妆台、电视柜、书桌、酒柜、餐柜、鞋柜、饰物柜等全屋定制家具，以及饰品等配套家居产品。	索菲亚主要从事于制定衣柜及其配套定制家具的研发、生产和销售，其产品与展示道具存在类似性，且通过其优质的设计能力及渠道实现产品的高附加值，与德马吉的业务具有有可比性，故作为选择对象。
易尚展示	002751.SZ	易尚展示主要业务是为国内外知名企业提供展览展示服务，主要业务包括三部分：品牌终端展示服务、循环会展服务和虚拟展示服务。	由于易尚展示上市时间为 2014 年 4 月份，距评估基准日不足两年，故不作为选择对象。
宜华木业	600978.SH	宜华木业主要从事家具和木地板等家居产品的研发、设计、生产与销售，产品定位中高端，主导产品包括木质家具和木地板、软体家具等产品系列，旗下拥有多个自主品牌。	宜华木业始终专注于实木制品的深加工和开发研究，其产品与展示道具存在类似性，并以设计能力和加工能力作为核心竞争力，毛利水平较高，与德马吉的业务具有有可比性，故作为选择对象。
喜临门	603008.SH	喜临门主要销售以床垫、软床及配套产品为主的中高档卧室家具，喜临门品牌旗下有“喜临门”、“法诗	喜临门以床垫、软床及配套产品的研发、生产和销售业务为主，产品类型与展览道

		曼”、“BBR”、“爱倍”四大主要系列。	具差别较大，故不作为选择对象。
永艺股份	603600.SH	永艺股份是一家专业研发、生产和销售健康座椅的国家高新技术企业，产品主要涉及办公椅、培训椅、按摩椅椅身、休闲椅、儿童椅、沙发及功能座椅配件等。	由于永艺股份的上市时间为 2015 年 1 月份，距评估基准日不足两年，故不作为选择对象。
曲美家居	603818.SH	曲美家居主要从事中高档民用家具及配套家居饰品的设计、生产和销售，为消费者提供整体家居解决方案。	由于曲美家居的上市时间为 2015 年 4 月份，距评估基准日不足两年，故不作为选择对象。
好莱客	603898.SH	好莱客主要从事整体衣柜及其配套家具的设计、研发、生产和销售，是国内定制家居整体解决方案提供商，其主要产品包括但不限于整体衣柜、整体衣帽间、整体书柜及其它配套产品。	由于好莱客的上市时间为 2015 年 2 月份，距评估基准日不足两年，故不作为选择对象。

资料来源：Wind 资讯

在计算标的公司的 β 值时，所选取的可比上市公司通常要求与标的公司属于同一行业或受相同经济因素的影响，并对所引用的 β 值要求具有较长的回归分析的时间长度， β 值的计算通常选用的上市公司已上市时间达 2 年（约 100 周）或更长的时间。因此，本次评估在选取可比公司时应考虑其具有足够的上市时间，以免 β 值因短期突发经济波动等因素出具明显波动，从而加大估值偏差。根据上述筛选情况，基于评估基准日前上市时间不足两年的上市公司不作为本次的可比公司。其中，易尚展示作为展览展示行业中以道具展具制作为主营业务的上市公司，与标的公司同受会展行业的周期等环境经济因素的影响，但由于较评估基准日上市不足两年，故未将其列为可比公司。

索菲亚主要从事于制定衣柜及其配套定制家具的研发、生产和销售等业务，通过其卓越的设计能力与渠道实现产品的高附加值；宜华木业主要从事家具和木地板等家居产品的研发、设计、生产与销售等业务，产品定位于中高端，主导产品包括木质家具和木地板、软体家具等产品系列，并以设计能力和加工能力作为核心竞争力，毛利水平较高。索菲亚和宜华木业与德马吉在成本构成以及以设计为核心盈利点的特点均存在类似性。

综上，索菲亚、宜华木业作为家具制造行业的佼佼者，其业务核心竞争力均为通过其强大的创意设计能力和良好的加工能力，实现高溢价产品的销售，上述可比上市公司的业务核心均与德马吉较为接近，且包含了展具设计的核心业务元素。本次评估选择索菲亚和宜华木业作为可比上市公司计算 β_u 值，具有合理性。

二、补充信息披露

公司已在“第六章 交易标的评估情况”之“六、董事会对定价的公允性分析”之“（三）评估依据的合理性”中补充披露上述内容。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：德马吉业务环节中包含道具生产、布展装修、进馆搭建等业务环节，在测算德马吉的 β_u 过程中，应当引入与德马吉整体业务具有相似性的可比上市公司。索菲亚和宜华木业均为依托强大的创意设计能力和良好的加工能力，实现高溢价产品的销售，其业务模式和核心业务环节与德马吉存在较强的可比性。因此，本次评估的收益法中选取索菲亚和宜华木业作为可比上市公司计算 β_u 值，具有合理性。

反馈问题八：申请材料显示，德马吉 2014 年、2015 年的毛利率分别为 40.34%、41.52%，净利率分别为 6.75%、16.6%，销售费用率分别为 8.9%、6.86%，管理费用率分别为 21.47%、15.5%。请你公司：

1)补充披露 2015 年销售费用率、管理费用率下降的原因以及合理性。

2) 补充披露德马吉 2015 年净利率大幅提高的原因及合理性。

3) 结合竞争优势、行业地位、所占份额及经营特色，补充披露德马吉与同行业、同类别业务上市公司毛利率、净利率差异的原因及合理性。

4) 补充披露汇率变动对德马吉毛利率及盈利能力的影响。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

回复：

一、2015 年销售费用率、管理费用率下降的原因以及合理性

报告期内，德马吉的销售费用和管理费用情况如下表所示：

单位：万元

项目	2014 年度	2015 年度
销售费用	297.49	451.11
管理费用	717.68	1,019.30
销售费用率	8.90%	6.86%
管理费用率	21.47%	15.51%

2015 年度德马吉的销售费用率、管理费用率下降明显，主要系德马吉的业务快速发展，营业收入同比大幅度增长，运营效率的提升与规模经济效应随业务增长逐渐的显现导致同期销售费用、管理费用并未随收入呈线性增长。

根据《审计报告》，报告期内销售费用情况如下表所示：

单位：万元

项目	2015 年度				2014 年度		
	增幅	金额	占销售费用比例	占当期收入比例	金额	占销售费用比例	占当期收入比例
人工费用	49.66%	283.57	62.86%	4.31%	189.47	63.69%	5.67%
交通及差旅费	-21.73%	14.01	3.11%	0.21%	17.9	6.02%	0.54%
广告宣传费	49.57%	95.8	21.24%	1.46%	64.05	21.53%	1.92%
促销费	264.94%	39.56	8.77%	0.60%	10.84	3.64%	0.32%
其他	19.40%	18.16	4.03%	0.28%	15.21	5.11%	0.45%
合计	51.64%	451.11	100.00%	6.86%	297.49	100.00%	8.90%

从上表可得，报告期内德马吉销售费用从297.49万元增长至451.11万元，增幅为51.64%。2015年度和2014年度德马吉销售费用主要由人工费用和广告宣传费用构成，两项费用金额合计占2015年与2014年当期销售费用比例约为84.10%和85.22%，比例较为稳定。2015年度人工费用与广告宣传费分别增长了49.66%与49.57%，增长率大幅低于同期收入增长率96.59%，导致了销售费用率的下降，主要原因系：（1）随着德马吉销售人员的业务逐渐熟练及客户资源的逐步积累，同样的人员组合可拓展出更多的项目以创造更多的收入，减少了销售费用率；（2）

此外，伴随德马吉在行业内的知名度愈来愈高，其广告宣传费用的单位成本将随着规模的扩大而降低，间接导致销售费用率的下降。上述原因导致了德马吉2015年度销售费用率的下降。

根据《审计报告》，报告期内管理费用情况如下表所示：

单位：万元

项目	2015 年度				2014 年度		
	增幅	金额	占管理费用比例	占当期收入比例	金额	占管理费用比例	占当期收入比例
人工费用	67.81%	216.09	21.20%	3.29%	128.77	17.94%	3.85%
折旧及摊销	97.45%	57.4	5.63%	0.87%	29.07	4.05%	0.87%
研发费用	30.70%	282.21	27.69%	4.29%	215.92	30.09%	6.46%
业务差旅费	58.94%	146.94	14.42%	2.24%	92.45	12.88%	2.77%
租赁费用	165.13%	63.18	6.20%	0.96%	23.83	3.32%	0.71%
汽车交通费	5.14%	65.66	6.44%	1.00%	62.45	8.70%	1.87%
业务招待费	46.81%	34.97	3.43%	0.53%	23.82	3.32%	0.71%
办公费用	-0.21%	56.78	5.57%	0.86%	56.9	7.93%	1.70%
其他	13.72%	96.06	9.42%	1.46%	84.47	11.77%	2.53%
合计	42.03%	1,019.30	100.00%	15.51%	717.68	100.00%	21.47%

从上表可见，报告期内德马吉管理费用从717.68万元增长至1,019.30万元，增幅为42.03%。2015年度、2014年度的管理费用主要由人工费用、研发费用和业务差旅费构成，三项费用合计金额占2015年与2014年当期管理费用金额比例约为63.30%和60.91%，比例较为稳定。报告期人工费用、研发费用、业务差旅费分别增长了67.81%、30.70%、58.94%，低于同期收入增长率96.59%，导致了2015年度管理费用率从21.47%下降至15.51%。

2014年度标的公司的业务规模较小，彼时处于业务发展的初期阶段，为后续业务蓄力，前期需铺垫较多的销售人员及管理人员等，由此产生了较高的工资费用和研发费用；随着2015年度德马吉实现快速增长，其品牌溢价的显现、客户粘性的进一步增强、项目因业务量的增长其异地可复制能力的增强等，德马吉2015

年度显现出较强的规模经济效应，该效应推动人工费用、研发费用和业务差旅费等产出更高的边际收益，间接导致2015年度德马吉管理费用率的下降。

德马吉人均管理费用与人均销售费用情况如下表所示：

年度	管理费用 (万元)	管理人员 人数(人)	人均 管理费用 (万元/人)	销售费 用(万 元)	销售人员 人数(人)	人均 销售费用 (万元/人)
2015 年度	1,019.30	17	59.96	451.11	30	15.04
2014 年度	717.68	12	59.81	297.49	24	12.40

注：人均管理费用=当期管理费用/当期管理人员人数；人均销售费用=当期销售费用/当期销售人员人数。

由上表可见，2015年德马吉人均管理费用为59.96万元/人，与2014年基本持平，而同期人均销售费用略微上升至15.04万元/人，主要由于前期铺垫的人员较多所致。在管理人员与销售人员人数增加、营业收入同期大幅度提高的情况下，2015年度德马吉的人均管理费用与人均销售费用保持稳定，期间费用得到较好控制，人员费用具有合理性。

综上所述，德马吉2015年销售费用率、管理费用率的下降具有合理性。

二、德马吉 2015 年净利率大幅提高的原因及合理性

根据《审计报告》，德马吉 2014、2015 年度利润表主要数据如下表所示：

单位：万元

项目	2015 年度	2014 年度
营业收入	6,572.14	3,343.11
营业成本	3,843.70	1,994.55
销售费用	451.11	297.49
管理费用	1,019.30	717.68
财务费用	-2.80	0.68
利润总额	1,279.17	304.62
净利润	1,091.06	225.83
毛利润	2,728.44	1,348.56
净利率	16.60%	6.75%
毛利率	41.52%	40.34%

（一）期间费用率有所下降

报告期内销售费用率、管理费用率下降的分析请参考本反馈回复之“反馈问题八”之“一、2015 年销售费用率、管理费用率下降的原因以及合理性”。

（二）税收优惠

2014 年德马吉适用于 25%的企业所得税率，在 2015 年德马吉取得上海市科学技术委员会、上海市财政局、上海市国家税务局、上海市地方税务局联合颁发的《高新技术企业证书》，适用所得税税率从 25%降至 15%，税率的下降减少了当期所得税，间接提高了德马吉的净利率。

综上所述，德马吉 2015 年净利率较 2014 年度增长较大，具有合理性。

三、结合竞争优势、行业地位、所占份额及经营特色，补充披露德马吉与同行业、同类别业务上市公司毛利率、净利率差异的原因及合理性。

报告期内，德马吉同行业可比公司毛利率、净利率情况如下表所示：

单位：%

公司名称	毛利率		净利率	
	2015 年度	2014 年度	2015 年度	2014 年度
易尚展示	31.75	32.81	6.75	8.12
卡司通	42.87	41.03	14.51	10.74
米奥会展	43.36	36.94	11.60	13.27
振威展览	59.52	59.35	39.21	21.93
西典展览	30.80	32.41	8.71	3.60
名洋会展	51.71	49.94	16.91	-3.12
惠通创意	38.18	40.23	8.09	5.74
杰尔斯	33.69	33.27	10.82	10.31
平均值	41.49	40.75	14.57	8.82
德马吉	41.52	40.34	16.60	6.76

数据来源：Wind 资讯

其中，易尚展示以展示道具销售业务为主，2015 年和 2014 年展示道具销售收入占其总营业收入比例分别为 62.56%、79.90%，主营业务构成与德马吉业务模式差异较大，不属于同类别业务的可比公司；米奥会展、振威展览与名洋会展主营业务均为会展项目发起、策划及组织承办服务，均属于会展行业的次上游企业，与德马吉为参展商提供“创意设计、展览道具制作、展台搭建等”一体化会展

营销服务业务差异明显，不属于同类别业务的可比公司。在剔除上述公司后，德马吉同行业、同类别业务可比公司的毛利率、净利率情况如下：

单位：%

公司名称	毛利率		净利率	
	2015 年度	2014 年度	2015 年度	2014 年度
卡司通	42.87	41.03	14.51	10.74
西典展览	30.80	32.41	8.71	3.60
惠通创意	38.18	40.23	8.09	5.74
杰尔斯	33.69	33.27	10.82	10.31
平均值	36.39	36.73	10.53	7.60
德马吉	41.52	40.34	16.60	6.76

数据来源：Wind 资讯

根据上表，德马吉 2014 年度、2015 年度毛利率分别为 40.34%和 41.52%，高于可比公司平均值，处于合理范围之内。德马吉 2014 年度净利率为 6.76%，略低于可比公司的平均值 7.60%，主要系由于 2014 年德马吉处快速发展阶段，业务规模较小，为后期业务蓄力铺垫了较多前期费用所致；2015 年度德马吉净利率为 16.60%，高于可比公司平均值 10.53%。结合德马吉所在的行业地位、所占份额、竞争优势及经营特色，德马吉与同行业同类别上市公司的毛利率和净利率的分析如下：

（一）行业地位及所占份额

德马吉自创立以来一直为中高端市场领域客户提供集“创意设计、展览道具制作、展台搭建等”为一体的会展营销服务。与同行业公司相比，德马吉业务覆盖全球多个国家与地区，自创立以来先后参与了多个国家和城市的展会展台设计搭建，并在美国、德国、波兰等国家均拥有多家稳定合作的供应商。德马吉的客户包含大中型国企、大型民营企业、上市公司等企业，业务涵盖多个行业领域。

西典展览的客户主要为博物馆、科技馆等展馆；杰尔斯主要客户为政府部门、大型企事业单位，相较同行业竞争对手德马吉客户群体覆盖面更加多元化。在运作模式上，德马吉以提供一体化的会展营销服务为主，与提供单一环节作业的会展营销服务提供商相比，一方面可降低参展商的工作强度，增强参展商的合作体验，另一方面可避免多头对接造成的工作衔接失误，上述优势均奠定了德马吉在

会展营销服务领域的品牌影响力，保证其毛利率和净利率水平。德马吉品牌曾荣获 2012 年上海市会展行业协会授予“最佳企业”、荣获中国国际品牌协会推广委员会颁发的“中华品牌”荣誉、荣获“中国会展之星”、“中国十大最佳展示设计工程企业”等荣誉，进一步体现德马吉在国内同行业处于前列位置。凭借在业内较高品牌知名度、强大的文化创意设计能力与全球化业务覆盖能力，德马吉的业务议价能力得以提升；其供应链资源整合与产业链各环节的运作能力助力德马吉有效控制业务的成本，降低综合费用率，从而提高毛利率与净利率水平。

2015 年度，德马吉营业收入增长率高达 96.59%，远超中国会展营销服务业市场需求规模过去 7 年年复合增长率 14.68%，亦大幅领先同行业可比公司同期平均收入增长率 41.13%。随着德马吉投入力度与业务规模的持续提高，德马吉的市场份额将稳步攀升。

（二）竞争优势与经营特色

1、竞争优势

1) 精品客群矩阵覆盖全球，保障业务往来良性循环

德马吉服务的客户群体主要为知名精品企业，覆盖多个行业领域。通过客户积累，德马吉增强了创始人及核心设计团队的文化创意设计能力，提高了客户消费体验水平，形成较大的客群消费粘性。同时，在企业“走出去”的过程中，德马吉能够依托自身的核心价值能力，为企业打造覆盖品牌文化宣传、商业合作推广、整体形象展示的创意展览展示平台，带动企业全球化业务的开拓。

德马吉服务客户群集中在新能源、消费类电子、轨道交通、通信通讯等行业，相比其他参展单位，新能源、消费类电子、轨道交通等行业客户的利润规模更大、业务国际化程度更深，既注重自身品牌文化的塑造和运营，也会更加尊重和重视文化创意设计服务对品牌价值的增值作用。因此，该类客户付费能力更强，也更愿意为优质创意展示品支付更高的价格，从而保证了德马吉的业务单价，使德马吉的毛利率处于较优水平。同时，德马吉的精品化客群在全球业界范围内产生的品牌示范和标杆作用，能够保障德马吉获得更多的增量业务机会。德马吉的客群参与全球化会展的需求，能够对德马吉主业的整体服务保障能力、尤其是文化

创意设计能力形成反哺，有利于德马吉深入吸收和捕捉全球多业态的创新及技术动态趋势，进而精耕其主业服务品质，撬动需求潜力日渐释放的国内会展市场业务，形成业务往来的良性循环。

卡司通的主要客户为知名汽车研发制造企业，客户群体集中在汽车行业，其汽车展览业务在 2015 年占其营业收入比例达 86.88%；西典展览的客户主要为博物馆、科技馆等展馆等科博馆类客户；杰尔斯主要客户集中为政府部门、大型企业事业等单位。与同业务类别可比公司相比，德马吉客户结构更加多元化，盈利能力受下游参展商行业波动较小，其运营风险较低。

2) 整合全球供应链资源，优化成本结构，提高盈利能力

基于原有客户的合作粘性基础，并受老客户自身全球化发展诉求带动，德马吉得以获得较多的跨地域业务订单，2015 年，国内企业选择德马吉作为参与国外展览设计的案例有 70 个，比 2014 年的 44 个同比增长 59%。而跨地域业务的开展对公司本土化运营提出较高要求。德马吉通过在美国、德国、波兰等地设立办事处，雇佣当地员工在所属国家进行业务拓展，并在会展主要国家拥有稳定合作的供应商，整合当地供应链资源，能够有效地增强对区域客户需求的响应能力，优化业务开展成本结构，提高服务质量与客户满意度，增强议价能力，从而提高业务毛利率与净利率。

与同类型业务的可比公司如卡司通、西典展览、惠通创意和杰尔斯等相比，德马吉提前布局境外市场，积极拓展境外业务渠道，现阶段境外业务开展成本相比较低，境外业务开展能力较强。德马吉较可比公司具有较强的境外供应链及业务渠道的先发优势。

2、经营特色

德马吉是一家以文化创意设计能力为核心，具备全球化业务覆盖能力、供应链上下游资源整合能力、产业链各环节运作能力的创意展示服务提供商。德马吉所专注的是基于对客户“品牌内涵、业务属性、目标客群诉求、产品或服务卖点”等方面的精准把握，实现对客户营销诉求的精准传达，增强客户的品牌价值。报告期内，德马吉创意设计员工占公司总人数的三分之一以上，主要业务涵盖创意

展示设计、活动创意策划以及展厅创意规划。此外德马吉着眼于全球市场，自创立以来先后参与了多个国家和城市的展会展台设计搭建，业务遍及全球多地并涵盖多个行业领域。凭借其创意设计能力、产业链各环节运作能力、成本控制能力、全球多行业业务覆盖等特点，德马吉2015年毛利率与净利润得到了有效的提升。

综上，德马吉凭借其在业内较高的品牌知名度、强大的文化创意设计能力与全球化业务覆盖能力，在世界范围内吸引了一批覆盖多行业的精品客户群，加之全球化发展理念、供应链上下游资源整合及产业链各环节运作的经营特色，德马吉在行业内的竞争优势及议价能力得以显现，成本结构得以控制、优化，从而使毛利率、净利率水平处于行业较优水平。

四、汇率变动对德马吉毛利率及盈利能力的影响。

德马吉涉及外币结算的展示设计类业务均由其孙公司香港德马吉来承接，因此汇率变动仅对香港德马吉的业务收入和成本产生影响。2015 年度的所有涉及外币结算的业务中，德马吉以美元结算的业务收入折合人民币约为 216.19 万元，占德马吉 2015 年度所有外币结算业务的 96.59%，其他币种结算业务如以欧元或英镑结算的业务，由于报告期内占比极低，其货币的汇率变动对德马吉的最终利润影响很小。因此，假设德马吉 2015 年度所有以外币结算的收入与成本均按美元进行结算，即通过分析美元汇率的变动，测算该变动对德马吉 2015 年度的毛利率和净利率等运营数据的影响。

假设美元汇率变动区间在 $\pm 5\%$ ，则相关敏感性分析如下表所示：

单位：万元

项目	原始数据	汇率+5%	汇率-5%
2015 年度-美元结算的营业收入	223.82	235.01	212.62
2015 年度-营业收入	6,572.14	6,583.33	6,560.95
2015 年度-美元结算的营业成本	111.62	117.2	106.04
2015 年度-营业成本	3,843.70	3,849.28	3,838.12
2015 年度-毛利率	41.52%	41.53%	41.50%
2015 年度-汇兑损益	-3.78	-3.97	-3.59
2015 年度-净利润	1,091.06	1,096.86	1,085.26
2015 年度-净利率	16.60%	16.66%	16.54%

汇率变动导致 2015 年毛利率变动	-	0.01%	-0.01%
汇率变动导致 2015 年净利率变动	-	0.06%	-0.06%

由上述分析可见，美元汇率的波动与德马吉盈利能力存在正相关变动关系，假设美元汇率变动以外，其他条件不变，则美元汇率上升或下降 5%，毛利率将同向变动约 0.01%，净利率将同向变动 0.06%，美元汇率的波动对德马吉毛利率及盈利能力的影响很小。

四、补充信息披露

公司已在“第九章 管理层讨论与分析”之“二、标的公司行业特点和经营情况的讨论与分析”之“（四）盈利能力分析”中补充披露上述内容。

五、独立财务顾问核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：随着业务的快速扩大，期间费用中主要费用项目人员工资费用率并未随收入同比例增长，导致了期间费用率的下降，德马吉 2105 年的销售费用率、管理费用率的下降具有合理性；受到期间费用率整体下降和税收优惠等因素的综合影响，德马吉 2015 年净利率大幅提高，符合德马吉实际经营情况，具有合理性；结合竞争优势、行业地位、所占份额及经营特色，并与同行业及同业务的可比公司进行对比，德马吉的毛利率、净利率水平保持在合理的范围之内，具有合理性；通过测算汇率的变动对德马吉毛利率和盈利能力的影响得知，报告期内，汇率的变动对标的公司的毛利率和盈利能力不构成重大影响。

反馈问题九：申请材料显示，德马吉在 2015 年 12 月 31 日和 2014 年 12 月 31 日的应收账款规模分别为 665.52 万元和 241.72 万元，占总资产的比例分别为 16.45%和 11.21%。2014 年、2015 年，德马吉前五大客户收入金额分别为 1478 万元、2116 万元，占当年营业收入比例分别为 44.21%、32.19%。请你公司结合应收账款应收方情况、期后回款情况、向客户提供的信用政策以及同行业情况，补充披露德马吉应收账款坏账准备计提的充分性、应收账款可回收性及相应的保障措施。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

回复：

一、德马吉应收账款应收方情况、信用政策以及同行业情况

（一）德马吉应收账款应收方情况、应收的构成、向客户提供的信用政策

1、主要应收账款应收方情况

德马吉于 2015 年末的应收账款余额在 30 万以上的应收方具体情况如下：

序号	公司	成立日期	注册资本	企业经营范围	2015 年末应收账款余额 (单位：万元)
1	合肥美的电冰箱有限公司	1996 年 9 月 1 日	9,210.9873 万元	生产经营冷藏箱、冷冻箱及相关系列产品	114.60
2	武汉万达东湖置业有限公司	2009 年 12 月 30 日	270,000 万元	对商业投资；房地产开发、商品房销售；建筑工程施工；文化、影视、科普项目设施建设；酒店管理；信息咨询；场地出租；会展服务；停车场服务；票务代理；物业管理；工艺品、日用百货、酒店用品、健	64.92

				身器材、鲜花销售；打印、复印、洗衣服务；资料翻译。（国家有专项规定的，须取得有效审批文件或许可证后在有效期内方可经营）；住宿；餐饮服务；预包装食品；卷烟、雪茄烟销售；游泳池、棋牌室、健身馆服务；美容、美发、洗浴服务。（以上经营项目仅限持证的分支机构使用）	
3	中国中车股份有限公司	2007 年 12 月 28 日	2,728,875.8333 万元	铁路机车车辆(含动车组)、城市轨道交通车辆、工程机械、各类机电设备、电子设备及零部件、电子电器及环保设备产品的研发、设计、制造、修理、销售、租赁与技术服务；信息咨询；实业投资与管理；资产管理；进出口业务。	53.69
4	阿里云计算有限公司	2008 年 4 月 8 日	5000 万元	第一类增值电信业务中的因特网数据中心业务；第二类增值电信业务中的因特网接入服务业务；第二类增值电信业务中的信息服务业务（不含固定网电话信息服务）	45.00
5	德马吉(中国)展览有限公司	2009 年 11 月 20 日	10,000 股	展览展示服务，建筑装修装饰建设工程专业施工，站台设计搭建。	30.31

2015 年末德马吉应收账款余额在 30 万元以上的应收方除德马吉（中国）外，其余应收方与德马吉均不存在关联方关系。

2、应收账款的构成、向客户提供的信用政策

德马吉通过与客户签署项目合同向客户提供创意展示设计或活动策划服务等展览展示服务业务。德马吉与客户主要结算方式有三种：一是与客户签订合同

后一定时间内要求客户预付一定比例款项，待展台搭建完成及开展前再预付一定比例的款项，剩余尾款于展示或活动结束后的一段时间内收取；二是与客户签订合同后一定时间内要求客户支付大部分款项，剩余尾款于展会或活动结束后的一段时间内收取；三是与客户签订合同后即收取客户全部款项。

报告期内，德马吉针对不同客户给予的账期有所差异，一般向客户提供的账期期间平均在项目完成并验收确认后的 3-6 月内。财务处理方面，德马吉以与客户签署合同后开展前预收客户的账款确认为预收账款，待项目完工之后并受到客户签订的项目完工单，将剩余余款确认为应收账款。

（二）同行业可比公司情况

根据同行业可比公司公开信息披露，其各自的应收账款结算安排如下：

公司简称	应收账款结算安排
名洋会展	在劳务已经提供的基础上，按照已签订的合同收取价款并开具发票或取得收取价款的凭据时确认收入；通常在展示服务结束一个月内收到账款，为争取客户，会适当延长信用期，但应收账款账期均在 1 年以内。
米奥会展	向参展企业先预收展位费，于展会结束后根据实际结算金额确认为收入，因此应收账款期末余额较小，对于个别信誉及资质较好的客户，允许延长客户支付期限，因此会存在偶发性的应收账款。
卡司通	展览服务提供完毕并取得客户的验收单，完成的工作量已经结算且经客户确认，或者按照合同收取价款的凭据时确认收入，应收账款余额主要是受汽车行业货款的结算期的影响，一般可在 6 个月内回收。
西典展览	根据完工百分比法确认合同收入和合同费用，应收账款账期一般在一年以内。
易尚展示	于整体展示项目交付经客户验收合格后，确认收入实现，通常服务结束 1-2 月内收到账款，特殊情况会适当延长信用期，但应收账款账期均在 1 年以内。
振威展览	与参展企业直接签署参展协议，并根据约定的展位数量及参展人员等情况收取展位费用；展位销售通常在办展前由参展商向公司全额缴纳参展费用，应收账款期末余额较小。
惠通创意	将整体展示项目完成并交付客户，经客户验收合格后，确认收入实现。公司与大客户一般采用滚动结算的方式，正常的信用周期为 3-6 个月。
杰尔斯	公司按照项目设计完成阶段确认收入，即策划设计方案提交认可后确认收入，应收账款信用期在一年以内。

数据来源：Wind 资讯

综上所述，除西典展览因涉及展厅规划业务等一年期以上的工程施工业务，导致西典展览在应收账款的确认及结算政策与德马吉存在差异，以及米奥会展和振威展览的业务性质为会展承办业务于德马吉存在实质性差异以外，其他可比公司与德马吉应收账款、结算情况、信用政策相比无实质性差异。

2015 年末，同行业可比公司应收账款占总资产的比例以及应收账款周转率情况如下表所示：

公司简称	应收账款/总资产	应收账款周转率
名洋会展	4.78%	27.28
米奥会展	0.50%	30.16
卡司通	41.98%	2.26
西典展览	43.77%	4.34
易尚展示	12.55%	2.55
振威展览	1.75%	31.39
惠通创意	19.57%	2.79
杰尔斯	64.31%	2.26
平均	23.65%	12.88
德马吉	16.45%	14.49

2015 年末，德马吉应收账款占总资产的比例低于同行业平均水平，应收账款周转率略高于同行业平均水平，主要系德马吉所签订的业务合同约定的预收款比例较同行业偏高，导致应收账款占业务收入的比例偏低所致。

二、应收账款期后回款情况

截至本反馈回复出具之日，德马吉于 2015 年末前十大应收账款余额客户的期后收回情况如下：

单位:元

客户名称	2015 年 12 月 31 日	期后收回金额	未收款金额
合肥美的电冰箱有限公司	1,146,000.00	1,146,000.00	-
武汉万达东湖置业有限公司	649,168.36	649,168.36	-
中国中车股份有限公司	536,878.83	432,536.94	104,341.89
阿里云计算有限公司	450,000.00	450,000.00	-
德马吉（中国）展览有限公司	303,145.93	303,145.93	-
央视国际网络有限公司	285,000.00		285,000.00
东莞市慕思寝室用品有限公司	271,600.00	271,600.00	-
江西瑞晶太阳能科技有限公司	266,300.00		266,300.00

上海欧马腾软件有限公司	252,221.33	52,907.40	199,313.93
浙江晶科能源有限公司	246,243.11	192,240.00	54,003.11
合计	4,406,557.56	3,497,598.63	908,958.93

截至本反馈回复出具之日，德马吉于 2014 年末前十大应收账款余额客户的期后收回情况如下：

单位:元

客户名称	2014 年 12 月 31 日	期后收回金额	未收款金额
德马吉（中国）展览有限公司	608,543.33	608,543.33	-
中利腾晖光伏科技有限公司	250,000.00	250,000.00	-
江苏豪森药业股份有限公司	232,766.90	232,766.90	-
四川绵阳好圣汽车零部件制造有限公司	224,000.00	224,000.00	-
长春英利汽车部件有限公司	159,000.00	159,000.00	-
四川海格承联通信技术有限公司	145,800.00	145,800.00	-
中国中车股份有限公司	110,000.00	110,000.00	-
南京高精船用设备有限公司	100,000.00	100,000.00	-
飞狗创新科技(深圳)有限公司	82,800.00	82,800.00	-
博乐特殊钢(上海)有限公司	62,000.00	-	62,000.00
合计	1,974,910.23	1,912,910.23	62,000.00

如上表所述，截至本反馈回复出具之日，主要应收账款回款情况较好，2015 年末的前十大应收账款期后回收占比为 79.37%。由于存在部分客户的审批流程复杂而导致付款周期较长，一般实际平均账期在 3-6 个月以内。

上述客户中，尚未回收款项的应收方如中国中车股份有限公司、央视国际网络有限公司等系国内知名轨道交通的综合运营商和国内知名电视媒体综合运营商，客户的资信良好，应收账款回收具有较强的保障。

三、德马吉应收账款坏账准备计提的充分性、应收账款可回收性及相应的保障措施

（一）德马吉应收账款坏账准备计提的充分性

1、坏账准备计提比例与同行业可比公司比较

德马吉依据自身业务模式特点、客户特点、客户信誉及资金实力等，充分评估了不同客户应收账款的风险特征，并借鉴了同行业公司的应收账款坏账准备计

提方法，本着谨慎、稳健、合理的原则，制定了符合自身特点的坏账准备计提方法。德马吉坏账计提比例如下表所示：

公司名称	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3-4 年	4-5 年	5 年以上
德马吉	5%	10%	20%	50%	80%	100%

(2) 同行业可比公司比较坏账计提比例

账龄\计提比例 (%)	名洋会展	卡司通	西典展览	米奥会展	易尚展示	振威展览	惠通创意	杰尔斯	德马吉
1 年以内	5	5	5	5	5	5	5	5	5
1-2 年	10	10	10	10	10	30	10	10	10
2-3 年	50	30	30	50	30	50	30	30	20
3-4 年	100	50	50	100	100	100	50	50	50
4-5 年	100	80	80	100	100	100	100	80	80
5 年以上	100	100	100	100	100	100	100	100	100

数据来源：Wind 资讯

如上表所示，与同行业可比公司相比，德马吉坏账计提比例无明显异常。

2、德马吉应收账款账龄及坏账计提情况

报告期内，德马吉应收账款账龄分析明细如下：

单位：万元

账龄	2015 年 12 月 31 日			2014 年 12 月 31 日		
	金额	计提比例	坏账准备	金额	计提比例	坏账准备
1 年以内	689.63	5.00%	34.48	186.12	5.00%	9.31
1-2 年	7.07	10.00%	0.71	72.11	10.00%	7.21
2-3 年	5.00	20.00%	1.00	-	0.00%	-
合计	701.71	5.16%	36.19	258.23	6.40%	16.52

如上表所示，德马吉应收账款主要为账龄 1 年以内应收账款，2015 年末、2014 年末账龄 1 年以内应收账款占同期应收账款余额的比例分别为 98.28%、72.08%，应收账款账龄较短，回款风险较低，应收账款坏账计提符合实际情况，坏账准备的计提合理、充分。

(二) 应收账款的可回收性

公司应收账款可回收性较好，主要原因如下：一是德马吉的客户主要为大型国企或国内知名民企，客户资信较为良好，与德马吉保持良好合作关系，最终回款情况良好，可靠性强；二是应收账款主要账龄集中在1年以内，且报告期内不存在实际发生的坏账情况，回收性良好；三是公司对于应收账款回收建立了保障机制，并和业务人员绩效挂钩，保证回收的可能性。

（三）应收账款相应的保障措施

德马吉已针对应收账款建立起较完善的保障措施：

1、加强事前控制

德马吉从选择客户阶段进行应收账款风险控制，在承接新客户时重点审查客户的资信能力、资金实力、履约能力、诚信等，尽可能选择与有实力、重诚信、履约能力较强的国内外知名客户合作，并于合同内清晰列明预计项目开展期间、项目金额和收款条款，为应收账款的确认和收回提供实质性依据。

2、加强过程监控

财务部每月定期对应收账款回收情况进行核对、记录和统计，编制应收账款台账、应收账款账龄分析表，建立应收账款信息库，随时掌握应收账款情况，及时发现坏账风险；根据应收账款账龄，制定不同账龄应收账款催款措施，定期会同财务部、销售部、经理层等召开会议跟进应收账款的回收进度并制定下一步回收工作安排、催收计划。

3、建立应收账款考核制度

项目负责人执行收款，将应收账款催收工作落实到个人并建立相应的奖惩考核机制，确保应收账款收款工作能积极推进。

4、落实事后控制

针对各客户履约和资信情况进行信用评级，如存在拖欠或无理由拒绝付款的客户，将影响其信用等级，不再作为合作对象，必要时可能走司法程序。

综上，德马吉上述应收账款管理制度的制定和实施，对应收账款的收回有保障和推动性，保证了应收账款的可回收性，降低了坏账损失的可能性。

四、补充信息披露

公司已在“第九章 管理层讨论与分析”之“二、标的公司行业特点与经营情况的讨论与分析”之“（三）财务状况分析”中补充披露上述内容。

五、独立财务顾问核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：德马吉应收账款坏账准备计提充分，应收账款可回收性较高，应收账款保障措施切实有效、可行。

反馈问题十：申请材料显示，德马吉主要客户是大中型国企、知名民营企业、在华外资以及上市公司如中国中车、华为、万达、阿里巴巴、中石化、TCL、海尔、中国联通。申请材料同时显示，德马吉 2015 年前五大客户中未包含上述客户。请你公司补充披露：1）德马吉关于主要客户的信息披露是否存在矛盾。2）主要客户类型及相关情况。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

一、德马吉关于主要客户的信息披露是否存在矛盾

德马吉客户中国中车、华为、万达、阿里巴巴、中石化、TCL、海尔、中国联通等，报告期内，上述披露的主要客户实现的营业收入明细如下表所示：

单位：元

客户名称	2015 年度			2014 年度		
	营业收入	占比	收入排名	营业收入	占比	收入排名
中国中车股份有限公司	2,682,401.10	4.09%	6	3,032,474.45	9.08%	3
华为技术有限公司	1,003,079.21	1.53%	13	562,501.87	1.68%	12
武汉万达东湖置业有限公司	1,684,987.71	2.57%	8	-	-	-
阿里云计算有限公司	424,528.30	0.65%	30	-	-	-
中国石油化工集团公司	-	-	-	971,698.09	2.91%	6

TCL 集团股份有限 公司	1,894,999.96	2.89%	7	-	-	-
海尔热水器有限公 司	2,967,905.54	4.53%	5	750,943.38	2.25%	9
中国联合网络通信 集团有限公司宁波 分公司	-	-	-	1,207,547.14	3.61%	5
合计	10,657,901.82	16.27%		6,525,164.93	19.53%	

从上表可以看到，报告期内德马吉与列示的主要客户均存在一定的业务往来，其中，上述主要客户除华为技术有限公司和阿里云计算有限公司收入排名在所属期间较后以外，其余客户均属于当期前十大销售金额的客户，属于德马吉的主要客户。

华为作为德马吉的战略性客户，未来在全球参展、高端参展定制等方面具有具备较大的潜在需求，未来合作空间广阔，2015 年度，德马吉与华为技术有限公司签订《展览展示服务框架采购协议》，约定在未来一定期间内，华为技术有限公司与德马吉之间的每笔单个交易按照协议所约定的框架进行运作，框架协议的签订进一步捆绑了华为技术与德马吉之间的合作关系，战略性客户属于德马吉认定的主要客户范畴，因此作为标的公司的主要客户列示。

阿里巴巴作为德马吉的重要客户，其展示项目的展示手段、展示质量具有一定代表性和创新性。2015 年度 7 月于上海举行的世界移动大会（MWC），阿里巴巴集团旗下的云计算品牌“阿里云”亮相此次展会。为突显阿里“拥抱未来、不断创新”的企业风格，德马吉设计师将展台打造成环绕式的开放格局，全景无死角展示企业和产品的同时，以最大的空间和开阔的视野来容纳众多游客进入展台参观。本次展示案例无论从展示手段还是体验感上均体现了德马吉在创意设计上的水平的展示水平及创新能力，具有一定的代表性，故阿里巴巴作为德马吉的主要客户列示。

综上，上述因素均构成德马吉主要客户并未体现在德马吉 2015 年度前五大客户的原因，德马吉关于主要客户的信息披露不存在矛盾。

二、主要客户类型及相关情况

德马吉服务客户群集中在新能源、消费类电子、轨道交通、通信通讯等行业，具体情况如下：

行业类型	行业的客户属性	主要客户
新能源	主要以开发利用或正在积极研究、有待推广的能源的企业，如太阳能、地热能、风能、海洋能、生物质能和核聚变能等。	浙江晶科能源有限公司、无锡尚德太阳能电力有限公司、山西潞安太阳能科技有限公司
消费类电子	主要生产供日常消费者生活使用的电子产品的企业。	TCL 集团股份有限公司、合肥美的电冰箱有限公司、海尔热水器有限公司、雅迪科技集团有限公司等。
轨道交通	主要研发或生产以电能为动力，采取轮轨运转方式的快速大运量公共交通或相关系统、轨道等产品的企业。	中国中车股份有限公司、北京易科路通铁道设备有限公司、上海富欣智能交通控制有限公司等。
通信通讯	主要以研究开发或生产与通信、通讯行业相关上下游产品的企业。	华为技术有限公司、阿里云计算有限公司、中国联合网络通信集团有限公司等。

三、补充信息披露

公司已在“第四章 交易标的基本情况”之“六、德马吉的主营业务情况”之“（八）前五大客户及供应商”中补充披露上述内容。

四、独立财务顾问核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：德马吉 2015 年度前五大客户未包含披露的主要客户，系由于德马吉与主要客户交易往来的波动性、收入迅速增长提高了前五大客户基数、主要客户包含战略型客户等因素所导致，德马吉关于主要客户的信息披露不存在矛盾。公司已披露报告期内主要客户类型及相关情况，未见异常。

反馈问题十一：申请材料显示，德马吉展览类型主要有：国内企业国内展、国内企业国外展以及国外企业国外展。请你公司以列表形式补充披露不同展览类型实现的收入、占比等情况。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

回复：

一、不同展示地点和不同客户所在地所实现的收入金额及占比

按照按不同展示地点和不同客户所在地划分业务类型，德马吉的业务模式主要分为国内企业国内展、国内企业国外展以及国外企业国内展。报告期内，德马吉按照上述业务类型划分其实现的销售收入及占比如下表所示：

单位：万元

项目	2015 年度		2014 年度	
	营业收入	占比	营业收入	占比
主营业务收入：	6,550.50	99.67%	3,339.52	99.89%
国内客户国内展	3,766.54	57.31%	1,699.47	50.84%
国内客户国外展	2,711.27	41.25%	1,640.05	49.05%
国外客户国内展	72.69	1.11%	-	0.00%
其他业务收入：	21.64	0.33%	3.59	0.11%
租金收入	21.64	0.33%	3.59	0.11%
合计	6,572.14	100.00%	3,343.11	100.00%

从上述数据可以看出，报告期内德马吉各项业务类型所实现的销售收入均呈现上升趋势。

二、补充信息披露

公司已在“第四章 交易标的基本情况”之“六、德马吉的主营业务情况”之“（六）德马吉报告期内的各业务收入”中补充披露上述内容。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：按照按不同展示地点和不同客户所在地划分业务类型，德马吉的业务模式主要分为国内企业国内展、国内企业国外展以及国外企业国内展。公司已按照上述业务类型的不同分别披露了各项业务于报告期内所实现的营业收入及占比情况。未来，随着德马吉业务全球化布局的不断深入，各项业务类型将保持持续增长趋势。

(本页无正文，为《广发证券股份有限公司关于岭南园林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反馈问题的核查意见》之签字盖章页)

财务顾问主办人： 王楚媚 陈禹达

王楚媚

陈禹达

部门负责人： 何宽华
何宽华

内核负责人： 欧阳西
欧阳西

法定代表人（或授权代表）： 孙树明
孙树明

