

北京中同华资产评估有限公司关于对《广东四通集团股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易预案》中涉及的标的资产预估的说明



北京中同华资产评估有限公司

China Alliance Appraisal Co.,Ltd.

二〇一六年八月十日

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院中海地产广场西塔3层

邮编：100077 电话：010-68090001 传真：010-68090099

北京中同华资产评估有限公司关于对《广东四通集团股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易预案》中涉及的标的资产预估的说明

上海证券交易所：

北京中同华资产评估有限公司接受广东四通集团股份有限公司（以下简称“四通股份”）的委托，对本次四通股份拟收购启行教育股东全部权益（100%股权）的市场价值进行预估，以下对本次预测采用的预估方法、预估参数和假设前提等方面进行说明：

一、评估方法

（一）评估方法的选择

1、评估方法的种类及选用条件

企业价值评估的基本方法包括收益法、市场法和资产基础法。收益法适用的前提条件是：（1）被评估对象的未来预期收益可以预测并可以用货币衡量；（2）资产拥有者获得预期收益所承担的风险也可以预测并可以用货币衡量；（3）被评估对象预期获利年限可以预测。

市场法适用的前提条件是：（1）存在一个活跃的公开市场且市场数据比较充分；（2）公开市场上有可比的交易案例。

资产基础法适用的前提条件是：（1）被评估对象处于继续使用状态或被假定处于继续使用状态；（2）能够确定被评估对象具有预期获利潜力；（3）具备可利用的历史资料。

2、评估方法的选取

启行教育是国际教育综合服务商，为客户提供国际留学相关服务，具备行业领先的留学咨询服务能力及考试培训能力。考虑到启行教育的优势及轻资产特性，

采用资产基础法评估无法涵盖诸如商誉、人力资源等无形资产的价值，不能全面、合理的体现企业的整体价值，而收益法和市场法则可以相对全面、合理的体现企业的整体价值，因此，本次以采用收益法和市场法进行评估。

（二）评估方法简介

1.收益法

企业价值评估中的收益法，是指将预期收益资本化或者折现，确定评估对象价值的评估方法。本次评估采用企业自由现金流折现模型，基本公式为：

$$E = B - D$$

式中： E 为被评估企业的股东全部权益价值， D 为评估对象的付息债务价值， B 为被评估企业的企业价值：

$$B = P + \sum C_i$$

式中： $\sum C_i$ 为被评估企业基准日存在的长期投资、其他非经营性或溢余性资产的价值， P 为被评估企业的经营性资产价值：

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

式中：

R_i ：被评估单位未来第 i 年的预期收益（自由现金流量）

r ：折现率（WACC，加权平均资本成本）

P_n ：终值

n ：预测期限

2.市场法

企业价值评估中的市场法，是指将评估对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定评估对象价值的评估方法。

本次市场法评估采用上市公司比较法。上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算适当的价值比率，在与被评估单位比较分析的基础上，确定评估对象价值的具体方法。

二、本次评估的基本假设

1. 本次评估以资产评估报告所列明的特定评估目的为基本假设前提；
2. 本次评估假设评估基准日后外部经济环境不会发生不可预见的重大变化；
3. 本次评估以持续经营为前提，持续经营在此是指被评估单位的生产经营业务可以按其现状持续经营下去，并在可预见的未来不会发生重大改变。
4. 本次评估基于被评估单位未来的经营管理团队尽职，并继续保持现有的经营管理模式经营，被评估单位的经营活动和提供的服务符合国家的产业政策，各种经营活动合法，并在未来可预见的时间内不会发生重大变化；
5. 本次评估的价值类型是市场价值，不考虑本次评估目的所涉及的经济行为对企业经营情况的影响。
6. 被评估单位和委托方提供的相关基础资料和财务资料真实、准确、完整；
7. 评估人员所依据的对比公司的财务报告、交易数据等均真实可靠；
8. 本次评估对未来收益预测，未考虑由于外汇市场的变化和波动的影响；
9. 本次评估，除特殊说明外，未考虑被评估单位股权或相关资产可能承担的抵押、担保事宜对评估价值的影响，也未考虑国家宏观经济政策发生变化以及遇有自然力和其它不可抗力对资产价格的影响；
10. 本次评估假设股东于年度内均匀获得净现金流；
11. 评估基准日前，本次交易的标的公司（广东启行教育科技有限公司）资产中包含了其出资的北京朝阳培训学校等7家从事民办教育的非企业单位，该

等7家民办非企业单位主要经营语言培训和国际课程业务，由启行教育集团统一进行业务管理、宣传，统一使用启德品牌。每年北京朝阳培训学校等7家从事民办教育的非企业单位根据与启行教育集团旗下其他单位签订的管理合同上交管理费。本次评估假设上述经营模式持续稳定，未来年度不发生变化；

12. 根据启行教育局提供相关资料，启行教育的境外留学收入的合同签订和经营由启行教育注册在香港的子公司完成，其经营收入适用香港的各项税收政策。启行教育近期及可以预见的未来打算延续目前的经营模式，保留境外的实际经营。本次评估假设上述经营模式持续稳定，未来年度不发生变化。

三、本次收益法预估的主要依据

1、法律法规依据

- (1) 《中华人民共和国公司法》；
- (2) 《中华人民共和国企业所得税法》；
- (3) 其他与资产评估相关的法律、法规等。

2、准则依据

- (1) 《资产评估准则-基本准则》和《资产评估职业道德准则-基本准则》；
- (2) 《资产评估准则-企业价值》；
- (3) 《资产评估准则-评估报告》等7项资产评估准则；
- (4) 《资产评估职业道德准则-独立性》；
- (5) 《注册资产评估师关注被评估单位法律权属指导意见》；
- (6) 《资产估值价值类型指导意见》；
- (7) 财政部颁布的国内企业会计准则体系。

3、权属依据

- (1) 被评估单位各类许可证书、商标证书和专利证书；
- (2) 被评估单位提供的其他权属证明文件。

4、取价依据

- (1) 中国人民银行现行贷款利率；
- (2) Wind 资讯数据资料；
- (3) 评估机构搜集的相关价格信息；
- (4) 评估机构现场察看和市场调查取得的与估价相关的资料。

5、其他依据

- (1) 标的公司提供的《盈利预测表》及盈利预测说明；
- (2) 标的公司提供的 2013 年至 2015 年及基准日审计报告、会计报表、会计凭证、财务经营方面的资料，以及有关协议、合同书、发票等财务资料；
- (3) 标的公司相关人员访谈记录；
- (4) 标的公司提供的其他有关资料。

四、本次收益法预估主要参数的确定

启行教育是国际教育综合服务商，主要为客户提供国际留学相关服务，具体分留学咨询板块和培训服务板块。留学咨询板块有境内留学业务收入和境外留学收入。启行教育所属的 33 家公司和 37 家分公司及 7 家民办非企业单位经营业务类型基本一致，根据《资产评估准则—企业价值》“第十九条注册资产评估师在对具有多种业务类型、涉及多种行业的企业进行企业价值评估时，应当根据业务关联性合理界定业务单元，并根据被评估企业和业务单元的具体情况，采用适宜的财务数据口径进行评估。”之规定，本次以启行教育合并报表口径进行评估。即：未来以合并报表口径预测自由现金流，并选择恰当的折现率，计算得出启行教育企业价值。再扣除合并口径应承担的付息债务，加上基准日存在的非经营性资产的价值，减去基准日存在的非经营性负债的价值，最终计算得出启行教育的股东全部权益价值。

根据现行《民办教育促进法》及《民办教育促进法实施条例》，民办教育属于公益性事业，民办学校的出资人可以从办学结余中取得合理回报，“合理回报”

指“民办学校在扣除办学成本、预留发展基金以及按照国家有关规定提取其他的必需的费用后的结余的一定比例”，民办学校的合理回报与标的公司制法人取得的经营利润存在一定不同。因此，交易双方确定评估范围不包含上述 7 家民办非企业单位。

本次预估采用的未来收益预测由启行教育管理局结合公司业务板块的历史经营情况、未来发展规划和市场发展趋势提出的。评估人员分析了管理局提出的预测数据并与管理局讨论了有关预测的假设、前提及预测过程，基本采纳了管理局的预测。

1、营业收入预测

启行教育的营业收入分为教育咨询和培训两大类。教育咨询业务包含境内留学收入和境外留学收入，培训业务主要包含语言培训、合作办学和学树堂收入。

（1）留学咨询服务收入

留学咨询服务收入是启行教育提供留学咨询服务产生的营业收入。

对于未来各年境内留学业务收入的预测，启行教育根据学生咨询留学服务的国家分为五大项目组，分别为澳新、英爱、美国、加拿大和欧亚，并对这五大项目组的留学签约合同个数、留学服务单价分别进行了预测。

启行教育的境外留学收入业务是协助境外合作院校在中国进行宣传推广，向合作院校推荐优秀学生，从而向合作院校收取的服务费。对于未来各年境外留学收入的预测，企业管理层主要参考历史水平预测。

在资源拓展方面，启行教育目前开发了Lita系统，使留学和培训的学生资源能够共享，联动留学和培训的学生需求。除此外，从2016年起启行教育通过加入新产品，如职业领航、管家服务等充分为学生打造全方位的“一条龙”服务扩大市场份额。

（3）培训业务收入

培训业务收入包括语言培训、合作办学和学树堂营业收入。对未来各年培训业务收入的预测，企业管理层参考历史水平综合考虑随着时间的推移以及市场的

逐步成熟后确定预测数据。

在培训方面，启行教育目前推行了Prepsmith系统，使学生形成线上线下联动发展，打破线下服务在场地和人资方面的局限，快速扩大市场份额，积极增加启行教育教师和学生之间的互动，给学生提高更优质、高效的培训教育，提高学生参培人数和培训业务收入。

2、营业成本预测

启行教育各业务板块的营业成本主要由业务人员成本、租金及物业费、游学团费、办公费、培训费等经营成本等组成。

大部分营业成本随着公司各项业务规模的扩大而增长，预测以其费用占各项业务收入的一定比例进行确定。

租金及物业费是为开展经营活动而租用的房屋租赁支出。未来年度预测主要依据目前已签订的房屋租赁合同约定的租金和面积，并考虑一定幅度的增长。

3、营业税金及附加预测

由于2016年受到营改增的影响，启行教育的营业税金及附加将大幅减少。其中，境内留学业务和其他业务收入不需再缴纳5%的营业税（境外留学收入的经营主体是启行教育注册在香港的子公司，因此不涉及）。附加税包括城市维护建设税税率为7%，教育费附加3%和地方教育附加2%。

未来年度的预测不再考虑营业税，附加税将根据预测的应交增值税乘以各项城市维护建设税、教育费附加和地方教育附加相应的税率计算得出。

4、期间费用预测

期间费用包括销售费用、管理费用和财务费用。

（1）销售费用的预测

销售费用包括销售人员成本、市场推广费用、渠道费用及其他费用等。预测时，销售人员成本、市场推广费用、佣金及提成和其他费用等，与营业收入相关度高，未来各年以营业收入的一定比例进行预测，该比例具体参考公司历年实际

水平确定。

（2）管理费用预测

管理费用包括管理人员成本、办公费用、折旧摊销和其他费用等。

其中，人员成本在历史实际水平的基础上每年考虑一定幅度的增长。

折旧和摊销由公司现有的及拟追加投入的固定资产折旧和无形资产摊销组成，根据公司固定资产、无形资产现状及拟追加投入的规模计算得出。其中固定资产包括运输工具和办公设备等，无形资产摊销包括商标、装修费和软件费等。

办公费用及其他费用主要以各年公司收入的一定比例预测，该比例参考历史实际水平确定。

（2）财务费用（不含利息支出）的预测

财务费用（不含利息支出）主要包括银行手续费等。银行手续费（主要系客户刷卡手续费）与营业收入存在一定的比例关系，以各年标的公司收入的一定比例预测，该比例参考历史平均水平确定。对于存款利息收入，出于谨慎考虑，并未对未来平均最低现金保有量进行预测，故未来预测不予以考虑。汇兑损益属于货币市场风险因素导致，难以用量化预测，因此未来预测不予以考虑。

5、所得税费用预测

其计算公式为：

所得税=息税前利润×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。

启行教育未来年度适用境内留学业务和培训业务的企业所得税率预计为25%，境外留学业务收入的合同签订和经营由启行教育注册在香港的子公司完成，其企业所得税率执行当地的16.5%。

6、营运资金预测

营运资金的预测，根据企业最近几年每年营运资金占用占营业收入的比例进

行分析和判断，并考虑启行教育2016年“营改增”变化、未来经营性水平、预测期业务结构变动，以及对比公司的营运资金占用等因素确定。

7、折现率确定

本次预估采用选取对比公司进行分析计算的方法估算标的企业期望投资回报率。第一步，首先在上市公司中选取对比公司，然后估算对比公司的系统性风险系数 β （Levered Beta）；第二步，根据对比公司资本结构、对比公司 β 估算标的公司的期望投资回报率，并以此作为折现率。

（1）对比公司的选取

本次预估中，采用以下基本标准作为筛选对比公司的选择标准：

对比公司必须为至少有2年上市历史；

对比公司近两年经营为盈利公司；

对比公司只发行人民币A股；

对比公司所从事的行业或其主营业务为教育服务领域，并且主营该行业历史不少于3年。

（2）加权资金成本的确定（WACC）

第一步计算截至评估基准日的股权资金回报率，以及债权资金回报率。

股权回报率利用资本定价模型（Capital Asset Pricing Model or “CAPM”）确定。公式表述：

$$R_e = R_f + \beta \times ERP + R_s$$

其中： R_e 为股权回报率； R_f 为无风险回报率； β 为风险系数；ERP为市场风险超额回报率； R_s 为公司特有风险超额回报率。

在计算确定股权资金回报率时，考虑到标的企业有境外收入，因此，按企业境内、境外的业务收入来源比例对国家风险因素进行修正。

第二步，计算加权平均股权回报率和债权回报率。

加权平均回报率利用以下公式计算：

$$WACC = R_e \frac{E}{D+E} + R_d \frac{D}{D+E} (1-T)$$

其中：E为股权价值；Re为期望股本回报率；D为付息债权价值；R_d为债权期望回报率；T为企业所得税率。

8、资产预估的简要计算过程

对标的资产预估选用现金流量折现法中的企业自由现金流折现模型。现金流量折现法具体如下：

股东全部权益价值=企业整体价值-付息负债价值

企业整体价值=企业自由现金流量折现值+非经营性资产价值-非经营性负债价值

本次预估采用标的公司相关管理层预计的未来年度业绩预测，采用合适的折现率进行折现，考虑非经营性资产价值，扣除付息负债和非经营性负债价值，计算得出预估值。

北京中同华资产评估有限公司

