

北京中企华资产评估有限责任公司

关于上海证券交易所《关于宁波富邦精业集团股份有限公司 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 预案信息披露的问询函》涉及资产评估有关问题的核查意见

上海证券交易所：

根据贵所 2016 年 7 月 25 日出具的《关于宁波富邦精业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信息披露的问询函》（上证公函【2016】0875 号）有关信息披露意见的要求，我公司就问询函所提问题逐项进行了认真核查和研究分析，现就问询函中涉及资产评估问题答复如下：

如无特别说明，本文件中所涉及到的简称与预案中“释义”所定义的简称具有相同含义。

本文件中列示的标的公司两年一期的财务数据均为未经审计数据，标的资产的评估值及交易对价为预估值。本次交易相关的审计、评估工作完成后，公司将另行召开董事会审议相关事项，编制和公告重组报告书并提请股东大会审议。标的资产经审计的财务数据和评估结果、标的资产的交易对价以重组报告书中披露内容为准。

问题五：预案披露，标的资产天象互娱及子公司尚未取得《网络出版服务许可证》。请补充披露：（1）标的资产《网络出版服务许可证》的办理进度，预计取得时间及未取得对生产经营的影响，公司取得上述许可证是否存在实质性障碍；（2）若无法取得对公司生产经营活动及标的资产估值的影响，是否对本次重组构成障碍。请评估师发表意见。

回复：

（一）标的公司《网络出版服务许可证》的办理情况

根据最新修订的《出版管理条例》（国务院令 第 594 号）第十二条的相关规定以及国家新闻出版广电总局网站（<http://www.gapp.gov.cn>）显示的设立互联网出版机构审批流程。非军队单位设立出版单位，由其主办单位向所在地省、自治区、直辖市人民政府出版行政主管部门提出申请；省、自治区、直辖市人民政府出版行政主管部门审核同意后，报国务院出版行政主管部门审批，国务院出版行政主管部门将在自受理申请之日起 60 个工作日内做出是否准予设立互联网出版机构的批复。

1、标的公司《网络出版服务许可证》的申请进度

根据天津市新闻出版局 2016 年 7 月 5 日出具的《准予行政许可决定书》（办件编号 80069976），天津市新闻出版局经审查认为天象互娱之全资子公司天津天象提出的出版机关设立申请符合法定条件、标准，同意初审上报。本次交易独立财务顾问及法律顾问对天津天象所在地的新闻出版主管部门---天津市新闻出版局进行了实地走访，根据访谈了解，天津市新闻出版局已将天津天象的《网络出版服务许可证》申请提交国家新闻出版广电总局审核。

2、从事网络出版服务的单位需具备的条件

根据《网络出版服务管理规定》第八条及第九条的相关规定，非图书、音像、电子、报纸、期刊出版单位从事网络出版服务，应当具备以下条件：

- 1) 有确定的从事网络出版业务的网站域名、智能终端应用程序等出版平台；

2) 有确定的网络出版服务范围；

3) 有从事网络出版服务所需的必要的技术设备，相关服务器和存储设备必须存放在中华人民共和国境内；

4) 有确定的、不与其他出版单位相重复的，从事网络出版服务主体的名称及章程；

5) 有符合国家规定的法定代表人和主要负责人，法定代表人必须是在境内长久居住的具有完全行为能力的中国公民，法定代表人和主要负责人至少 1 人应当具有中级以上出版专业技术人员职业资格；

6) 除法定代表人和主要负责人外，有适应网络出版服务范围需要的 8 名以上具有国家新闻出版广电总局认可的出版及相关专业技术职业资格的专职编辑出版人员，其中具有中级以上职业资格的人员不得少于 3 名；

7) 有从事网络出版服务所需的内容审校制度；

8) 有固定的工作场所；

9) 法律、行政法规和国家新闻出版广电总局规定的其他条件。

天津天象就上述《网络出版服务许可证》的办理条件进行了逐一比对，且独立财务顾问与法律顾问经与天津市新闻出版局实地走访确认，天津天象不存在取得《网络出版服务许可证》的实质性障碍，按照规定国家新闻出版广电总局将在自受理申请之日起 60 个工作日内做出是否准予设立互联网出版机构的批复。

（二）《网络出版服务许可证》对标的公司经营业绩的影响

根据 2016 年 3 月 30 日生效的《网络出版服务管理规定》，游戏属于网络出版物，从事网络出版服务，必须依法经过出版行政主管部门批准，取得《网络出版服务许可证》。若标的公司无法取得《网络出版服务许可证》，会影响其通过信息网络向公众提供游戏下载，也即影响其自主运营模式下取得的收入。

根据本次交易标的公司的模拟合并报表数据（未经审计），2014 年至 2016

年 1-3 月标的公司自主运营模式下的收入分别为 9,087,119.39 元、22,154,122.62 元以及 2,329,838.05 元，占当期主营业务收入的比例分别为 5.51%、4.43%以及 2.10%。在报告期内，标的公司自主运营模式下的收入占主营业务收入的比例较低，且呈现逐年下降的趋势。本次交易评估机构在对标的公司未来年度自主运营模式下的充值流水的预测中，仅考虑了标的公司目前在运营的游戏，相关预测流水占未来三年标的公司游戏预测总流水的比例不到 1%，而新增游戏均未预测自主运营模式下的收入。

综上所述，标的公司报告期内自主运营模式下所取得的收入占比极低且呈逐年降低的趋势；评估仅考虑了现有游戏在自主运营模式下的收入且占比极低，对所有新增游戏均未预测自主运营模式下的收入，同时进一步考虑扣除其相对应的成本费用后，若无法取得《网络出版服务许可证》，对标的公司生产经营及估值影响较小，对本次重组不构成重大障碍。

（三）中介结构的核查意见

经核查，评估师认为：标的公司报告期内自主运营模式下所取得的收入占比极低且呈逐年降低的趋势；评估仅考虑了现有游戏在自主运营模式下的收入且占比极低，对所有新增游戏均未预测自主运营模式下的收入，同时进一步考虑扣除其相对应的成本费用后，若无法取得《网络出版服务许可证》，对标的公司生产经营及估值影响较小，对本次重组不构成重大障碍。

问题八：预案披露，本次交易采用收益法评估作价，以 2015 年 12 月 31 日为评估基准日，天象互娱 100%股权的评估价值为 37.5 亿元，增值率为 604.67%。请补充披露：（1）2013-2015 年，移动游戏市场销售收入增长率逐年下滑，请结合移动游戏行业发展趋势、天象互娱的市场份额、竞争对手情况、标的资产主打游戏的运营情况、新款游戏预计推出时点及试运营情况，综合分析说明本次评估增值的合理性；（2）标的资产各类业务收入预测具体参数、预测依据及合理性。请财务顾问和评估师发表意见。

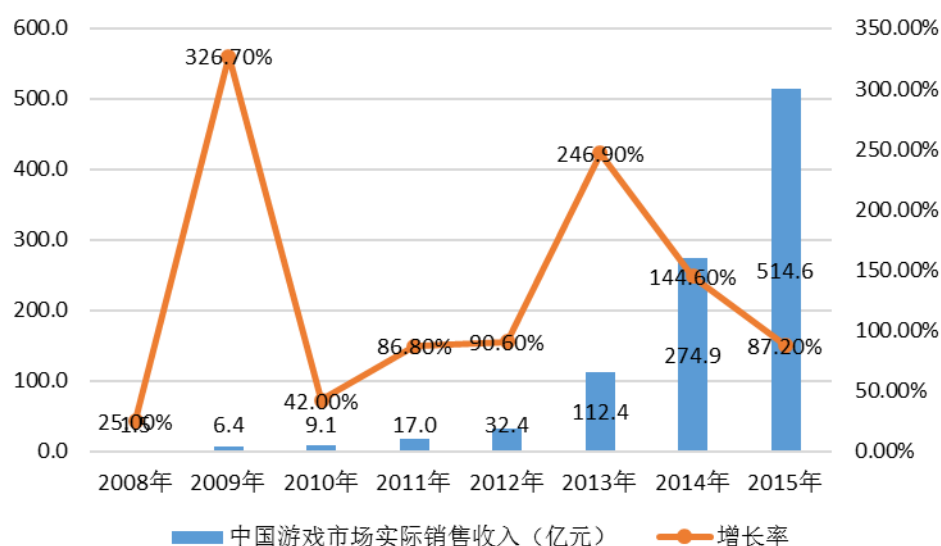
回复：

（一）结合移动游戏行业发展趋势、天象互娱的市场份额、竞争对手情况、标的资产主打游戏的运营情况、新款游戏预计推出时点及试运营情况，综合分析说明本次评估增值的合理性；

1、游戏行业发展趋势

近年来，中国移动游戏市场增长迅速。根据中国音数协游戏工委(GPC)、GNG中心游戏研究(伽马数据)和国际数据公司(IDC)联合发布的《2015 年中国游戏产业报告》，2015 年，中国移动游戏市场实际销售收入为 514.6 亿元人民币，同比增长 87.2%；2008 年至 2015 年，中国移动游戏市场的复合增长率(CAGR)为 107.45%。

图表：2008 年-2015 年中国移动游戏市场实际销售收入



数据来源：GPC、IDC、CNG《2015 年中国游戏市场产业报告》

根据艾瑞咨询《中国移动游戏行业研究报告 2016 年》对于中国游戏市场预测，2016 年-2018 年网络游戏市场规模分别为 1,829.3 亿元、2,211.6 亿元和 2,515.9 亿元，同比增长率分别为 27.41%、20.90%和 13.76%。其中，移动游戏市场规模同比增长率分别为 62.4%、37.3%和 21.2%。未来年度移动游戏市场收入增长率逐年降低，但仍处于高速增长期。

2、标的公司的市场份额

标的公司自成立以来一直专注于移动网络游戏的研究与发行运营，注重数据化运营、精准化营销，不断提升游戏研发技术和运营能力，在行业内具有较高的市场地位，2015 年标的公司的营业收入实现了超过 200% 的增长。根据 Analysys 易观智库发布的《中国移动游戏市场年度综合报告 2016》显示，标的公司在 2015 年度占据了中国移动游戏研发企业 3% 的市场份额，与天神互动、莉莉丝游戏、乐元素等公司共同处于第二梯队。

3、主要竞争对手情况

（1）北京触控科技有限公司（以下简称“触控科技”）

触控科技成立于 2010 年 4 月，其开发了两款精品游戏《捕鱼达人》和《魔法学院》，其中《捕鱼达人》在中国拥有 2 亿激活用户，是中国最成功的休闲游戏产品之一。在游戏发行方面，触控科技代理发行的《我叫 MT Online》、《魂斗罗进化革命》、《时空猎人》、《乱斗堂》、《鳄鱼小顽皮爱洗澡 2》等手游亦取得了不错的业绩。

（2）北京英雄互娱科技股份有限公司（以下简称“英雄互娱”）

英雄互娱成立于 2015 年 6 月 16 日，旨在打造全球领先的互动娱乐品牌，以泛娱乐为战略目标，推广“移动电竞”概念，打造全方位的移动电竞娱乐方式。英雄互娱坚持研运一体的经营理念，已推出多款高品质的竞技类手游，包括《全民枪战》、《天天炫舞》、《像三国》、《冒险与挖矿》、《影之刃 2》、《巅峰战舰》、《装甲联盟》、《抢滩登陆 3D》、《夏目的美丽日记》、《拳击少女》、《弹弹岛 2》等。2015 年，英雄互娱实现营收 10,719.34 万元，同比增长 393.07%；实现净利润 1443.33 万元，同比增长 1097.09%。

（3）艾格拉斯科技（北京）有限公司（以下简称“艾格拉斯”）

艾格拉斯成立于 2010 年 5 月，主营业务为移动网络游戏的开发和运营，近年专注智能机游戏市场。主要代表作品为《英雄战魂 Online》、《赤壁 Online》和《誓魂 Online》等。2015 年，艾格拉斯实现营收 23,523.01 万元，实现净利润

19,584.36 万元。

(4) 北京掌趣科技股份有限公司（以下简称“掌趣科技”）

掌趣科技成立于 2004 年 8 月，2012 年 5 月在深圳证券交易所创业板挂牌上市，股票代码 300315。掌趣科技主营业务为游戏的开发、发行与运营，主要包括移动终端游戏、互联网页面游戏及其周边产品的产品开发、发行推广和运营维护等。公司的主要产品包括《拳皇 98 终极之战 OL》、《石器时代 2-3D 正版》、《终极车神 2》、《饥饿鲨：进化》、《疯狂出租车》等。2015 年，掌趣科技实现营收 112,377.86 万元，同比增长 45.05%；实现归属母公司股东净利润 47,040.88 万元，同比增长 42.49%。

(5) 中国手游娱乐集团有限公司（以下简称“中手游”）

中手游成立于 2011 年 1 月，是国内领先的移动游戏开发商与发行运营商，具有较强的自主研发能力和经验丰富的研发团队，推出了多款经典游戏，并积极推进动漫、经典游戏、文学著作、影视及文化产品等类型的 IP 资源储备；在发行运营领域，中手游已成功代理发行了多款月流水过千万的游戏，例如《新仙剑奇侠传》、《超级英雄》、《大航海时代 5》、《全民枪战》等。2015 年，中手游实现营收 131,811.14 万元，同比增长 16.71%。

4、标的公司主打游戏的运营情况

截止评估基准日，标的公司在运营的主要游戏产品为《三国威力加强版》、《热血精灵王》、《花千骨》，具体运营情况如下：

(1) 《三国威力加强版》运营情况

2013 年 10 月，标的公司推出了自主研发的 RPG+策略类的卡牌移动网络游戏《三国威力加强版》，该款游戏以三国题材为背景，并授权知名游戏发行商中手游独家代理发行，标的公司负责《三国威力加强版》的后续研发和维护升级。该游戏延续了卡牌和策略类游戏生命周期较长的特点，游戏上线至评估基准日，已运营 30 个月。截至 2016 年 3 月 31 日，《三国威力加强版》累计充值金额达到 2.91 亿元，累计注册用户 874.74 万人，月均充值金额达到 970.21 万元，截止评

估基准日仍有逾 450 万的月充值流水，目前处于生命周期稳定期后期，运营状况较稳定。

截止于 2016 年 3 月 31 日，该款游戏自上线以来充值流水情况如下：

月份	月充值流水（元）
2013 年 10 月	262,302
2013 年 11 月	7,537,166
2013 年 12 月	12,262,316
2014 年 1 月	20,270,845
2014 年 2 月	18,886,946
2014 年 3 月	17,963,835
2014 年 4 月	13,633,236
2014 年 5 月	12,061,336
2014 年 6 月	10,320,544
2014 年 7 月	11,109,650
2014 年 8 月	10,434,295
2014 年 9 月	12,527,068
2014 年 10 月	12,618,171
2014 年 11 月	10,618,270
2014 年 12 月	10,402,936
2015 年 1 月	10,392,620
2015 年 2 月	11,168,478

月份	月充值流水（元）
2015 年 3 月	10,830,324
2015 年 4 月	8,227,176
2015 年 5 月	6,173,853
2015 年 6 月	3,655,325
2015 年 7 月	3,593,396
2015 年 8 月	3,349,804
2015 年 9 月	3,653,216
2015 年 10 月	4,383,748
2015 年 11 月	6,063,104
2015 年 12 月	5,500,454
2016 年 1 月	4,951,344
2016 年 2 月	7,890,096
2016 年 3 月	4,530,224

注：由于《三国威力加强版》台湾版本客户端 SDK（软件开发工具包）充值服务在 2014 年 1 月、2 月、3 月遭到黑客攻击致使这三个月份的月充值流水数据记录异常，故在此披露的这三个月的流水数据中包含的台湾版本的流水数据是根据公司与台湾发行方的结算确认单确认的流水数据，即 2014 年 1 月、2 月、3 月的月流水数据为数据库中记录的除台湾版本以外的版本的真实运营数据与台湾发行方结算确认的流水数据之和。

（2）《热血精灵王》运营情况

2014 年 6 月，标的公司自主研发并开始自主发行的宠物卡牌对战类移动网络游戏《热血精灵王》上线。该游戏于 2014 年 7 月开始进行全面大规模推广，

标的公司运用了 CPS、CPA、CPC 等多种推广方式，并与百度游戏、360、UC 九游、安智等国内主流游戏运营平台联合发行，同时受到小米、vivo、oppo、华为等国内大型品牌手机厂商在其游戏运营平台的强烈推荐。截至 2016 年 3 月 31 日，《热血精灵王》累计充值金额达到 8.63 亿元，累计注册用户 5,186.92 万人，月均充值金额达到 3,922.32 万元，截止评估基准日仍有近 3200 万的月充值流水，目前处于生命周期稳定期中期，运营状况良好。

截止于 2016 年 3 月 31 日，该款游戏自上线以来充值流水情况如下：

月份	月充值流水（元）
2014 年 6 月	674,326
2014 年 7 月	23,021,611
2014 年 8 月	54,510,602
2014 年 9 月	53,432,154
2014 年 10 月	51,562,455
2014 年 11 月	51,364,539
2014 年 12 月	44,343,565
2015 年 1 月	48,516,554
2015 年 2 月	48,448,431
2015 年 3 月	54,917,854
2015 年 4 月	43,757,595
2015 年 5 月	32,353,558
2015 年 6 月	32,604,422
2015 年 7 月	35,281,718

月份	月充值流水（元）
2015 年 8 月	34,953,676
2015 年 9 月	33,054,737
2015 年 10 月	34,401,887
2015 年 11 月	38,607,852
2015 年 12 月	36,824,823
2016 年 1 月	36,158,765
2016 年 2 月	41,870,734
2016 年 3 月	32,249,372

（3）《花千骨》运营情况

2015 年 6 月，标的公司委托千层塔研发，并与爱奇艺联合发行的 3D 动作仙侠类 ARPG 移动网络游戏《花千骨》上线发布，《花千骨》是一款以热播电视剧《花千骨》及其原著小说正版授权改编的移动网络游戏大作，是标的公司继《三国威力加强版》、《热血精灵王》后一款新的精品游戏产品，并保持了一年推出一款精品游戏的良好业绩。《花千骨》于 2015 年 7 月开始进行大规模推广，与百度游戏、360、硬核联盟、超级联盟、AppStore 等运营平台联合发行，并在当月获得近 1.68 亿元的月充值流水，一度占据 AppStore 免费榜第一、畅销榜第二的好成绩，成为市场上“影游联动”标杆性游戏产品，大大提高了标的公司的行业地位和市场影响力。截至 2016 年 3 月 31 日，《花千骨》累计充值金额达到 6.97 亿元，累计注册用户 5,657.74 万人，月均充值金额达到 6,966.76 万元，截至评估基准日仍有逾 2700 万元的月充值流水，目前处于生命周期稳定期，运营状况良好。

截止于 2016 年 3 月 31 日，该款游戏自上线以来充值流水情况如下：

月份	月充值流水（元）
----	----------

月份	月充值流水（元）
2015 年 6 月	14,323,272
2015 年 7 月	167,963,742
2015 年 8 月	128,210,300
2015 年 9 月	98,154,270
2015 年 10 月	75,918,938
2015 年 11 月	53,406,798
2015 年 12 月	52,175,080
2016 年 1 月	42,380,074
2016 年 2 月	36,984,514
2016 年 3 月	27,159,291

5、新款游戏预计推出时点及试运营情况

标的公司目前在研的游戏产品情况如下：

序号	游戏简称	游戏类型	状态	预计上线时间	实际运营情况
1	ZDBMGJ	大型多人在线角色扮演游戏	研发中	2016年第三季度	删档测试
2	XRTX	动漫卡牌类游戏	研发中	2016年第三季度	删档测试
3	TKWZ	卡牌类策略游戏	研发中	2016年第三季度	即将封测
4	THYJ	大型多人在线角色扮演游戏	研发中	2016年第三季度	即将封测
5	KDBB	卡牌类角色扮演	研发中	2016年第四季度	研发中

序号	游戏简称	游戏类型	状态	预计上线时间	实际运营情况
6	EZZHG	大型多人在线角色扮演游戏	研发中	2017年第一季度	研发中
7	LTZJ	即时策略竞技卡牌	研发中	2017年第二季度	研发中
8	HQG2	动作角色扮演游戏	研发中	2017年第三季度	研发中
9	FKYSR	大型多人在线角色扮演游戏	研发中	2017年第四季度	研发中
10	YXDZTXZS	动作角色扮演游戏	研发中	2017年第四季度	研发中

截至本回复出具日，天象互娱上述储备游戏产品均按照研发计划如期进行。

综上所述，未来年度移动游戏市场收入逐年有所降低，但仍处于高速增长期，行业收入将保持一定程度的稳定增长。同时，标的公司目前已在移动游戏市场占据了一定的市场份额，同时相比竞争对手，标的公司亦具有一定的行业影响力。目前标的公司主要游戏处于游戏生命周期的稳定期，游戏运营状况较为良好、稳定和持续，同时在质量和数量上储备了多款精品移动网络游戏，试运营情况较为满意，并可按研发计划如期进行。结合以上行业发展和公司自身情况，评估机构对于本次交易标的资产天象互娱 100%股权采用了收益法评估作价，以 2016 年 3 月 31 日为评估基准日，天象互娱 100%股权的预评估价值为 37.53 亿元，增值率为 604.67%。标的公司具有“轻资产”的特点，其固定资产投入相对较小，账面价值不高，企业除了固定资产、营运资金等有形资产之外，还拥有管理经验、运营经验、服务能力、人力资源、营销渠道、客户群等要素，其产生的协同作用在企业账面价值无法体现，同时也无法体现企业未来的发展能力，但是对股东全部权益价值却具有重要影响。而收益法通过对被评估企业未来的经营状况和获利能力进行分析，更能反映企业股东全部权益的市场价值，该价值内涵包含了企业全部的经营成果和发展能力的市场价值。故评估结果相对于账面成本有较大幅度的增值。

（二）标的资产各类业务收入预测具体参数、预测依据及合理性

天象互娱未来年度的营业收入来源于游戏产品的运营收入、版权金收入及其他业务收入等。

1、游戏产品的运营收入

根据企业的发展规划，天象互娱每年都将推出多款游戏产品，未来销售收入预测是基于其目前运营产品的运营情况及新产品的开发、运营计划，逐一确定未来年度各款游戏产品的运营收入，然后汇总得出全部游戏产品的运营收入。

（1）对于基准日已上线游戏产品的预测，主要根据历史运营数据及游戏生命周期对游戏剩余生命周期内的运营指标及充值流水进行趋势预测，充值流水预测主要通过对月活跃用户、付费用户数、ARPPU 值等的预测进行。

（2）对于未来拟研发、运营的游戏依据企业的游戏研发计划，结合已运营游戏及市场同类游戏水平进行预测。首先，根据企业未来年度游戏产品规划，确定游戏产品数量及类型，以历史年度游戏产品或同行业类似产品运营数据为依据设定游戏数据模型，根据生命周期建立不同类型游戏数据模型，在模型基础上对各类型游戏产品进行分析，确定预测的各款产品流水的运营参数。其次，根据企业未来年度游戏产品规划，确定游戏的上线数量，并根据历史经验确定上线游戏的定位及级别，之后根据产品级别确定适用的收入预测模型，根据模型形成预测期收入。

根据上述游戏产品流水的预测结果，结合目前运营产品的合作运营商及合作收入分成比例来确定未来上线产品的合作分成比例，扣减缴纳的增值税后确定每款产品的最终业务收入。

（3）对于已上线游戏产品的收入预测，按合同约定的游戏分成比例进行预测；

（4）对于正在研发游戏及以后预测期内新研发、代理的游戏产品的收入预测，确认游戏将登录的相关平台，并按照该平台通用的分成比例进行测算。经与

企业管理层沟通，未来游戏主要运营平台参照目前已上线游戏平台平均分成比例进行测算。

根据上述测算方法，具体测算过程如下：

A、游戏流水计算公式

月游戏流水=月付费用户×ARPPU 值

月付费用户=月活跃用户×月活跃用户付费率

B.游戏产品运营指标

●总注册用户

即自游戏上线以来，所有注册且登录过的用户。

●月活跃用户

在当月时间范围内，有过登录、登出动作的用户。天象互娱的主要游戏产品上线初期的月活跃登录用户呈增长趋势，至高位之后开始逐步下降，与游戏生命周期曲线较为接近。

●月活跃用户付费率

月活跃用户付费率是实际付费用户数量占活跃用户的比率。一般游戏产品付费率在 0%-15%之间波动，当游戏达到稳定期后曲线较为稳定。

月活跃用户付费率=月付费用户/月活跃用户

●付费用户

付费用户=月活跃用户数×月活跃用户付费率

月活跃用户数=上月老用户的月留存+本月新增注册用户数

历史年度天象互娱游戏推出后，在测试期、成长期充值额增长较快，在这一时期，公司进行较大规模的用户推广，随着用户的增加，付费用户数量增加也把游戏的收入逐步推到高点。在测试期、成长期推到用户高点后，按照能够维持高

点流水的用户量进行继续推广，维持相对较平稳的收入，然后随着活跃用户数量的减少，付费用户数量的逐渐下降，游戏进入退化期，流水开始逐步下降最终退出运营。

●ARPPU 值

ARPPU 值即每个付费用户的平均消费水平。

本次评估对天象互娱现有游戏以及未来开发、运营游戏的各项运营指标预测时，主要根据已运营游戏的历史数据，参考市场上同类游戏的 ARPPU 值，并结合企业的运营和推广理念，依据游戏所处的生命周期做出合理的判断。

充值转化收入的比重情况：

分成比例系指企业实际获得的游戏分成收入(含税)占游戏流水的比例。对于正在运营的游戏产品，依据与游戏发行商所签订的协议约定的分成比例进行预测；未来开发拟运营的游戏的相关分成比例主要参考已运营游戏的历史数据及已签订合同所规定分成比例，并假设未来保持不变。预测期产品主要参考天象互娱主要游戏产品的分成比例，并根据管理层计划修改，2014 年以来，三款主要游戏的平均分成比例如下：

年份	游戏名称	平均分成比例
2014 年	三国威力加强版	22.88%
	热血精灵王	47.49%
	花千骨	-
2015 年	三国威力加强版	26.80%
	热血精灵王	48.26%
	花千骨	46.34%
2016 年一季度	三国威力加强版	26.79%
	热血精灵王	47.31%
	花千骨	42.93%

由上表数据可知，标的公司的三款主要游戏各年度的平均分成比例较为稳定，其中《三国威力加强版》的分成比例较低是由于其采取了授权运营的模式。在移动网络游戏行业竞争日趋激烈的背景下，标的公司主要游戏产品能够持续获得较高分成比例，体现出其在渠道资源上的竞争优势。

2016 年-2019 年业务测算汇总表（按年度口径汇总统计）

单位：万元人民币

项目	2016 年 4-12 月	2017 年	2018 年	2019 年
充值流水	97,254.23	137,421.92	148,620.61	165,805.92
充值流水分成	48,787.19	73,656.93	84,746.10	94,365.86
扣税后分成收入	46,025.65	69,487.67	79,949.15	89,024.40

2、游戏产品的版权金收入

版权金收入主要为《花千骨》游戏在海外授权运营所收取的版权金收入，考虑到未来游戏发行多采取联合运营模式，联合运营模式一般不收取版权金，本次未对新游戏进行版权金收入的预测。

3、其他业务收入

未来其他业务收入为天象互娱转租房屋所收取的租金收入，本次以签订的房屋租赁合同约定的租金确定收入，租赁合同期后租金水平考虑适当的增長。

天象互娱未来营业收入预测情况如下：

单位：万元人民币

项目	2016 年 4-12 月	2017 年	2018 年	2019 年
主营业务收入	46,115.65	69,607.67	80,045.08	89,039.59
其中：游戏运营收入	46,025.65	69,487.67	79,949.15	89,024.40
版权金收入	90.00	119.99	95.93	15.19
其他业务收入	88.98	125.31	126.01	131.23
营业收入	46,204.63	69,732.97	80,171.09	89,170.82

按上述方法测算，天象互娱 2017 年至 2019 年各年度主营业务收入增长率分别为 22.4%、15.0%、11.2%。根据根据艾瑞咨询《中国移动游戏行业研究报告 2016 年》对于中国游戏市场预测，2016 年-2018 移动游戏市场规模同比增长率分别为 62.4%、37.3%和 21.2%。仍处于高速增长期。对比天象互娱预测期移动网络游戏收入增长率与行业趋势及幅度相近，天象互娱略低于行业增长率。天象互娱预计在 2016 年下半年推出 5 款移动网络游戏产品，截至 2016 年 8 月 1 日，其中两款游戏已进入删档封测阶段，预计于 2016 年 8 月正式上线运营，而其他产品目前的研发进度也符合预期。预测期内，结合行业发展趋势，天象互娱计划 2016 年至 2019 年每年都将会推出 6-8 款游戏产品，凭借游戏团队丰富的移动游戏开发和运营经验，天象互娱深度理解国内移动游戏市场。综上所述，天象互娱各类业务收入预测合理。

（三）中介机构的核查意见

经核查，评估师认为：

本次评估充分考虑了移动游戏行业的发展趋势、标的公司的行业地位以及标的资产当前运营游戏的运营情况以及未来标的资产游戏的推出计划，同时标的资产收入预测的参数选择合理，预测依据充分，本次评估增值合理。

问题九：预案披露，标的资产存在多次股权转让，并存在巨大估值差异。其中，2015年12月华旗汇晟、华旗汇瑞受让天象互娱时对应的估值是8亿，而同一时间金亚科技转让10%股权时对应的估值是30亿。2016年3月鼎兴量子转让股权时对应的估值为30亿，同一时间航风投资、天歌投资增资入股时估值为36亿。金亚科技2015年收购标的资产时交易价格为22亿，本次交易标的资产天象互娱估值为37.5亿元，天象互动估值为1.54亿元。虽然《花千骨》游戏运营比较成功，但在游戏行业一款游戏的运营成功并不具有可复制性，游戏行业产品开发风险较高。请公司结合标的资产市场需求、市场竞争、产品研发实力及研发失败率、新产品运营推广情况、客户稳定性及拓展情况、分成金比例、主要竞争对手情况等，分析标的资产估值在近一年急剧增加的合理性。请财务顾问和评估师发表意见。

回复：

（一）标的资产最近一年股权转让的估值情况

2015年12月以来，标的资产进行了多次股权转让，历次股权转让的背景及估值情况如下：

1、何云鹏、陈琛、张普、蒙琨、周星佑、杜伟与新余赤月之间的股权转让

2015年8月，金亚科技召开董事会审议通过了《关于终止重大资产重组事项的议案》，天象互动与金亚科技的重组计划宣告终止，考虑未来适时实施股权激励，天象互娱自然人股东何云鹏、陈琛、张普、蒙琨、周星佑和杜伟共同出资设立了新余赤月作为持股平台。经各方商定，何云鹏、陈琛、张普、蒙琨、周星佑和杜伟将其所直接持有的天象互娱部分股权转让给新余赤月，且为了保持实施股权激励前不影响该等自然人股东享有天象互娱的权益，新余赤月通过出资结构的设置确保了各自然人股东向新余赤月转让股权后实际享有的天象互娱股权的权益比例未发生变化。上述股权转让具体情况如下：

2015年12月25日，何云鹏、陈琛、张普、蒙琨、周星佑、杜伟以天象互娱2015年11月31日的账面净资产值9,168,524.61元作为作价依据，分别将其

所持有的赤月科技（天象互娱前身）6%股权（对应 120,000 元出资额）、3%股权（对应 60,000 元出资额）、0.4050%股权（对应 8,100 元出资额）、0.2849%股权（对应 5,698 元出资额）、0.2849%股权（对应 5,698 元出资额）、0.0252%股权（对应 504 元出资额）转让给新余赤月。

2、陈琛与华旗汇瑞、华旗汇晟之间的股权转让

2015 年 12 月，陈琛与姜洪文的指定方华旗汇瑞、华旗汇晟签订《股权转让协议》，将其所持有的天象互娱 1.67%股权对应 33,400 元出资额转让给华旗汇瑞，对应天象互娱估值为 8.13 亿元；将其所持有的天象互娱 5.47%股权对应 109,400 元出资额转让给华旗汇晟，对应天象互娱估值为 8.14 亿元。

本次转让的股权系由之前陈琛与华旗汇瑞、华旗汇晟的实际控制人之一姜洪文之间的无法偿还的借款本金和利息折算所得。2015 年 3 月，陈琛向姜洪文借款人民币 107,000,000 元，借款利息按照年利率 13.7%计算，借款期限为自姜洪文将全部借款本金向陈琛指定银行账户实际转账之日起不超过六个月。按照双方签署的《借款协议》约定：若陈琛无法于借款到期日或之前偿还借款本金及利息，且天象互动与金亚科技之重大资产重组事项未能获得证监会审核通过，则姜洪文或其指定方有权要求陈琛按照天象互动整体估值不超过人民币 8.2 亿元的价格，将无法偿还部分借款本金及利息折算为天象互动的股权；若届时天象互动与金亚科技之重大资产重组事项已获得证监会审核通过或者仍处于证监会审核过程中，则双方将另行协商确定偿债方式。

2015 年 8 月 31 日，上市公司金亚科技发布了《关于终止重大资产重组的公告》，宣布正式终止与天象互动的重大资产重组。

2015 年 9 月，陈琛由于资金周转问题，无法于到期日偿还上述借款，双方经协商后于 2015 年 9 月 20 日签署《借款协议之补充协议》，协议约定：（1）姜洪文或其指定方按照天象互动 8.14 亿元的估值，以应收借款本金中的 58,141,600 元的部分作为对价获取陈琛所持天象互动 7.14%的股权，双方同意尽快签署正式的股权转让协议并办理相关工商登记手续；（2）姜洪文同意陈琛延期偿还剩余部

分应收借款本金及全部利息（合计 56,187,156 元），延期时间内不再计算利息，但最晚不超过 2015 年 12 月 31 日。2015 年 12 月 4 日，陈琛向姜洪文指定账户偿还延期部分本金及全部利息合计 56,187,156 元。

经双方充分协商，2015 年 12 月 25 日，陈琛与姜洪文的指定方华旗汇瑞、华旗汇晟签订《股权转让协议》，作为标的资产引入的战略投资人，华旗汇瑞、华旗汇晟为天象互娱的业务发展及资本运作提供资源及服务。故在 2015 年 12 月 25 日的股东会上，天象互娱其他 5 名自然人股东和法人股东金亚科技对于上述股权转让事项，均无异议并放弃优先购买权。

2015 年 12 月 28 日，标的公司办理完毕上述股权转让相关的工商变更登记。

3、陈琛与欧姆量合之间的股权转让

2015 年 12 月 25 日，陈琛与欧姆量合签订《股权转让协议》，将其所持有的天象互娱 1%股权对应 20,000 元出资额转让给欧姆量合。欧姆量合作为财务投资人，出于对天象互娱业务水平和发展前景的看好，在中联资产评估集团有限公司 2015 年 5 月出具的中联评报字[2015]第 440 号《资产评估报告》的估值结果的基础上，与陈琛协商后确定此次股权转让对应天象互娱的估值为 2,200,000,000 元，。

4、金亚科技与鼎兴量子之间的股权转让

2015 年 12 月 14 日，金亚科技发布公告，称出于增加公司运营资金和优化公司治理结构等方面的考虑，将其所持有的天象互娱 10%股权和天象互动 10%股权一并转让给财务投资人鼎兴量子。经交易双方协商确定，本次股权转让对应天象互娱与天象互动合并估值为 3,000,000,000 元。金亚科技独立董事对本次股权转让事项发表了独立意见，认为作价依据、交易方式和价格公平、合理，符合公司及全体股东的利益。本次交易履行了相关的决策程序、符合相关法规的规定。

5、鼎兴量子与华弘湖泰之间的股权转让

2016 年 2 月，鼎兴量子与华弘湖泰签订《股权转让协议》，将其所持有的天象互娱 5%股权和天象互动 5%股权一并转让给华弘湖泰。经交易双方商定，本

次股权转让对应天象互娱与天象互动合并估值 3,000,000,000 元。

6、天歌投资和航风投资的股权转让和增资

2016 年 3 月，为改善公司股权结构，何云鹏、陈琛、张普、蒙琨、周星佑和杜伟拟将其通过新余赤月间接持有天象互娱的股权转让给天歌投资和航风投资，同时由天歌投资和航风投资对公司进行增资。

2016 年 3 月 20 日，新余赤月将其所持有的天象互娱 3.335%股权对应 66,700 元出资额转让给天歌投资，将其所持有的天象互娱 6.665%股权对应 133,300 元出资额转让给航风投资。同时，天象互娱注册资本由 2,000,000 元增加至 2,250,000 元，新增部分由天歌投资以货币形式增资 83,300 元，航风投资以货币形式增资 166,700 元。经交易双方协商确定，本次股权转让和增资完成后天象互娱的估值为 3,600,000,000 元，投前估值为 3,180,000,000 元。

（二）请公司结合标的资产市场需求、市场竞争、产品研发实力及研发失败率、新产品运营推广情况、客户稳定性及拓展情况、分成金比例、主要竞争对手情况等，分析标的资产估值在近一年急剧增加的合理性。

关于标的资产前后两次评估的概况如下：

	标的资产	评估基准日	净资产账面价值(万元)	评估方法	股东全部权益估值(万元)	评估增值率(%)
前次评估	天象互动 100%股权	2014.12.31	11,052.77	收益法	227,933.36	1,962.23
				市场法	221,611.83	1,905.03
本次评估	天象互娱 100%股权	2016.3.31	53,259.27	收益法	375,299.88	604.67
				市场法	379,617.39	612.77
	天象互动 100%股权	2016.3.31	14,133.79	资产基础法	15,474.71	9.49

注：本次重组交易相关的评估工作尚未完成，此处关于本次交易的估值结果均为预估值。

标的资产前后两次评估基准日相差 15 个月，在前次评估基准日后，标的资

产的经营业绩及行业地位都有了较大提升。在 2013 年、2014 年连续推出了《三国威力加强版》和《热血精灵王》两款精品游戏的基础上，标的公司 2015 年新推出了《花千骨》、《武林外传精品手游》、《天天枪战》等精品移动网络游戏。其中，2015 年 6 月上线的“影游联动”的标杆游戏《花千骨》，自上线至 2016 年 3 月 31 日，注册用户已达 5,657.74 万人、月均充值流水约为 6,966.76 万元，是一款名副其实的精品游戏，更是带给了标的公司一年推出一款精品游戏，且一款比一款成功的优异成绩。上述游戏的成功运营，不仅提高了标的公司的经营业绩，更大大地提升了标的公司的知名度，进一步奠定了天象互娱的行业地位。

1、标的资产市场需求

近年来，中国网络游戏市场整体保持快速增长。根据 GPC、IDC 和 CNG 发布的《2015 年游戏产业报告》数据，2015 年底全国游戏市场用户数量达到 5.34 亿人，同比增长 3.3%。销售收入方面，2015 年，中国网络游戏市场（包括客户端游戏、社交游戏、移动游戏、网页游戏、单机游戏、电视游戏等）实际销售收入达到 1,407.0 亿元人民币，同比增长 22.9%，2011 年-2015 年年均复合增长率 33.6%。根据艾瑞咨询《中国移动游戏行业研究报告 2016 年》对于中国游戏市场预测，2016 年-2018 年网络游戏市场规模分别为 1,829.3 亿元、2,211.6 亿元和 2,515.9 亿元，同比增长率分别为 27.41%、20.90%和 13.76%。其中，移动游戏市场规模同比增长率分别为 62.4%、37.3%和 21.2%，仍处于高速增长期。

由此可见，从 2014 年到 2016 年上半年，移动游戏市场保持高速增长，且预计未来将保持持续增长趋势。

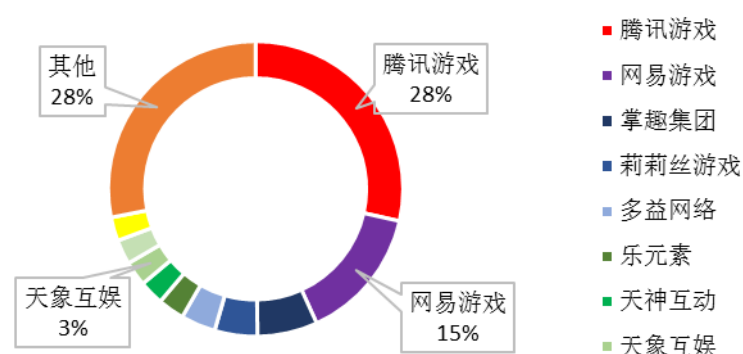
2、市场竞争及主要竞争对手

标的资产天象互娱及其子公司自成立以来一直专注于移动网络游戏的研发与发行运营，坚持“专业、精品、分享、共赢”的运营理念，注重数据化运营、精准化营销，不断提升游戏研发和运营技术，增强竞争实力。天象互娱以移动游戏精品为宗旨，在国内移动游戏行业形成了集研发、发行、运营为一体的特色竞争优势。

与业内其他游戏企业相比，标的公司在运营渠道合作及产品研发方面具有较强的竞争优势。截至目前，标的公司已与包括 UC 九游、安智、拇指玩、海马苹果助手、爱奇艺游戏、百度移动游戏、OPPO 游戏中心等多家移动游戏渠道商建立了良好的合作关系。成立至今，标的公司已成功研发（包括委托研发）并发行运营了《三国威力加强版》、《热血精灵王》、《花千骨》、《赛尔号超级英雄》、《天天枪战》等热门游戏。公司自身及其游戏也获得了诸多荣誉及奖项，例如由中国游戏行业年会颁发的“2014 中国动漫游戏行业年度优秀金手指奖”、由全球移动游戏大会（GMGC）颁发的“2014 年度最佳游戏团队”、由中国音响与数字出版协会颁发的“2015 年度中国移动游戏十大发行商”、2015 第一届硬核黑石奖之十佳 IP 游戏奖《花千骨》等。公司总裁何云鹏也被中国音响与数字出版协会授予“2015 年度中国游戏产业十大影响力人物”奖。天象互娱在游戏内容资源、IP 储备、渠道合作、游戏长期运营等方面具有丰富的经验和较强的市场竞争力。

经过近年来的发展和资源的整合，天象互娱在行业内具有较高的市场地位，根据 Analysys 易观智库发布的《中国移动游戏市场年度综合报告 2016》显示，天象互娱在 2015 年度占据了中国移动游戏研发企业 3% 的市场份额，与天神互动、莉莉丝游戏、乐元素等公司共同处于第二梯队。

图表：2015 年中国移动游戏研发企业(CP) 市场竞争格局



数据来源：Analysys 易观智库

3、产品研发实力及研发失败率：

（1）产品研发实力

①标的公司研发投入情况

报告期内，标的公司不断加大移动网络游戏研发力度，2015 年度的研发投入较 2014 年度有显著增加，公司研发实力相应获得提升。标的公司未经审计的模拟合并数据显示，报告期内，标的公司移动网络游戏研发支出及其占当期营业收入的比例如下表所示：

单位：元

项目	2016 年 1-3 月	2015 年度	2014 年度
研发支出	7,074,096.54	46,066,864.16	14,802,203.42
营业收入	111,057,063.03	500,116,335.53	165,037,407.88
占比	6.37%	9.21%	8.97%

②标的公司研发团队情况

标的公司一直十分重视研发团队的建设，拥有一支具有竞争力和创造力的研发团队。公司研发团队与核心技术人员涵盖游戏研发的设计、编程、美术与测试等关键环节，具备扎实的专业知识基础，先后参与多款移动网络游戏的研发，具有丰富的移动网络游戏行业从业经验。截至评估基准日，标的公司共有员工 401 人，其中研发部门员工 151 人，研发人员占比 37%以上。研发部门大学本科及以上学历人员 111 人，占研发部门全体员工的 73.51%；核心技术人员 5 名，由来自百度、盛大、畅游、腾讯等国内一线游戏公司的高级管理和技术人才组成，拥有丰富的行业研发经验。目前标的公司下设置多个项目组，每个项目组具备同时研发多款高质量游戏产品的研发能力，均具有成功项目的研发经验。研发团队的价值体现为其具有持续开发出优秀产品的能力。

报告期内，标的公司研发团队及核心技术人员情况如下：

研发团队	2016 年 3 月 31 日	2015 年 12 月 31 日	2014 年 12 月 31 日
硕士	8	8	5
本科	103	95	77
专科	40	40	36
合计	151	143	118

“研运一体”的基础在“研”，随着经营业绩的不断增长，公司不断充实研发队伍、强化研发实力，研发人员数量随之增加、研发人员平均学历逐步提升。一方面，研发团队与核心技术人员的稳定与扩充，为公司移动网络游戏业务的全面开展持续提供人才储备与技术保障，保持并强化公司在移动网络游戏研发领域的综合竞争力；另一方面，研发实力的持续强化有利于提升公司在前期市场调查、产品定位设计、代理及合作伙伴的选择、IP 质量把控、IP 转化可行性等方面的判断力，进而强化标的公司各个业务板块的综合竞争优势。

（2）标的公司的研发失败情况

狭义概念的“失败”：指在游戏研发项目立项后游戏开发商未能成功的研发出可以上线运营的游戏产品。

报告期内，标的公司所有立项的游戏项目均完成了开发并且上线运营。标的公司能够取得较高的游戏开发成功率的原因主要包括以下几点：

①标的公司游戏研发团队主要核心技术人员均来自于盛大、腾讯等大型游戏企业，其丰富的游戏从业经验和灵敏的游戏市场嗅觉保证了其在游戏研发过程中保持正确的方向。同时标的公司总裁何云鹏先生曾就职于百度 91 多年，曾是国内移动游戏发行领域的领军人物，给标的公司带来了游戏发行方面的基因，使标的公司具有了研发一体化的优势。游戏发行商对于玩家在游戏的需求点有着更加深刻的理解，标的公司游戏研发部门与运营部门密切合作，在游戏研发过程中注入更多的玩家喜欢和追求的要素，力求进一步保证标的公司游戏产品上线后对于玩家的吸引力。

②标的公司已经建立了一套健全的质量控制体系。每个游戏产品从提出创意

到立项再到正式上线的过程中都要经历 Demo 版本测试、Beta 版本测试、CBT 封闭测试、OBT 开放测试等一系列的测试，在确保产品无重大漏洞且有一定玩家数量吸引力后才会正式上线。

③标的公司自主研发了一套数据收集、分析和展现系统,用于持续跟踪和分析用户行为。该系统可以实时监测游戏的运营情况以及玩家的游戏行为。通过及时持续的玩家行为分析以及玩家意见反馈分析,标的公司可以根据玩家的喜好及时更新完善游戏的玩法和功能,提高玩家的留存率和付费率,进而提升游戏产品收入水平。

广义概念的“失败”：指游戏产品上线后未能达到公司预期。

针对上述情形,标的公司会通过削减投入或更新游戏版本增加游戏玩法等方式改善游戏运营状况,若经过数次完善还无法达到预期的话,标的公司会停止运营该游戏,并总结经验教训。报告期内,标的公司曾上线运营的自研游戏中仅《赵云战纪》一款游戏因运营数据不理想而停止运营,但该款游戏累计实现收入基本覆盖了其研发成本,对标的公司业绩造成的影响较小。

随着标的公司研发经验的不断丰富及研发实力的不断增强,游戏产品研发失败风险将持续降低。

(3) 新产品运营推广情况、客户稳定性及拓展情况

①新产品运营推广情况

天象互娱移动游戏产品的运营模式主要包括自主运营、联合运营、授权运营及代理运营四种模式。

自主运营模式是指天象互娱通过自有游戏平台发布并运营游戏产品。在自主运营模式下,玩家通过下载国服版本的游戏安装包获得游戏内容并在天象互娱的官方服务器中体验游戏,天象互娱全面负责游戏产品的推广、客户服务、技术支持和维护等工作,独立进行各种后台支持和数据提取,并独立完成产品版本的更新。

联合运营模式是指天象互娱与百度游戏、360、App Store 等平台渠道商合作，共同联合运营一款游戏，游戏产品可以为天象互娱自主研发的产品，也可以是从其他游戏开发商代理的游戏产品。玩家需要先注册成为上述网络游戏平台渠道商的用户，在平台渠道商的充值系统中进行充值从而获得虚拟货币，用于游戏中购买虚拟道具。在联合运营模式下，平台渠道商负责游戏的下载、推广、充值服务以及计费系统的管理，天象互娱负责版本更新、技术支持和维护以及客户服务。联合运营模式下，天象互娱与平台渠道商按照协议约定比例分成。联合运营模式的优点在于游戏开发商可以专注于游戏产品本身，游戏发行商可以将一款网络游戏产品交付给多个平台渠道商，平台渠道商亦需不断推出优秀的游戏产品来维护自身的用户资源，该模式通过整合多方资源实现优势互补，降低运营风险，扩展游戏的受众面，增强游戏的盈利能力。鉴于联合运营的优越性，目前移动网络游戏市场普遍采用该运营模式。

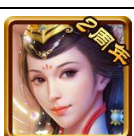
授权运营模式是指游戏发行商以支付版权金和分成款的方式取得游戏产品在指定区域的独家代理运营权。在授权运营模式下，游戏发行商负责游戏产品在指定区域的运营和推广，其通过自有计费系统获取游戏充值收入，根据约定的分成比例向天象互娱支付分成款。授权运营模式的优点是与游戏发行商采用收益分成的模式，共同承担发行风险与获取收益，能够有效依托各方的平台优势、技术优势和渠道优势，大大节省游戏开发商的运营成本；同时，游戏开发商依托优秀游戏代理发行商的本地用户资源和推广能力，借助代理发行商的资质平台，便于快速进入相关区域市场，加快游戏的推广进度和曝光度，较好规避本土运营经验不足的风险；劣势在于游戏开发商的最终收益分成相对较低，产品推广受代理商运营能力影响较大。《三国威力加强版》由天象互娱开发，中国手游集团有限公司独家代理发行。同时，天象互娱其他游戏产品的海外发行一般也采取授权运营模式。

代理运营模式的业务流程与授权模式一致，不同的是天象互娱在代理运营模式下的角色是游戏发行商。在代理运营模式下，天象互娱从其他游戏开发商取得游戏产品在特定区域的独家代理发行权，负责该游戏产品在该区域的推广运营工

作。在推广运营过程中天象互娱可以采用自主运营、联合运营以及授权运营的模式。天象互娱在报告期内采取代理运营模式的游戏有《天天枪战》，未来计划上线的采取代理运营模式运营的游戏包括《ZDBMGJ》及《XRTX》。

良好的游戏运营及推广决定游戏产品的开发成败。天象互娱主动及时监控运营游戏产品的后台数据以及用户投诉情况，就后台数据实时与渠道商进行紧密跟踪和分享，确保良好的用户反馈，实现利益共享。天象互娱针对用户投诉情况，以用户利益至上原则实行优先补偿，有效降低用户投诉率，不断提升自身评级，与运营商、渠道商建立长期稳定的合作关系。

标的公司自设立以来上线运营的游戏产品情况如下：

序号	游戏名称	游戏图标	上线时间	运营状态	开发商
1	天天有喜		2016 年 1 月	运营中	千层塔
2	赛尔号超级英雄		2015 年 12 月	运营中	自主研发
3	武林外传电影手游		2015 年 12 月	运营中	自主研发
4	御龙三国		2015 年 10 月	运营中	自主研发
5	花千骨		2015 年 6 月	运营中	千层塔
6	天天枪战		2015 年 4 月	运营中	珠海网易达电子科技有限公司
7	赵云战纪		2015 年 1 月	2016 年 4 月 停运	与天津掌上佳游科技有限公司合作研发
8	热血精灵王		2014 年 6 月	运营中	自主研发
9	三国威力加强版		2013 年 10 月	运营中	自主研发

如上表所示，标的公司 2015 年以来新上线游戏产品包括：《天天枪战》、《花千骨》、《御龙三国》、《武林外传电影手游》、《赛尔号超级英雄》、《天天有喜》六款产品。标的公司 2015 年以来新上线游戏数量明显增加，随着相关产品运营推广的深入，公司盈利能力及竞争力均持续提升。

2016 年下半年，天象互娱计划将有五款新游戏上线，分别为《ZDBMGJ》、《XRTX》、《TKWZ》、《THYJ》和《KDBB》。其中《ZDBMGJ》已经在其他国

家或地区取得了成功，在日本的 APP store 和 Google play 平台常年处于畅销榜前 10 名的位置。上述新游戏预计将于 2016 年第三季度、第四季度上线，陆续上线的新游戏将为公司带来新的收入增长点。

②客户稳定性及拓展情况

天象互娱是一家集自主研发、代理发行、IP 授权为一体的移动游戏公司，专注于移动网络游戏的开发与运营。对于标的公司各项业务，其收入来源，面向的客户群体均有不同。对于网络游戏的研发业务，其客户群体主要面向游戏发行商或运营商；对于代理发行业务，其客户群体主要面向游戏运营商。目前标的公司自主研发及委托研发的游戏产品已通过游戏代理发行商（包括爱奇艺、百度、华为、小米、37 玩、4399 等）在国内及港澳台、东南亚等国家和地区进行运营，代理发行方面，标的公司同港澳台、越南、泰国等地区的网络游戏运营商保持良好的业务合作关系，具备良好的网络游戏运营商资源及丰富的境外网络游戏产品代理发行经验，并通过游戏运营商或研发商共同开发等合作模式来争取实现知名 IP 资源的游戏产品转化及商业化。标的公司各项业务同步发展，与各游戏发行商、运营商、研发商等建立稳定的合作关系，客户关系稳固，且能第一时间择优合作，更有针对性及高效性。

（4）分成金比例情况

分成比例系指公司实际获得的游戏分成收入（含税）占游戏结算流水的比例。对于正在运营的游戏产品，标的公司通过与游戏发行商签订协议，约定的分成比例。2014 年以来，三款主要游戏的平均分成比例如下：

年份	游戏名称	平均分成比例
2014 年	三国威力加强版	22.88%
	热血精灵王	47.49%
	花千骨	-
2015 年	三国威力加强版	26.80%
	热血精灵王	48.26%
	花千骨	46.34%
2016 年一季度	三国威力加强版	26.79%
	热血精灵王	47.31%
	花千骨	42.93%

由上表数据可知，标的公司的三款主要游戏各年度的平均分成比例较为稳定，其中《三国威力加强版》的分成比例较低是由于其采取了授权运营的模式。在移动网络游戏行业竞争日趋激烈的背景下，标的公司主要游戏产品能够持续获得较高分成比例，体现出其在渠道资源上的竞争优势。

（5）可比主要同行业竞争对手的估值情况

最近三年移动网络游戏行业并购重组案例与本次交易之相关交易数据对比分析如下：

收购方	标的企业	评估基准日	市净率	静态市盈率	动态市盈率
大唐电信	要玩娱乐	2013-03-31	16.08	12.99	12.99
华谊兄弟	广州银汉	2013-06-30	8.04	12.02	9.23
神州泰岳	天津壳木	2013-06-30	26.71	15.06	15.19
天舟文化	神奇时代	2013-06-30	22.25	14.65	10.44
顺荣股份	37wan	2013-07-31	13.90	14.64	14.55
掌趣科技	玩蟹科技	2013-06-30	29.06	14.56	14.49
掌趣科技	上游信息	2013-06-30	28.42	15.52	15.50
星辉车模	天拓科技	2013-09-30	14.49	14.00	13.53
梅花伞	上海游族	2013-08-31	32.16	13.80	13.53
世纪华通	七酷网络	2013-12-31	15.04	48.84	9.44
世纪华通	上海天游软件	2013-12-31	13.34	15.72	10.56
爱使股份	游久时代	2013-12-31	62.06	29.94	11.80
中青宝	中科奥	2013-12-31	16.65	17.72	10.57
拓维信息	火溶信息	2014-04-30	28.30	15.12	15.00
巨龙管业	艾格拉斯	2014-06-30	16.22	31.98	13.98
中文传媒	智明星通	2014-03-31	26.35	17.61	17.62
富春通信	骏梦网络	2014-07-31	13.19	14.13	14.06
掌趣科技	天马时空	2015-05-31	26.84	15.87	15.86
天神娱乐	雷尚科技	2014-10-31	28.03	17.41	13.97
泰亚股份	恺英网络	2015-02-28	22.25	13.32	13.64
德力股份	武神世纪	2014-04-30	8.91	16.00	15.50
凯撒股份	天上友嘉	2015-04-30	39.45	15.44	14.21
德力股份	广州创思	2015-04-30	11.80	14.01	13.95
升华拜克	炎龙科技	2015-06-30	12.88	17.65	17.78
宝通科技	易幻网络	2015-07-31	49.42	27.52	12.16
帝龙新材	美生元	2015-09-30	19.70	18.96	18.89
世纪游轮	巨人网络	2015-09-30	13.60	28.13	13.10
完美环球	完美世界	2015-09-30	411.90	19.65	15.89
中南重工	值尚互动	2015-07-31	24.11	14.57	14.50
王子新材	飞流九天	2015-12-31	6.23	17.45	12.50
天神娱乐	幻想悦游	2015-12-31	4.96	50.11	14.61
世纪华通	点点开曼	2015-12-31	13.10	23.57	13.41
算术平均值			33.61	19.62	13.83
天象互娱预估值			13.02	19.51	13.00

注 1：剔除市盈率为负数的并购案例

注 2：市净率=标的股权交易价格/标的资产评估基准日净资产

注 3：静态市盈率=标的股权交易价格/（标的资产对应重组申报前一年度实际净利润*购买的股权比例）

注 4：动态市盈率=标的股权交易价格/（标的资产对应重组申报当年承诺净利润*购买的股权比例）

如上表所述，天象互娱的预估值与同行业可比交易市盈率水平相当，依据该预估值确定的交易价格符合上市公司全体股东的利益。

（三）中介结构的核查意见

经核查，评估师认为：

1、标的资产近一年中历次股权转让及增资均履行了必要的审议和批准程序、估值合理，符合相关法律法规及公司章程的规定，不存在违反限制或禁止性规定而转让的情形；

2、基于近一年来标的资产所处的移动游戏行业市场需求端的发展、市场竞争情况及标的公司产品研发实力、新游戏产品运营推广、游戏用户稳定性及拓展情况、分成金比例、主要竞争对手情况等因素综合分析，标的公司 2015 年以来持续快速发展，其估值因此而相应大幅提升具有合理性。

问题十：预案披露，天象互娱的游戏产品包括《花千骨》、《天天枪战》、《热血精灵王》等 9 项，除 1 项产品《赵云战纪》于 2016 年 4 月停运外，其他产品都在运营中，天象互娱 2015 年与 2016 年 1-3 月业绩大幅上涨主要归功于《花千骨》；同时天象互动大部分业务转让至天津天象（天象互动把天津天象股权转让给赤月科技）后，仅保留了《花千骨》、《热血精灵王》及《天天枪战》在 4399 运营平台的联合运营业务，未来联运收入较少。请补充披露：（1）天象互娱采用收益法评估时，评估的游戏产品范围及《花千骨》、《天天枪战》、《热血精灵王》等产品对其估值的影响；（2）天象互动采用资产基础法评估，《花千骨》、《热血精灵王》及《天天枪战》等产品在无形资产中的占比，及其对天象互动评估的影响。请财务顾问和评估师发表意见。

回复：

（一）天象互娱采用收益法评估时，评估的游戏产品范围及《花千骨》、《天天枪战》、《热血精灵王》等产品对其估值的影响

天象互动仅保留了与四三九九网络股份有限公司签订的《花千骨》、《热血精灵王》及《天天枪战》三款游戏在 4399 手机开放平台的联合运营业务，由于天象互动拟采用资产基础法进行估值，上述三款游戏的收入不会影响天象互动的评估结果。天象互娱采用收益法进行预评估时，虽然评估范围涉及三款游戏的收入预测，但并未包括其在 4399 手机开放平台相关收入，不会涉及重复预测的问题，亦不会对天象互娱的预评估结果造成影响。

（二）天象互动采用资产基础法评估，《花千骨》、《热血精灵王》及《天天枪战》等产品在无形资产中的占比，及其对天象互动评估的影响

天象互动目前在 4399 手机开放平台联运的三款游戏均由天象互娱无偿授权其使用软件著作权，天象互动其名下原有的软件著作权目前已不能产生收益，故天象互动的无形资产已无实际价值，本次未对其进行评估，故不会影响天象互动的预评估结果。

（三）中介机构的核查意见

经核查，评估师认为：

天象互娱采用收益法进行预评估时，虽然评估范围涉及三款游戏的收入预测，但并未包括其在 4399 手机开放平台相关收入，不会涉及重复预测的问题，不会对天象互娱的预评估结果造成影响。同时在采用资产基础法对天象互动进行预评估时，由于其无形资产目前已无实际价值，不能产生收益，故未考虑天象互动的无形资产，不会对天象互动的预评估结果造成影响。

问题十一：预案披露，标的资产《花千骨》游戏通过委托方式开发，著作权人为天象互动与爱奇艺，开发商为千层塔（天象互动持股 30%），2015 年 6 月上线后至 2016 年 3 月，注册用户达 5657.7 万人，月均充值流水为 6966.76

万元，创下 1.6 亿月充值流水的最高纪录，请补充披露：（1）《花千骨》IP 采购情况、金额、会计处理方法；（2）天象互动与爱奇艺共为《花千骨》的著作权人，天象互动是否可以实际控制《花千骨》游戏，两方对该项著作权收入的主要协议，及其收入模式对标的资产估值的影响；（3）天象互动与开发商关于游戏收入的主要协议、收入分成方法等；（4）《花千骨》的充值流水的权属，天象互动根据其充值流水的收入确认情况；（5）《花千骨》是天象互娱 2015 年与 2016 年一季度经营业绩大幅增长的主要原因，属于个别游戏现象，请分析天象互娱在未来盈利预测中利润与收入快速增长的依据与合理性。请财务顾问和评估师发表意见。

答复：

（一）《花千骨》IP 采购情况、金额、会计处理方法；

1、IP 采购情况：

2014 年 12 月 1 日，爱奇艺和天象互动签订《花千骨》手机网络游戏合作协议，协议约定：爱奇艺获得影视剧/小说作品《花千骨》著作权人的合法授权，享有《花千骨》手机网络游戏改编权，可使用影视剧相关素材进行手机网络游戏研发并进行游戏发行运营及宣传推广；天象互动拥有丰富手机网络游戏的研发经验，同时拥有先进的手机网络游戏研发资源及相关技术。合作双方经友好协商，约定爱奇艺委托天象互动研发手机网络游戏《花千骨》及双方共同运营推广事项。爱奇艺授权天象互动对授权作品进行开发改编为手机游戏的独占性权利，但不通过一次性收取版权金，而是在游戏运营中通过游戏充值分成进行结算。

天象互动和天津天象于 2015 年 10 月进行重组，将天象互动实物资产、人员劳动关系及大部分业务转让至天津天象，2015 年 10 月，天象互动和天津天象分别和爱奇艺、千层塔签订了主体变更协议，协议约定自 2015 年 10 月 1 日，天津天象将取代天象互动成为主协议的一方，天津天象将获得原协议下原来天象互动拥有的各项权利和利益及承担主协议下原来天象互动的各项义

务和责任。由于合同的变更未发生合作业务的实质性改变，仅在标的公司内部进行了主体转移，故而以下将标的公司关于《花千骨》游戏的业务进行整体描述，不再对前后两个合同主体加以区分。

2、爱奇艺和小说原著作者的分成情况如下：

项目	2015 年度	2016 年一季度
爱奇艺分成	60,637,845.12	9,985,273.70
小说原著作者分成	12,535,402.25	2,254,396.92
合计	73,173,247.37	12,239,670.62

3、会计处理方法：根据标的公司、爱奇艺、小说原著作者等各方签署的相关协议约定，标的公司于每月 25 日前获取上一个月《花千骨》游戏充值流水及到账收入，按照约定分成比例计算应向爱奇艺、小说原著作者支付的分成金额，并确认为主营业务成本。

（二）天象互动与爱奇艺共为《花千骨》的著作权人，天象互动是否可以实际控制《花千骨》游戏，两方对该项著作权收入的主要协议，及其收入模式对标的资产估值的影响

北京爱奇艺科技有限公司与成都天象互动科技有限公司于 2014 年 12 月签订《花千骨》手机网络游戏合作协议（协议有效期十年），并于 2015 年 10 月与天津天象互动科技有限公司补充签订主体变更协议。协议中约定，爱奇艺保证在本协议有效期内独家享有履行本协议的全部合法及有效授权，并对标的公司提供授权证明，爱奇艺承诺并保证所提供的影视剧素材均已获得影视剧著作权方的有效许可，并有权授权许可标的公司使用上述权利。关于游戏软件著作权，协议中约定游戏软件著作权由标的公司负责办理，归双方共同所有；关于游戏产品运营，协议中约定，游戏【IOS 正版机越狱版】在中国大陆地区由标的公司负责发行运营，游戏 IOS 繁体版在【港澳台新马地区】由爱奇艺负责发行运营。游戏安卓版由双方共同发行运营及宣传推广，双方均可独立授权第三方联运平台运营游戏，其中爱奇艺负责游戏在【PPS、爱奇艺、百度移信、应用宝、小米及港澳台

新马等渠道】安卓平台上的发行及运营，标的公司负责游戏在上述平台之外的其他安卓平台上的发行及运营。

对于该项著作权收入分配，合同双方均有权与联运平台签订联合运营合作协议，并各自与联运平台对账结算，收入分配方式主要分为：在月运营收入扣除作者分成及渠道成本后，双方按照协议约定的分成比例进行分成。

综上所述，《花千骨》游戏是由双方共同运营，并由标的公司负责游戏服务所必须的硬件设备及宽带资源，同时承担游戏运营的全部技术支持。对于上述双方各自负责不同渠道游戏运营的模式区别开的收入模式，本次评估根据已对上述不同模式进行单独预测，不同的收入模式分别计算，故收入模式的不同对标的资产估值无影响。

（三）天象互动与开发商关于游戏收入的主要协议、收入分成方法等；

关于《花千骨》游戏的合作，天象互动（和变更后合同主体天津天象统称为标的公司）（甲方）和千层塔（乙方）之间签订了“《花千骨》手机网络游戏委托开发协议”，并于2015年10月与天津天象互动科技有限公司补充签订主体变更协议。协议约定运营收入分成办法：针对每月的运营收入，在扣除爱奇艺分成、小说原著作者分成、爱奇艺/天象互动自运营安卓平台/移动客户端渠道成本后，合作双方按照协议约定的分成比例进行分成。

（四）《花千骨》的充值流水的权属，天象互动根据其充值流水的收入确认情况；

在不同的运营模式下，《花千骨》游戏的充值流水权属有所不同，标的公司的分成情况、收入、成本的确认方法也有所区别，具体运营模式下充值流水的权属以及标的公司的收入成本确认方式如下：

在自主运营模式下，标的公司在游戏玩家通过虚拟币购买道具时，根据充值流水扣除渠道成本后的净额确认主营业务收入。

在联合运营模式下，标的公司在游戏玩家通过虚拟币购买道具时，在扣除

渠道成本后，按照和联运方约定的分成比例计算的到账收入确认主营业务收入。

在授权运营模式下，标的公司根据和游戏发行代理商确认无误后的结算金额，确认主营业务收入。

标的公司按照不同运营模式确认主营业务收入后，按协议约定比例分别分成给小说原著作者和爱奇艺，并按扣除小说原著作者、爱奇艺分成后的净额根据协议约定的比例分成给千层塔，其中小说原著作者的分成金额由爱奇艺代为收取，标的公司将分成给小说原著作者、爱奇艺、千层塔的分成金额确认为主营业务成本。

（五）天象互娱在未来盈利预测中利润与收入快速增长的依据与合理性

1、《花千骨》的成功并非是偶然的，截至评估基准日，除《花千骨》以外，天象互娱拥有包括《三国威力加强版》、《热血精灵王》、《赛尔号超级英雄》、《武林外传电影手游》、《御龙三国》、《天天有喜》、《赵云战纪》等多款卡牌策略类、3D 动作类移动游戏产品，赢得国内外移动游戏用户的广泛认可。除自主研发的游戏产品外，天象互娱亦代理了《天天枪战》、《ZDBMGJ》、《XRTX》等多款国内外优质精品游戏产品。

其中：标的公司于 2013 年 10 月开始推出《三国威力加强版》。该款游戏以三国题材为背景，并委托知名游戏发行商中手游独家代理发行，标的公司负责《三国威力加强版》的后续研发和维护升级。截至 2016 年 3 月份，累计充值金额达到 2.91 亿元，月均充值金额达到 970.21 万元。

2014 年 6 月，由天象互娱研发并自主发行的宠物卡牌对战类移动网络游戏《热血精灵王》上线发布。该游戏于 2014 年 7 月进行全面大规模推广，天象互娱创新性地运用 CPS、CPA、CPC 等多种推广方式，并与百度移动游戏、360、UC 九游、安智等国内主流游戏运营平台联合发行，同时受到小米、vivo、oppo、华为等国内大型品牌手机厂商在其游戏运营平台的强烈推荐。截至 2016 年 3 月份，累计充值金额达到 8.63 亿元，月均充值金额达到 3,922.32 万元。目前仍有近 3,200 万的月充值流水，运营状况良好。

除《花千骨》以外，上述两款游戏的成功一定程度上代表了天象互娱的研发与运营实力，反映出天象互娱具有持续开发及发行运营精品游戏的能力和 experience。

2、《花千骨》的成功一定程度上提高了天象互娱的品牌度，提升了企业在行业里的地位，增强了与运营商的议价能力以及对知名 IP 的吸引力。随着天象互娱知名度的提高，天象互娱与移动互联网主流平台、渠道商以及国内主流智能手机厂商建立起了良好的合作关系，有利于天象互娱发行渠道的增加以及因势而变争取更优质的广告资源；此外可以快速抢占渠道市场，培养与渠道商的紧密合作关系，实现经营业绩快速增长。

3、国内游戏企业普遍规模较小，综合研发运营经验相对不足，竞争优势相对单一，行业内缺乏游戏研发、发行与运营一体化的综合竞争实力较强的游戏企业。天象互娱自成立以来，游戏研发与发行、运营紧密结合，在产品策划前期提前预判市场情况，并根据市场需求变化节奏，在缩短研发周期的前提下有针对性地进行产品研发，以确保产品上线后有良好的市场表现。天象互娱经过《热血精灵王》、《三国威力加强版》、《花千骨》等系列产品的经验积累，逐步在移动游戏领域具备较强的研运一体化优势。目前天象互娱的发行能力已取得了国内外游戏研发商的认可，公司已取得了日本知名游戏研发商研发的《ZDBMGJ》以及国内一游戏研发商研发的《XRTX》两款精品游戏的中国地区独家代理发行权。

4、丰富的“影游联动”相关市场经验。“影游联动”是游戏行业近年来讨论的热门话题，也逐渐成为了众多游戏研发厂商研发游戏产品的主流方向。影视作品和游戏都是当下热门的娱乐形态，通过彼此间的跨界合作和联动推广，可以实现“1+1>2”的规模效应。天象互娱在 2015 年 6 月与《花千骨》电视剧同步推出的《花千骨》手游一经上线便受到了原小说读者及电视剧观众的追捧，游戏 iOS 版本在上线后四天内就上升至 App Store 畅销榜第四的位置。随着《花千骨》电视剧剧情的逐步推进，《花千骨》手游的注册玩家用户也日益提高。《花千骨》的成功除了《花千骨》这款优秀的 IP 本身因素外，还与天象互娱丰富的市场推广经验和敏锐的市场判断息息相关。正是与电视剧的同步上线才使得《花千骨》手游取得了极高的曝光率从而更好地吸引原小说读者、电视剧观众以及新用户的下载及注

册。通过《花千骨》这款业内公认的“影游联动”标杆性产品，公司积累了丰富的“影游联动”概念下游戏产品运营的相关经验和业内口碑，对于公司未来的游戏发行及运营工作奠定了良好基础。

5、强大的研发团队和自主研发能力。天象互娱具有经验丰富的管理和技术团队，其核心团队由来自百度、盛大、畅游、腾讯等国内一线游戏公司的高级管理和技术人才组成，长期从事网络游戏开发及代理发行。截止 2016 年 3 月 31 日，天象互娱及其下属子公司共有员工 401 人，其中本科及以上学历 224 人，占比达 55.86%；研发人员 151 人，占比 37.66%；游戏运营人员 176 人，占比 43.89%。其高层管理人员大多在互联网相关行业有着 10 年左右的从业经验。天象互娱的管理团队对于网络游戏行业具备着敏锐的洞察力和判断力，能够为公司制定合理的战略发展路径，并为公司建立合理有效的协同机制，充分发挥各团队的最大效能。

天象互娱拥有强大的自主研发能力，自成立以来，其自研的前端程序开发技术和后端程序开发技术等充分保证游戏运行的高效率，同时满足天象互娱从游戏上线-发行-推广-运营等全流程的数据监控和管理。同时提升相关子系统应用技术，包括后台管理平台系统、客服系统以及 quick2D 编辑系统。

（六）中介机构的核查意见

经核查，评估师认为：

报告期内《花千骨》带来天象互娱 2015 年与 2016 年一季度经营业绩的大幅提升，但《花千骨》的成功并非偶然，首先天象互娱自成立以来，游戏研发与发行、运营紧密结合，在产品策划前期提前预判市场情况，并根据市场需求变化节奏，在缩短研发周期的前提下有针对性地进行产品研发，以确保研发产品上线后有良好的市场表现；其强大的研发团队和自主研发能力、丰富的“影游联动”相关市场经验均为其移动游戏运营业务提供了有力的保障。《三国威力加强版》、《热血精灵王》均证明了天象互娱较强的研发、发行运营能力；《花千骨》的成功进一步提高了天象互娱的品牌度，提升了企业在行业里的地位，增强了与运营

商的议价能力以及对知名 IP 的吸引力。综上，天象互娱未来盈利预测较为合理。

问题十二：金亚科技拟收购天象互动时，2015 年承诺业绩为 2.2 亿元，而根据预案，天象互娱与天象互动 2015 年模拟合并利润为 19,988.99 万元。请补充披露标的资产 2015 年业绩低于金亚科技重大资产重组方案承诺业绩的原因，并结合标的资产 2015 年的实际运行情况说明未来业绩承诺的可实现性。请财务顾问和评估师发表意见。

回复：

（一）请补充披露标的资产 2015 年业绩低于金亚科技重大资产重组方案承诺业绩的原因

自 2015 年 8 月金亚科技宣告终止与标的公司的重大资产重组后，标的公司股东及管理团队就公司未来经营发展战略进行了重新规划，具体包括：（1）积极向精品 IP 移动网络游戏业务领域拓展；（2）加深产业链布局及人才储备（3）持续加强自身研发能力。

1、积极向精品 IP 移动网络游戏业务领域拓展

金亚科技重组时期，标的公司的主要产品为《三国威力加强版》以及《全民宝贝》等休闲卡牌类移动网络游戏，虽然实现了较为可观的业绩，但未能在竞争日益激烈的移动网络游戏行业表现出明显的优势。为了提升标的公司行业声誉及影响力，快速扩展与各大发行渠道的合作关系，标的公司改变了对《花千骨》的运营策略，主要体现在加大市场推广力度、增加合作的发行渠道数量等方面。由此标的公司 2015 年度广告费支出相对于 2014 年度增长了约 17 倍，同时确立了和 360、百度、oppo 等知名渠道商的良好合作关系。

2、加深产业链布局及人才储备

在继续专注基础业务、深耕游戏内容开发的同时，标的公司开始积极拓展泛娱乐化领域的合作机会。得益于《花千骨》手游的成功，标的公司成为了业内“影游联动”模式的范例。标的公司由此实现了研发、IP 运营、发行、渠道资源等产

业链上下游的深度整合，开始发力多形式文化载体与游戏的联动以及整合营销；并拟投资海外游戏团队，启动全球化发行的布局。标的公司业务范围的拓展也自然带来了人才储备的升级需求，标的公司不断扩充各业务部门人员数量并积极引进高级别人才。标的公司在职员工由 2014 年底的约 270 增加至 2015 年底的约 380 人，增幅接近 40%。

3、持续加强自身研发能力

（1）持续增加研发资金投入

标的公司自 2015 年持续加大对于游戏研发的投入，并开始尝试更加多元化的游戏产品研发。目前标的公司自主研发的 5 款游戏中，有三款均在 2015 年下半年上线运营，包括 3D 武侠类型的《武林外传电影手游》以及 3D 星系冒险类型的《赛尔号超级英雄》。根据模拟合并报表，标的公司 2015 年度的研发费用约为 4,600 万元，2014 年度的研发费用约为 1,480 万元，增幅超过 300%。

（2）不断扩充研发团队

标的公司一直十分重视研发团队的建设，从游戏研发的设计、编程、美术与测试等多个关键环节挖掘人才，并积极引进来自百度、盛大、畅游、腾讯等国内一线游戏公司的高级管理和技术人才。

2014 年末至 2015 年末，标的公司研发团队人数及学历变化情况如下：

研发团队学历	2015 年 12 月 31 日	2014 年 12 月 31 日
硕士	8	5
本科	95	77
专科	40	36
合计	143	118

标的公司不断充实研发队伍、强化研发实力。研发人员数量随之增加、研发人员平均学历逐步提升。研发团队与核心技术人员的稳定与扩充，为公司移动网络游戏业务的全面开展持续提供人才储备与技术保障，保持并强化公司在移动网

络游戏研发领域的综合竞争力。

综上所述，标的公司 2015 年业绩低于金亚科技重大资产重组方案承诺业绩的主要原因是标的公司于重组终止后根据经营目标的变化调整了经营策略，相对于短期的利润水平，标的公司更加着重于长远的战略布局。通过业务联动、人才储备以及研发技术等行业核心竞争力的培育，保障标的公司的持续经营能力。

（二）结合标的资产 2015 年的实际运行情况说明未来业绩承诺的可实现性

根据模拟合并报表，标的公司在 2015 年度实现营业收入 50,011.63 万元，净利润 19,988.99 万元。虽然其年度净利润低于当年的承诺业绩 2.2 亿元，但相对于 2014 年度仍实现了 88.54% 的增长，而营业收入的增长率则达到了 203.03%。同时，得益于《花千骨》手游的成功以及发展战略的调整，标的公司的影响力及品牌价值显著增强，成功从一家以移动网络游戏研发为主的公司转型为集自主研发、代理发行、IP 授权为一体的移动游戏开发商与运营商。标的公司在 2015 年度着重加强了研发投入和人才储备，游戏研发能力和 IP 运营能力得到提升。目前标的公司正在运营的五款自主研发的游戏中，有三款在 2015 年度推出，其中包括了《赛尔号》以及《武林外传》这样的知名 IP 授权游戏。标的公司未来业绩承诺可实现性的判断主要基于游戏行业市场规模的持续快速增长、标的公司具有明确的发展目标和规划、标的公司在行业内具备一定的竞争优势，具体说明如下：

（1）游戏行业市场规模持续快速增长

近年来，中国网络游戏市场整体保持快速增长。根据 GPC、IDC 和 CNG 发布的《2015 年游戏行业报告》数据，2015 年，中国网络游戏市场（包括客户端游戏、社交游戏、移动游戏、网页游戏、单机游戏、电视游戏等）市场实际销售收入达到 1,407.0 亿元人民币，同比增长 22.9%，2011 年-2015 年年均复合增长率 33.6%。根据艾瑞咨询《中国移动游戏行业研究报告 2016 年》对于中国游戏市场预测，2016 年-2018 年网络游戏市场规模分别为 1,829.3 亿元、2,211.6 亿元

和 2,515.9 亿元，同比增长率分别为 27.41%、20.90%和 13.76%。其中，移动游戏市场规模同比增长率分别为 62.4%、37.3%和 21.2%，仍处于高速增长期。在此背景下，研发实力强的企业可以通过优质游戏产品的推出抓住市场机遇，实现与行业趋势相近的业绩增长。

（2）企业战略发展目标及未来上线运营产品

标的公司未来年度的营业收入来源于游戏产品的运营收入，标的公司目前共有 8 款移动网络游戏正在运营。其中自主研发 5 款，委托研发 2 款，代理产品 1 款。

对于目前正在运营的自研游戏，标的公司通过不断补充、更新游戏版本、创造新的玩法、设定新的游戏模式以及相应的活动推广方式来保持游戏的吸引力和生命力。

另一方面标的公司不断加强研发及代理储备，保证新游戏产品推出节奏，标的公司目前已有多款在研阶段的游戏产品、储备的代理游戏产品以及多款新游戏的研发计划。截至目前已签订三款代理产品、一款达成意向的代理产品以及一款在研的自研产品，预计将在 2016 年第三、四季度上线；其他在研项目包括《LTZJ》、《EZZHG》等，预计将在 2017 年及以后年度陆续上线。届时，标的公司的游戏产品运营数量将相应增加、游戏产品类型将更加丰富，收入结构将更加完善。

（3）标的公司在行业内具备一定的竞争优势

A.天象互娱具有可持续开发产品的能力

天象互娱自设立以来高度重视研发人才的培养和储备。通过多年的游戏研发和运营，天象互娱已经建立了一支高效多产的研发团队。其核心团队集合来自百度、盛大、畅游、腾讯等国内一线游戏公司的高级人才，长期从事网络游戏开发及代理发行。截止 2016 年 3 月 31 日，天象互娱及其下属子公司共有员工 401 人，其中本科及以上学历 224 人，占比达 55.86%；研发人员 151 人，占比 37.66%。其中大多数成员拥有多款成功产品的研发经验，是一支具有竞争力和创造力的研发团队。目前天象互娱下设置多个项目组，每个项目组具备同时研发多款高质量

游戏产品的研发能力，均具有成功项目的研发经验。研发团队的价值体现为其具有持续开发出优秀产品的能力。

B.天象互娱持有众多知名 IP 的游戏合作以及拥有 IP 的取得渠道资源

目前天象互娱先后与正版 IP 授权方达成合作，在网络游戏同质化现象越来越严重的当下，优质 IP 无疑是一款游戏最快吸引用户的方式之一，市场上对 IP 的竞争愈演愈烈，拥有 IP 的游戏可以利用其知名度迅速抓住玩家，帮助导入用户，迅速实现营收。天象互娱与知名 IP 授权商保持良好的合作关系，具有持续获得 IP 资源的能力，这些都推动着天象互娱未来开发游戏的持续性和精品化发展，是其未来发展的重要保障。

（三）中介机构的核查意见

经核查，评估师认为：

标的资产 2015 年净利润低于金亚科技重大资产重组方案承诺净利润的主要原因是其根据重组失败后的经营目标变化主动调整经营策略的结果，并非由于标的公司经营水平不足所致。

综合考虑标的公司已上线产品、在研产品及企业未来规划产品。对于未来上线新产品，通过对管理层访谈，并对历史年度游戏研发成功情况和行业发展趋势的分析，从谨慎的角度考虑未来游戏研发的成功情况。同时，未来发展需要的研发人员、研发实力而带来的研发费用的增加，在一定程度上保证了未来开发游戏数量的增长和研发成功并上线游戏数量的增长。因此标的公司未来业绩承诺的可实现性较强。

问题十三：请补充披露（1）标的资产的业绩承诺依据为归属于母公司所有者的净利润，请补充披露业绩承诺实现是否考虑非经常性损益的影响；（2）结合天象互娱盈利预测情况，说明 2019 年承诺业绩较 2018 年仅增长 10%，较其他各年业绩增长率大幅下降的原因与合理性。请财务顾问和评估师发表意见。

回复：

（一）标的资产的业绩承诺实现是否考虑非经常性损益的影响

标的资产业绩承诺的实现包含了非经常性损益的影响。

（二）天象互娱 2019 年承诺业绩较 2018 年仅增长 10%，较其他各年业绩增长率大幅下降的原因与合理性

根据艾瑞咨询《中国移动游戏行业研究报告 2016 年》对于中国游戏市场预测，2016 年-2018 年网络游戏市场规模分别为 1,829.3 亿元、2,211.6 亿元和 2,515.9 亿元，同比增长率分别为 27.41%、20.90%和 13.76%。其中，移动游戏市场规模同比增长率分别为 62.4%、37.3%和 21.2%。可以看出随着移动硬件终端和移动通信技术的普及，以及整体用户基数已经达到较高水平造成用户增长率的放缓，预计 2019 年以后移动游戏的市场规模已趋于稳定，全行业或无可能再出现几何式的增长。故天象互娱 2019 年及其以后的业绩将以较小幅度的增长，增长趋势逐渐趋向于稳定。

同时，伴随行业的高速发展以及天象互娱研运能力的持续提升，未来游戏数量和充值流水在 2016-2018 年将将有较大幅度的增长，预计天象互娱 2018 年净利润将达到 43,193.84 万元。相比 2018 年之前，其净利润基数已增长到一定的高度，未来净利润增加相同的数量，其增长幅度相比将有所降低。故 2019 年承诺业绩较其他各年业绩增长率有所降低。

（三）中介机构的核查意见

经核查，评估师认为：

标的资产业绩承诺的实现包含了非经常性损益的影响。天象互娱在 2019 年的承诺业绩较其他各年承诺业绩增长率有所下降符合整个移动游戏市场的发展趋势，且由于天象互娱这几年的持续发展，净利润基数的增长，未来的净利润增长幅度会有所降低。

问题十四：结合游戏行业发展情况、标的资产未来三年的预计流水及储备游戏情况等，补充披露作出上述业绩承诺的具体依据及合理性。请财务顾问和

评估师发表意见。

回复：

（一）天象互娱作出的业绩承诺的具体依据及合理性

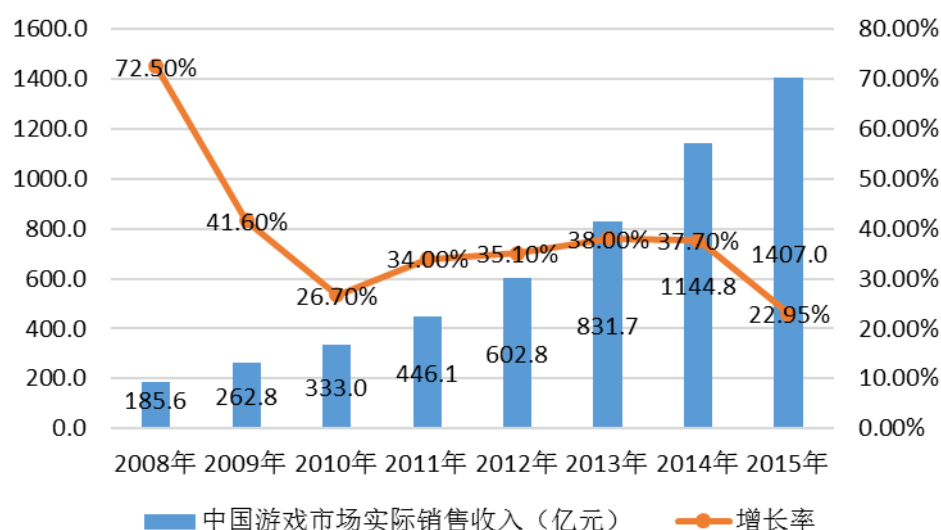
天象互娱业绩承诺主要基于其所处行业良好的发展前景以及公司自身拥有的竞争优势。天象互娱所处行业为网络游戏行业，国家产业和经济政策的推动、信息基础设施及硬件的更新换代以及网络游戏消费日益便捷化等都将为网络游戏行业提供利好。

1、游戏行业发展情况

（1）网络游戏行业发展状况

2015 年，中国游戏市场(包括客户端游戏市场、网页游戏市场、移动游戏市场、社交游戏市场、单机游戏市场等)实际销售收入达到 1,407 亿元人民币，同比增长 22.9%。从 2008 年上半年至 2015 年，网络游戏市场年均复合增长率(CAGR)为 28.81%。

图表：2008 年-2015 年中国游戏市场实际销售收入

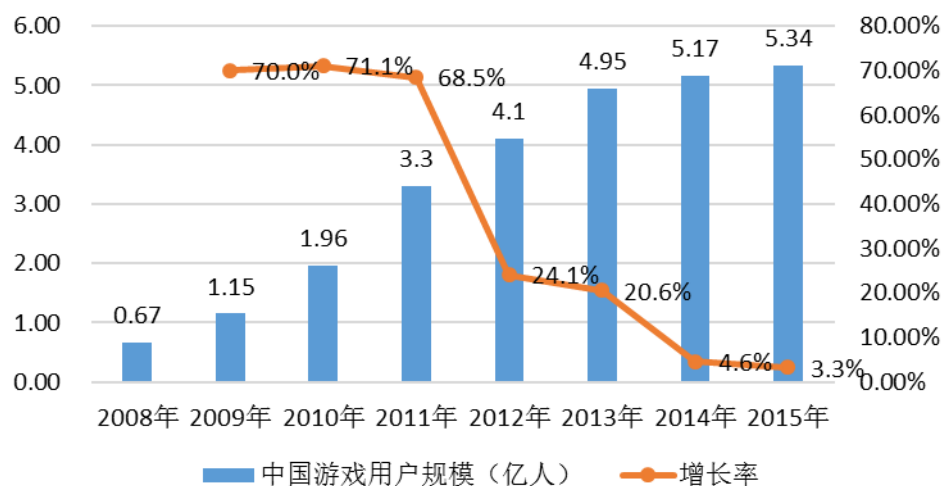


数据来源：GPC、IDC、CNG《2015 年中国游戏市场产业报告》

从游戏用户数量角度衡量，中国游戏用户规模近年来保持快速增长，2008 年至 2015 年年均复合增长率为 29.62%。游戏用户规模持续扩大主要原因在于：

第一，随着网络通信技术的进步以及电脑、智能手机终端的普及，中国的网民总数持续增长；第二，由于网络游戏游戏性、游戏效果的不断提升，网民中的游戏玩家比例进一步提高。最近两年，随着游戏用户规模的增长，整体用户基数已经达到较高水平，因而造成用户增长率放缓。但随着移动游戏的逐渐普及，未来游戏市场用户数量仍将有一定的增长空间。

图表：2008 年-2015 年中国游戏用户规模

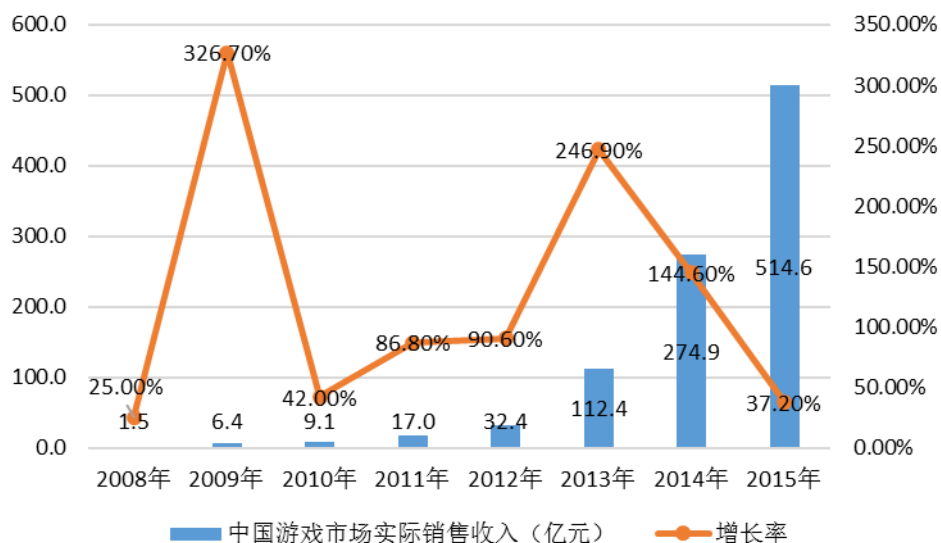


数据来源：GPC、IDC、CNG《2015 年中国游戏市场产业报告》

（2）移动游戏行业发展概况

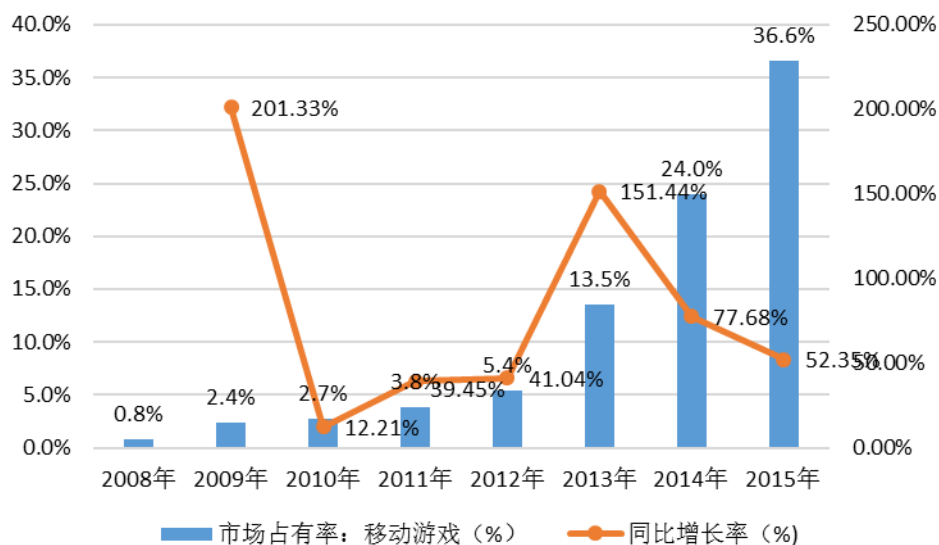
近年来，中国移动游戏市场增长迅速。根据中国音数协游戏工委(GPC)、GNG 中心游戏研究(伽马数据)和国际数据公司(IDC)联合发布的《2015 年中国游戏产业报告》，2015 年，中国移动游戏市场实际销售收入为 514.6 亿元人民币，同比增长 87.2%。2008 年至 2015 年，中国移动游戏市场的复合增长率(CAGR)为 107.45%。

图表：2008 年-2015 年中国移动游戏市场实际销售收入



数据来源：GPC、IDC、CNG《2015 年中国游戏市场产业报告》

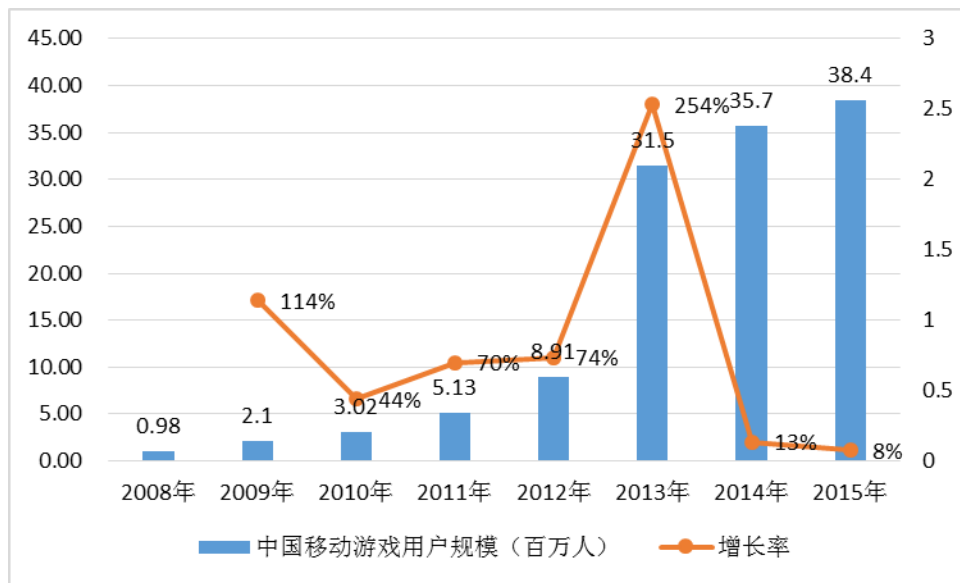
图表：2008 年-2015 年中国移动游戏市场占有率



数据来源：GPC、IDC、CNG《2015 年中国游戏市场产业报告》

由于移动游戏操作简单容易上手，适合碎片化时间使用且内容多样，近几年移动游戏市场得到快速发展，市场份额、销售收入和用户数量都有大幅增长，且增长速度远大于客户端游戏、网页游戏等其它细分市场，领跑游戏行业。截至2015年，移动游戏用户规模达到3.84亿人、移动游戏市场占有率为36.57%，保持上升趋势。

图表：2008 年-2015 年中国移动游戏用户规模



数据来源：GPC、IDC、CNG《2014 年中国游戏市场产业报告》、《2015 年 10-12 月移动游戏产业报告》。

根据艾瑞咨询《中国移动游戏行业研究报告 2016 年》对于中国游戏市场预测,2016 年-2018 年网络游戏市场规模分别为 1,829.3 亿元、2,211.6 亿元和 2,515.9 亿元,同比增长率分别为 27.41%、20.90%和 13.76%。其中,移动游戏市场规模同比增长率分别为 62.4%、37.3%和 21.2%。未来年度移动游戏市场收入增长率逐年降低,但仍处于高速增长期。

2、标的资产未来三年的预计流水及储备游戏情况

天象互娱是一家集自主研发、代理发行、IP 授权为一体的移动游戏开发商与运营商,其主营业务为网络游戏的开发、发行和运营,属于网络游戏行业。

目前,公司正在运营的游戏主要有《三国威力加强版》、《热血精灵王》、《花千骨》、《赛尔号超级英雄》、《武林外传电影手游》、《御龙三国》、《天天有喜》以及《天天枪战》。对于目前正在运营的游戏产品,天象互娱通过不断补充、更新游戏版本、创造新的玩法、设定新的游戏模式以及相应的活动推广方式来保持游戏的吸引力和生命力。

另一方面天象互娱不断加强研发及代理储备,保证新游戏产品推出节奏,

天象互娱目前已有多款在研阶段的游戏产品、储备的代理游戏产品以及多款新游戏的研发计划。2016 年，除已上线一款委托研发游戏外，将有一款自研游戏于第四季度上线，截至目前已签订三款代理产品以及达成意向一款代理产品，预计将在 2016 年第三季度上线；目前其他在研项目预计将在 2017 年及以后年度陆续上线。届时，天象互娱的游戏产品运营数量将相应增加，收入结构将更加完善。

未来年度天象互娱将积极开发精品移动网络游戏，形成产品数量化，完成产品系列化，提高市场占有率，保证公司业绩持续稳步增长。由于网络游戏具有一定的生命周期性，随着老游戏的逐渐下线，新产品须保证研发和发行节奏。根据企业的发展规划，企业每年都将推出 6 至 8 款新产品，未来游戏产品流水预测是基于目前在线运营的产品和新开发产品上线及推广计划，未来年度上线运营新产品参考目前在线产品的运营模式、运营指标的变化趋势，以及行业内的经验数据，分别计算确定未来年度各种运营产品的单品数据，然后汇总得出全部流水。

天象互娱游戏 2016 年至 2019 年的预计流水情况如下：

单位：万元人民币

项目	2016 年 4-12 月	2017 年	2018 年	2019 年
充值流水	97,254.23	137,421.92	148,620.61	165,805.92

在业绩承诺期内，天象互娱在综合考虑游戏生命周期，在公司稳健、持续发展的前提下，同时拥有员工 401 人（研发部门员工 151 人）的研发能力，天象互娱的拟发行运营游戏产品数量的增量及存量较为合理，对三年业绩承诺的顺利完成起到重要的支撑作用。

截至目前天象互娱新游戏的储备情况：

序号	游戏简称	游戏类型	状态	预计上线时间	实际运营情况
1	ZDBMGJ	大型多人在线角色扮演游戏	研发中	2016 年第三季度	删档测试
2	XRTX	动漫卡牌类游戏	研发中	2016 年第三季度	删档测试
3	TKWZ	卡牌类策略游戏	研发中	2016 年第三季度	即将封测
4	THYJ	大型多人在线角色扮演游戏	研发中	2016 年第三季度	即将封测
5	KDBB	卡牌类角色扮演	研发中	2016 年第四季度	研发中
6	EZZHG	大型多人在线角色扮演游戏	研发中	2017 年第一季度	研发中
7	LTZJ	即时策略竞技卡牌	研发中	2017 年第二季度	研发中
8	HQG2	动作角色扮演游戏	研发中	2017 年第三季度	研发中
9	FKYSR	大型多人在线角色扮演游戏	研发中	2017 年第四季度	研发中
10	YXDZTXZS	动作角色扮演游戏	研发中	2017 年第四季度	研发中

截至目前天象互娱上述储备游戏产品均按照研发计划如期进行，其中《XRTX》、《ZDBMGJ》两款产品正在删档测试阶段，预计 2016 年 8 月正式上线推广，与预计时间相符，其他 2016 年计划上线产品，目前实际进度均与预计一致并预计会如期上线。根据游戏题材和复杂程度，标的公司一般研发周期为 8-12 个月。根据标的公司未来研发计划以及研发周期的安排，预计 2017 年、2018 年每年自研、委托和联合开发的游戏总数将保持为 5 款，由于 2016 年下半年代理游戏上线数量较多以及 2017 年自研游戏上线数量的增多，考虑标的公司的发行能力，预计 2017 年将代理 1 款游戏，2018 年代理 2 款游戏，以保证对精品游戏发行质量的追求。同时考虑企业研发经验和市场上用户的受众情况，未来预测的游戏多为中重度的卡牌策略类游戏和重度的角色扮演类游戏。天象互娱在保证丰富的游戏储备的同时，又保证了产品的研发及上线情况与计划同步，加大了对预测期业绩承诺的掌控力。

综上所述，未来年度移动游戏市场仍处于高速增长期，行业收入将保持一定程度的稳定增长。目前标的公司主要游戏处于游戏生命周期的稳定期，游戏运营状况较为良好，并有稳定和持续的充值流水。同时，天象互娱目前已有多款在研阶段的游戏产品、储备的代理游戏产品以及多款新游戏的研发计划，且储备的

游戏产品均按照研发计划如期进行中，试运营情况较为良好。故天象互娱作出上述业绩承诺较为合理。

（二）中介机构的核查意见

经核查，评估师认为：

近年来，中国网络游戏市场发展迅速，国家产业和经济政策的推动、信息基础设施及硬件的更新换代以及网络游戏消费日益便捷化等都将为网络游戏行业提供利好，未来网络游戏市场仍有一定的发展空间。同时，天象互娱目前已有多款在研阶段的游戏产品、储备的代理游戏产品以及多款新游戏的研发计划，且储备的游戏产品均按照研发计划如期进行中。结合游戏行业发展情况、标的资产未来三年的预计流水及储备游戏情况等，天象互娱作出的业绩承诺合理。

问题十五：天象互动报告期内归属于母公司的净利润分别为 1.33 亿、1.06 亿和 349 万元，请结合天象互动的业务模式、未来投资计划及与天象互娱的业务往来，补充说明将天象互动承诺业绩定为不亏损的原因与合理性。请财务顾问和评估师发表意见。

回复：

（一）将天象互动承诺业绩定为不亏损的原因

1、天象互动成立之初，主要进行移动网络游戏的开发、发行和运营，成功研发并推出多款移动网络游戏产品。2015 年 10 月，天象互动与天象互娱、天津天象签订重组协议，将天象互动实物资产、人员劳动关系及大部分业务转让至天津天象。同时，天象互动将其持有的天津天象 100%股权转让予天象互娱，天津天象变更为天象互娱的全资子公司。截至目前，天象互动大部分业务均转让至天津天象经营，仅保留了《花千骨》、《热血精灵王》及《天天枪战》在 4399 运营平台的联合运营业务，根据目前该三款游戏在 4399 运营平台的运营状态，结合游戏的生命周期进行分析，未来在此运营平台游戏联运收入较少。除此之外，天象互动仅有转租房租收入，扣除实际租赁成本，租赁净收入较少，且随着未来房屋租赁的到期后，其不再存在转租房屋收入。根据上述重组协议约定，天象互动

未来将不再进行游戏的开发、发行和运营。同时，原有游戏将随着游戏生命周期结束而终止运营，房屋转租收入随着租赁合同到期而终止，评估基准日之后，天象互动的收入较少，盈利能力降低。

2、根据管理层的规划，天象互动未来的业务定位是进行移动网络游戏创业团队或公司的孵化业务，为优秀的创业者搭建立体的服务平台，提供全方位的创业服务。除了向落户的创业者提供全面、开放、友好的办公场地及硬件配套设施外，还会提供投融资、创业讲堂等辅导服务。目前天象互动相关业务尚未正式开展，未来盈利能力存在较大不确定性，无法对天象互动的未来盈利情况进行合理的预测，天象互动只能承诺保证不亏损。

天象互动的手游创业团队、公司孵化业务可以为天象互娱及其子公司的移动网络游戏研发、发行、运营等提供技术、团队、客户渠道等资源，标的公司不仅可以通过业务合作获得创业团队、公司的资源共享和支持，还可以通过参股创业团队、公司分享其发展成果，如果天象互动未来业务发展良好，盈利水平较高，将更加充分地保证上市公司和中小股东的利益。

3、鉴于目前无法对未来的收益进行准确的预估，不宜采用收益法进行评估；此种公司也缺乏类似可比公司和交易案例，不宜采用市场法进行评估。故本次仅采用资产基础法的进行预评估。同时将天象互动业绩承诺为不亏损，充分保证上市公司和中小股东的利益。

（二）中介机构的核查意见

经核查，评估师认为将天象互动承诺业绩定为不亏损较为合理，以充分保护上市公司和中小股东的利益。

（此页无正文，为《北京中企华资产评估有限责任公司关于〈关于宁波富邦精业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信息披露的问询函〉（上证公函【2016】0875号）之涉及资产评估有关问题的答复》之签章页）



北京中企华资产评估有限责任公司

2016年8月11日