

上海中技投资控股股份有限公司
拟收购股权所涉及的上海宏投网络科技
有限公司股东全部权益价值
资产评估说明

信资评报字（2016）第 3041 号



上海立信资产评估有限公司

二〇一六年九月

目 录

第一部分 关于评估说明使用范围的声明	2
第二部分 关于进行资产评估有关事项的说明	3
一、委托方及被评估单位概况	3
二、关于评估目的说明	8
三、关于评估对象和评估范围的说明	8
四、关于评估基准日的说明	9
五、可能影响评估工作的重大事项说明	9
六、资产负债清查情况说明	10
七、已向评估机构提供的资料清单	11
第三部分 宏投网络母公司资产基础法评估说明	14
一、项目整体评估思路	14
二、评估对象与评估范围说明	14
三、资产核实情况总体说明	15
四、资产基础法技术说明	17
五、评估结果	20
第四部分 长期股权投资-JAGEX 收益法评估说明	21
一、Jagex 收益法评估思路	21
二、收益法的应用前提及参数选择	21
三、收益预测的基准和假设条件	23
四、市场分析	25
五、企业的生产经营业绩与历史经营数据	31
六、收益法评估过程	38
七、评估值测算过程与分析	39
八、评估结果	57
第五部分 长期股权投资-JAGEX 公司市场法评估说明	58
一、评估方法	58
二、行业分析	59
三、评估过程	59
四、评估结果	67
第六部分 评估结论及其分析	68
一、评估结论	68
二、长期股权投资——Jagex 评估结果	69

第一部分 关于评估说明使用范围的声明

本评估说明仅供财产评估主管机关、委托方主管部门了解评估有关情况、审查资产评估报告书和检查评估机构工作之用。非为法律、行政法规规定，材料的全部或部分内容不得提供给其他任何单位和个人，也不得见诸于公开媒体。

第二部分 关于进行资产评估有关事项的说明

因上海中技投资控股股份有限公司拟收购本公司——上海宏投网络科技有限公司的部分股权，故由上海中技投资控股股份有限公司委托上海立信资产评估有限公司对该经济行为涉及的本公司全部资产和负债进行了评估。现将有关事项说明如下：

一、委托方及被评估单位概况

（一）委托方概况

企业名称：上海中技投资控股股份有限公司

公司类型：股份有限公司（上市）

住 所：上海市虹口区广粤路 437 号 2 幢

法定代表人：朱建舟

注册资本：人民币 57573.2081 万元整

成立日期：1993 年 12 月 9 日

营业期限：1993 年 12 月 9 日至不约定期限

证券代码：600634

证券简称：中技控股

经营范围：实业投资，销售建筑材料，新型桩型专业领域内的“四技”服务，商务咨询（除经纪），自有设备租赁，自有房屋租赁，国内贸易（除专项规定），普通道路货物运输代理，仓储服务，装卸服务，房地产开发、经营及相关的物业管理，城市基础设施建设及运营，生产电子类产品及相关电子零部件，销售自产产品。【依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动】

（二）被评估单位概况

企业名称：上海宏投网络科技有限公司

公司类型：有限责任公司（国内合资）

住 所：中国（上海）自由贸易试验区富特北路 211 号 302 部位 368 室

法定代表人：李智彬

注册资本：人民币 220000.0000 万元整

成立日期：2016 年 2 月 24 日

营业期限：2016 年 2 月 24 日至 2046 年 2 月 23 日

经营范围：从事网络科技、电子科技、信息科技领域内的技术咨询、技术服务、技术转让，投资咨询，实业投资。【依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动】

2、公司历史沿革

本公司成立于 2016 年 2 月 24 日，由山东宏达矿业股份有限公司（公司简称：宏达矿业）以出资 400 万元设立，注册资本 400 万元。

2016 年 3 月 7 日，经本公司股东会决议，决定将注册资本由 400 万元增加至 1,400 万元，其中，宏达矿业认缴新增注册资本 20 万元，并同意新股东上海品田创业投资合伙企业（有限合伙）（公司简称：品田投资）投资认缴新增注册资本 980 万元。

2016 年 4 月 5 日，经本公司股东会决议，注册资本由 1,400 万元增加至 220,000 万元。2016 年 4 月 12 日，上海市工商局自由贸易试验区分局核发《准予变更（备案）登记通知书》。

截至本次评估基准日，本公司的股东及股权结构情况如下：

序号	股东名称	认缴出资额（万元）	持股比例（%）
1	宏达矿业	55,000	25
2	品田投资	165,000	75
合计		220,000	100

2016 年 3 月 14 日，本公司与 Jagex Limited 原股东签订整体股权收购协议，于 2016 年 6 月 29 日完成 Jagex Limited 收购。

截至评估基准日，本公司有 2 家长期股权投资，情况如下：

序号	企业名称	注册地	主要业务	成立时间	已发行股份金额/注册资本	持股比例
1	Jagex	英国	交互式休闲娱乐游戏软件的开发及成品运营	2000 年 4 月 28 日	11,267.54 英镑	100%
2	宏投网络（香港）有限公司	香港	网络科技，信息技术，技术开发及转让，实业投资	2016 年 5 月 30 日	10,000 港元	100%

截至评估基准日，宏投网络和子公司宏投香港均未开展业务，无收入和人员费用发生，公司实际业务主体是 Jagex 公司。

3、本公司资产、负债结构和经营状况

（1）母公司口径资产、负债结构和经营状况

单位：人民币万元

项目	2016 年 6 月 30 日
总资产	259,280.98
负债	49,491.60
净资产	209,789.38

单位：人民币万元

项目	2016 年 1-6 月
一、营业总收入	-

减：营业成本	-
营业税金及附加	1.81
销售费用	-
管理费用	10,383.86
财务费用	-177.71
资产减值损失	2.66
加：公允价值变动收益	-
投资收益	-
二、营业利润	-10,210.62
加：营业外收入	-
减：营业外支出	-
三、利润总额	-10,210.62
减：所得税费	-
四、净利润	-10,210.62

注：上述数据摘自众华会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《上海宏投网络科技有限公司2016年1-6月财务报表的审计报告》，审计报告编号：众会字[2016]第5882号。

（2）长期股权投资——Jagex Limited 资产、负债结构和经营状况

单位：人民币万元

项目	2014年12月31日	2015年12月31日	2016年6月30日
总资产	28,800.14	54,704.64	44,166.09
负债	19,845.23	22,890.82	32,260.07
净资产	8,954.92	31,813.82	11,906.02

单位：人民币万元

项目	2014年	2015年	2016年1-6月
一、营业总收入	45,699.30	55,559.50	35,115.61
减：营业成本	18,837.02	16,411.37	7,270.94
营业税金及附加	319.22	365.81	230.31
销售费用	3,856.04	3,952.08	2,310.72
管理费用	21,585.48	15,727.07	14,597.59
财务费用	158.21	-145.06	-1,572.46
资产减值损失	145.37	-252.28	-
加：公允价值变动收益	-	-	-
投资收益	-	-	-
二、营业利润	797.95	19,500.49	12,278.50
加：营业外收入	-	-	-
减：营业外支出	24.61	31.41	11.20
三、利润总额	773.33	19,469.08	12,267.30
减：所得税费	-7.96	-3,080.62	-
四、净利润	781.29	22,549.70	12,267.30

注：上述数据摘自众华会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《Jagex Limited 2014年度、2015

年度及 2016 年 1-6 月财务报表的审计报告》，审计报告编号：众会字[2016]第 5821 号。

(3) 本公司模拟合并口径资产、负债结构和经营状况

单位：人民币万元

项目	2014 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日	2016 年 6 月 30 日
总资产	243,935.59	268,984.70	270,843.73
负债	21,769.85	24,601.59	62,694.00
净资产	222,165.74	244,383.11	208,149.72

单位：人民币万元

项目	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
一、营业总收入	45,699.30	55,559.50	35,115.61
减：营业成本	18,837.02	16,411.37	7,270.94
营业税金及附加	319.22	365.81	232.12
销售费用	3,856.04	3,952.08	2,310.72
管理费用	22,440.87	16,582.46	25,409.15
财务费用	158.21	-145.06	-1,743.71
资产减值损失	145.37	-252.28	2.66
加：公允价值变动收益	-	-	-
投资收益	-	-	-
二、营业利润	-57.44	18,645.11	1,633.73
加：营业外收入	-	-	-
减：营业外支出	24.61	31.41	11.20
三、利润总额	-82.05	18,613.69	1,622.53
减：所得税费	-221.80	-3,294.47	-106.92
四、净利润(归属于母公司股东)	139.75	21,908.16	1,729.45

注：上述数据摘自众华会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《上海宏投网络科技有限公司 2014 年度、2015 年度及 2016 年 1-6 月模拟财务报表的审计报告》，审计报告编号：众会字[2016]第 5822 号。

4、企业业务概况

本公司成立至今未开展其他经营业务。本公司的实际业务主体是 Jagex 游戏公司。

Jagex 于 2000 年成立于剑桥科学园区，是英国知名的游戏开发商和发行商。自成立以来，Jagex 已开发并自主发行了多款在线游戏，其中包括曾获吉尼斯世界纪录“累计游戏时间最长的大型多人在线游戏或大型多人在线角色扮演游戏”和“更新次数最多的大型多人在线角色扮演游戏”的《RuneScape》，该款游戏拥有超过 2.4 亿注册用户，创造了超过 7 亿美元的累计收入。

目前，Jagex 拥有超过 320 位员工，其中包括 200 多位开发人员。通过基于数据分析的一站式运营和营销，Jagex 已经成为全球 PC 端市场的优秀开发及发行企业之一。未来，Jagex 将加大在移动游戏市场的布局，实现移动游戏市场的拓展。

5、会计政策和主要税率

(1) 宏投网络主要税种及税率

税种	计税依据	税率
增值税	应纳税增值额	6%
城市维护建设税	应纳流转税	5%
企业所得税	应纳税所得额	25%

(2) Jagex Limited 主要税种及税率：

税种	计税依据	主要税率
企业所得税	应纳税所得额	23%-20%
增值税	应纳税增值额	20%
海外销售税	营业收入	挪威 25%，澳大利亚 10%，加拿大 6%
专利使用税	专利使用费	20%

(3) Jagex Limited 税收优惠：

A、研发费用加计扣除税收优惠政策（“R&D tax relief”）

雇员少于 500 人、年收入不超过 1 亿欧元（约合 8,500 万英镑）或资产少于 8,600 万欧元（约合 7,300 万英镑）的英国中小企业发生的符合条件的研发费用支出，2014 年度可享受 225% 的税收减免额，从 2015 年 4 月起可享受 230% 的税收减免额。

B、专利盒（“Patent Box”）

专利盒（“Patent Box”）是针对拥有专利（以及经过独立审查和集中登记的某些其他创新性知识产权）的企业所得税减免制度，符合条件的专利（或其他受保护的知识产权，比如符合欧洲市场监管部门要求的数据独占权、补充保护证书和植物品种权）所产生的利润实际税率为 10%。

2013 年 4 月 1 日到 2014 年 3 月 31 日对符合条件的专利所产生的利润中能享受该优惠政策的比例为 60%，以后以每年 10% 的速度增长，自 2017 年 4 月 1 日以后，符合条件的利润均可以享受该优惠政策。

C、电子游戏税收优惠 (Video Games Tax Relief) 是于 2014 年 4 月 1 日正式实施。享受该项优惠的企业须满足：

- 电子游戏是“英国电子游戏”；
- 电子游戏是专为年轻人提供；
- 至少 25% 的成本（采购商品或服务）由欧洲经济区内部提供。

如果以上条件均符合，则企业可以在税前对符合条件的支出享受 100% 加计扣除。与研发费用加计扣除类似，当加计扣除额导致企业产生多缴纳的所得税，则企业可以申请退税。加计扣除额与退税额的计算均基于在欧洲经济区发生的核心支出，最多为电子游戏公司核心支出的 80%。

当企业申请研发费用加计扣除时，则不能再对同一游戏项目申请电子游戏税收优惠。同样地，若企业申请电子游戏税收优惠，也不能再对该项目申请研发费用加计扣除。

（三）委托方和被评估单位关系：

委托方——上海中技投资控股股份有限公司系本次股权收购方，被评估单位——本公司系本次收购行为涉及的标的企业。

（四）产权持有方：

山东宏达矿业股份有限公司和上海品田创业投资合伙企业（有限合伙）

二、关于评估目的说明

本次评估目的是收购股权。

因上海中技投资控股股份有限公司拟现金收购买品田投资持有的本公司 26%股权和宏达矿业持有的 25%股权，由上海中技投资控股股份有限公司委托上海立信资产评估有限公司对本公司的股东全部权益价值进行评估。

根据中技控股编号临 2016-042 公告，2016 年 7 月 11 日，中技控股与品田投资签订了《收购意向协议》。

根据中技控股编号临 2016-069 公告，2016 年 8 月 26 日，经中技控股第八届董事会第四十五次会议审议通过，中技控股拟收购买品田投资所持有的本公司 26%的股权及宏达矿业所持有的 25%股权。中技控股于 2016 年 7 月 11 日与品田投资签订的收购意向协议的内容自动终止。

本次评估即为上述经济行为提供价值参考依据。

三、关于评估对象和评估范围的说明

本次资产评估的对象是本公司截至评估基准日的股东全部权益价值。

评估范围是本公司截至评估基准日 2016 年 6 月 30 日所拥有的资产和负债。

详见下表：

单位：人民币万元

科目名称	2016 年 6 月 30 日
货币资金	33,259.07
其他应收款	263.53
流动资产合计	33,522.59
长期股权投资	225,758.38
非流动资产合计	225,758.38
资产合计	259,280.98
应交税费	17.03
其他应付款	49,474.57

科目名称	2016 年 6 月 30 日
流动负债合计	49,491.60
负债合计	49,491.60
净资产合计	209,789.38

纳入评估范围的资产和负债与委托评估时确定的资产和负债范围一致，且经众华会计师事务所（特殊普通合伙）出具的本公司无保留意见审计报告。审计报告编号：众会字[2016]第 5882 号

委托评估的资产基本为正常使用中的资产。

委估资产的具体明细见清查评估明细表。

四、关于评估基准日的说明

本项目资产评估基准日为 2016 年 6 月 30 日。

确定评估基准日的理由为：

- 1、月末会计报表完整准确，便于资产清查；
- 2、尽可能接近评估目的的实现日期。

本次评估中一切取价标准均为评估基准日有效的价格标准。

五、可能影响评估工作的重大事项说明

- 1、无影响生产经营活动和财务状况的重大合同、重大诉讼事项。
- 2、抵（质）押及其或有负债、或有资产的性质、金额，及其对应资产负债情况。

本次交易所涉及的资产权属清晰，不存在抵押质押等权利限制的情况，资产过户或者转移不存在法律障碍，不存在对外担保情况。

- 3、账面未记录的资产负债的类型及其估计金额。

本公司母公司账面无账外资产，但其主要长期股权投资——Jagex 存在账外无形资产：商标（共 244 项）、软件著作权（共 72 项）和专利（共 10 项发明专利权、27 项外观设计）域名（共 594 项）。具体以本公司提供的明细清单为准。

4、截至评估报告日，2016 年 7 月 22 日，宏投网络投资成立上海点指网络科技有限公司。该公司注册资本 5,000.00 万元，经营范围从事网络信息、计算机、系统集成、电子科技专业领域内的技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务，计算机维修，动漫设计，电脑图文设计制作；销售计算机、软件及辅助设备。据了解，该公司为评估基准日后设立，因此不纳入本次评估范围。

5、英国当地时间 2016 年 6 月 24 日，经英国脱欧公投，英国成为首个投票脱离欧盟的国家。公投结果后，全球汇市出现了震荡。Jagex 北美地区业务收入占总收入的 55%左右，约 30%的收入来自欧洲，营业收入主要使用美元结算。因此，综合 Jagex

收入构成，英国脱欧造成汇率变动，预计对该公司经营业绩不会形成实质影响。

六、资产负债清查情况说明

(一) 资产负债清查情况说明

1. 列入清查范围的资产负债的种类、账面金额，产权状况，实物资产分布地点及特点。

本项资产评估工作全面展开后，由本公司财务部负责按评估基准日资产负债表列示的资产和负债数额填报规定式样的资产评估清查明细表。所有明细表的累计数与资产负债表对应科目的余额轧平。

列入清查范围的资产和负债如下表：

截至日期：2016年6月30日

单位：人民币万元

科目名称	2016年6月30日
货币资金	33,259.07
其他应收款	263.53
流动资产合计	33,522.59
长期股权投资	225,758.38
非流动资产合计	225,758.38
资产合计	259,280.98
应交税费	17.03
其他应付款	49,474.57
流动负债合计	49,491.60
负债合计	49,491.60
净资产合计	209,789.38

2、企业申报的账面记录或者未记录的无形资产情况

(1) 外购无形资产

经清查，截至评估基准日，本公司子公司 Jagex 公司无形资产账面均为外购软件，共 297 项，账面情况如下：

评估基准日：2016年06月30日

金额单位：人民币元

序号	外购软件明细	原始入账价值	账面价值（元）
1	外购软件-297 项	9,456,466.91	1,104,410.57

(2) 账外无形资产

本公司母公司账面无账外资产，但主要长期股权投资——Jagex 存在账外无形资产：商标（共 244 项）、软件著作权（共 72 项）和专利（共 10 项发明专利权、27 项外观设计）域名（共 594 项）。具体以本公司提供的明细清单为准。

具体以本公司提供的明细清单为准。

(3) 账面未记录的其他资产负债

无。

3、清查工作的时间安排及实施方案。

清查工作的组织、时间计划、实施方案为：

阶段	时间安排	主要任务	措施	人员分工
第一阶段 组织落实	16.7.14	落实评估人员明确分工、职责	召开会议、落实和布置任务	公司负责人
第二阶段 自查阶段	16.7.15-16.7.20	明确委托方责任人、自查要求；填制资产负债表、评估明细表	按有关规定进行布置，对委托方自查进行指导	财务负责人
第三阶段 清查阶段	16.7.21-8.8	配合评估人员核实各类资产负债评估明细表上列示的全部数字的客观性、真实性、合法性。	按操作规范要求，按分工逐一清查核实。	公司有关人员
第四阶段 分析总结	16.8.9-9.5	检查资产清查的广度与深度是否符合资产评估的要求，是否与经济行为所涉及的资产一致。编写有关事项说明	汇报清查结果并对清查差异作出说明；佐证清查结果	公司有关人员

主要清查方法：账账、账表、账实核对，现场勘察。

对实物资产进行账实核对、现场勘查，对往来款项主要通过账账、账表核对，以及实施必要的函证程序，对货币资金进行盘点与银行对账。

(二) Jagex 未来经营和收益状况预测说明

单位：万英镑

项目	2016 年 7-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
一、营业收入	3,777.50	7,810.86	8,444.87	9,122.07	9,703.54	9,885.67
减：营业成本	1,102.71	1,995.24	2,185.29	2,288.94	2,450.57	2,495.21
营业税金及附加	26.44	54.68	59.11	63.85	67.92	69.20
营业费用	250.43	505.15	528.71	553.39	579.26	605.20
管理费用	1,177.68	1,679.69	1,776.30	1,875.42	1,973.64	2,043.11
财务费用	-	-	-	-	-	-
资产减值损失	-	-	-	-	-	-
加：公允价值变动收益	-	-	-	-	-	-
投资收益	-	-	-	-	-	-
二、营业利润	1,220.23	3,576.10	3,895.46	4,340.46	4,632.15	4,672.96
加：营业外收入	-	-	-	-	-	-
减：营业外支出	-	-	-	-	-	-
三、利润总额	1,220.23	3,576.10	3,895.46	4,340.46	4,632.15	4,672.96
减：所得税费	85.42	250.33	272.68	434.05	463.21	467.30
四、净利润	1,134.81	3,325.77	3,622.78	3,906.41	4,168.94	4,205.66

七、已向评估机构提供的资料清单

- 1、本公司的企业法人营业执照等基础资料；
- 2、本公司以前年度的财务报表；

- 3、本公司相关审计报告；
- 4、资产清查评估明细申报表；
- 5、本公司未来年度经营计划；
- 6、本公司子公司目前及未来年度盈利预测资料；
- 7、其他与评估资产相关的资料。

(本页无正文，系签字盖章页)

委托方：上海中技投资控股股份有限公司



法定代表人：

A handwritten signature in black ink, likely belonging to the legal representative of the commissioning party.

被评估单位：上海宏投网络科技有限公司



法定代表人：

A handwritten signature in black ink, likely belonging to the legal representative of the assessed unit.

2016年9月10日

第三部分 宏投网络母公司资产基础法评估说明

一、项目整体评估思路

本次评估对象为标的公司为上海宏投网络科技有限公司(以下简称:宏投网络),截至评估基准日,该公司长期股权投资具体如下:

序号	企业名称	注册地	主要业务	成立时间	持股比例	已发行股份金额/ 注册资本	账面净资产 (人民币元)
1	Jagex	英国	交互式休闲娱乐游戏软件的开发及成品运营	2000.4.28	100%	11,267.54 英镑	119,060,170.15
2	宏投网络(香港)有限公司	香港	网络科技, 信息技术, 技术开发及转让, 实业投资	2016.5.30	100%	10,000 港元	-355,832.34

宏投网络成立于 2016 年 2 月,截至评估基准日,该公司与其子公司宏投香港均未开展业务,无收入和人员费用发生。

由于标的公司宏投网络母公司及其长期股权投资——宏投香港截至评估基准日未开展业务,无收入和人员费用发生。并且根据宏投网络的规划,公司实际业务主体是长期股权投资-Jagex 公司。因此,本次对宏投网络母公司和宏投香港用资产基础法评估;而对长期股权投资-Jagex 游戏公司,由于其属于游戏行业,是轻资产公司,核心资产主要为商标、专利、软件著作权、技术等无形资产,而这些无形资产大多在账面无价值体现,以资产基础法对 Jagex 进行评估将不能完整反映企业价值,因此采用收益法和市场法进行评估,然后分析两个评估结果的合理性,确定最终的评估结果,汇入宏投网络母公司长期股权投资评估值。

二、评估对象与评估范围说明

(一) 评估对象与评估范围

本次资产评估的对象是上海宏投网络科技有限公司截至评估基准日的股东全部权益价值。评估范围是宏投网络截至评估基准日 2016 年 6 月 30 日所拥有的全部资产和负债。

(二) 委托评估的资产类型、账面金额

本次资产评估的范围系截至 2016 年 6 月 30 日上海宏投网络科技有限公司的全部资产和负债。

委托评估的资产负债类型包括流动资产:货币资金和其他应收款,非流动资产:长期股权投资,流动负债:应交税费和其他应付款。

评估前总资产账面值 2,592,809,756.34 元,其中:流动资产 335,225,935.91 元;非流动资产 2,257,583,820.43 元。

评估前总负债账面值 494,915,960.14 元,均为流动负债。

评估前净资产账面值 2,097,893,796.20 元。

各个科目具体如下：

截至日期：2016 年 6 月 30 日

金额单位：人民币元

资产名称	账面值
货币资金	332,590,665.92
其他应收款净额	2,635,269.99
长期股权投资净额	2,257,583,820.43
应交税费	170,260.45
其他应付款	494,745,699.69

(三) 企业申报的表外资产的类型、数量。

宏投网络母公司账面无账外资产,但其主要长期股权投资——Jagex存在账外无形资产: 商标(共244项)、软件著作权(共72项)和专利(共10项发明专利权、27项外观设计)域名(共594项)。具体以本公司提供的明细清单为准。

(四) 引用其他机构出具的报告的结论所涉及的资产类型、数量和账面金额(或者评估值)。

无。

三、资产核实情况总体说明

(一) 资产核实人员组织、实施时间和过程。

1、组织、实施时间等计划：

阶段	时间安排	主要任务	措施	人员分工
第一阶段 组织落实	16.7.14	落实评估人员明确分工、职责	召开会议、落实和布置任务	公司负责人
第二阶段 自查阶段	16.7.15-16.7.20	明确委托方责任人、自查要求;填制资产负债表、评估明细表	按有关规定进行布置,对委托方自查进行指导	财务负责人
第三阶段 清查阶段	16.7.21-8.8	配合评估人员核实各类资产负债评估明细表上列示的全部数字的客观性、真实性、合法性。	按操作规范要求,按分工逐一清查核实。	公司有关人员
第四阶段 分析总结	16.8.9-9.5	检查资产清查的广度与深度是否符合资产评估的要求,是否与经济行为所涉及的资产一致。编写有关事项说明	汇报清查结果并对清查差异作出说明;佐证清查结果	公司有关人员

2、资产核实过程

(1) 现场核实工作准备阶段

接受本项目的资产评估委托后,根据项目的类型和资产特点,本评估公司成立了资产清查评估小组(简称评估小组)。被评估公司确定了相关研发、市场和财务负责人作为资产清查评估的联系人。

(2) 企业自查

评估小组根据委托单位确定的待评资产范围提出了企业自查的要求，由资产评估委托方按有关规定的要求填报各类资产、负债清查评估明细表，并根据所填报的明细表逐项进行自查。

(3) 清查核实

在企业已经自查的基础上，评估小组进入现场。评估小组首先了解企业所执行的会计核算制度和内部管理制度，对企业各项内部制度的执行情况进行检验；然后会同委托方有关人员对清查评估明细表上所申报的待评资产进行核实，确定这些资产(或负债)的存在性、完整性，验证待评资产的产权归属及相关负债的真实性，做到不重报、不漏项、更不虚报。

本公司曾于2016年4月下旬-5月初，到Jagex Limited所在地进行现场访谈收集资料。本公司于2016年7月接受中技控股委托对宏投网络的股权价值进行评估，而宏投网络主要标的资产即为Jagex Limited。鉴于前一次现场资料收集情况，对后续所需补充的评估资料，通过与Jagex人员邮件往来和委托方派驻现场人员协助补充收集。

(4) 汇总调整

评估小组对待评资产和负债清查核实后汇总分析各科目的清查核实情况，确定清查核实结果是否与账面记录存在差异，确定是否存在产权不清晰的资产，最后根据国家的有关规定及会计政策对需要调整的事项进行处理，调整报表。

(二) 影响资产核实的事项及处理方法

无。

(三) 核实结论

1、资产核实结论。

通过对委估资产的清查、核实，确定上海宏投网络科技有限公司所提供的委托评估资产清单与实际情况基本相符。所有委托评估的资产为正常使用中的资产。

截至日期：2016年6月30日

单位：人民币元

科目	账面金额
一、流动资产合计	335,225,935.91
货币资金	332,590,665.92
其他应收款净额	2,635,269.99
二、非流动资产合计	2,257,583,820.43
长期股权投资	2,257,583,820.43
三、资产合计	2,592,809,756.34
四、流动负债合计	494,915,960.14
应交税费	170,260.45
其他应付款	494,745,699.69
五、负债合计	494,915,960.14

科目	账面金额
六、净资产	2,097,893,796.20

2、资产核实结果是否与账面记录存在差异及其程度。

无。

3、权属资料不完善等权属不清晰的资产。

无。

4、企业申报的账外资产的核实结论。

宏投网络母公司账面无账外资产,但其主要长期股权投资——Jagex存在账外无形资产:商标(共244项)、软件著作权(共72项)和专利(共10项发明专利权、27项外观设计)域名(共594项)。具体以本公司提供的明细清单为准。

四、资产基础法技术说明

(一) 流动资产的清查和评估说明

1、货币资金的清查和评估

货币资金账面值 332,590,665.92 元,均为为银行存款。

银行存款账面值为 332,590,665.92 元,共 5 个人民币账户和 1 个美元账户。

评估人员按银行对账单和银行存款日记账余额进行清查核实,完全相符。因此该类资产按账面值确认其评估值。

即银行存款评估值为 332,590,665.92 元。

单位:人民币元

资产名称	账面值	评估值
银行存款	332,590,665.92	332,590,665.92

2、其他应收款的清查和评估

其他应收款账面原值 2,661,888.88 元,计提坏账准备 26,618.89 元,账面净值 2,635,269.99 元。共计明细 5 笔,系借款利息,账龄均在一年以内。

评估人员查阅了有关凭证、相关资料及履行替代程序等方法,核对了总账、明细账,确认无误。

其他应收款评估原值为 2,661,888.88 元,坏账准备 26,618.89 元评估为 0,评估净值 2,661,888.88 元。

其他应收款评估值为值 2,661,888.88 元。

单位:人民币元

资产名称	账面值	评估值
------	-----	-----

其他应收款	2,635,269.99	2,661,888.88
-------	--------------	--------------

(二) 非流动资产的清查和评估说明

1、长期股权投资的清查和评估说明

宏投网络公司拥有两家长期股权投资公司，具体情况如下：

序号	企业名称	投资日期	已发行股份金额/ 注册资本	持股比例	投资成本 (人民币元)	基准日账面净资产 (人民币元)
1	Jagex Limited	2016.6.29	11,267.54 英镑	100%	2,257,583,820.43	119,060,170.15
2	宏投网络（香港）有限公司	2016.5.30	10,000 港元	100%	0.00	-355,832.34

(1) Jagex 的评估说明

2016 年 3 月 14 日，宏投网络与 Jagex Limited 全体原股东签署整体股份收购协议，以现金方式向 Jagex 全体原股东收购其合计持有的公司 100% 股权。2016 年 6 月 20 日，与 Jagex 全体原股东完成了股权交割。2016 年 6 月 29 日，Jagex 完成了相关股东变更登记手续。截至评估基准日，宏投网络对 Jagex 的投资成本为 2,257,583,820.43 元人民币。

本次对 Jagex 分别采用收益法和市场法进行评估，经分析最终选用收益法评估结果。

经收益法对该公司进行评估（具体见第五部分 Jagex 公司收益法说明），在评估基准日，Jagex 的股东全部权益价值为 3,363,292,400.00 元。

经市场法对该公司进行评估（具体见第六部分 Jagex 公司市场法说明），在评估基准日，Jagex 的股东全部权益价值为 3,470,346,800.00 元。

本次评估最终选择收益法评估结果作为 Jagex 公司评估值。

(2) 宏投网络（香港）有限公司的评估说明

2016 年 5 月 30 日，宏投网络（香港）有限公司在由母公司宏投网络在香港投资设立，注册资本 10,000 港元，实收资本 0.00 港元，即在评估基准日，宏投香港无投资成本。据了解，该公司因宏投网络收购 Jagex 公司而投资设立，目前无收入和人员费用发生。该公司在评估基准日资产负债表明细如下：

截至日期：2016年6月30日

单位：人民币元

科目	账面金额
一、流动资产合计	173,834,340.04
货币资金	2,791,530.63
其他应收款净额	171,042,809.41
二、资产合计	173,834,340.04
三、流动负债合计	174,190,172.38
短期借款	174,128,680.80
应付利息	61,491.58
四、负债合计	174,190,172.38

科目	账面金额
五、净资产	-355,832.34

在评估基准日，货币资金共 2,791,530.63 元，为宏投香港公司在招商银行香港分行的美元账户存款金额，共 420,969.15 美元，按照评估基准日美元兑人民币汇率 1:6.6312 计算，其账面值确认为 2,791,530.63 元人民币。评估值按账面值确认。

货币资产的评估值为 2,791,530.63 元人民币。

其他应收款为宏投香港代宏投网络支付的股权支付款、咨询费及律师费，共计 171,042,809.41 元。评估值按账面值确认。

其他应收款的评估值为 171,042,809.41 元人民币。

短期借款为宏投香港向招商银行香港分行的美元贷款金额，按照当期汇率计算后共计人民币 174,128,680.80 元。评估值按账面值确认。

短期借款的评估值为 174,128,680.80 元人民币。

应付利息为宏投香港向招商银行香港分行的贷款额截至评估基准日所需支付的利息总额，共计 61,491.58 元。评估值按账面值确认。

应付利息的评估值为 61,491.58 元人民币。

由于宏投香港成立时间较短，且无任何实际经营业务及员工费用发生，而企业所有的资产负债均为与母公司发生内部往来所产生的。经评估，宏投网络（香港）有限公司的评估值为-355,832.34 万元。

综上，长期股权投资评估值如下：

单位：人民币元

资产名称	被投资单位	账面值	评估值（收益法）
长期股权投资	Jagex Limited	2,257,583,820.43	3,363,292,400.00
	宏投网络（香港）	0.00	-355,832.34
合计		2,257,583,820.43	3,362,936,567.66

（三）负债的清查和评估说明

1、应交税费的清查和评估

应交税费账面值为 170,260.45 元，共有明细 1 笔，系企业应付的增值税及附加。

评估人员核对了企业的纳税申报表，核实无误，各项税费均在次月缴纳。本次评估按清查核实后的账面值确定。

应交税费评估值为 170,260.45 元。

负债名称	账面值	评估值
应交税费	170,260.45	170,260.45

2、其他应付款的清查和评估

其他应付款账面值为 494,745,699.69 元，共 4 笔，主要系关联方往来、代垫款等。

评估人员通过核对明细账与总账的一致性、抽查部分凭证、发票，对债务的真实性进行了验证。确认其他应付款为实际应承担的债务。

其他应付款评估值为 494,745,699.69 元。

负债名称	账面值	评估值
其他应付款	494,745,699.69	494,745,699.69

五、评估结果

宏投网络在评估基准日 2016 年 6 月 30 日的股东全部权益评估值为人民币 320,327.32 万元，较账面值增值 110,537.94 万元，增值率 52.69%

评估基准日：2016 年 6 月 30 日

金额单位：人民币万元

项 目	账面净值	评估值	增减额	增减率%
	A	B	C=B-A	D=C/A
流动资产	33,522.59	33,525.26	2.67	0.01
非流动资产	225,758.38	336,293.66	110,535.28	48.96
其中：长期股权投资	225,758.38	336,293.66	110,535.28	48.96
资产总计	259,280.98	369,818.92	110,537.95	42.63
流动负债	49,491.60	49,491.60	-	-
负债合计	49,491.60	49,491.60	-	-
净资产	209,789.38	320,327.32	110,537.94	52.69

第四部分 长期股权投资-Jagex 收益法评估说明

一、Jagex 收益法评估思路

本次收益法评估对象为标的公司宏投网络的子公司——Jagex 公司在评估基准日股东全部权益价值。

截至评估基准日，Jagex 公司在美国拥有两家全资子公司，具体情况如下：

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
				直接	间接	
Jagex Holdings Limited Inc	美国	美国	游戏开发	100.00	-	设立投资
Jagex Management Inc	美国	美国	游戏开发	100.00	-	设立投资

由于以上两家子公司目前均无业务收入，主要的资产负债是与母公司 Jagex 公司的内部往来，因此在本次收益法评估中，对以上两家子公司采用与母公司合并的口径进行预测，以下说明中对 Jagex 公司的描述均为母公司包含其所有子公司的合并口径。

二、收益法的应用前提及参数选择

(一) 收益法的定义和原理。

收益法，是指通过估算被评估资产的未来预期收益并折算成现值，借以确定被评估资产价格的一种资产评估方法。

所谓收益现值，是指企业在未来特定时期内的预期收益按适当的折现率折算成当前价值（简称折现）的总金额。

收益法的基本原理是资产的购买者为购买资产而愿意支付的货币量不会超过该项资产未来所能带来的期望收益的折现值。

(二) 收益法的应用前提。

收益法的适用前提条件为：

- ①被评估资产必须是能够用货币衡量其未来期望收益的单项或整体资产；
- ②产权所有者所承担的风险也必须是能用货币来衡量的；
- ③被评估资产预期收益年限可以预测。

(三) 收益法选择的理由和依据。

◆ 根据总体情况判断

- ①委估资产是能够用货币衡量其未来收益的整体资产；
- ②委估资产由于承担了风险而要求的收益可以用货币衡量；
- ③委估的对象是经营性资产，产权明确，具备持续经营的条件。

◆ 根据评估目的判断

本次评估是为股权转让提供价值的参考，是对该股权的获利能力进行的评估，而

针对具体的评估方法，所涉及的企业整体资产采用收益法进行评估较为合理。

◆ 根据委评资产形式判断

本次委评的资产是在长时间的经营过程中形成的有整体收益的资产，具有较好的获利能力，因而可采用收益法评估企业整体资产价值。

(四) 收益模型的选取

本次评估采用收益法通过对企业整体价值的评估，扣减有息负债从而间接获得股东全部权益价值。

本次收益法评估的企业整体价值按下列公式计算：

企业整体价值=营业性资产价值+溢余资产价值+非经营性资产价值

股东权益价值=企业整体价值-有息债务

其中：营业性资产价值按以下公式确定：

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{F_i}{(1+r)^i} + \frac{F_n \times (1+g)}{(r-g) \times (1+r)^n}$$

式中：P 为营业性资产价值；

r 为折现率；

i 为预测年度；

F_i 为第 i 年净现金流量；

n 为预测第末年；

g 永续增长率。

有息债务：指基准日账面上需要付息的债务。

溢余资产：是指与企业收益无直接关系、超过企业经营所需的多余资产，主要包括溢余现金、收益法评估未包括的资产等。

非经营性资产：是指与企业收益无直接关系、不产生效益的资产。

(五) 收益年限的确定

企业的收益期限可分为无限期和有限期两种。理论上，收益期限的差异只是计算方式的不同，所得到的评估结果应该是相同的。由于企业收益并非等额年金以及资产余值估计数的影响，用有限期计算或无限期计算的结果会略有差异。

Jagex 公司 2000 年 4 月 28 日成立，英国公司一般不对企业的经营年限进行限制。因此本次收益期按照无限期计算。当进行无限年期预测时，期末剩余资产价值可忽略不计。

一般地，将预测的时间分为两个阶段，详细的预测期和后续期。本次评估的评估基准日为 2016 年 6 月 30 日，根据企业的经营情况及本次评估目的，对 2016 年 7 月至 2021 年采用详细预测，2022 年以后年度委估公司的经营业绩将基本稳定，综合全球的通货膨胀率及企业的发展水平，在 2022 年后考虑一定的永续增长率。

(六) 未来收益的确定

本次评估采用的收益类型为企业自由现金流量，企业自由现金流量指的是归属于股东和付息债务的债权人在内的所有投资者的现金流量，其计算公式为：

企业自由现金流量=税后净利润+折旧与摊销+利息费用（扣除税务影响后）-资本性支出-净营运资金变动

（七）折现率的确定

按照收益额与折现率口径一致的原则，本次评估收益额口径为企业自由现金流量，则折现率选取加权平均资本成本(WACC)。公式如下：

$$WACC=K_e \times W_e + K_d \times (1-t) \times W_d$$

其中：WACC：加权平均资本成本

K_e ：公司普通权益资本成本

K_d ：公司债务资本成本

W_e ：权益资本在资本结构中的百分比

W_d ：债务资本在资本结构中的百分比

t：公司所得税税率

其中，权益资本成本 K_e 采用资本资产定价模型（CAPM）计算，公式如下：

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

其中： r_f ：无风险报酬率；

β_L ：权益的系统风险系数；

MRP：市场风险溢价；

r_c ：企业特定风险调整系数。

（八）溢余资产价值及非经营性资产价值的确定

溢余资产是指与企业收益无直接关系、超过企业经营所需的多余资产，主要包括溢余现金、收益法评估未包括的资产等。非经营性资产是指与企业收益无直接关系、不产生效益的资产。溢余资产和非经营性资产视具体情况采用成本法、收益法或市场法评估。

溢余资产及非经营资产的处理与企业的资产负债结构密切相关。本次评估通过分析委估企业的资产结构确定溢余资产的价值。

三、收益预测的基准和假设条件

（一）数据预测的基准

本次评估预测基准是根据企业 2014-2016 年 1-6 月（两年一期）的审计报告。在充分考虑公司现实业务基础和发展潜力的基础上，并在下列各项假设和前提下对公司未来经营进行了分析预测。预测所依据的原则与国内以及国际上通用的评估原则相一致。一般来说，有以下几个具体原则：

- ①参考历史数据，不完全依靠历史数据；
- ②根据调查研究的数据对财务数据进行调整；
- ③数据统计与定性综合分析相结合，根据已有数据进行合理修正，求出反映企业价值变化的最佳参数来。

（二）预测的假设条件

对委估企业的收益进行预测是采用收益法进行评估的基础，而任何预测都是在一定假设条件下进行的，本次评估收益预测建立在以下假设条件基础上：

◆ 一般性假设

- ①企业所在的行业保持稳定发展态势，所遵循的国家和地方的现行法律、法规、制度及社会政治和经济政策与现时无重大变化；
- ②企业以目前的规模或目前资产决定的融资能力可达到的规模，按持续经营原则继续经营原有产品或类似产品和服务，不考虑新增资本规模带来的收益；
- ③企业与国内外合作伙伴关系及其相互利益无重大变化；
- ④标的企业现行的有关汇率、税赋基准及税率，以及政策性收费等不发生重大变化；
- ⑤无其他人力不可抗拒及不可预见因素造成的重大不利影响。

◆ 针对性假设

- ①委估企业的资产在评估基准日后不改变用途，仍持续使用；
- ②委估企业的现有和未来经营者是负责的，且企业管理层能稳步推进公司的发展计划，尽力实现预计的经营态势，同时主要高管及其核心业务人员（包括子公司）不在上海宏投网络科技有限公司及其子公司以外的经济实体从事与上海宏投网络科技有限公司及其子公司竞争的相关业务，并将长期在上海宏投网络科技有限公司及其子公司任职，积极推进公司的经营发展；
- ③委估企业遵守国家相关法律和法规，不会出现影响公司发展和收益实现的重大违规事项；
- ④委估企业提供的历年财务资料所采用的会计政策和进行收益预测时所采用的会计政策与会计核算方法在重要方面基本一致，企业提供收益预测中的各项收入、成本费用是完整的；
- ⑤委估企业在评估目的实现后，仍将按照现有的经营模式持续经营，继续经营原有产品或类似产品，企业的运营模式、与关联企业的利益分配、职工薪酬制度等均保持不变；
- ⑥所有的收入和支出均发生于年末；
- ⑦委估企业的资质证书到期后均可正常续签，企业的合法经营不会受到重大影响；
- ⑧宏投网络为 Jagex 的母公司，其子公司宏投香港也是为收购 Jagex 设立。这两

个公司目前没有运营，未来也基本没有自身业务的收入和成本费用。本次评估假设宏投网络保持现有经营模式，母公司和宏投香港未来不需要 Jagex 承担成本费用。

⑨由于 Jagex 开发的 RuneScape 系列游戏收入在报告期内占总收入的比重较高，如果 Jagex 无法成功维持 RuneScape 系列产品生命力，将会对未来公司的盈利能力产生一定影响。本次评估假设正在运营的游戏产品以及开发的新产品未来在运营所在地或者新开拓市场不存在重大政策限制以及发生重大变化，企业未来新游戏的上线时间和预期的收益能与企业发展规划相匹配。

⑩Jagex 执行的税收政策得以延续，不会发生重大变化。

评估人员根据资产评估的要求，认定这些假设条件在评估基准日时成立，并根据这些假设推论出相应的评估结论。如果未来经济环境发生较大变化或其它假设条件不成立时，评估人员将不承担由于假设条件的改变而可能推导出不同评估结果的责任。

四、市场分析

1. 行业发展概况

网络游戏，又称在线游戏，是指由软件程序和信数据构成，玩家可以通过互联网、移动通信网等信息网络进行交互娱乐的电子游戏。

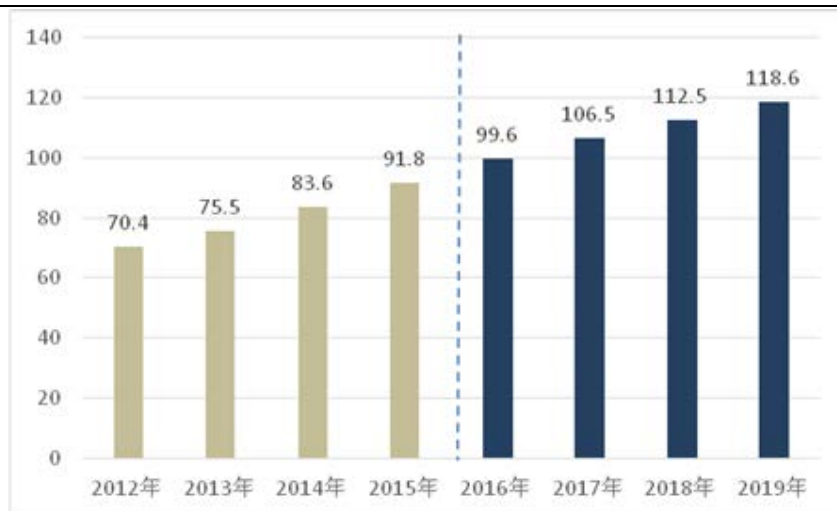
随着居民生活水平的提高不断带动文化消费的提升，以及各国政府的大力扶持不断带动各类社会资本积极进入游戏行业，一个规模庞大、分工明确的游戏产业最终形成。网络游戏、单机游戏和移动游戏都是电子游戏产业的重要组成部分。

2005 年后，网络游戏进入新的发展时期，出现了客户端网游、移动网游和网页网游等游戏。网络游戏能够为玩家提供更为丰富的游戏体验，是未来游戏产业发展的主流趋势之一。一方面，网络游戏具有良好的互动性，玩家可在网络游戏世界中形成与现实世界相似的社会关系，使得游戏体验更为真实生动；另一方面，网络游戏更具新颖性，企业在运营过程中会不断推出新的游戏版本并加入新颖的游戏玩法，相较于其他游戏形式，网络游戏的更新更为频繁，更具独特性。

根据 Newzoo 于 2016 年发布的《全球游戏市场报告》的最新预测情况，2016 年全球游戏产业总值将达到 996 亿美元，比 2015 年增长 8.5%。预计全球游戏市场以 6.6% 的复合年增长率持续发展，2019 年将达到 1,186 亿美元产业总值。

欧美发达国家游戏产业发展时间较长，商业模式相对较为成熟。2016 年，作为第二大市场的北美地区预期收入 254 亿美元，较 2015 年增长 4.1%，占全球市场销售收入的 25.5%，增长主要得益于移动游戏产业的发展。西欧市场增速 4.4%，东欧市场以 7.3% 的同比增长速度稳健发展。

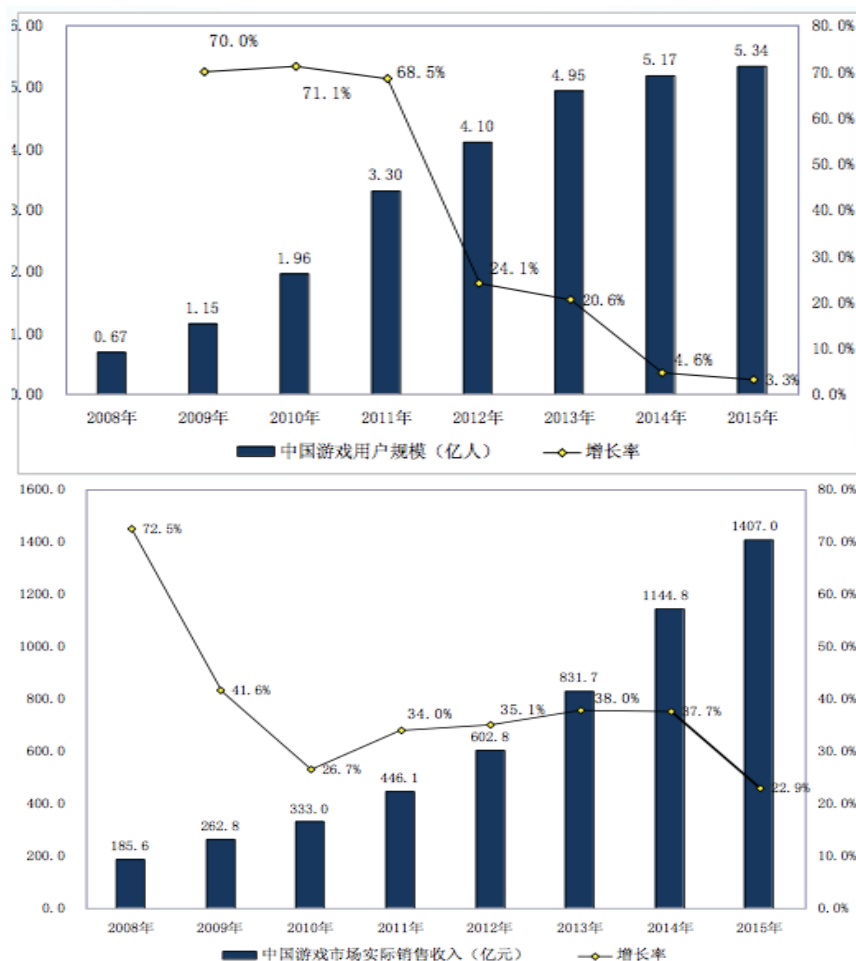
图 1：2012-2019 年全球游戏市场销售收入及预测情况（单位：十亿美元）



数据来源：Newzoo2014/2015 Global Game Market Report、Newzoo《全球游戏市场报告》

亚太游戏市场在过去几年中迎来迅速的发展，现已成为世界第一大游戏市场。根据 Newzoo2016 年发布的《全球游戏市场报告》2016 年亚太地区游戏市场规模预计达到 466 亿美元，占全球游戏市场总收入的比例约为 47%，较 2015 年增长 10.7%。中国游戏市场产业总值预计 2016 年将达到 244 亿美元，占全球游戏市场产业总值的比例达到 25%。

图 2：2008 年至 2015 年中国游戏市场用户规模及销售收入情况



数据来源：中国版协游戏工委（GPC）、国际数据公司（IDC）及中新游戏（伽马新媒 CNG）

“十二五”时期中国游戏产业迅速发展，游戏产品研发能力大幅提升。《2015年中国游戏产业报告》中指出，2015年中国游戏市场实际销售收入达到1,407亿元人民币，同比增长22.9%；游戏用户达到5.34亿人，同比增长3.3%。

2、细分游戏行业市场概况

网络游戏市场主要可细分为客户端游戏市场、网页游戏市场以及移动游戏市场。客户端游戏，简称端游，是网络游戏的形式之一，是需要在电脑上安装游戏客户端软件才能运行的游戏。网页游戏简称页游，是用户可以直接通过互联网浏览器进行娱乐的网络游戏，不需要安装任何客户端软件。移动网络游戏是指运行在移动终端上的网络游戏，是以移动互联网为传输媒介，以游戏运营商服务器和用户手持设备为处理终端，以移动支付为支付渠道，以游戏移动客户端软件为信息交互窗口的多人在线游戏方式。其与电脑形式近似，可以实现娱乐、休闲、交流和取得虚拟成就的功能，具有可持续性的个体性特征。

图3 2015年全球游戏细分市场销售收入构成



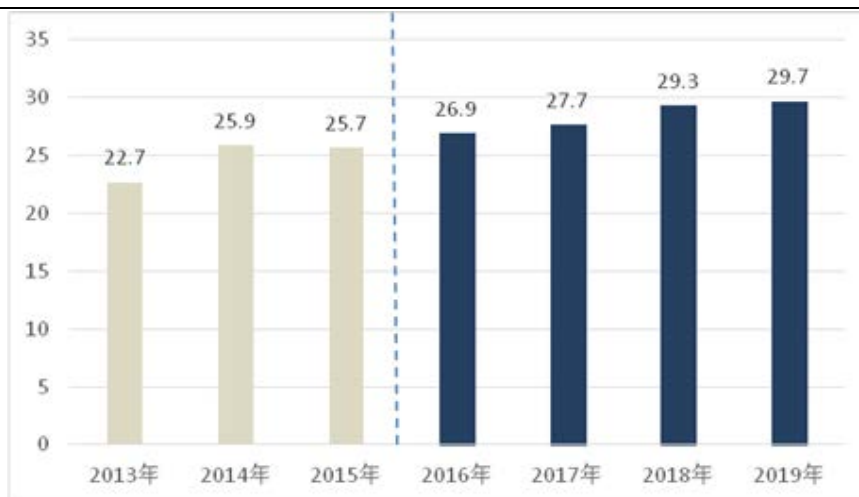
数据来源：Newzoo《全球游戏市场报告》

Jagex 主要从事客户端网络游戏、移动网络游戏的开发及运营维护。

（1）客户端网络游戏市场

客户端网络游戏市场规模近年来仍保持着稳定的增长。虽然受到其他细分市场成长以及分流的影响，客户端网络游戏市场及用户规模的增长速度呈放缓趋势，但随着玩家要求的不断提升，开发成本升高，开发周期也相应延长，具有强大自研能力和用户规模的大型客户端网络游戏公司凭借其技术基础和品牌知名度巩固其行业地位，客户端网络游戏仍能够获得较高的收益。2015年全球客户端网络游戏销售收入达到257亿美元，预计未来将持续稳定增长。

图4 2013-2019年全球客户端网络游戏市场销售收入及预测情况（单位：十亿美元）



数据来源：Newzoo 2014/2015 Global Game Market Report、Newzoo《全球游戏市场报告》

经历十余年的发展，客户端网络游戏积累了大量的忠实用户，当前中国的客户端网络游戏市场已经进入相对平稳的发展阶段，用户群体稳定，需求具有持续性。2015年，中国客户端网络游戏市场实际销售收入达到 611.6 亿元。

图 5 2008-2015 年中国客户端网络游戏市场销售收入情况（单位：亿元人民币）

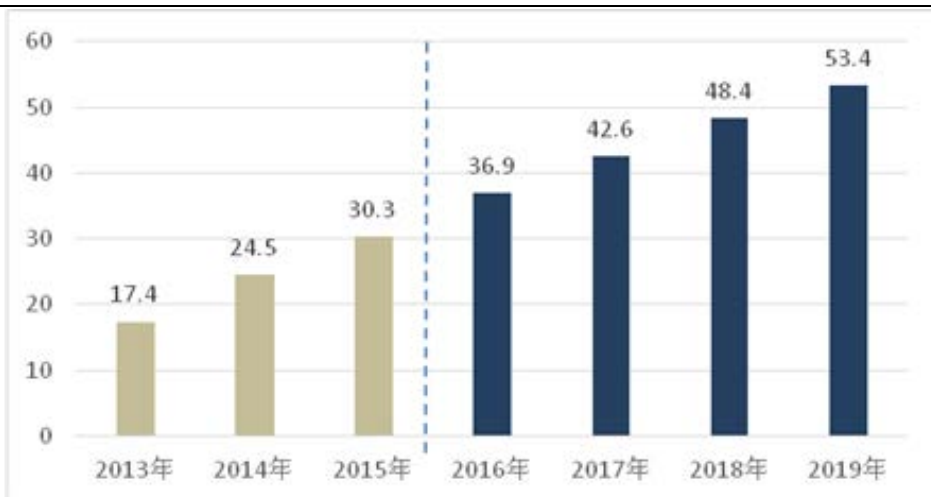


数据来源：中国版协游戏工委（GPC）、国际数据公司（IDC）及中新游戏（伽马新媒 CNG）

（2）移动网络游戏市场

移动网络游戏市场的发展时间较短，但销售收入的增长速度在游戏细分领域中较快；由于移动网络游戏具有移动便捷、操作简单、碎片化时间等特点，其用户规模的增长速度较快。2015 年全球移动网络游戏销售收入达到 303 亿美元，同比增长 23.7%。预计 2016 年全球移动网络游戏的销售收入将达到 369 亿美元，以 21.78% 的同比增长率保持较高增速，且所占市场份额持续增加。

图 6 2013-2019 年全球移动端网络游戏市场销售收入及走势（单位：十亿美元）



数据来源：Newzoo 2014/2015 Global Game Market Report、Newzoo《全球游戏市场报告》

近年来，随着智能手机、平板电脑等移动设备的普及和 3G、4G 等移动通讯技术的发展，移动网络游戏是目前中国整体游戏行业内增长最快的细分市场，2015 年中国移动游戏市场实际销售收入达到 514.6 亿元，同比增长 87.2%。

图 7 2008 年至 2015 年中国移动网络游戏市场销售收入情况（单位：亿元人民币）



数据来源：中国版协游戏工委（GPC）、国际数据公司（IDC）及中新游戏（伽马新媒 CNG）

3、行业竞争格局

（1）高强度的市场化竞争

网络游戏行业经过多年的发展已经形成了一批具有较强研运实力、业务规模较大的网络游戏企业。游戏行业内的竞争主要体现在游戏产品的竞争上，一款制作精良、程序稳定的游戏产品能够给企业带来巨大的经济效益，但游戏产品本身有限的生命周期又会给企业的发展带来较大的波动性。网络游戏行业的竞争始终处于不断变化和动态调整中，游戏研发商不仅需要具备专业的技术开发实力，还需保持对新兴技术的敏感度，持续加强研发投入、更新和优化。游戏开发成本因企业对优质资源的争取被迅速抬高，导致移动游戏行业的中小型游戏公司淘汰率较高。网络游戏行业进入壁垒大

幅提高，各研发商通过差异化游戏产品树立品牌，扩大影响力，而资金、人才、品牌等资源也不断向优质游戏厂商集中。

(2) 客户端网络游戏行业内主要竞争对手

企业	介绍
Activision Blizzard	动视暴雪是美国电子游戏开发商和发行商，成立于 1991 年。公司的主要出品游戏有《魔兽争霸》、《星际争霸》、《暗黑破坏神》。其中《魔兽世界》和《星际争霸》均被多项电子竞技比赛列为主要比赛项目，在电脑游戏界享有高评价。
腾讯	腾讯为香港联交所上市公司，股票代码 700，已拥有休闲游戏平台、大型网游、中型休闲游戏、桌面游戏、对战平台五大类逾六十款游戏，并在网络游戏的多个细分市场领域形成专业化布局并取得良好的市场业绩。
Smile Gate	Smile Gate 是韩国的游戏开发公司，成立于 2006 年。公司的主要代表作品是《穿越火线》，该游戏是一款多人在线第一人称射击游戏，并在中国和越南、北南美、欧洲等全世界 80 个国家运营，在中国大陆是由腾讯公司进行运营。
Riot Games	拳头游戏是美国电子游戏开发商和发行商，成立于 2006 年。公司的代表作品是《英雄联盟》，该游戏采用免费游戏、道具收费的模式盈利。公司在 2008 年引入腾讯公司等金融机构作为投资者，随后腾讯获得《英雄联盟》中国大陆代理权。
Valve	Valve 是美国开发电子游戏的公司，成立于 1996 年，其主要作品《DOTA2》是一款免费的多人在线战斗竞技类游戏。公司于 2004 年发布了使用自行研发的游戏引擎 Source 引擎开发的游戏《Half-life 2》也取得巨大成功，公司同时运营著名为 Steam 的数位发行平台主要服务 PC 游戏市场。

(3) 移动端网络游戏行业内主要竞争对手

企业	介绍
Supercell	Supercell 是芬兰赫尔辛基的电子游戏开发商，成立于 2010 年。目前主要制作面向智能手机等移动平台的游戏，公司的代表作品是《部落冲突》、《卡通农场》、《海岛奇兵》和《部落冲突：皇室战争》，腾讯控股与其他参与财团已收购公司大部分股权。
King Digital Entertainment	King 是总部位于瑞典的休闲社交游戏公司，成立于 2003 年，并于 2014 年在纽约证券交易所挂牌上市，股票代码 KING。公司的主要出品游戏《糖果传奇（Candy Crush Saga）》是一款微策略消除手游。2015 年动视暴雪以 59 亿美元现金收购了该公司。
Mixi	Mixi 是日本最大的社交网站，主要提供 SNS 服务，公司主要出品游戏《怪物弹珠》是一款四人射击的 IOS 和 Android 系统手机游戏应用程序。并于 2014 年正式确认由腾讯独家代理其在中国大陆、香港和澳门地区的运营权。
Line	Line 由韩国互联网集团 NHN 的日本子公司 NHN Japan 推出，是一款可以免费通话、短信通讯应用。并于 2016 年在日本东京证券交易所上市，同时在纽约证券交易所挂牌上市，股票代码 LN。公司发行的《LINE:迪士尼消消看》是一款简单的益智游戏。

4、企业的核心竞争优势

(1) 研发优势

Jagex 总部位于英国剑桥，成立以来一直致力于打造世界级游戏作品，提供卓越

的游戏体验。Jagex 在挖掘用户需求方面有着丰富的经验，在游戏的研究过程中，了解和分析游戏玩家对产品的诉求。通过多年的积累，Jagex 具备了较为完善的用户数据统计和分析等相关的专业人才，对用户在游戏行为等进行分析研究，为后续游戏的改进、新游戏产品的研发和推广等提供数据支持。在目前移动端网络游戏迅速发展的大趋势下，Jagex 计划基于《RuneScape》的产品 IP，开发新的游戏类别并拓展至 PC 客户端以外的移动端游戏平台。

（2）人才优势

Jagex 拥有经验丰富、优秀务实的游戏团队，这对于网络游戏企业的成功持续开发及运营至关重要。Jagex 经验丰富和技术领先的研发团队具有多年游戏开发和运营的成功经验，在游戏的研究和公司的发展中起到了不可或缺的作用。

（3）运营优势

Jagex 采用研发和运营并行的模式，在运营的同时，随时改进游戏功能以不断满足玩家的需求，同时深入了解各平台的用户特性，重视多平台、精细化运营。运营团队会根据不同区域、渠道的关键数据和指标，并针对不同阶段用户的细分需求策划和实施丰富的运营活动。

（4）品牌优势

Jagex 成立于 2000 年，由于其主要游戏《RuneScape》在 MMORPG 领域的地位，Jagex 有着较广泛知名度。凭借多年在游戏领域的经验，Jagex 在客户端游市场占据重要地位。其知名度提高了游戏产品对用户的吸引力，为公司带来更多的用户积累，形成了一种良性循环。

五、企业的生产经营业绩与历史经营数据

（一）Jagex 企业概况

Jagex 于 2000 年成立于剑桥科学园区，是英国知名的游戏开发商和发行商。自成立以来，Jagex 已开发并自主发行了多款在线游戏，其中包括曾获吉尼斯世界纪录“累计游戏时间最长的大型多人在线游戏或大型多人在线角色扮演游戏”和“更新次数最多的大型多人在线角色扮演游戏”的《RuneScape》，该款游戏拥有超过 2.4 亿注册用户，创造了超过 7 亿美元的累计收入。

目前，Jagex 拥有超过 320 位员工，其中包括 200 多位开发人员。通过基于数据分析的一站式运营和营销，Jagex 已经成为全球 PC 端市场的优秀开发及发行企业之一。未来，Jagex 将加大在移动游戏市场的布局，实现移动游戏市场的拓展。

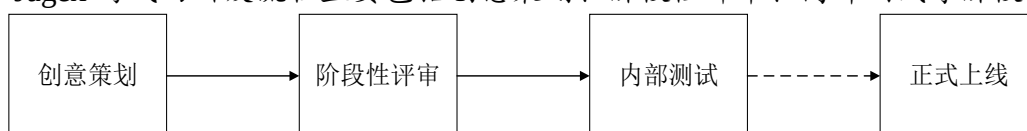
1、核心技术人员情况

截至本报告书签署日，Jagex 核心技术人员情况如下：

姓名	性别	学历	目前职务	简历
Phil Mansell	男	综合管理学硕士	副总裁	自 2011 年加入 Jagex, 引领了《RuneScape》的诸多概念革新, 并将《RuneScape》由单一的游戏产品拓展为拥有多款游戏的系列产品。加入 Jagex 前, 曾在 EA、Gameloft、Sony 等多家知名游戏公司担任首席设计师职务。
Hamza Mudassir	男	工商管理学硕士	副总裁	自 2014 年加入 Jagex, 帮助公司设计并实施了转型策略, 建立了新的营销团队, 拓宽了公司引进人才的渠道, 为公司提升企业价值作出了杰出贡献。加入 Jagex 前, 曾在多家跨国公司担任品牌经理、产品经理等职务。
Richard Colledge	男	管理会计高级文凭	财务总监	自 2012 年加入 Jagex, 帮助公司取得了税务减免, 并利用专业知识帮助提升了公司的会计管理效率。
Saumitra Ganguly	男	工商管理学硕士	科技副总裁	自 2015 年加入 Jagex, 带领总计 35 人的 3 个科学团队, 帮助公司在 IT 基础设施、商业智能及数据科学方面进行研发。加入 Jagex 前, 曾在 CITI、微软等知名公司担任商务经理、COO 等职务。
Justin Edwards	男	商业及信息系统学学士	产品总监	自 2008 年加入 Jagex, 带领团队制作并发布了《RuneScape (Old School)》、War of Legends 等多款重要的游戏产品。加入 Jagex 前, 曾在多家知名企业担任程序编写相关工作。
Conor Crowley	男	互动媒体学学士	高级制作人	自 2010 年加入 Jagex, 带领 6 个产品团队为《RuneScape》制作并提供高质量的内容与更新。同时, 也负责游戏的质量保证及测试。
Eric Lagel	男	工商管理学硕士	高级制作人	自 2015 年加入 Jagex, 负责《RuneScape》的重制工作。加入 Jagex 前, 曾在 UBISOFT、Crytek 等多家知名游戏公司担任游戏制作人。

2、研发模式及流程

Jagex 游戏的研发流程主要包括创意策划、阶段性评审、内部测试等阶段。



(1) 创意策划

游戏设计师充分了解当下全球市场情况, 发现市场中用户的潜在需求, 在市场调研分析的基础上, 描绘出新产品的设计要求和基本方向, 并结合 Jagex 战略发展规划形成新产品的创意概念。

(2) 阶段性评审

在游戏研发阶段, Jagex 的核心理念是通过与客户验证最简化的可实行产品, 最小化发布前的开发成本。Jagex 每月召开例会, 由各团队提交目前进度及 KPI (关键绩效指标, 可能覆盖前期测试结果到游戏相关硬性指标的各项内容) 至公司管理层。管理层共同审核进度及 KPI 并对是否将该游戏项目推进至下一节点进行决策。

(3) 内部测试

游戏开发过程中, Jagex 为开发团队配备两名测试人员, 测试人员将覆盖中期开

发测试并确保开发过程的顺利进行。内部测试需要进行大量预览阶段的面板测试及调查，开发小组根据测试结果及管理层提出的相关建议对版本进行进一步修正。最终上线前，Jagex 会配备两名专业测试员对游戏整体进行测试，从游戏体验中进一步找出游戏中的漏洞，通过数据反馈与分析不断调整游戏内容、参数设置或新增部分内容，以确保游戏在上线后能顺利运行。

3、运营模式

目前，网络游戏的运营模式主要包括自主运营、联合运营和代理运营三种方式。Jagex 的主要产品为 PC 端网络游戏，采用自主运营模式，游戏的研发、维护和升级、服务器的架设和维护管理、游戏产品的推广和客户服务以及游戏运营的平台均由 Jagex 自主运行。

4、盈利模式

Jagex 收入主要为游戏玩家通过 RuneScape 官方网站经由第三方支付平台进行充值或在超市及零售店购买充值点卡，激活后通过 RuneScape 官网进行充值的形式，购买游戏虚拟货币进而在游戏中转化为道具、虚拟装备等游戏内容。收入来源包括会员费收入和道具收入，其中道具收入包括 Keys 收入、RuneCoins 收入和 Bonds 收入。

(1) 会员费收入

玩家可以通过信用卡或手机在线支付方式购买会员，或通过购买游戏点卡或兑换码，再将其激活成为会员。

(2) Keys 收入

玩家消耗购买或兑换的 Keys，以此来获得游戏道具或经验值。

(3) RuneCoins 收入

RuneCoins 是玩家在游戏内用来购买武器装备和改变游戏内人物形象的虚拟货币。

(4) Bonds 收入

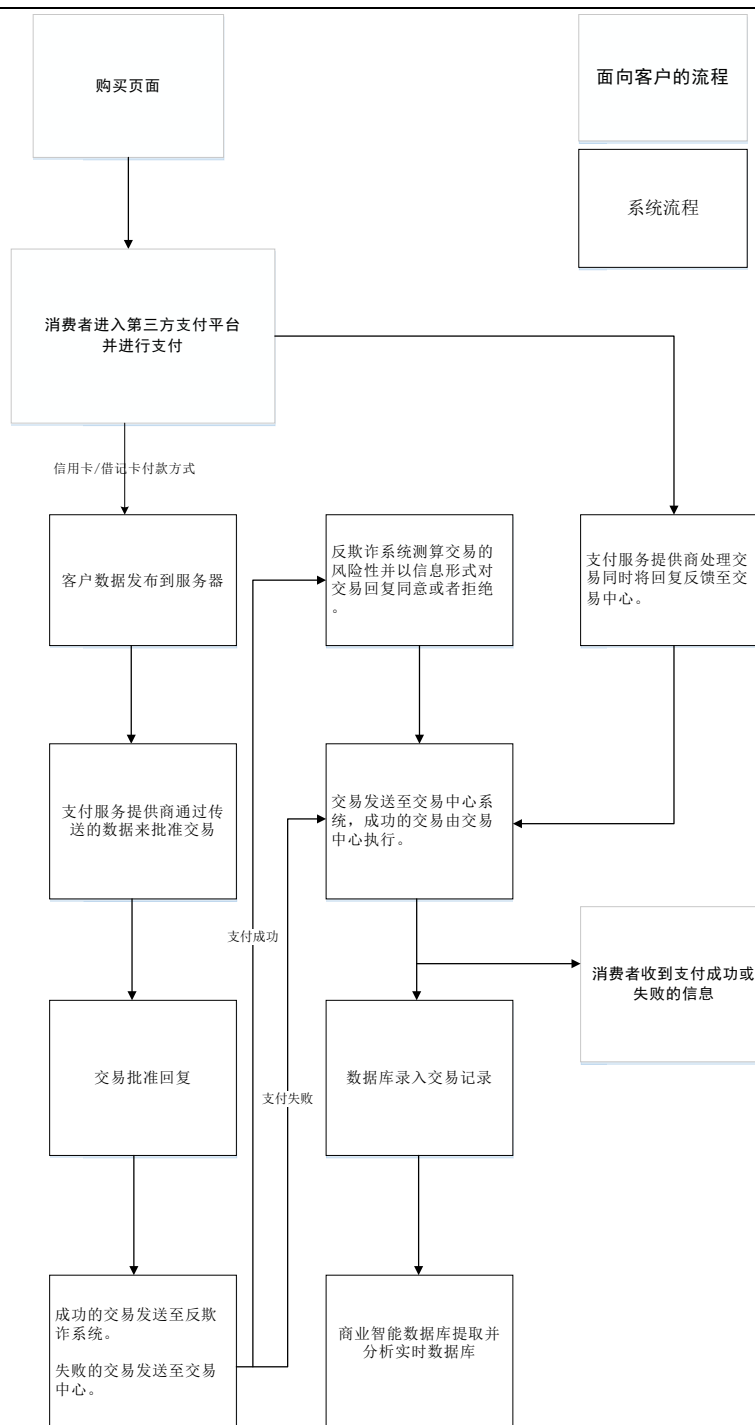
玩家通过购买 Bonds 可以兑换成会员身份，Keys 或者 RuneCoins。Jagex 在玩家兑换 Bonds 时，将取得的款项根据兑换结果分别按上述会员费收入，Keys 收入或者 RuneCoins 收入的确认方式进行确认。如果玩家自购买 Bonds 之日起 12 个月（兑换有效期）内没有兑换，Jagex 将取得的款项全额一次性确认收入。

(5) 广告收入

公司在广告发布的期间内按月确认广告收入。

5、结算模式及流程

玩家可以通过第三方支付平台对游戏中的会员或道具进行购买。具体的结算流程如下图所示：



(二) 历史经营数据

Jagex2014-2015 年末、2016 年 6 月 30 日资产和负债情况如下：

金额单位：人民币万元

项 目	2014 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日	2016 年 6 月 30 日
总资产	28,800.14	54,704.64	44,166.09
负债	19,845.23	22,890.82	32,260.07
净资产	8,954.92	31,813.82	11,906.02

对应的英镑金额为：

金额单位：万英镑

项 目	2014 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日	2016 年 6 月 30 日
总资产	3,017.71	5,688.98	4,950.69
负债	2,079.41	2,380.52	3,616.11
净资产	938.31	3,308.46	1,334.58

Jagex2014-2015 年度、2016 年 1-6 月经营业绩如下：

本次评估预测分析均采用企业经营地币种英镑进行分析预测。

本次评估基准日为 2016 年 6 月 30 日，Jagex 公司 2014-2016 年 1-6 月合并经营状况如下：

单位：万英镑

项 目	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
一、营业收入	4,517.75	5,825.13	3,776.81
增长率	-	28.94%	-
减：营业成本	1,862.19	1,720.65	782.01
占营业收入比例	41.22%	29.54%	20.71%
营业税金及附加	31.56	38.35	24.77
占营业收入比例	0.70%	0.66%	0.66%
营业费用	381.20	414.36	248.53
占营业收入比例	8.44%	7.11%	6.58%
管理费用	2,133.90	1,648.90	1,570.02
占营业收入比例	47.23%	28.31%	41.57%
财务费用	15.64	-15.21	-169.12
占营业收入比例	0.35%	-0.26%	-4.48%
资产减值损失	14.37	-26.45	-
加：公允价值变动收益	-	-	-
投资收益	-	-	-
二、营业利润	78.88	2,044.53	1,320.60
加：营业外收入	-	-	-
减：营业外支出	2.43	3.29	1.20
三、利润总额	76.45	2,041.23	1,319.39
减：所得税	-0.79	-322.99	-
四、净利润	77.24	2,364.22	1,319.39
归属于母公司股东的净利润	77.24	2,364.22	1,319.39

注：Jagex 公司 2014 年-2016 年 1-6 月财务数据摘自众华会计师事务所(特殊普通合伙)出具的众会字(2016)第 5821 号审计报告。其中 2014 年度英镑兑人民币汇率为 1: 10.1155，2015 年度英镑兑人民币汇率为 1: 9.5379，2016 年 1-6 月英镑兑人民币汇率为 1: 9.2977。

合并经营业绩分析如下：

1、该公司 2014-2016 年 1-6 月营业收入依次为 4,517.75 万英镑、5,825.13 万英镑和 3,776.81 万英镑，2015 年营业收入增长率为 28.94%，主要为《RuneScape》游戏收入的增长。

2、该公司 2014-2016 年 1-6 月营业成本依次为 1,862.19 万英镑、1,720.65 万英镑和 782.01 万英镑，占营业收入比例依次为 41.22%、29.54%和 20.71%，主要为人工成本、交易成本、网络服务费、软件成本等的支出。

3、该公司 2014-2016 年 1-6 月营业税金及附加依次为 31.56 万英镑、38.35 万英镑和 24.77 万英镑，占营业收入的比例依次为 0.70%、0.66%和 0.66%，为海外销售税等支出。

4、该公司 2014-2016 年 1-6 月营业费用依次为 381.20 万英镑、414.36 万英镑和 248.53 万英镑，占营业收入的比例依次为 8.44%、7.11%和 6.58%，为营销推广费、工资及福利和公关代理费等支出。

5、该公司 2014-2016 年 1-6 月管理费用依次为 2,133.90 万英镑、1,648.90 万英镑和 1,570.02 万英镑，占营业收入比例依次为 47.23%、28.31%和 41.57%，主要包括职工薪酬、研发费、折旧和摊销费、租赁、物业费、中介咨询费、办公费等费用支出。

6、该公司 2014-2016 年 1-6 月财务费用依次为 15.64 万英镑、-15.21 万英镑和 -169.12 万英镑，占营业收入比例依次为 0.35%、-0.26%和-4.48%，主要为汇兑损益、银行手续费、利息收入等。

7、该公司 2014-2016 年 1-6 月资产减值损失依次为 14.37 万英镑、-26.45 万英镑和 0.00 万英镑，主要为坏账损失、存货跌价损失及长期股权投资减值损失。

8、该公司 2014-2016 年 1-6 月营业外支出依次为 2.43 万英镑、3.29 万英镑和 1.20 万英镑，主要为固定资产处置损失和无形资产处置损失。

9、该公司 2014-2016 年 1-6 月净利润依次为 76.45 万英镑、2,041.23 万英镑和 1,319.39 万英镑，无少数股权，均为归属母公司净利润，2014-2016 年 1-6 月销售净利率依次为 1.71%、40.59%和 34.93%，企业近两年收益大幅增长，主要是 Runecape 的游戏增长速度较快。

扣除非经常性损益后利润表如下：

单位：万英镑

项 目	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
一、营业收入	4,517.75	5,825.13	3,776.81
增长率	-	28.94%	-
减：营业成本	1,862.19	1,720.65	782.01
占营业收入比例	41.22%	29.54%	20.71%
营业税金及附加	31.56	38.35	24.77
占营业收入比例	0.70%	0.66%	0.66%
营业费用	381.20	414.36	248.53
占营业收入比例	8.44%	7.11%	6.58%
管理费用	2,111.60	1,644.77	819.28
占营业收入比例	46.74%	28.24%	21.69%
财务费用	15.64	-15.21	-169.12

项 目	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
占营业收入比例	0.35%	-0.26%	-4.48%
资产减值损失	14.37	-26.45	-
加：公允价值变动收益	-	-	-
投资收益	-	-	-
二、营业利润	101.18	2,048.66	2,071.34
加：营业外收入	-	-	-
减：营业外支出	-	-	-
三、利润总额	101.18	2,048.66	2,071.34
减：所得税	-0.79	-322.99	-
四、净利润	101.97	2,371.65	2,071.34
归属于母公司股东的净利润	101.97	2,371.65	2,071.34

注：以上扣除非经常性损益后利润表扣除了与 Jagex 公司正常经营无关的、在管理费用中的“股份支付费”和“收购服务费”以及每年的营业外支出，具体明细见收益法评估中历史管理费用明细及营业外支出科目。

（三） 经营性资产，非经营性资产、负债，溢余资产、负债的分析。

1、非经营性资产、溢余资产的分析

截至 2016 年 6 月 30 日，Jagex 公司合并资产负债表货币资金 1,449.39 万英镑，根据企业资金情况分析，由于 Jagex 公司属于游戏公司，其游戏收入是先收取游戏充值款后按月平均摊销，或游戏虚拟货币和道具的消费款收取后产生收入，且公司为轻资产公司，因此企业的运营资金充足，其营运资金需要 1.5 个月的付现成本。扣除 1.5 个月的付现成本后 821.38 万英镑为企业的溢余资产。

Jagex 公司在评估基准日，其他应收款共计 2,374.63 万英镑，其中 2,351.31 万英镑为应收母公司宏投网络，属于关联公司内部资金往来，因此该笔资产为溢余资产。

因此，综合上述分析，本次评估确定其非经营性资产和溢余资产共计 3,172.68 万英镑。

2、非经营性负债、溢余负债的分析

经分析，在评估基准日 Jagex 公司合并资产负债表中其他应付款 1,528.32 万英镑，其中包含 Jagex 应代付交易奖金，该笔金额为与股东方之间的往来款，属于溢余负债。因此，本次评估确定其溢余负债为 1,348.85 万英镑。

3、经营性资产的分析

经上述对溢余资产及溢余负债的分析，Jagex 公司的经营性资产按基准日全部的资产及负债减去非经营性资产和溢余资产以及付息债务得出。经营性资产明细如下表所列：

单位：万英镑

资产	报表数据	经营性资产数值	负债和股东权益	报表数据	经营性资产数值
流动资产：			流动负债：		

资产	报表数据	经营性资产数值	负债和股东权益	报表数据	经营性资产数值
货币资金	1,449.39	628.01	短期借款		
应收账款	576.80	576.80	应付账款	381.42	381.42
预付款项	122.96	122.96	预收账款	64.16	64.16
其他应收款	2,374.63	2,374.63	应付职工薪酬	398.68	398.68
存货	20.37	20.37	应交税费	532.68	532.68
其他流动资产	208.00	208.00	其他应付款	1,528.32	179.47
流动资产合计	4,752.14	3,930.76	流动负债合计	2,905.25	1,556.41
非流动资产:			非流动负债:		
固定资产	137.22	137.22	递延收益	710.87	710.87
无形资产	12.38	12.38	非流动负债:	710.87	710.87
长期待摊费用	48.95	48.95	负债合计	3,616.11	2,267.28
非流动资产合计	198.55	198.55	股东权益合计	1,334.58	1,862.03
资产总计	4,950.69	4,129.31	负债和股东权益总计	4,950.69	4,129.31

4、付息债务的分析

于评估基准日，被评估企业无任何付息债务，付息债务评估值为零。

六、收益法评估过程

(一) 接受委托，以 2016 年 6 月 30 日为评估基准日，对委估企业的股东权益价值进行评估，根据评估目的和对象的特点，拟定评估工作方案；

(二) 对企业工作人员进行访谈，听取关于业务基本情况及资产财务状况的介绍，收集有关经营和基础财务数据；

(三) 收集宏观经济环境资料，分析国内外经济发展趋势对企业发展的影响。收集企业所在行业的市场状况和发展前景资料，分析企业在本行业中的市场份额和地位；

(四) 分析企业以前年度的收入、成本和费用的构成及其变化原因，初步分析企业提供的预测获利能力及发展趋势是否合理；

(五) 结合企业的综合实力、管理水平、盈利能力、发展能力、竞争优势等因素进一步分析企业提供的预测表，若发现重大不合理的假设或结果及时与企业管理人员进行交流；

(六) 根据上述调查分析，并根据经济环境和市场发展状况对预测值进行适当调整预测，指导企业形成未来期间的预期收益；

(七) 建立收益法评估定价模型；

(八) 选择适宜的资本化方法，确定折现率，估算委估对象的公允价值，撰写评估报告初稿；

(九) 评估报告初稿经公司内部三级复核后定稿，与委托方、资产占有方交换意见并进行必要的修改后将评估报告正式递交委托方。

七、评估值测算过程与分析

（一）未来收益的确定

1. 营业收入的预测

Jagex 于 2000 年成立于剑桥科学园区，是英国知名的游戏开发商和发行商。自成立以来，Jagex 已开发并自主发行了超过 40 款在线游戏，其中包括曾获吉尼斯世界纪录“累计游戏时间最长的大型多人在线游戏或大型多人在线角色扮演游戏”和“更新次数最多的大型多人在线角色扮演游戏”的《RuneScape》，该款游戏拥有超过 2.4 亿注册用户，创造了超过 7 亿美元的累计收入。

目前，Jagex 拥有超过 320 位员工，其中包括 195 位开发人员。通过基于数据分析的一站式运营和营销，Jagex 已经成为 PC 端市场的优秀开发及发行企业之一。未来，Jagex 将通过基于移动设备的新游戏展现卓越的成长潜力。

（1）历史经营业绩分析

评估人员根据企业的历史数据以及企业经营部门和财务人员提供的相关信息资料，历年营业收入情况如下：

单位：万英镑

项 目	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
RuneScape	4,396.31	5,747.94	3,749.61
其他游戏	121.44	77.19	27.19
营业收入合计	4,517.75	5,825.13	3,776.81
收入增长率	-	28.94%	-

Jagex 公司收入主要来源于《RuneScape》游戏，其他游戏占比较小。其中，由于历史收入中《Runescape》游戏与《RuneScape (Old School)》共享会员，两款游戏具有一定的关联性，因此本次评估将两款游戏汇总分析，并以合并口径进行预测：

①《RuneScape》系列营业收入

单位：万英镑

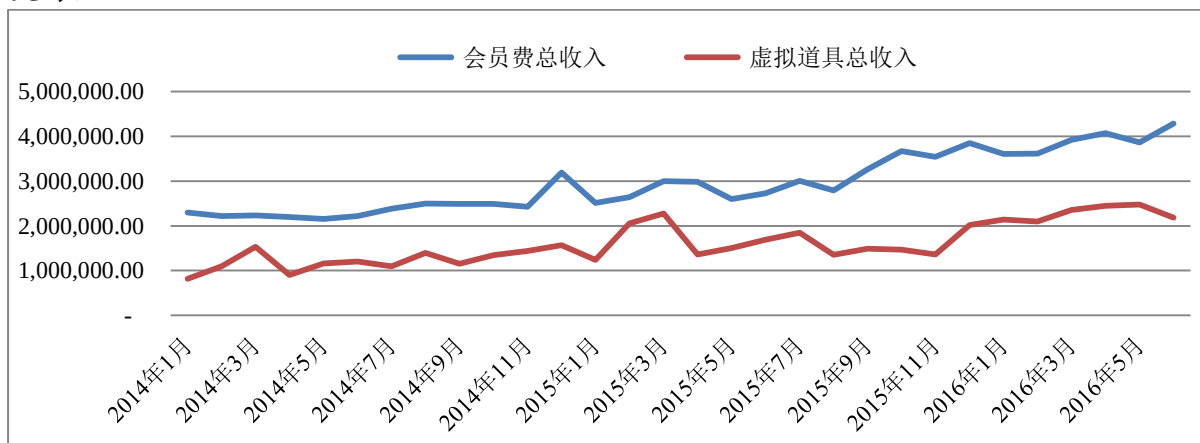
项 目	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
会员费总收入	2,879.89	3,686.12	2,350.17
虚拟道具总收入	1,470.67	1,966.33	1,355.50
广告等其他收入	45.76	95.50	43.94
RuneScape 收入	4,396.31	5,747.94	3,749.61

根据 Jagex 提供的《RuneScape》的具体数据流量，如 2014 年全年具体明细所示：

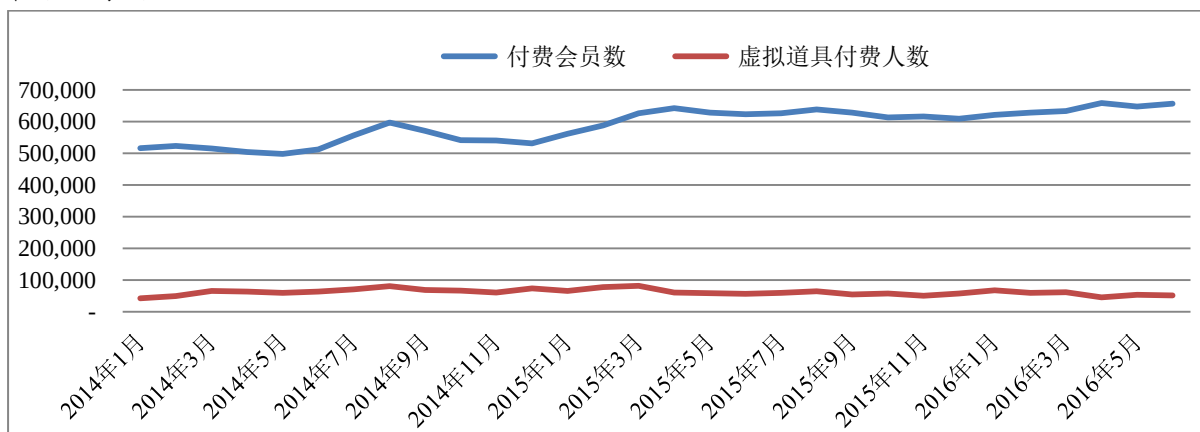
科目	2014 年 1 月	2014 年 2 月	2014 年 3 月	2014 年 4 月	2014 年 5 月	2014 年 6 月
活跃用户数（人）	1,552,000	1,392,461	1,490,682	1,384,757	1,482,826	1,559,598
新增用户净数（人）	-748,711	-159,539	98,221	-105,925	98,069	76,772
会员付费率	33.29%	37.62%	34.60%	36.44%	33.59%	32.86%
付费会员数（人）	516,669	523,791	515,776	504,617	498,140	512,518
会员平均会费（英镑）	4.45	4.24	4.33	4.35	4.32	4.33

会员费总收入（英镑）	2,299,635	2,219,232	2,234,238	2,197,328	2,151,429	2,217,987
虚拟道具付费率	2.75%	3.59%	4.43%	4.65%	4.01%	4.12%
虚拟道具付费人数（人）	42,686	50,036	66,034	64,371	59,409	64,203
ARPPU(虚拟道具)（英镑）	19.06	21.95	23.19	13.99	19.48	18.70
虚拟道具总收入（英镑）	813,710	1,098,438	1,531,120	900,707	1,157,058	1,200,345
科目	2014 年 7 月	2014 年 8 月	2014 年 9 月	2014 年 10 月	2014 年 11 月	2014 年 12 月
活跃用户数（人）	1,603,226	1,705,098	1,380,028	1,576,543	1,621,186	1,958,439
新增用户净数（人）	43,628	101,872	-325,070	196,515	44,643	337,253
会员付费率	34.72%	35.05%	41.42%	34.39%	33.35%	27.14%
付费会员数（人）	556,624	597,613	571,561	542,150	540,641	531,546
会员平均会费（英镑）	4.28	4.17	4.36	4.59	4.49	6.01
会员费总收入（英镑）	2,384,757	2,494,494	2,489,541	2,488,023	2,429,628	3,192,579
虚拟道具付费率	4.44%	4.73%	4.97%	4.26%	3.78%	3.77%
虚拟道具付费人数（人）	71,263	80,616	68,564	67,117	61,346	73,755
ARPPU(虚拟道具)（英镑）	15.38	17.30	16.87	20.05	23.50	21.31
虚拟道具总收入（英镑）	1,095,874	1,394,501	1,156,369	1,345,723	1,441,353	1,571,470

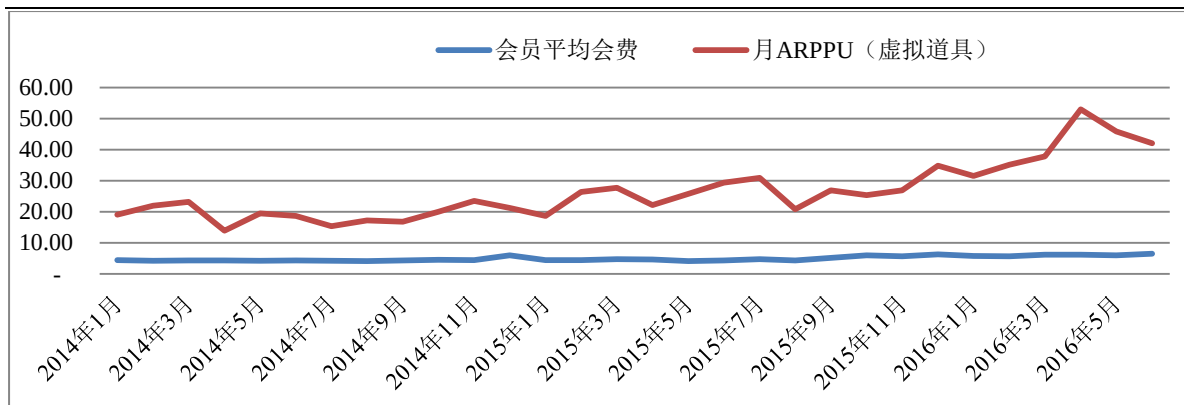
2014 年-2016 年 1-6 月每月会员费总收入、虚拟道具总收入如下图所示（单位：英镑）：



2014 年-2016 年 1-6 月每月对应的付费会员数和虚拟道具付费人数如下图所示（单位：人）：



则相应的，2014 年-2016 年 1-6 月每月会员平均会费和虚拟道具的 ARPPU 值如下图所示（单位：英镑）：



随着企业对《RuneScape》游戏同类游戏（RuneScape Old School 于 2014 年发布）的拓展、游戏内容战略的调整及进一步的营销推广，从 2014 年开始，《RuneScape》收入呈现上升趋势，玩家数量呈上升趋势，其虚拟道具的 ARPPU 值也在 2015 年下半年后出现明显增长。

②其他游戏

Jagex 公司在运行《RuneScape》游戏基础上，还开发了和接受委托代理了其他小游戏，包括《BLOCK N LOAD》、《War of Legends》、《Ace of Spades 》等游戏，公司其他业务游戏收入运营数据较低，对企业收益的贡献较小。根据企业发展战略的调整，Jagex 公司未来收入将主要围绕《Runescape》这款游戏及其周边进行不断开发，并进一步拓展海外市场。

(2) 营业收入预测

①《RuneScape》游戏

根据《RuneScape》近两年的发展趋势，Jagex 公司对《RuneScape》游戏进行了详细的收入流量预测，其预测思路如下：

会员费总收入=（活跃用户数+新增用户净额）*会员付费率*会员平均会费；

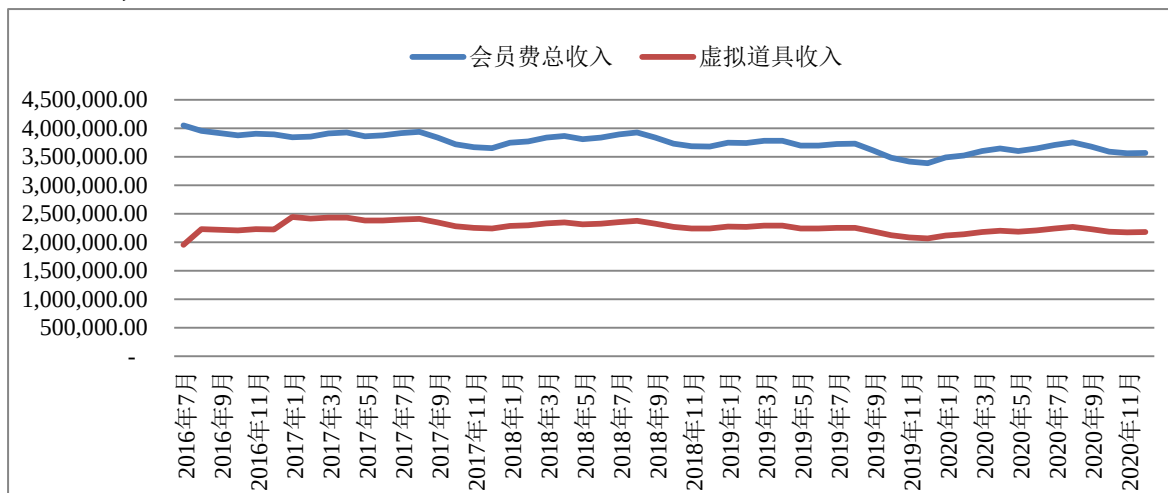
虚拟道具总收入=（活跃用户数+新增用户净额）*虚拟道具付费率*ARPPU

根据企业的预测，预计《RuneScape》游戏收入随着部分 2016 年游戏和 2017 年与《RuneScape》IP 相关的游戏如《RS Idle Adventures》、《RS Remastered》等的推出，其协同效应将促使在 2017 年与 2016 年持平，从 2018 年开始，该游戏收入预计进入缓慢下降期，两类收入预测明细如下（以 2016 年 6 月-2017 年为例，以后年度预测与此类似）：

科目	2016 年 7 月	2016 年 8 月	2016 年 9 月	2016 年 10 月	2016 年 11 月	2016 年 12 月
活跃用户数（人）	2,321,794	2,248,489	2,190,022	2,125,560	2,097,125	2,090,241
新增用户净数（人）	137,421	-73,305	-58,467	-64,462	-28,435	-6,883
会员付费率	29.28%	29.28%	29.28%	29.28%	29.28%	29.28%
付费会员数（人）	679,804	658,341	641,222	622,348	614,023	612,007
会员平均会费（英镑）	5.95	6.00	6.10	6.22	6.36	6.36
会员费总收入（英镑）	4,048,059	3,951,767	3,914,462	3,872,129	3,902,588	3,890,012
虚拟道具付费率	2.59%	2.59%	2.59%	2.59%	2.59%	2.59%
虚拟道具付费人数（人）	60,190	58,289	56,774	55,103	54,365	54,187

ARPPU(虚拟道具)(英镑)	32.46	38.22	39.06	40.02	40.97	41.00
虚拟道具总收入(英镑)	1,953,483	2,227,669	2,217,334	2,205,146	2,227,281	2,221,489
科目	2017年1月	2017年2月	2017年3月	2017年4月	2017年5月	2017年6月
活跃用户数(人)	2,313,175	2,057,935	2,167,316	1,784,552	2,279,974	2,029,908
新增用户净数(人)	222,934	-255,240	109,380	-382,764	495,423	-250,066
会员付费率	27.02%	30.42%	29.28%	35.69%	27.43%	30.92%
付费会员数(人)	624,965	626,115	634,687	636,994	625,409	627,554
会员平均会费(英镑)	6.15	6.15	6.16	6.16	6.17	6.17
会员费总收入(英镑)	3,841,493	3,852,080	3,909,074	3,926,631	3,856,566	3,873,066
虚拟道具付费率	3.01%	3.03%	2.71%	2.35%	2.08%	2.70%
虚拟道具付费人数(人)	69,595	62,281	58,658	41,953	47,432	54,726
ARPPU(虚拟道具)(英镑)	35.05	38.75	41.45	57.94	50.13	43.51
虚拟道具总收入(英镑)	2,439,325	2,413,575	2,431,347	2,430,716	2,377,681	2,381,296
科目	2017年7月	2017年8月	2017年9月	2017年10月	2017年11月	2017年12月
活跃用户数(人)	2,322,548	2,319,722	2,221,554	2,113,695	2,039,165	2,030,800
新增用户净数(人)	292,640	-2,826	-98,169	-107,859	-74,530	-8,365
会员付费率	27.28%	27.46%	27.91%	28.43%	29.03%	29.00%
付费会员数(人)	633,697	636,932	620,034	600,855	591,871	589,016
会员平均会费(英镑)	6.18	6.18	6.18	6.19	6.19	6.19
会员费总收入(英镑)	3,914,810	3,938,216	3,834,381	3,716,736	3,663,893	3,648,640
虚拟道具付费率	3.30%	2.80%	2.79%	2.78%	2.78%	2.77%
虚拟道具付费人数(人)	76,638	65,001	62,044	58,840	56,650	56,327
ARPPU(虚拟道具)(英镑)	31.30	37.02	37.83	38.75	39.68	39.71
虚拟道具总收入(英镑)	2,398,434	2,406,327	2,346,887	2,280,175	2,248,123	2,236,656

预计《RuneScape》未来对应的会员费总收入和虚拟道具总收入如下图所示(单位:英镑):



由于广告等其他收入占比很小,且并非企业发展的主要方向,因此该类收入在未来收入较小。

综合上述分析,预计《RuneScape》收入明细如下:

金额单位:万英镑

项目	2016年 7-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
会员费总收入	2,357.90	4,597.56	4,558.67	4,378.05	4,334.04	4,334.04

虚拟道具总收入	1,305.24	2,839.05	2,768.53	2,655.06	2,628.49	2,628.49
广告等其他收入	45.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00
RuneScape 收入合计	3,708.14	7,461.61	7,352.20	7,058.11	6,987.53	6,987.53

②RuneScape Remastered 收入预测

根据 Jagex 公司市场统计，多数《RuneScape》的用户希望有手机版本发布。基于当前的《RuneScape》游戏内容，Jagex 预计 2017 年第三季度发布《RuneScape》主游戏的手机客户端 RS Remastered。

基于《RuneScape》较好的历史收益和游戏玩家数量，预计 RS Remastered 发布之初的活跃用户较高，随着游戏上线时间逐步加长，其活跃用户占累计用户数的比例逐渐降低。

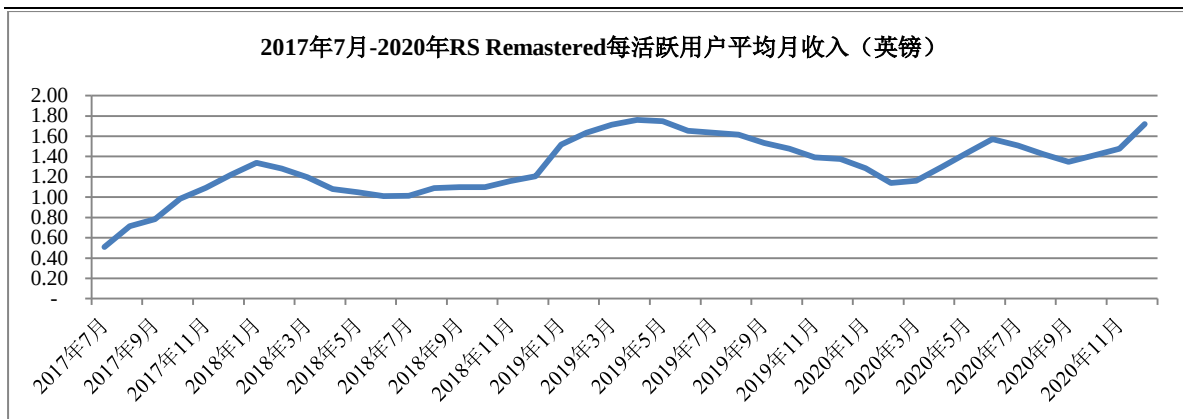
RS Remastered 未来每月的营业收入计算公式为：

营业收入=当月累计用户数*活跃用户比例*每活跃用户平均月收入，

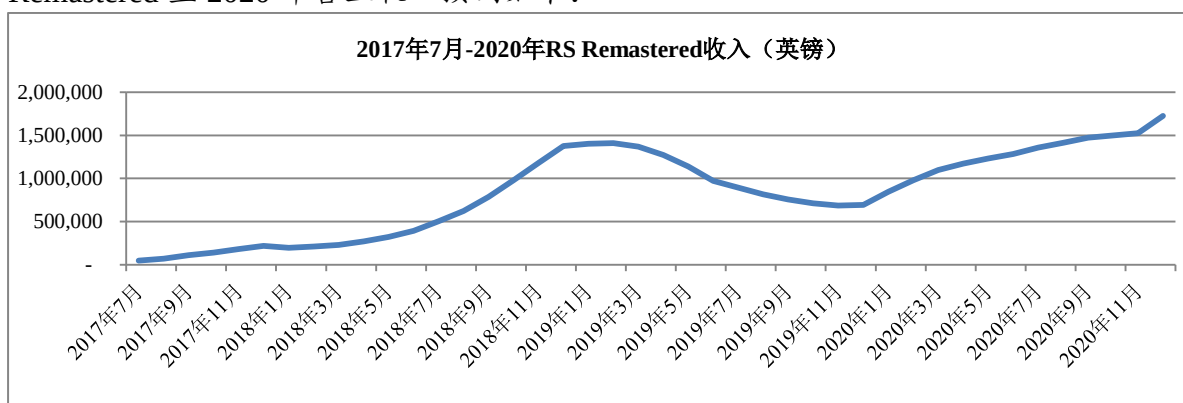
RS Remastered 未来数据流量如下表所示(游戏上线至 2018 年末数据流量为例)：

RS Remastered	2017 年 7 月	2017 年 8 月	2017 年 9 月	2017 年 10 月	2017 年 11 月	2017 年 12 月
新增用户数 (人)	95,238	38,095	85,714	57,143	80,952	78,571
累计用户数 (人)	95,238	133,333	219,048	276,190	357,143	435,714
活跃用户比例	100%	71%	65%	52%	47%	41%
活跃用户数 (人)	95,238	95,238	142,857	142,857	166,667	178,571
每活跃用户平均月收入 (英镑)	0.51	0.71	0.78	0.99	1.09	1.22
收入合计 (英镑)	48,565	67,991	111,700	140,839	182,119	218,017
RS Remastered	2018 年 1 月	2018 年 2 月	2018 年 3 月	2018 年 4 月	2018 年 5 月	2018 年 6 月
新增用户数 (人)	71,429	75,000	93,333	140,000	166,667	226,667
累计用户数 (人)	507,143	582,143	675,476	815,476	982,143	1,208,810
活跃用户比例	29%	28%	29%	31%	31%	32%
活跃用户数 (人)	145,881	165,897	193,312	251,076	306,115	389,399
每活跃用户平均月收入 (英镑)	1.34	1.28	1.20	1.08	1.05	1.01
收入合计 (英镑)	195,396	212,431	231,206	271,428	320,413	393,958
RS Remastered	2018 年 7 月	2018 年 8 月	2018 年 9 月	2018 年 10 月	2018 年 11 月	2018 年 12 月
新增用户数 (人)	323,810	360,000	487,520	591,429	657,143	714,286
累计用户数 (人)	1,532,619	1,892,619	2,380,139	2,971,568	3,628,710	4,342,996
活跃用户比例	33%	30%	30%	30%	28%	26%
活跃用户数 (人)	498,327	572,645.01	715,336	890,549	1,017,532	1,143,377
每活跃用户平均月收入 (英镑)	1.01	1.09	1.10	1.10	1.16	1.21
收入合计 (英镑)	505,051	622,957	785,922	978,883	1,179,574	1,378,166

RS Remastered 每活跃用户平均月收入在详细预测期内如下图所示：



按照预测的 RS Remastered 每活跃用户平均月收入和对应的活跃用户数，RS Remastered 至 2020 年营业收入预测如下：



即综合上述分析，RS Remastered 在详细预测期内的营业收入如下：

单位：万英镑

项 目	2016 年 7-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
RS Remastered 收入	-	76.92	707.54	1,212.92	1,560.38	1,642.50

③中国市场代理项目预测

Jagex 公司已开始着手中国市场的开拓，并与中国多家游戏发行商和游戏研发公司进行了商业洽谈，RuneScape 系列游戏在中国地区的授权发行事宜。

未来中国市场开拓模式主要有以下两种：

1、将 Jagex 部分核心产品的运营权授权许可给中国合作伙伴，由中国公司负责在中国市场内的游戏运营，Jagex 向中国公司收取授权产品未来的游戏收入分成；

2、将 Jagex 游戏产品的 IP 授权许可给中国合作伙伴，中国公司在被授权许可 IP 的基础上，对游戏产品进行设计和调整以及产品的后续运营，Jagex 向中国公司收取授权许可费用以及该产品未来的收入分成。

预计 RuneScape 系列游戏在中国市场于 2018 年开始产生收入，2019 年收入开始提升，至 2021 年达到 1000 万英镑。具体预测明细如下：

单位：万英镑

项 目	2016 年 7-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
中国市场授权项目	-	-	153.85	615.38	900.00	1,000.00

④其他游戏

Jagex 公司调整公司发展战略，针对当前网络游戏整体向移动端转移的趋势，未来将加大对移动游戏的研发投入、并将《RuneScape》IP 的移植，维护并拓展新的市场，实现该公司的持续收益。

截至评估基准日，Jagex 公司主要开发的游戏如下：

序号	名称	平台	拟推出时间
1	Chronicle: RuneScape Legends	PC/平板电脑/手机	PC 版已推出，平板电脑/手机版 2016 年即将推出
2	RuneScape Tactics	平板电脑/手机	2016 年即将推出
3	RuneScape Idle RPG	PC/平板电脑/手机	2017 年

根据企业提供的盈利预测，参考同类游戏的运营数据参数，综合考虑未来预计上线游戏的生命周期，预计其他游戏的营业收入预测如下：

单位：万英镑

项 目	2016 年 7-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
其他游戏	69.36	272.32	231.29	235.64	255.63	255.63

因此，综合上述分析，标的公司未来五年营业收入预测如下：

单位：万英镑

项 目	2016 年 7-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
RuneScape	3,708.14	7,461.61	7,352.20	7,058.11	6,987.53	6,987.53
RS Remastered	-	76.92	707.54	1,212.92	1,560.38	1,642.50
中国市场代理项目	-	-	153.85	615.38	900.00	1,000.00
其他游戏	69.36	272.32	231.29	235.64	255.63	255.63
营业收入合计	3,777.50	7,810.86	8,444.87	9,122.07	9,703.54	9,885.67
收入增长率	-	3.40%	8.12%	8.02%	6.37%	1.88%

2. 营业成本的预测

Jagex 公司 2014-2016 年 1-6 月营业成本如下：

单位：万英镑

项 目	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
RuneScape	1,630.55	1,418.41	755.28
其他游戏	231.65	302.24	26.73
营业成本合计	1,862.19	1,720.65	782.01

占合并营业收入比例	41.22%	29.54%	20.71%
-----------	--------	--------	--------

Jagex 公司主要成本包括游戏研发人员的人工成本、交易成本、网络服务费、软件费等支出,根据各款游戏历史收入水平,公司未来主要游戏《RuneScape》的毛利率水平与历史持平。而其他游戏通过研发或代理授权等形式,所应支出的成本将在游戏开发之初占收入的比重较大,随后逐步下降并保持稳定。

因此,综合上述分析,Jagex 公司未来营业成本的预测如下:

单位:万英镑

项 目	2016 年 7-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
RuneScape	1,034.34	1,786.69	1,756.63	1,754.86	1,751.33	1,751.33
RS Remastered	-	154.31	247.64	363.88	468.11	492.75
中国市场代理项目	-	-	115.38	123.08	180.00	200.00
其他游戏	68.37	54.24	65.64	47.13	51.13	51.13
营业成本合计	1,102.71	1,995.24	2,185.29	2,288.94	2,450.57	2,495.21
占营业收入比例	29.19%	25.54%	25.88%	25.09%	25.25%	25.24%

3. 营业税金及附加的预测

Jagex 公司 2014-2016 年 1-6 月合并营业税金及附加明细如下:

单位:万英镑

项 目	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
营业税金及附加	31.56	38.35	24.77
占营业收入比例	0.70%	0.66%	0.66%

Jagex 公司营业税金及附加主要来源于海外销售税,该类费用历史支出较为稳定,预计未来该类支出占收入的 0.7%。

因此,Jagex 公司未来营业税金及附加预测如下:

单位:万英镑

项 目	2016 年 7-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
营业税金及附加	26.44	54.68	59.11	63.85	67.92	69.20
占营业收入比例	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%

4. 营业费用的预测

Jagex 公司 2014-2016 年 1-6 月合并营业费用明细如下:

单位:万英镑

项 目	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
营销推广费	297.94	315.75	198.15
工资及福利	81.87	86.43	40.52
公关代理费	1.30	12.08	9.81

其他费用	0.08	0.10	0.05
营业费用合计	381.20	414.36	248.53
占营业收入比例	8.44%	7.11%	6.58%

营业费用分析和预测如下：

(1) 营销推广费：包括推广费、路演试玩费和营销费用。本次评估在详细预测期内该公司未来每年增长 5%。

(2) 工资及福利：包括企业市场销售人员的工资及各项福利费用，根据企业预计，在详细预测期内该类费用将每年增长 3%，以维持员工的工资福利水平。

(3) 公关代理费和其他费用：该类费用随企业的收入的增长而增长，因此以后年度将保持 5% 左右的增长水平，与企业收入速度增长类似。

因此，综合上述分析，标的公司未来五年营业费用预测如下：

单位：万英镑

项 目	2016 年 7-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
营销推广费	200.00	400.00	420.00	441.00	463.05	486.20
工资及福利	40.52	85.00	87.55	90.18	92.88	95.67
公关代理费	9.81	20.00	21.00	22.05	23.15	23.15
其他费用	0.10	0.15	0.16	0.17	0.17	0.17
营业费用合计	250.43	505.15	528.71	553.39	579.26	605.20
占营业收入比例	6.63%	6.47%	6.26%	6.07%	5.97%	6.12%

5. 管理费用的预测

Jagex 公司 2014-2016 年 1-6 月合并管理费用明细如下：

单位：万英镑

项 目	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
工资及福利	576.14	834.12	357.15
研发费用	841.29	147.24	132.02
折旧及摊销	246.48	226.41	88.52
租赁物业费	109.87	144.55	76.29
中介服务费	99.39	81.75	48.29
软件及检索费	100.07	59.19	46.34
办公维护费	84.16	80.24	13.21
交通差旅费	18.78	33.72	16.81
股份支付费	22.30	4.13	-161.50
收购服务费	-	-	912.24
其他费用	35.43	37.55	40.65
管理费用合计	2,133.90	1,648.90	1,570.02
占收入比例	47.23%	28.31%	41.57%

合并管理费用分析和预测如下：

(1) 职工薪酬：包括管理和行政人员工资、奖金、社保费和公积金等人工成本支出。根据企业预计，该类收入将每年增长 3%，以维持员工的工资福利水平。

(2) 研发费用：该类费用主要是研发新游戏所产生的费用，由于 2016 年下半年和 2017 年计划有多款游戏上线，对应 2016 年研发支出金额较大，2017 年后研发逐渐保持稳定。

(3) 折旧及摊销：在公司目前的折旧摊销水平的基础上，考虑资本性支出后带来的新增折旧支出预测该类费用。

(4) 租赁物业费：主要系各个公司房屋租金及各项物业费，根据 2015 年的水平，预计 2016 年以后每年增长 2%。

(5) 中介服务费：系集团的咨询费、审计、法务等其他各项费用，根据 2015 年的水平，预计 2016 年以后每年增长 2%。

(6) 软件及检索费、办公维护费、交通差旅费及其他费用：这些费用与收入有一定的关联，以后年度随着收入的增长，按照一定比例增长。

(7) 股份支付费和收购服务费：由于该类费用属于偶发性支出，因此以后年度不予预测。

综上，本次评估预测该公司以后年度管理费用支出如下：

单位：万英镑

项目	2016 年 7-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
工资及福利	367.87	746.77	769.17	792.25	816.01	840.49
研发费用	450.00	195.27	211.12	228.05	242.59	247.14
折旧及摊销	93.52	217.05	257.05	297.05	337.05	372.05
租赁物业费	76.29	155.64	158.75	161.92	165.16	168.47
中介服务费	50.00	100.25	102.26	104.30	106.39	108.52
软件及检索费	50.00	99.23	104.19	109.40	114.87	114.87
办公维护费	30.00	44.50	46.73	49.07	51.52	51.52
交通差旅费	20.00	37.91	39.81	41.80	43.89	43.89
股份支付费	-	-	-	-	-	-
收购服务费	-	-	-	-	-	-
其他费用	40.00	83.07	87.22	91.58	96.16	96.16
管理费用合计	1,177.68	1,679.69	1,776.30	1,875.42	1,973.64	2,043.11
占收入比例	31.18%	21.50%	21.03%	20.56%	20.34%	20.67%

6. 财务费用的预测

Jagex 公司 2014-2016 年 1-6 月合并财务费用明细如下：

单位：万英镑

项目	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
----	--------	--------	--------------

财务费用合计	15.64	-15.21	-169.12
占合并营业收入比例	0.35%	-0.26%	-4.48%

财务费用分析和预测如下：

该类费用主要为汇兑损益、银行手续费及利息收入。由于该类费用占比较小，且由于汇率的差异具有较大的不确定性，因此，因此不对该类费用进行预测。

7. 其他收支预测

a. 资产减值损失的预测

Jagex 公司 2014-2016 年 1-6 月合并资产减值损失如下：

单位：万英镑

项 目	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
资产减值损失	14.37	-26.45	-

该公司资产减值损失为坏账损失、存货跌价损失及长期股权投资减值损失。由于该类金额较小，且存在较大的不确定性，因此不对该类支出进行预测。

b. 营业外支出的预测

Jagex 公司 2014-2016 年 1-6 月合并营业外支出如下：

单位：万英镑

项 目	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
营业外支出	2.43	3.29	1.20

该公司营业外支出主要为固定资产处置损失和无形资产处置损失，由于其具有一定的偶然性，因此本次评估不对以后年度营业外支出进行预测。

c. 其他收支的预测

Jagex 公司目前无公允价值变动损益、投资收益、营业外收入等，因此本次评估不对上述收支进行预测。

8. 净利润的预测

a. 利润总额

利润总额 = 营业利润+营业外收入-营业外支出

营业利润 = 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—资产减值损失+公允价值变动收益+投资收益

根据以上预测得出利润总额如下：

单位：万英镑

项目	2016 年 7-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
一、营业收入	3,777.50	7,810.86	8,444.87	9,122.07	9,703.54	9,885.67
减：营业成本	1,102.71	1,995.24	2,185.29	2,288.94	2,450.57	2,495.21
营业税金及附加	26.44	54.68	59.11	63.85	67.92	69.20

项目	2016 年 7-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
营业费用	250.43	505.15	528.71	553.39	579.26	605.20
管理费用	1,177.68	1,679.69	1,776.30	1,875.42	1,973.64	2,043.11
财务费用	-	-	-	-	-	-
资产减值损失	-	-	-	-	-	-
加：公允价值变动收益	-	-	-	-	-	-
投资收益	-	-	-	-	-	-
二、营业利润	1,220.23	3,576.10	3,895.46	4,340.46	4,632.15	4,672.96
加：营业外收入	-	-	-	-	-	-
减：营业外支出	-	-	-	-	-	-
三、利润总额	1,220.23	3,576.10	3,895.46	4,340.46	4,632.15	4,672.96

b. 净利润

年净利润=利润总额×（1—所得税率）

Jagex 公司企业所得税税率为 21.5%。但企业在此基础上享有以下税收优惠：

A、研发费用加计扣除税收优惠政策（“R&D tax relief”）

雇员少于 500 人、年收入不超过 1 亿欧元（约合 8,500 万英镑）或资产少于 8,600 万欧元（约合 7,300 万英镑）的英国中小企业发生的符合条件的研发费用支出，2014 年度可享受 225% 的税收减免额，从 2015 年 4 月起可享受 230% 的税收减免额。

B、专利盒（“Patent Box”）

专利盒（“Patent Box”）是针对拥有专利（以及经过独立审查和集中登记的某些其他创新性知识产权）的企业所得税减免制度，符合条件的专利（或其他受保护的知识产权，比如符合欧洲市场监管部门要求的数据独占权、补充保护证书和植物品种权）所产生的利润实际税率为 10%。

2013 年 4 月 1 日到 2014 年 3 月 31 日对符合条件的专利所产生的利润中能享受该优惠政策的比例为 60%，以后以每年 10% 的速度增长，自 2017 年 4 月 1 日以后，符合条件的利润均可以享受该优惠政策。

C、电子游戏税收优惠（Video Games Tax Relief）是于 2014 年 4 月 1 日正式实施。享受该项优惠的企业须满足：

- 电子游戏是“英国电子游戏”；
- 电子游戏是专为年轻人提供；
- 至少 25% 的成本（采购商品或服务）由欧洲经济区内部提供。

如果以上条件均符合，则企业可以在税前对符合条件的支出享受 100% 加计扣除。与研发费用加计扣除类似，当加计扣除额导致企业产生多缴纳的所得税，则企业可以申请退税。加计扣除额与退税额的计算均基于在欧洲经济区发生的核心支出，最多为电子游戏公司核心支出的 80%。

当企业申请研发费用加计扣除时，则不能再对同一游戏项目申请电子游戏税收优惠。同样地，若企业申请电子游戏税收优惠，也不能再对该项目申请研发费用加计扣除。

基于上述优惠，综合考虑各项税收优惠及支出，本次评估在 2016 年 6 月至 2018 年按照利润总额的综合税率 7% 计算，2019 年后按照 10% 计算。

因此该公司未来的年净利润如下：

单位：万英镑

项 目	2016 年 7-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
利润总额	1,220.23	3,576.10	3,895.46	4,340.46	4,632.15	4,672.96
所得税	85.42	250.33	272.68	434.05	463.21	467.30
净利润	1,134.81	3,325.77	3,622.78	3,906.41	4,168.94	4,205.66

9. 资本性支出预测

资本性支出是指企业为开展生产经营活动而需增加的固定资产、无形资产等长期资产发生的支出。资本性支出包括存量资产的更新支出和新增资产的资本支出。

由于 Jagex 公司的发展主要依靠人员管理及劳动力的高效投入，属于轻资产公司，公司不需要大量的固定费用的投入。因此，在考虑原有固定资产和无形资产更新的基础上考虑一定的资本性支出。因此具体预测如下：

单位：万英镑

项 目	2016 年 7-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
资本性支出	100.00	200.00	200.00	200.00	200.00	372.05

10. 折旧与摊销的预测

资本性支出是指企业为开展生产经营活动而需增加的固定资产、无形资产等长期资产发生的支出。折旧和摊销金额是根据企业在评估基准日的存量固定资产以及预测期的资本性支出计算。

评估人员根据企业在评估基准日的存量固定资产、无形资产、长期待摊费用和以后年度新增资本性支出，预测该公司以后年度的折旧和摊销如下：

单位：万英镑

项 目	2016 年 7-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
折旧和摊销	93.52	217.05	257.05	297.05	337.05	372.05

11. 营运资金预测、营运资金增加额的确定

营运资本是指企业经营性流动资产与流动负债的差额，反映企业在未来经营活动中是否需要追加额外的现金。如果经营性流动资产大于流动负债，则企业需要额外补充现金，在现金流量预测中表现为现金流出，反之为现金流入。

一般而言，随着企业经营活动范围或规模的扩大，企业向客户提供的正常商业信用会相应增加，为扩大销售所需增加的存货储备也会占用更多的资金，同时为满足企业日常经营性支付所需保持的现金余额也要增加，从而需要占用更多的流动资金，但企业同时通过从供应商处获得正常的商业信用，减少资金的即时支付，相应节省了部分流动资金。

一般情况下，流动资金的追加需考虑应收账款、预付账款、存货、经营性现金、应付账款、预收账款等因素的影响。

本次对营运资本的变化预测思路如下：首先分别对未来经营性营运资产、营运负债进行预测，得出营运资本，然后将营运资本与上一年度的营运资本进行比较。如果大于则表现为现金流出，反之为现金流入。

预测年度应收账款=当年销售收入/该年预测应收账款年周转次数

预测年度存货=当年销售成本/该年预测存货年周转次数

预测年度预付账款=当年销售成本/该年预测预付账款年周转次数

预测年度应付账款=当年销售成本/该年预测应付账款年周转次数

预测年度预收账款=当年销售收入/该年预测预收账款年周转次数

追加营运资金=当年度需要的营运资金—上一年度需要的营运资金

评估时我们根据各个科目历史发生情况及未来公司的各财务指标发展趋势对各个科目的未来发生情况进行了分析预测，预测该公司需追加营运资金如下：

单位：万英镑

项 目	2016 年 7-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
营运资金追加	31.35	63.59	122.85	81.09	16.85	-

12. 企业自由现金流的预测

本次评估采用的收益类型为企业自由现金流量，企业自由现金流量指的是归属于股东和付息债务的债权人在内的所有投资者的现金流量，其计算公式为：

企业自由现金流量=税后净利润+折旧与摊销+利息支出（扣除税务影响后）-资本性支出-净营运资金变动

2021年后，由于委估公司的各项主营业务已较成熟，其盈利能力将步入相对稳定的时期，并且企业按规定提取的固定资产折旧全部用于原有固定资产的维护和更新，并假定此种措施足以并恰好保持企业的经营能力，因此未来各年度企业净现金流量预测如下：

单位：万英镑

项目	2016 年 7-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
净利润	1,134.81	3,325.77	3,622.78	3,906.41	4,168.94	4,205.66
加：利息支出* (1-所得税率)	-	-	-	-	-	-
加：折旧和摊销	93.52	217.05	257.05	297.05	337.05	372.05
减：资本性支出	100.00	200.00	200.00	200.00	200.00	372.05
减：营运资金追加	31.35	63.59	122.85	81.09	16.85	-
自由现金流量	1,096.99	3,279.23	3,556.98	3,922.36	4,289.14	4,205.66

(二) 折现率的确定

折现是指通过计算,将未来收入的货币量按一定的比率折算成现时货币量的折算过程。折现时所采用的比率称之为折现率。折现率与资本化率在本质上是没有什么区别的,它们都属于投资报酬率或资产收益率。

◆ 折现率确定的原则

确定折现率时一般应遵循以下几条原则：

- (1) 不低于无风险报酬率；
- (2) 以行业平均报酬率为基准；
- (3) 折现率与收益额相匹配；
- (4) 根据实际情况确定。

◆ 折现率确定的一般方法

本次折现率的确定是根据加权平均资本成本（WACC）方法计算得出，计算模型如下： $WACC=K_e \times W_e + K_d \times (1-t) \times W_d$

WACC：加权平均资本成本

K_e ：公司普通权益资本成本

K_d ：公司债务资本成本

W_e ：权益资本在资本结构中的百分比

W_d ：债务资本在资本结构中的百分比

t ：公司所得税税率

其中权益资本成本将采用资产定价模型计算得出

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

其中： r_f ：无风险报酬率；

β_L ：权益的系统风险系数；

MRP：市场风险溢价；

r_c ：企业特定风险调整系数。

1、无风险报酬率 r_f 的确定：

r_f 为无风险报酬率，无风险报酬率是对资金时间价值的补偿，这种补偿分两个方面，一方面是在无通货膨胀、无风险情况下的平均利润率，是转让资金使用权的报酬；另一方面是通货膨胀附加率，是对因通货膨胀造成购买力下降的补偿。由于现实中无法将这两种补偿分开，它们共同构成无风险利率。本次估值通过查询 2016 年 6 月美国年限在 30 年以上国债的到期收益率为 2.29%，因此 2.29% 作为无风险报酬率。

2、市场风险溢价 MRP 确定

本次评估中采用美国纽约大学斯特恩商学院著名金融学教授、估值专家 Aswath Damodaran 的方法，通过在成熟股票市场风险溢价的基础上进行信用违约风险息差调整，得到中国市场的风险溢价。具体计算过程如下：

成熟市场的风险溢价计算公式为：

市场风险溢价 = 成熟股票市场的风险溢价 + 国家风险溢价

其中：成熟股票市场的风险溢价：美国股票市场是世界上成熟股票市场的典型代表，Aswath Damodaran 采用 1928 年至今美国股票市场标准普尔 500 指数和国债收益率数据，计算得到截至目前美国股票与国债的算术平均收益差为 5.75%。考虑到 Jagex 公司未来不仅在发达地区开展业务，也将在中国拓展，但其占收入比重较小，因此考虑一定的国别风险 0.5%，综合考虑 MRP 取 6.25%。

3、 β_L 系数的确定： β_L 系数是衡量委估企业相对于资本市场整体回报的风险溢价程度，也用来衡量个别股票受包括股市价格变动在内的整个经济环境影响程度的指标。样本公司的选择，通常来说选择与被评估公司在同一行业或受同一经济因素影响的上市公司作为参考公司，且尽量选择与被评估公司在同一国家或地区的企业作为参考公司。Jagex 公司为英国游戏公司，英国市场上相似的上市公司较少，可比性较低，因此本次评估选取美国相类似的上市公司 3 家，通过万得资讯金融终端查询了其历史五年共 60 个月的调整后 β 值，将参考公司有财务杠杆 Beta 系数换算为无财务杠杆 Beta 系数。其计算公式：

剔除杠杆调整 $\beta = \text{调整后 } \beta / [1 + (1 - t) \times d/e]$

具体计算如下：

企业	有息负债 d/所有者权益 e	所得税率 t	剔除杠杆调整系数	调整后 β	剔除财务杠杆的 beta
动视暴雪	0.2792	33.0%	1.1871	0.9145	0.7704
电子艺界	0.0562	20.0%	1.0450	0.8818	0.8439
TAKE TWO INTERACTIVE SOFTWARE INC	0.2093	38.9%	1.1279	1.0616	0.9412
平均值	0.1816	30.6%	1.1200	0.9526	0.8518

参考公司的平均财务杠杆系数 (D/E) 为 0.1816，剔除杠杆调整 β_L 均值 0.8518，按照平均财务杠杆系数换算为 Jagex 目标财务杠杆 β_L 为 0.9591。

因此 $K = 2.29\% + 6.25\% \times 0.9591 = 8.28\%$ 。

4、 r_c 的确定： r_c 为 Jagex 个别风险溢价，是公司股东对所承担的与其它公司不同风险因而对投资回报率额外要求的期望。

个别风险分析如下：游戏行业是人才和技术密集型行业，该行业处于快速发展阶段，竞争较为激烈，产品更新速度较快，具有一定的市场风险；Jagex 公司相比于上市公司而言规模较小，存在游戏类别较为单一的风险；公司需要投入一定的资金进行不断的研发和进行市场开拓，以维持企业持续的竞争力；且考虑到公司业务遍布全球多个国家，存在一定的汇率和税收变动的风险。因此，综合上述因素确定 Jagex 公司个别风险为 4%。

因此，个别风险为 4%。

因此 $K_e = 8.28\% + 4\% = 12.28\%$

本次评估采用的权益资本成本 K_e 取 12.28%。

加权平均资本成本的确定

由于公司无有息负债，因此债券比重为 0，则 WACC 即等于 K_e 。即

$WACC = 12.28\%$

因此，本次评估采用的加权平均资本成本即折现率取 12.3%（保留一位小数）。

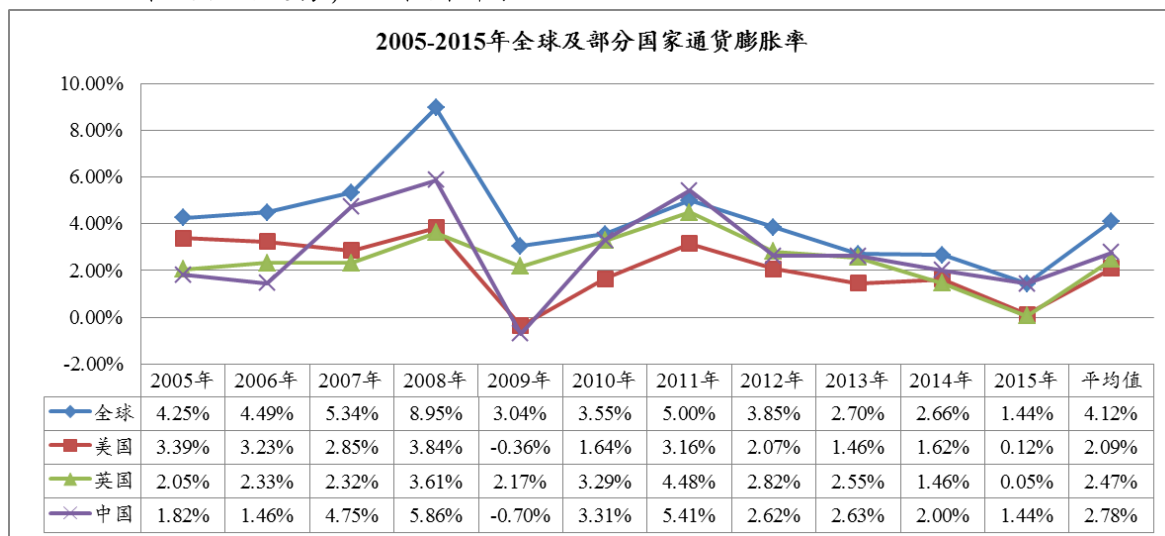
（三）企业终值

在详细预测期为 2016 年 7-12 月至 2021 年后，对详细预测期后的后续价值采用永续增长模型。

企业终值 = 详细预测期后第一年现金流 / ($WACC - g$)

永续增长率 g 的确定具体分析如下：

在通货膨胀因素方面，在过去的 10 年全球、美国、英国及中国平均的通货膨胀呈现出一个波动的趋势，如下图所示：



全球及美国、英国、中国的通货膨胀率在 10 年时间内经历了一个波动周期，按消费者价格指数（CPI）衡量的通货膨胀（年通胀率）在整个 10 年的波动周期内平均年通胀率约为 4.12%（全球平均），该指标美国为 2.09%，英国为 2.47%，中国为 2.78%。由于 Jagex 公司约 55% 的收入来自北美，企业经营地在英国，且未来将在中国地区拓展业务，因此，综合考虑世界及与 Jagex 公司相关的主要国家通货膨胀率，以及根据 Jagex 未来营业收入、利润的测算情况，后续期收入、成本、利润基本稳定，其永续增长率 g 约为 2%。

本次评估假定 Jagex 公司从 2021 年开始整体经营情况趋于稳定，稳定期增长率为 2%。2% 实际上是预测未来年平均通胀率。本次评估在预测未来自由现金流时采用的计量标准是包含未来通胀率的实际币值，也就是说未来预测的现金流中每年的增长率中不但包括绝对的增长率，还包括物价因素导致的名义增长率，到预测的稳定年限 2020 年，绝对增长率为零，但是名义增长率仍然存在，即为预测的未来年通胀率 2%。即在预测稳定期时考虑了 2% 的永续增长。

因此，综合上述分析，明确预测期 2021 年后第一年 2022 年现金流为 $4,205.66 \times (1+2\%) = 4,289.77$ 万英镑，按永续增长模型，企业终值为 22,004.37 万英镑。

（四）溢余资产、负债价值及非经营性资产、负债价值的确定

溢余资产是指与企业收益无直接关系、超过企业经营所需的多余资产，主要包括溢余现金、收益法评估未包括的资产等。非经营性资产是指与企业收益无直接关系、不产生效益的资产。溢余资产和非经营性资产视具体情况采用成本法、收益法或市场法评估。

溢余资产及非经营资产的处理与企业的资产负债结构密切相关。本次评估通过分析委估企业的资产结构确定溢余资产的价值。

1、非经营性资产、溢余资产的分析

截至 2016 年 6 月 30 日，Jagex 公司合并资产负债表货币资金 1,449.39 万英镑，根据企业资金情况分析，由于 Jagex 公司属于游戏公司，其游戏收入是先收取游戏充值款后按月平均摊销，或游戏虚拟货币和道具的消费款收取后产生收入，且公司为轻资产公司，因此企业的运营资金充足，其营运资金需要 1.5 个月的付现成本。扣除 1.5 个月的付现成本后 821.38 万英镑为企业的溢余资产。

Jagex 公司在评估基准日，其他应收款共计 2,374.63 万英镑，其中 2,351.31 万英镑为应收母公司宏投网络，属于关联公司内部资金往来，因此该笔资产为非经营性资产。

因此，综合上述分析，本次评估确定其非经营性资产和溢余资产共计 3,172.68 万英镑。

2、非经营性负债、溢余负债的分析

经分析，在评估基准日 Jagex 公司合并资产负债表中其他应付款共计 1,528.32 万英镑，其中包含 Jagex 应代付交易奖金 1,348.85 万英镑，该笔金额为与股东方之间的往来款，属于非经营性负债。因此，本次评估确定其非经营性负债为 1,348.85 万英镑。

（五）付息债务的分析

于评估基准日，Jagex 公司无付息债务。

八、评估结果

经收益法评估，Jagex 公司股东全部权益价值如下：

单位：万英镑

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
企业自由现金流	1,096.99	3,279.23	3,556.98	3,922.36	4,289.14	4,205.66
折现率	12.3%					
年份	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	5.50
折现系数	0.9436	0.8403	0.7483	0.6663	0.5933	0.5283
企业自由现金流现值	1,035.12	2,755.54	2,661.69	2,613.47	2,544.75	2,221.85
永续期现金流现值	22,004.37					
企业自由现金流现值合计	35,836.79					
加：溢余资产和非经营性资产	3,172.68					
减：溢余负债和非经营性负债	1,348.85					
企业价值	37,700（取整至百万位）					
扣减：有息负债	-					
企业股东权益	37,700（取整至百万位）					

因此，Jagex 公司采用收益法评估企业股东全部权益的价值为 37,700 万英镑，按照评估基准日时点英镑兑人民币汇率 1: 8.9212，折算成人民币为 336,329.24 万元。

第五部分 长期股权投资-Jagex 公司市场法评估说明

一、评估方法

(一) 市场法简介

所谓市场法，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。

市场法实质是利用活跃交易市场上已成交的类似案例的交易信息或合理的报价数据，通过对比分析的途径确定委估企业或股权价值的一种评估技术。

市场法的理论基础是在市场公开、交易活跃情况下，相同或相似资产的价值也是相同或相似。

企业相同或相似的概念：

- 功效相同：经营产品或提供法服务相同或相似；
- 能力相当：经营业绩和规模相当；
- 发展趋势相似：未来成长性相同或相似。

由于现实中的绝对相同企业是不存在的，因此在评估操作中都是相对相同的“可比对象”。

根据可比对象选择的不同，市场法可以分为：

- 上市公司比较法 (Guideline Public Company Method or GPC)：以与被评估企业相同或相似的上市公司作为可比对象（可比公司）来估算目标企业价值的评估方法。
- 交易案例比较法 (Merger & Acquisition Transaction Method or M&A)：以与被评估企业相同或相似企业的并购或收购交易案例作为对比对象来估算目标企业价值的评估方法。

被评估企业主营业务为网络游戏的研发，业务较为单一且资产规模不大，与海外上市公司在业务结构、经营模式、资产规模上有一定的差距，故未选择上市公司比较法。

由于游戏行业近几年市场并购市场较为活跃，且与并购案例相关联的、影响交易价格的某些特定的条件以及相关数据可以通过上市公司公告获知，可以对其对价做出分析，具备采用市场法评估的前提。因此，本次评估采用交易案例比较法对 Jagex 公司股权价值进行评估。

(二) 交易案例比较法评估思路

根据近两年的交易案例，对 2015 年到评估基准日期间交易成功的案例进行如下筛选：

- 1、分析被评估单位的基本状况，主要包括其所在的行业、经营范围、规模和财

务和发展能力等。

2、确定上市公司收购成功的同行业交易案例。

3、分析、比较被评估单位和可比案例的主要财务和经营指标，主要包括交易时间、交易条款、资产规模、盈利能力和发展能力等多方面指标。

4、对可比案例选择适当的价值比率（PE），并采用适当的方法对其进行修正、调整，进而估算被评估单位的价值比率。

（三）评估依据

1、Jagex 公司 2014-2016 年 1-6 月合并审计报告。

2、Wind 资讯金融终端获取的可比案例经营数据、财务数据和盈利预测数据、估值分析数据等。

3、评估人员搜集的其他相关资料。

（四）评估假设

1、宏观经济环境相对稳定假设。任何一项资产的价值与其所处的宏观经济环境直接相关，在本次评估时我们假定社会的产业政策、税收政策和宏观经济环境保持相对稳定，从而保证评估结果有一个合理的使用期。

2、利率、汇率、税率保持为目前的水平，无重大变化。

3、被评估单位所在的行业保持稳定发展态势，所遵循的国家和地方的现行法律、法规、制度及社会政治和经济政策与现时无重大变化。

4、可比案例相关数据真实可靠。

5、未考虑将来可能承担的抵押、担保事宜。

6、无其他人力不可抗拒及不可预见因素造成的重大不利影响。

二、行业分析

（见收益法评估说明）

三、评估过程

（一）可比案例的选取

确定可比案例的原则包括：

(a)可比案例处于 2015 年以后，由国内上市公司收购；

(b)可比案例所从事的行业或其主营业务和目标公司相同或相似，本次评估选取的可比案例均属于游戏行业；

(c)可比案例营业收入来自来自海外或部分来自海外。

经查询，本次评估筛选了多个同行业被收购的案例，具体案例情况如下：

序号	上市公司（收购方）	标的公司	评估基准日
----	-----------	------	-------

1	凯撒股份	天上友嘉	2015/4/30
2	德力股份	广州创思	2015/4/30
3	宝通科技	易幻网络	2015/7/31
4	完美环球	完美世界	2015/9/30
5	世纪游轮	巨人网络	2015/9/30
6	恒天海龙	妙聚网络	2015/9/30
7	世纪华通	中手游	2015/12/31
8	世纪华通	点点开曼	2015/12/31
9	天舟文化	游爱网络	2015/12/31
10	天神娱乐	幻想悦游	2015/12/31

按照上述筛选原则，我们选取完美世界、巨人网络和点点开曼三家作为本次评估的可比案例。

（二）可比案例介绍

1、可比案例一：完美世界

公司简介：完美世界的业务包括网络游戏的开发、发行和运营，具体涵盖了客户端游戏、网页游戏、移动网络游戏和电视游戏。凭借强大的技术支持和创新能力，以及多种运营模式相结合的方式，完美世界不断开拓其全球化布局，实现产业链横向与纵向延伸，逐步发展成为国内领先的、具有全球化视野及泛娱乐导向的、集产业链多环节为一体的综合性网络游戏公司。

公司成立之初，主要致力于客户端网络游戏的开发和运营。2006年，标的公司的首款大型多人在线全三维网络游戏《完美世界》正式进入商业化运营。此后，完美世界独立自主研发了《武林外传》、《诛仙》、《赤壁》、《神鬼传奇》、《神魔大陆》、《神雕侠侣》、《笑傲江湖 OL》、《圣斗士星矢 Online》等 21 款客户端网络游戏，并主要采用独立运营模式进行经营，积累了丰富的端游开发及运营经验，并已在中国大陆、台湾、欧洲、北美、日本和东南亚等多个国家和地区成功运营。在客户端游戏代理业务方面，2012 年完美世界获得了全球精品游戏大作《DOTA2》中国大陆地区的独家运营代理权。

2012 年，公司开始将业务拓广至网页游戏。同年，完美世界发布了网页游戏《欧洲崛起》，另外也自主研发并运营了《Touch》、《冰火破坏神》等网页游戏。目前，完美世界自研产品《Touch》等已成功在多个海外市场发行并运营。

2013 年，公司亦将业务拓展至在移动网络游戏领域，同年 5 月，完美世界发布了其首款移动网络游戏《完美世界楚汉传奇卡牌版》。截至本报告书签署日，完美世界自主研发并运营了《神雕侠侣》、《神鬼幻想》、《神魔大陆》、《魔力宝贝》、《TOUCH 舞动全城》、《不败战神》、《圣斗士星矢》等 12 款移动网络游戏，同时代理了《美姬爱作战》、《全民爱祖玛》等近 14 款手游，并将《魔力宝贝》、《神雕侠侣》等 8 款游戏向海外出口发行。在移动网络游戏领域，公司开展相关业务第二年便占据了较高的市场地位，公司的《神雕侠侣》、《神魔大陆》、《魔力宝贝》和《圣斗士星矢》

4 款明星游戏先后在 IOS 平台上荣登游戏类产品榜首，其中《神雕侠侣》、《魔力宝贝》均已在 2014 年实现了季度充值收入过亿。

公司在 2013 年开始涉足电视游戏领域。2014 年，完美世界与微软公司达成战略合作，其首款电视游戏作品《无冬 OL》Xbox 版成为了微软电视游戏设备 Xbox One 正式入华后首发阵容中唯一一款第三方游戏产品。2015 年，《无冬 OL》Xbox 版面向全世界发布，该产品依托于微软研发的 Xbox 平台，在欧美各类网络游戏范围内率先采用了道具收费制，并取得了成功，完美世界也成为了电视游戏道具收费模式的开拓者。《无冬 OL》Xbox 版上线至今，欧美地区的累计充值已经超过 3,000 万美元。完美世界代理游戏《星际战甲》也已登陆索尼 PS4，开拓另一电视平台市场。目前，完美世界正在研发《最终兵器》等电视游戏产品，近期即将登陆全球领先的电视游戏平台。

2、可比案例二：点点开曼

公司简介：点点开曼的主营业务为网页游戏和移动游戏的研发、发行和运营，是国际领先的集研发、发行及运营于一体的游戏公司，产品面向全球游戏市场。目前点点开曼是除 Zynga（全球社交游戏巨头）之后 Facebook 上最主要的模拟类游戏公司之一。

目前点点开曼已正式运营的主要自研游戏为：Family Farm、Family Farm Seaside、Royal Story、Happy Acres、Fruit Scoot，主要为全球领先的模拟经营社交类游戏。

除 Fruit Scoot 外，点点开曼主打的四款游戏以模拟经营为基本设计思路，游戏中均具备物品购买（包括植物、动物、机器设备）、农作物种植和收获、动物饲养收获以及相关功能性建筑的建设（如机器加工、温室、高级风车、灌溉机等）等功能，同时游戏注重网络社交功能，设计了农场产品交易、互赠免费礼物和邀请好友等环节。

在前述基本功能的基础上，该四款游戏各具特色。Family Farm 定位于模拟休闲游戏，用户可在游戏中无限制地建设自己的农场，体验田园农场的经营。Family Farm Seaside 以 Family Farm 为蓝本，将网页社交游戏转移到移动终端上，以满足用户利用碎片时间经营农场的需要，同时增加了经营海边渔场的功能和场景，提高用户的娱乐体验。Happy Acres 定位于模拟智力游戏，与 Family Farm 的无限制不同，道具数量及资源的有限性要求游戏用户对农场的发展做出合理规划，以实现农场经营效益的最大化，从而给用户带来不一样的满足感与成就感。Royal Story 定位于探险类游戏，在用户的王国不断建设和经营发展的同时，进行丰富多言的探险，完成各种任务来进一步扩展自己的王国，全面满足了用户对游戏惊喜、趣味与娱乐的体验要求。

3、可比案例三：巨人网络

公司简介：巨人网络于 2004 年创立，是一家以网络游戏为主的综合性互联网企业，目前公司专注于客户端游戏、移动游戏产品及互联网社区工具的内容开发、发行

推广、运营维护等。自创立以来，巨人网络以用户需求为出发点，始终坚持精品战略，以“做最好玩的游戏，过更快乐的生活”为宗旨，不断为公众提供高品质的游戏娱乐产品。

1、客户端游戏：巨人网络是国内最早进入客户端网络游戏市场的公司之一，始终坚持走自主研发精品战略，相继成功向市场推出《征途》、《巨人》、《征途2》、《仙侠世界》等多款自主研发产品，取得不俗的市场成绩与玩家口碑，多次获得“金翎奖十大网络游戏”、“中国游戏行业年会最受欢迎的网络游戏”等荣誉，奠定了在国内自主研发客户端游戏市场的领跑地位。

2、移动游戏：巨人网络于2014年全力拓展移动游戏业务，通过依托巨人网络品牌实力，资本实力、研发能力、发行能力、技术支持能力以及人性化的客户服务能力，成功推出《征途口袋版》、《大主宰》等多款精品移动游戏，实现在移动游戏市场的战略布局。

3、互联网社区工具：作为公司战略发展方向，巨人网络重视互联网社区生态系统业务开拓，在巩固自身游戏生态业务优势的同时，向更广阔的互联网领域发展。目前，巨人网络设立互联网社区研究院，以技术积累为依托，以客户基础为起点，策划开发移动社区工具，已成功向市场推出《嘟嘟语音》、《WIFI 共享》等产品，获得市场及用户的普遍认可。

（三）目标公司非经营性资产、负债的确定

1、非经营性资产、溢余资产的分析

截至2016年6月30日，Jagex公司合并资产负债表货币资金1,449.39万英镑，根据企业资金情况分析，由于Jagex公司属于游戏公司，其游戏收入是先收取游戏充值款后按月平均摊销，或游戏虚拟货币和道具的消费款收取后产生收入，且公司为轻资产公司，因此企业的运营资金充足，其营运资金需要1.5个月的付现成本。扣除1.5个月的付现成本后821.38万英镑为企业的溢余资产。

Jagex公司在评估基准日，其他应收款共计2,374.63万英镑，其中2,351.31万英镑为应收母公司宏投网络，属于关联公司内部资金往来，因此该笔资产为溢余资产。

因此，综合上述分析，本次评估确定其非经营性资产和溢余资产共计3,172.68万英镑。

2、非经营性负债、溢余负债的分析

经分析，在评估基准日Jagex公司合并资产负债表中其他应付款1,528.32万英镑，其中包含Jagex应代付交易奖金，该笔金额为与股东方之间的往来款，属于溢余负债。因此，本次评估确定其溢余负债为1,348.85万英镑。

（四）价值比率的选择和定义

采用交易案例比较法，一般是根据估值对象所处市场的情况，选取某些公共指标

如市净率（PB）、市盈率（PE）、价值-EBITDA 比率（EV/EBITDA）等与可比案例进行比较，通过对估值对象和可比案例各指标相关因素的比较，调整影响指标因素的差异，来得到估值对象的市净率（PB）、市盈率（PE）、价值-EBITDA 比率（EV/EBITDA），据此计算目标公司股权价值。

根据评估对象所处行业特点，本次评估采用动态市盈率（PE）估值模型对 Jagex 公司股权价值进行评估。

交易案例比较法——市盈率（PE）估值模型评估公式如下：

目标公司股东全部权益价值=目标公司经营性权益价值+目标公司非经营性资产价值

其中：目标公司经营性权益价值=目标公司归属母公司净利润×目标公司 PE

目标公司 PE = 修正后可比案例 PE 的加权平均值

= $\sum$ 可比案例 PE × 可比案例 PE 修正系数 × 可比案例所占比重

可比案例 P/E=可比案例经营性权益价值/归属母公司净利润

可比案例经营性权益价值=交易价格-非经营性资产

可比案例 PE 修正系数=∏ 影响因素 Ai 的调整系数

影响因素 Ai 的调整系数=目标公司系数/可比案例系数

1、可比案例的经营权价值

根据 Wind 资讯，三家可比交易案例在评估基准日的交易价格如下：

单位金额：人民币万元

项目	完美世界	点点开曼（万美元）	巨人网络
交易价格	1,200,000.00	105,319.08	1,312,424.00

注：其中点点开曼实际交易价格为 683,900.00 万元人民币。评估基准日美元兑人民币汇率为 1: 6.4936，由于该公司均为美元披露具体历史报表、相关明细及对应的盈利预测，因此对应的交易价格也按该汇率换算成美元，与以下点点开曼披露数据相匹配

2、非经营性资产和负债等的确定

可比交易案例的非经营性资产和负债，具体如下：

单位金额：人民币万元

会计科目	完美世界	点点开曼（万美元）	巨人网络
溢余及非经营性资产（负债）	-27,317.35	6,988.33	49,630.10
少数股东权益	45,938.55	-	-
付息债务	-	-	425.70

4、调整后交易价格

剔除非经营性资产（负债）、少数股东权益和付息债务，可比交易案例调整后交易价格如下：

单位金额：人民币万元

项目	完美世界	点点开曼（万美元）	巨人网络
调整后交易价格	1,273,255.90	98,330.75	1,263,219.60

5、调整后动态 PE 的确定

根据披露的数据，可比案例完美世界、点点开曼和巨人网络未来三年的净利润如下：

单位金额：人民币万元

项目	完美世界	点点开曼（万美元）	巨人网络
2016 年	78,450.00	7,592.03	103,579.88
2017 年	103,217.00	10,309.09	125,816.06
2018 年	124,355.00	12,275.25	156,271.27

对应的，可比交易案例未来三年调整后的动态 PE 如下：

项目	完美世界（倍）	点点开曼（倍）	巨人网络（倍）
2016 年	16.23	12.95	12.20
2017 年	12.34	9.54	10.04
2018 年	10.24	8.01	8.08

调整后 PE = 调整后交易价格 / 未来第 i 年净利润

（五）目标公司和可比案例比较因素分析

分析比较因素主要包括交易时间、交易条款、资产规模、盈利能力、发展能力和其他因素等方面指标。

1、交易时间

Jagex 公司和可比案例的交易时间的比较如下：

项目	内容	Jagex 公司	完美世界	点点开曼	巨人网络
交易时间	评估基准日	2016/6/30	2015/9/30	2015/12/31	2015/9/30
	评估基准日沪深 300 指数	3,153.92	3,202.95	3,731.00	3,202.95

和可比案例相比，Jagex 公司在评估基准日的沪深 300 指数要低于各个可比案例指标。

2、交易条款

Jagex 公司和可比案例的主要交易条款的比较如下：

项目	内容	Jagex 公司	完美世界	点点开曼	巨人网络
交易条款	交易的股权比例	51%	100%	100%	100%
	对价支付方式	现金支付	非公开发行股份支付	59.39%的现金，40.61%的股份支付	非公开发行股份支付

Jagex 公司本次交易的股权比例低于交易案例的股权比例，但均为控股权收购，其对价支付方式上，Jagex 公司主要为现金支付，其他案例主要为股份支付。

3、资产规模的比较

Jagex 公司和可比案例的资产规模的比较如下：

单位金额：人民币万元

项目	内容	Jagex 公司	完美世界	点点开曼（万美元）	巨人网络
资产规模	评估基准日最近一个完整会计年度期末净资产	31,813.82	131,689.59	52,189.02	373,986.35

和可比交易案例相比，Jagex 公司企业规模相对较小。

4、盈利能力的比较

Jagex 公司和可比案例 2014 和 2015 年的盈利指标平均数比较如下：

项目	内容	Jagex 公司	完美世界	点点开曼	巨人网络
盈利能力	销售毛利率	64.62%	78.44%	72.55%	83.30%
	销售净利率	40.59%	14.40%	56.99%	51.06%
	净资产收益率	41.28%	34.61%	49.74%	32.18%

和可比交易案例相比，Jagex 公司的毛利率相对较小，销售净利率和净资产收益率尚可。

5、发展能力的比较

Jagex 公司和可比案例的发展能力的比较如下：

项目	内容	Jagex 公司	完美世界	点点开曼	巨人网络
发展能力	未来三年营业收入几何平均增长率	9.35%	23.74%	27.61%	28.49%
	未来三年净利润几何平均增长率	12.18%	26.37%	35.41%	32.57%

和可比交易案例相比，Jagex 公司未来营业收入增长率和净利率相对较低。

6、其他因素的比较

Jagex 公司与可比案例的业务类型的比较如下：

项目	内容	Jagex 公司	完美世界	点点开曼	巨人网络
交易条款	业务类型	客户端游戏、网页游戏，正在开发移动游戏	客户端游戏、网页游戏、移动网络游戏和电视游戏	网页游戏和移动游戏的研发、发行和运营	客户端游戏、移动游戏产品及互联网社区工具的内容开发、发行推广、运营维护

(六) 修正系数的确定

1、修正因素的确定

根据上述对 Jagex 和可比案例的比较分析，综合指标分析如下：

项目	内容	Jagex 公司	完美世界	点点开曼	巨人网络
交易时间	评估基准日沪深 300 指数	3,153.92 点	3,202.95 点	3,731.00 点	3,202.95 点
交易条款	交易的股权比例	51%	100%	100%	100%
	对价支付方式	现金	非公开发行股份	59.39%的现金，40.61 的股份	非公开发行股份
资产规模	评估基准日最近一期完整年度期末净资产	31,813.82 万元	131,689.59 万元	52,189.02 万美元	373,986.35 万元
盈利能力	销售毛利率	64.62%	78.44%	72.55%	83.30%
	销售净利率	40.59%	14.40%	56.99%	51.06%
	净资产收益率	41.28%	34.61%	49.74%	32.18%
发展能力	未来三年营业收入几何平均增长率	9.35%	23.74%	27.61%	28.49%
	未来三年净利润几何平均增长率	10.59%	26.37%	35.41%	32.57%
交易条款	业务类型	客户端游戏、网页游戏，正在开发移动游戏	客户端游戏、网页游戏、移动网络游戏	网页游戏和移动游戏的研发、发行	客户端游戏、移动游戏产品及互联网

		动游戏	戏和电视游戏	和运营	网社区工具的内容开发、发行推广、运营维护
--	--	-----	--------	-----	----------------------

2、修正系数的确定

目标公司 Jagex 公司作为比较基础和调整目标，因此将目标公司即 Jagex 公司各指标系数均设为 100，可比案例各指标系数与目标公司比较后确定，低于目标公司指标系数的则调整系数小于 100，高于目标公司指标系数的则修正系数大于 100。

根据上述对调整因素的描述及修正系数的确定方法，各影响因素修正系数如下：

项目	内容	Jagex 公司	完美世界	点点开曼	巨人网络
交易时间	评估基准日沪深 300 指数	100	102	103	102
交易条款	交易的股权比例	50	52	52	52
	对价支付方式	50	54	52	54
交易条款修正合计		100	106	104	106
资产规模	评估基准日最近一期完整年度期末净资产	100	102	101	103
盈利能力	销售毛利率	30	32	31	33
	销售净利率	40	38	42	41
	净资产收益率	30	29	32	29
盈利能力修正合计		100	99	105	103
发展能力	未来三年营业收入几何平均增长率	50	51	52	52
	未来三年净利润几何平均增长率	50	51	52	52
发展能力修正合计		100	102	104	104
其他因素	业务类型	100	102	102	103

3、修正系数调整表

根据已确定的调整系数，则动态市盈率 PE 的系数调整表如下：

内容	Jagex 公司	完美世界	点点开曼	巨人网络
交易时间	100	102	103	102
交易条款	100	106	104	106
资产规模	100	102	101	103
盈利能力	100	99	105	103
发展能力	100	102	104	104
其他因素	100	102	102	103

(七) 目标公司动态市盈率 (PE) 的确定

目标公司动态市盈率 (PE) 计算如下：

项目	Jagex 公司	完美世界	点点开曼	巨人网络
可比案例调整后 PE		16.23	12.95	12.20
交易时间修正系数	100	102	103	102
交易条款修正系数	100	106	104	106
资产规模修正系数	100	102	101	103
盈利能力修正系数	100	99	105	103
发展能力修正系数	100	102	104	104

其他因素修正系数	100	102	102	103
修正后 PE		14.29	10.75	9.93
权重		0.3	0.4	0.3
Jagex 加权平均动态 PE		11.57		

四、评估结果

采用交易案例比较法评估，Jagex 公司股权价值评估结果如下：

评估值=经营性权益价值+非经营性资产价值

由于 2016 年 1-6 月扣除非经常性损益后净利润为 2,071.34 万英镑，2016 年 7-12 月预测净利润为 1,134.81 万英镑，因此，Jagex 公司 2016 年全年的扣除非经常性损益后净利润为 3,206.15 万英镑。

所以，Jagex 公司市场法评估值=公司 2016 年扣除非经常性损益后预测净利润×目标公司 PE+非经营性资产价值= 3,206.15×11.57+ 3,172.68 - 1,348.85 = 38,900 万英镑（取整至百万位）。

即采用交易案例比较法，Jagex 公司股权价值评估值为 38,900 万英镑，折合人民币为 347,034.68 万元。

第六部分 评估结论及其分析

一、评估结论

经评估，上海宏投网络科技有限公司评估基准日股东全部权益价值为人民币 320,327.32 万元。

评估前总资产账面值 259,280.98 万元，评估值 369,818.92 万元，评估增值 110,537.95 万元，增值率 42.63%。

总负债账面值 49,491.60 万元，评估值 49,491.60 万元，无增减值。

净资产账面值 209,789.38 万元，评估值 320,327.32 万元，评估增值 110,537.94 万元，增值率 52.69%。

评估结论详细情况见评估结果汇总表和评估明细表。

评估结果汇总表

评估基准日：2016 年 6 月 30 日

金额单位：人民币万元

项 目	账面净值	评估值	增减额	增减率%
	A	B	C=B-A	D=C/A
流动资产	33,522.59	33,525.26	2.67	0.01
非流动资产	225,758.38	336,293.66	110,535.28	48.96
其中：长期股权投资	225,758.38	336,293.66	110,535.28	48.96
资产总计	259,280.98	369,818.92	110,537.95	42.63
流动负债	49,491.60	49,491.60	-	-
负债合计	49,491.60	49,491.60	-	-
净资产	209,789.38	320,327.32	110,537.94	52.69

本次评估净资产增值 110,537.94 万元，评估增减值的主要原因分析如下：

1、流动资产账面值 33,522.59 万元，评估值 33,525.26 万元，评估增值 2.67 万元，增值率 0.01%。增值的主要原因是坏账准备评估为 0。

2、长期股权投资账面值 225,758.38 万元，评估值为 336,293.66 万元，评估增值 110,535.28 万元，增值率 48.96%。增值的主要原因：

1) 估值时点的不同

2016 年 3 月 14 日，宏投网络与 Jagex 全体原股东签署整体股份收购协议，以现金方式向 Jagex 全体原股东收购其合计持有的公司 100%股权，该股权交易价格是以 Jagex2015 年度经营业绩为基础，以商业谈判的方式形成的。而本次是以 2016 年 6 月 30 日为评估基准日评估的宏投网络股东全部权益价值。

两次交易价格参考的时点不同，所面临的市场和交易状况有所不同，因而两次交易价格不同。

2) Jagex 盈利能力的提升

宏投网络收购 Jagex100%股权时是以 2015 年 12 月 31 日为参考时点，2015 年全年 Jagex 扣非后的归属于母公司股东净利润为 22,620.54 万元(EBIT 19,539.92 万元)；

2016 年 1-6 月, Jagex 扣非后的归属于母公司股东净利润 19,258.66 万元 (EBIT 19,258.66 万元), 2016 年全年预计扣非后的归属于母公司股东净利润为 29,382.56 万元 (EBIT 30,144.61 万元), Jagex 2016 年盈利能力大幅提升, 对应的估值也相应提高。

二、长期股权投资——Jagex 评估结果

本次评估对宏投网络主要核心资产 Jagex 公司采用两种方法进行评估, 结果如下:

1、Jagex 收益法评估结果

经收益法评估, Jagex 在评估基准日 2016 年 6 月 30 日的股东全部权益评估值为人民币 336,329.24 万元, 较账面值增值 110,570.86 万元, 增值率 48.98%。

2、Jagex 市场法评估结果

经市场法评估, Jagex 在评估基准日 2016 年 6 月 30 日的股东全部权益评估值为人民币 347,034.68 万元。较账面值增值 121,276.30 万元, 增值率 53.72%。

3、Jagex 评估结果的选取和理由

经评估, 委估企业在评估基准日市场法的评估值较收益法高出人民币 10,705.44 万元。

两种方法评估结果差异的主要原因有下述几点:

由于市场法是通过分析对比公司的各项指标, 以对比公司股权或企业整体价值与其某一收益性指标、资产类指标或其他特性指标的比率, 并以此比率倍数推断被评估单位应该拥有的比率倍数, 进而得出被评估单位股东权益的价值。评估人员对可比公司的财务信息比较有限, 可能存在可比公司独有的无形资产、或有负债等不确定因素或难以调整的因素, 致使存在市场法的评估结果与实际企业价值离散程度较大的风险。考虑到收益法评估是以 Jagex 预期未来能够获取利润为基础, 其计算过程采用了大量直接反映企业盈利能力的参数, 其评估结果综合了企业资产总量、资本结构、行业前景、管理水平、组织效率、人力资源、商誉等一系列的衡量要素, 相对全面地体现了企业的整体价值。经综合分析, 评估人员认为取收益法结果作为评估值更为合理。



上海立信资产评估有限公司

2016 年 9 月 10 日