
北京中企华资产评估有限责任公司

关于

深圳证券交易所

《关于对完美世界股份有限公司的重组问
询函》的核查意见

北京中企华资产评估有限责任公司

深圳证券交易所公司管理部：

北京中企华资产评估有限责任公司作为完美世界股份有限公司（以下简称“完美世界”、“上市公司”、“公司”）重大资产购买的资产评估机构，根据深圳证券交易所 2016 年 9 月 28 日下发的《关于对完美世界股份有限公司的重组问询函》（中小板重组问询函（不需行政许可）【2016】第 16 号）之要求，对有关事项进行了核查，出具本核查意见。

本核查意见所述的词语或简称与《完美世界股份有限公司重大资产购买报告书（草案）》中“释义”所定义的词语或简称具有相同的涵义。

问题 1、截至评估基准日 2016 年 6 月 30 日，今典院线净资产账面价值为 1,308 万元，收益法评估值为 2.31 亿元，增值率 1,664.98%；今典影城合并报表归属于母公司股东净资产账面价值为-2.53 亿元，收益法评估值为 6.06 亿元，评估增值 8.59 亿元；今典文化净资产账面价值为 1,105.13 万元，收益法估值为 3,682.24 万元，增值率 233.20%。请补充披露以下内容：

（1）根据标的公司未经审计的模拟合并财务报表，标的公司最近两年一期净利润分别为-2,204 万元、1,363 万元、374 万元，而在采用收益法评估时，标的公司交易当年预测净利润为 5,263 万元。请结合标的公司所处行业发展、业务开展等情况，说明收益法评估增值的具体原因、参数选取的合理性，并针对相关重要参数对标的公司估值影响进行敏感性分析，请独立财务顾问、资产评估师核查并发表明确意见；

（2）请结合行业周期特点、行业发展状况、竞争对手、标的公司市场排名及市场份额等因素，分析标的公司 2016 年 7 月至 12 月以及 2017 年至 2021 年各年度营业收入和营业成本的测算依据及预测合理性，请独立财务顾问、资产评估师核查并发表明确意见；

回复：

（1）根据标的公司未经审计的模拟合并财务报表，标的公司最近两年一期净利润分别为-2,204 万元、1,363 万元、374 万元，而在采用收益法评估时，标

的公司交易当年预测净利润为 5,263 万元。请结合标的公司所处行业发展、业务开展等情况，说明收益法评估增值的具体原因、参数选取的合理性，并针对相关重要参数对标的公司估值影响进行敏感性分析，请独立财务顾问、资产评估师核查并发表明确意见；

1) 评估增值的具体原因

①电影行业连续多年保持快速增长

标的公司 2016 年的净利润预测充分考虑了我国电影行业的发展情况、标的公司的业务开展情况等因素，具体依据如下：

在我国，票房仍是院线及影院收入的主要来源，院线和影院行业的景气度与电影市场的景气度呈现显著正相关。近几年我国和全球电影市场的蓬勃发展，为院线和影院行业的发展提供了良好的机遇，带来了巨大的商业机会。

2011 年我国电影票房收入为 131.15 亿元，2015 年增长至 440.69 亿元，年均复合增长率为 35.39%。截至 2015 年，我国共有可统计票房的影院 6,395 家，比上年增加了 797 家，增长了 14.23%。从 2011 年到 2015 年，我国影院数量快速增长，5 年间新增了 3,592 家影院，年均复合增长率达到 22.90%。如果以影院数量增长比例匡算影院数量增长对票房收入的影响，扣除影院数量增长因素后，2011 年到 2015 年影院票房收入年均复合增长率为 11.77%。

②电影行业主要采取轻资产模式

电影行业基于本身特点，通常采用轻资产的发展模式，影院主要资产账面价值较低，盈利能力较高，其价值更多体现为品牌影响力、市场推广力、整合营销力等方面。

③标的公司经过多年发展成为票房规模位居前列的全国性主流院线

经过数年的发展，标的公司已在全国范围内完成影院布局，目前已成为票房规模位居前列的全国性主流院线，具有独特的业务优势和竞争实力。2013 年至 2016 年 6 月，今典院线实现的票房收入分别为 5.00 亿元、6.80 亿元、9.98 亿元和 5.88 亿元，观影人次分别为 1,697 万人次、2,188 万人次、3,207 万人次和 1,895.68 万人次。2015 年，今典院线全年票房收入占全国城市院线票房的 2.27%，在全国

城市 48 条城市院线中排名第 15 位。

综上所述，随着中国电影行业的快速发展，借助于完美世界完成收购后对标的资产的整合及全方位支持，上述因素都会使标的公司提升收入、降低成本、增强盈利能力。

2) 参数选取的合理性

①收益法折现率选取的合理性

A、无风险收益率的确定

国债收益率通常被认为是无风险的，因为持有该债权到期不能兑付的风险很小，可以忽略不计。根据 WIND 资讯系统所披露的信息，10 年期国债在评估基准日的到期年收益率为 2.8411%，本评估报告以 2.8411%作为无风险收益率。

B、权益系统风险系数的确定

被评估单位的权益系统风险系数计算公式如下：

$$\beta_L = [1 + (1 - t) \times D/E] \times \beta_U$$

式中： β_L ：有财务杠杆的权益的系统风险系数；

β_U ：无财务杠杆的权益的系统风险系数；

t：被评估企业的所得税税率；

D/E：被评估企业的目标资本结构。

根据被评估单位的业务特点，评估人员通过 WIND 资讯系统查询了可比上市公司 2016 年 6 月 30 日的 β_L 值，然后根据可比上市公司的所得税率、资本结构换算成 β_U 值，并取其平均值 0.9201 作为被评估单位的 β_U 值。

根据企业基准日实际情况并结合上市公司平均目标结构综合确定公司目标资本结构为 0.00%。

将上述确定的参数代入权益系统风险系数计算公式，计算得出被评估单位的权益系统风险系数。

$$\beta_L = [1 + (1 - t) \times D/E] \times \beta_U$$

$$=0.9201$$

C、市场风险溢价的确定

市场风险溢价是对于一个充分风险分散的市场投资组合，投资者所要求的高于无风险利率的回报率，根据中企华的研究成果，本次评估市场风险溢价取7.11%

D、企业特定风险调整系数的确定

今典影城是国内首个优质数字影院连锁品牌，一直以高品质的放映技术、高水准的观影服务，在同行业中具有一定的优势，考虑公司现有的治理结构、管理水平和抗行业风险等方面的情况，以及市场上各大影院所面临的竞争压力，经综合考虑，取企业特定风险调整系数 R_c 为 2%。

E、预测期折现率的确定

将上述确定的参数代入权益资本成本计算公式，计算得出被评估单位的权益资本成本。

$$K_e = R_f + \beta \times MRP + R_c$$

$$=11.38\%$$

评估基准日被评估单位无付息债务，折现率采用权益资本成本。

②收益期和预测其的确定

A、收益期的确定

由于评估基准日被评估单位经营正常，没有对影响企业继续经营的核心资产的使用年限进行限定和对企业生产经营期限、投资者所有权期限等进行限定，或者上述限定可以解除，并可以通过延续方式永续使用。故评估过程中假设被评估单位评估基准日后永续经营，相应的收益期为无限期。

B、预测期的确定

由于企业近期的收益可以相对合理地预测，而远期收益预测的合理性相对较差，按照通常惯例，评估人员将企业的收益期划分为预测期和预测期后两个阶段。

评估人员经过综合分析，预计被评估单位于 2021 年达到稳定经营状态，故明确预测期截止到 2021 年底。

③收入预测情况

单位：万元

公司名称	项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
今典影城	营业收入	59,290.03	63,371.95	70,075.32	78,566.92	85,115.39	86,477.75
	增长率 (%)	20.32%	6.88%	10.58%	12.12%	8.33%	1.60%
今典院线	营业收入	54,524.38	58,225.74	64,533.87	72,503.53	78,713.21	80,019.21
	增长率 (%)	32.04%	6.79%	10.83%	12.35%	8.56%	1.66%
今典文化	营业收入	1,823.71	1,398.59	1,546.53	1,733.93	1,878.45	1,908.52
	增长率 (%)	30.00%	-23.31%	10.58%	12.12%	8.33%	1.60%

3) 敏感性分析

本次评估预测中核心数据票房收入的预测公式依据如下：

票房收入=观影总人次×平均票价，其中：观影总人次=观影上座总数×年平均上座率，观影上座总数=日排片座位总数×年放映天数，日排片座位总数=座位总数×单日单厅平均场次，单日单厅平均场次=排片总场次/影厅数量/年放映天数。因此，票房收入=座位总数×排片总场次×年平均上座率/影厅数量×平均票价，故排片总场次、平均票价与上座率对收入的影响同比率变动。

因此，估值对排片总场次、平均票价与上座率的敏感性一致。

上座率变动比率对评估值影响的敏感性分析如下：

上座率变动比率	收入变动率	净利润变动率	评估值（万元）	评估值变动金额（万元）	评估值变动比率
1%	0.71%	7.04%	91,782.21	4,427.16	5.07%

2%	1.23%	10.57%	96,009.40	8,654.37	9.91%
5%	2.78%	21.16%	108,690.87	21,335.82	24.42%

通过上述比较分析，在其他因素不变的情况下，上座率分别上升 1%、2%、5%时，标的公司合计收入分别上升 0.71%、1.23%、2.78%；净利润分别上升 7.04%、10.57%、21.16%；标的资产合计评估值上升 5.07%、9.91%、24.42%。

经核查，资产评估师认为，近年来电影行业以较快速度发展，标的公司业务开展情况良好，评估过程中选取的参数合理，并充分考虑电影行业发展情况和标的公司业务开展情况对标的公司估值的影响。

（2）请结合行业周期特点、行业发展状况、竞争对手、标的公司市场排名及市场份额等因素，分析标的公司 2016 年 7 月至 12 月以及 2017 年至 2021 年各年度营业收入和营业成本的测算依据及预测合理性，请独立财务顾问、资产评估师核查并发表明确意见；

1) 行业周期特点

院线和影院行业有较强的季节性特征，电影行业全年有四个档期，分别为上半年的春节档，下半年的暑假档、国庆节档和贺岁档。由于档期较多集中于下半年，因此院线和影院行业下半年收入占全年收入比例较高。同时影院的运营成本在全年分布较为均匀，因此影院下半年实现净利润显著高于上半年。

2) 行业发展状况

截至 2015 年，我国共有 48 条城市院线，票房收入超过一亿元的院线共 37 条。其中，排名前 15 位的城市院线票房收入合计为 349.93 亿元，占城市院线总票房的 79.97%。2015 年，全国前 15 位城市院线公司，没有一家公司的市场份额突破 15%。

截至 2015 年，我国共有可统计票房的影院 6,395 家，其中，票房超过 3,000 万元的影院 264 家，票房合计 115.481 亿元，占全国城市院线票房的 26.30%；票房超过 5,000 万元的影院 61 家，票房合计 38.466 亿元，占全国城市院线票房的 8.76%。全年票房过亿的影院仅有两家。

2015 年，我国票房收入排名前十五大院线情况如下表所示：

排名	院线	票房收入（亿元）	市场份额
1	万达院线	59.66	13.59%
2	中影星美	38.17	8.68%
3	广东大地	35.29	8.04%
4	上海联和	31.46	7.16%
5	中影南方新干线	29.77	6.78%
6	广州金逸珠江	28.84	6.57%
7	中影数字	21.00	4.78%
8	浙江横店	19.77	4.50%
9	浙江时代	15.66	3.57%
10	江苏幸福蓝海	13.23	3.01%
11	四川太平洋	12.37	2.82%
12	北京新影联	12.21	2.78%
13	华夏联合	11.92	2.71%
14	重庆保利万和	10.60	2.41%
15	时代华夏今典	9.98	2.27%
合计		349.93	79.97%

数据来源：中国电影发行放映协会《2015 中国电影市场报告》

2015 年，我国院线和影院行业的竞争格局情况如下：

票房分档	院线数（条）	数量占比（%）
20 亿元以上	7	14.58%
10 亿元-20 亿元	7	14.58%
4 亿元-10 亿元	8	16.67%
2 亿元-4 亿元	10	20.83%
1 亿元-2 亿元	5	10.42%
5000 万元-1 亿元	4	8.33%
5000 万元以下	7	14.58%
合计	48	100.00%
票房分档	影院数（家）	数量占比（%）
5000 万元以上	61	0.95%
3000 万-5000 万元	203	3.17%
2000 万-3000 万元	337	5.27%

1000 万-2000 万元	891	13.93%
500 万-1000 万元	921	14.40%
200 万-500 万元	993	15.53%
100 万-200 万元	647	10.12%
100 万元以下	2342	36.62%
合计	6395	100.00%

数据来源：中国电影发行放映协会《2015 中国电影市场报告》

整体来看，我国院线和影院行业的分散化程度较高。由于院线的竞争力取决于旗下影院的数量和质量，在行业内整合的需求和外在资本市场的推动下，预期我国院线和影院行业的集中度将进一步提高。

2015 年，今典院线的票房收入排名全国第十五位。2015 年，票房排名前五的院线为：万达院线、中影星美院线、广东大地院线、上海联和院线、中影南方新干线院线，即标的公司的主要竞争对手。

3) 预测期内营业收入的预测依据及预测合理性

我国电影票房收入由 2011 年的 131.15 亿元增长至 2015 年的 440.69 亿元，年均复合增长率为 35.39%。截至 2015 年，我国共有可统计票房的影院 6,395 家，比上年增加了 797 家，增长了 14.23%。其中 2014 年至 2016 年 1-6 月，我国电影行业的票房收入以较快速度增长，2014 年我国电影票房收入为 296.39 亿元，同比增长 36.15%，2015 年为 440.69 亿元，同比增长 48.69%，2016 年 1-6 月票房收入为 245.82 亿元，同比增长 20.72%，2016 年 2 月单月我国电影票房收入超过美国成为全球最大的电影票房市场。从 2011 年到 2015 年，我国影院数量快速增长，5 年间新增了 3,592 家影院，年均复合增长率达到 22.90%。如果以影院数量增长比例匡算影院数量增长对票房收入的影响，则剔除影院数量增长因素后，影院票房收入 2011 年到 2015 年均复合增长率为 11.77%，其中 2015 年增长率为 32.21%。

①今典影城预测收入合理性

从历史数据来看，2015 年今典影城全年营业收入为 49,277.70 万元，其中 2015 年上半年实现收入 21,210.06 万元，占全年收入比重 43.04%，2015 年全年较 2014

年收入增长 13,944.64 万元，增长率为 39.47%。2016 年上半年今典影城实现收入 26,237.66 万元，2016 年上半年较上年同期收入增长 5,027.60 万元，较上年同期增长 23.70%。

根据 2016 年上半年今典影城实现的营业收入，以及上述票房季节性波动，预测 2016 年 7-12 月收入为 33,052.37 万元，预测数较上年同期增长 17.76%，2016 年全年预计实现收入 59,290.03 万元，其中 1-6 月收入占全年收入比重 44.25%，与历史数据基本一致。

今典影城营业收入主要是票房的收入，2015 年较 2014 年票房收入增长 11,774.61 万元、2016 年上半年较上年同期票房收入增长 4,618.62 万元，增长率分别为 38.61%、25.51%。如果以影院数量增长比例匡算影院数量增长对票房收入的影响，扣除影院数量增长因素，2015 年、2016 年上半年较上年同期票房收入增长的情况分别为 36.38%、25.22%，均高于行业平均水平。

票房收入的规模主要受观影人数的影响，而观影人数的增加体现在上座率和放映场次的增加。今典影城 2015 年及 2016 年上半年上座率分别为 16.76%、17.09%，较上期同比增长 18.07%、15.26%；放映总场次分别为 662,042 场、362,392 场，较上期同比增长为 18.44%、19.44%，观影人数分别为 1,440.86 万人次、794.69 万人次，较上期同比增长 39.50%、37.06%。

今典影城在预测期对放映设备更新支出 6,926 万元，对陈旧影院重新装修支出 11,000 万元，可以保证影片放映质量和环境的舒适度，为影院票房收入的增长提供了硬件支持。

预测 2016 年下半年、2017 年、2018 年、2019 年、2020 年和 2021 年的上座率分别为 20.60%、20.50%、22.06%、23.63%、24.24%和 24.55%，较上年同期的增长率分别为 12.12%、8.82%、7.59%、7.11%、2.59%、1.26%。

预测 2016 年下半年、2017 年、2018 年、2019 年、2020 年和 2021 年的放映场次分别为 407,745 场、815,878 场、845,685 场、870,421 场、883,568 场和 888,813 场，较上年同期的增长率分别为 13.18%、5.79%、3.65%、2.92%、1.51%、0.59%。

预测 2016 年下半年、2017 年、2018 年、2019 年、2020 年和 2021 年观影人

数分别为 1,052.97 万人、1,990.82 万人、2,199.31 万人、2,478.79 万人、2,690.37 万人和 2,734.19 万人，较上年同期的增长率分别为 22.29%、7.75%、10.47%、12.71%、8.54%、1.63%。

根据上述上座率、放映场次及观影人数的预测，预测 2016 年下半年、2017 年、2018 年、2019 年、2020 年和 2021 年收入较上年同期分别增长 4,984.73 万元、4,081.92 万元、6,703.37 万元、8,491.60 万元、6,548.47 万元、1,362.36 万元，增长率分别为 17.76%、6.88%、10.58%、12.12%、8.33%、1.60%。

预测期内，上座率、放映场次及观影人数、收入的预测涨幅符合行业增长趋势，低于今典影城的历史增长幅度，盈利预测较为谨慎，具备合理性和可实现性。

②今典院线预测收入的合理性

今典院线的收入主要由院线发行分账收入及租赁收入构成，其中发行收入为票房分账收入，主要来源于今典直营影院、加盟影院、今典影投旗下不在本次交易范围内的直营影院及合资影院净票房收入的 44%-45%的分账款。

A.院线分账收入方面

从历史数据来看，2014 年、2015 年、2016 年 1-6 月今典院线旗下影院的净票房收入为 61,930.34 万元、91,595.74 万元和 53,922.21 万元，2015 年较 2014 年增长 47.90%，2016 年 1-6 月同比增长 30.13%；今典院线的分账收入分别为 28,162.74 万元、40,709.13 万元和 24,078.95 万元，2015 年较 2014 年增长 47.90%，2016 年 1-6 月同比增长 30.52%，与今典院线旗下影院的净票房收入涨幅基本一致。

预测 2016 年 7-12 月、2017 年、2018 年、2019 年、2020 年和 2021 年今典院线旗下影院实现的净票房收入分别为 66,665.49 万元、128,219.44 万元、142,153.39 万元、159,964.15 万元、173,776.29 万元和 176,659.57 万元，较上年同期相比的涨幅分别为 32.91%、6.33%、10.87%、12.53%、8.63%、1.66%。

据此预测 2016 年 7-12 月、2017 年、2018 年、2019 年、2020 年和 2021 年今典院线实现的票房分账收入分别为 30,196.61 万元、58,077.91 万元、64,389.39 万元、72,456.90 万元、78,713.21 万元、80,019.21 万元，较上年同期涨幅分别为

33.29%、7.01%、10.87%、12.53%、8.63%、1.66%，与预测期内今典院线旗下影院净票房收入的涨幅基本一致。

预测期内，由于今典院线的收入主要来源于旗下影院的票房分账收入，长期来看，随着我国三、四线城市居民收入水平不断提升、消费观念不断转变，未来三、四线城市将成为我国电影票房收入的重要增长。本次预测今典院线旗下影院的净票房收入预测涨幅符合行业增长趋势，低于今典院线的历史增长幅度，预测过程中选取的参数较为谨慎，具备合理性和可实现性。

B. 院线租赁收入方面

由于今典院线未来不计划开展新的设备租赁，故根据现有租赁合同预测未来期间租赁收入。根据租赁合同和租金回收情况，2016年7-12月、2017年、2018年、2019年的预测租赁收入分别为74.36万元、147.83万元、144.48万元、46.63万元。

4) 预测期内营业成本的预测依据及预测合理性

①今典影城营业成本预测合理性

今典影城的营业成本主要分为票房分账款、卖品成本、广告成本、场地租赁费及其他成本、物业管理费、能源费、租赁费、折旧及长期待摊费用摊销等，票房即分账款为院线向今典影城收取影院净票房收入的一定比例，今典影城的卖品、广告、场租及其他成本跟其相应的收入有一定的比例关系，因此未来年度的票房分账款、卖品、广告、场租及其他成本预测数据按照对应收入的一定比例进行预测。物业管理费、场地租赁费的预测根据各影城签订的房屋租赁合同及物业管理合同约定进行预测。今典影城的能源费主要是影城放映电影消耗的水电费等，能源费跟影城的年厅排片总场次有一定的比例关系，未来年度的能源费预测数据按照能源费占年厅排片总场次的一定比例进行预测。折旧及长期待摊费用摊销按照企业会计政策进行折旧及摊销。

②今典院线营业成本预测合理性

今典院线营业收入主要为向直营影院、加盟影院、今典影投旗下不在本次交易范围内的直营影院及合资影院收取的分账款，分账款按照影院净票房收入的一

定比例进行预测。

今典院线的成本主要为付给发行方的票房分账款，从历史数据来看今典院线2014年至2016年上半年的成本分别为27,324.01万元、38,771.60万元、22,927.52万元，毛利率为8.26%、6.11%、5.47%。

基于历史数据及今典院线预测期的收入情况，预测2016年6-12月，2017年、2018年、2019年、2020年、2021年的营业成本为28,608.27万元、55,023.01万元、61,002.51万元、68,645.6万元、74,572.89万元、75,810.20万元，毛利率为5.26%-5.50%，今典院线的营业成本预测基于历史发行成本占院线分账收入的比例、标的公司经营情况及行业发展情况进行预测。

综上，今典院线的成本预测具有合理性。

③今典文化营业成本预测合理性

今典文化的营业收入主要为向直营影院进行日常运营管理时按影院营业收入的一定比例收取的服务费，其未来收入根据今典影城票房收入一定比例进行预测，今典文化历史年度无营业成本，未来年度不对今典文化进行预测。

本次收益法采用的是企业自由现金流，该企业财务费用核算的内容主要为金融机构存款收入及手续费支出，未来具有不确定性，本次不再预测未来年度财务费用。

今典文化历史年度管理费用包括职工薪酬、折旧费、差旅费、租赁费及其他等。今典文化未来在成本费用方面的预测出主要体现为管理费用的预测：

单位：万元

项目	2016年7-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
管理费用	664.57	1,359.56	1,388.51	1,423.79	1,421.90	1,426.45

经核查，资产评估师认为，在对标的公司未来业绩进行预测时，已充分考虑标的公司所处行业发展状况、竞争对手情况、标的公司市场排名及份额等因素，对标的公司的营业收入及营业成本的预测具有合理性。

（本页无正文，为《北京中企华资产评估有限责任公司关于深圳证券交易所<关于对完美世界股份有限公司的重组问询函>的核查意见》之盖章页）

北京中企华资产评估有限责任公司

2016 年 09 月 30 日