

厦门科华恒盛股份有限公司独立董事

《关于对厦门科华恒盛股份有限公司的重组问询函》

独立意见

厦门科华恒盛股份有限公司（以下简称“科华恒盛”、“上市公司”或“公司”）于 2017 年 3 月 17 日收到深圳证券交易所下发的《关于对厦门科华恒盛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）【2017】第 2 号）（以下简称“问询函”）。经核查，独立董事发表独立意见如下：

一、结合标的资产历史业绩情况、未来业务发展、在手订单、客户可持续性、可比公司估值等情况，说明评估增值较高的原因和合理性，评估条件、评估假设的合理性，以及主要参数的选取依据、合理性及可实现性。请独立董事和独立财务顾问核查并发表明确意见。

（一）请结合标的资产历史业绩情况、未来业务发展、在手订单、客户可持续性、可比公司估值等情况，说明评估增值较高的原因和合理性，评估条件、评估假设的合理性，以及主要参数的选取依据、合理性及可实现性。

1、标的资产历史业绩情况

报告期内，天地祥云经营业绩情况如下：

单位：万元

项目	2016 年度		2015 年度	
	金额	占比	金额	占比
营业收入	29,796.37	100.00%	16,369.75	100.00%
营业成本	21,196.49	71.14%	12,745.47	77.86%
税金及附加	44.44	0.15%	25.43	0.16%
销售费用	2,468.05	8.28%	1,411.94	8.63%
管理费用	2,968.90	9.96%	2,129.33	13.01%
财务费用	112.17	0.38%	23.42	0.14%
资产减值损失	-24.98	-0.08%	212.86	1.30%

营业利润	3,031.32	10.17%	-178.71	-1.09%
营业外收入	5.37	0.02%	142.60	0.87%
利润总额	3,036.67	10.19%	-36.11	-0.22%
所得税费用	462.69	1.55%	-36.30	-0.22%
净利润	2,573.99	8.64%	0.18	-
归属于母公司股东的净利润	2,613.32	8.77%	0.18	-
少数股东损益	-39.34	-0.13%	-	-

报告期内，天地祥云盈利能力持续增强。2015 年度和 2016 年度天地祥云实现营业收入分别为 16,369.75 万元和 29,796.37 万元，实现归属于母公司股东净利润分别为 0.18 万元和 2,613.32 万元。

2、未来业务发展

（1）IDC 行业处于快速发展阶段

根据工业和信息化部发布的《大数据产业发展规划（2016-2020 年）》显示，我国信息化发展水平日益提高，对数据资源的采集、挖掘和应用水平不断深化。政务信息化水平不断提升，全国面向公众的政府网站达 8.4 万个。信息消费蓬勃发展，网民数量超过 7 亿，移动电话用户规模已经突破 13 亿，均居世界第一。我国已成为产生和积累数据量最大、数据类型最丰富的国家之一。到 2020 年，技术先进、应用繁荣、保障有力的大数据产业体系基本形成。大数据相关产品和服务业务收入突破 1 万亿元，年均复合增长率保持 30%左右，加快建设数据强国，为实现制造强国和网络强国提供强大的产业支撑。大型数据中心向绿色化、集约化发展，跨地区经营互联网数据中心（IDC）业务的企业达到近三百家。这必将助推 IDC 行业的发展，企业预计将有一个快速增长期。

根据中国 IDC 圈发布的《2014-2015 中国 IDC 产业发展研究报告》显示，到 2017 年，中国 IDC 市场规模将超过 900 亿元，增速将接近 40%，到 2018 年，中国 IDC 市场规模将超过 1400 亿，增速将接近 39.6%。未来天地祥云的市场占有率将会随着市场规模的扩张而增长。

（2）天地祥云未来业绩将快速增长

天地祥云未来年度的增长率主要来源于存量客户业务增长和互联网公司的

增长。在 2016 年合同中，天地祥云存量合同中合同到期的，基本都与客户进行了续签，天地祥云存量合同得到有效执行及续期，天地祥云已有的客户预计未来将继续保持稳定。IDC 作为互联网公司发展的基础设施，受益于互联网行业的增长及互联网公司本身业务的快速发展。随着我国网民对网速要求的不断提高，促使互联网公司需不断提高公司自身网站的访问速度，向 IDC 服务商购买更多的带宽。天地祥云已为近 200 家互联网公司提供 IDC 相关服务，客户本身业务的增长，将增加其 IDC 资源的采购量。同时，我国互联网行业正处于高速发展的阶段，我国新的互联网公司不断涌现，都将为天地祥云新增客户提供了稳定的来源。

（3）交易完成后天地祥云与科华恒盛协同发展

目前科华恒盛数据中心业务重点是机房建设和配电柜、机柜、PDU 产品等数据中心的基础设施，且在北京、上海、广州建立了数据中心机房，在数据中心机房方面积累了丰富的建设经验。而天地祥云数据中心业务主要包括机房主机托管和带宽服务，且在北京、上海、广州布局了运营网络，其核心团队均为数据中心领域资深人士，拥有丰富的行业运营经验。科华恒盛和天地祥云之间的战略发展目标高度契合，两者业务相结合一方面可以更深入的布局区域市场，实现双方优势资源的互补，大幅提高公司现有数据中心的运营能力和销售能力；同时，通过双方在数据中心建设和运营的结合，能够进一步提高公司未来数据中心的技术水平，充分发挥协同效应。

3、在手订单

企业在手订单分为历史年度延续性在手订单收入和新增业务在手订单收入，其中：

（1）历史年度延续性在手订单收入

根据企业业务特点（企业的收费模式是“保底+突发方式”，无法在签订合同时确定客户全年收入），以企业 2016 年 12 月份企业在手订单为基准测算（即企业 2016 年 12 月份实现的主营业务收入）预测 2017 年已有客户在手订单延续收入，截至 2016 年 12 月 31 日，企业历史年度延续性在手订单 296 个，2016 年 12

月份实现收入 3,353.18 万元，2017 年可实现收入预计 40,238.15 万元。

（2）新增业务在手订单收入

根据企业提供的追踪项目确定，目前签订了框架性协议或意向合同 51 户，2017 年预计新增业务约 8,047.88 万元，具体如下：

签订框架性协议或意向合同的客户，最新情况如下：

序号	已签框架性协议或意向合同的客户	预测 2017 年营业收入（万元）	截至目前情况
1	A	972.3	待执行
2	B	822.4	待执行
3	C	656.9	待执行
4	D	550.95	待执行
5	E	506.4	待执行
6	F	403.6	待执行
7	G	381.2	待执行
8	H	315	待执行
9	I	283.20	待执行
10	J	226.8	待执行
11	其他	2,929.13	待执行
12	合计	8,047.88	待执行

两项合计预计标的公司 2017 年实现收入 48,286.02 万元。

4、客户可持续性

（1）未来 IDC 行业的高速发展，公司客户和业绩具有可持续性

①随着互联网应用进一步丰富，移动互联网、视频、游戏等新兴行业发展迅速，互联网数据量大幅度增加，根据工信部发布的 2016 年通信运营统计年报，2016 年移动互联网接入流量消费同比增长 123.7%，固定互联网使用量同比增长 15.00%，互联网数据总量的发展带动了整个互联网及相关行业的发展。

②2009—2015 年，中国 IDC 市场复合增长率 38.7%，其中，2014、2015 年中国 IDC 市场增长迅速，增长率分别为 41.8%，39.3%，2015 年市场规模达到 518.6 亿元，到 2018 年，中国 IDC 市场规模将超过 1400 亿，增速将接近 39.6%。IDC 行业正处于高速发展期，并且具备良好的前景，是公司客户以及业绩具有可持续性的行业背景。

（2）IDC 行业客户的特性决定其具有可持续性

IDC 业务具有高稳定性的特点，天地祥云与原有客户共同快速成长，IDC 业务主要是给客户提供主机/服务器的托管服务，并向其出售带宽、租赁机架，提供其他增值服务并收取对应的费用。互联网企业将互联网内容存储在 IDC 机房的托管服务器中，并通过 IDC 服务商的带宽端口供用户访问接入，用户通过电脑、手机、IPAD 等设备在互联网上查看和使用互联网企业的网站和服务。互联网企业自身网站或提供网络服务的稳定，是其自身业务发展，保证用户高满意度的基础。

互联网公司在选定一家 IDC 服务商之前，会对 IDC 服务商机房的各项指标进行严格测试，最终选取 IDC 供应商。互联网公司服务器需要 7*24 小时不间断的运行，服务器的稳定对互联网公司来说至关重要。选定 IDC 供应商、托管服务器之后，为保证自身网站的稳定、用户的满意度，一般不会轻易更换 IDC 供应商，因此，IDC 业务具有稳定性的特点。

（3）天地祥云历史客户流失率低，印证客户的可持续

报告期内，天地祥云存量合同中除少量小客户终止合作之外，其他均处于正常持续执行状态，终止合作的存量合同占总量的比例较少，从 2015 年和 2016 年客户签单流失率来看，流失客户订单金额占总签订金额的比例分别为 7.7%、6.2%，流失率较低且逐年下降，说明多数客户会继续签订合同，大多数客户在未来会处于继续执行原有合同状态，报告期内，客户签单流失率如下表所示：

客户签单流失率

项目	签约合同额（万元）	终止合同额（万元）	流失比
2015 年	15,296.49	1,277.70	7.7%
2016 年	28,429.61	1,876.95	6.2%

5、可比公司估值

（1）本次交易天地祥云作价的市盈率、市净率

经交易双方协商，本次交易天地祥云 75%股权作价 63,750.00 万元。根据致

同会计师出具的《审计报告》和交易对方签订的《股权转让协议》，天地祥云相对估值水平如下：

单位：万元

项目	金额/倍
本次天地祥云评估价值	85,000.00
2016 年度归属于母公司股东净利润	2,613.32
首年承诺经审计后归属于母公司股东的净利润（扣除非经常性损益孰低原则）	5,000.00
静态市盈率（倍）	32.53
动态市盈率（倍）	17.00
截至评估基准日的归属于母公司股东的净资产	8,673.71
市净率（倍）	9.80

注：静态市盈率=本次天地祥云交易价格/2016 年实现归属于母公司净利润；动态市盈率=本次天地祥云交易价格/2017 年承诺经审计后归属于母公司股东的净利润（扣除非经常性损益孰低原则）；市净率=本次天地祥云交易价格/2016 年 12 月 31 日归属于母公司股东净资产。

（2）可比同行业上市公司市盈率、市净率

截至 2016 年 12 月 31 日，天地祥云可比同行业上市公司的市盈率、市净率指标具体如下表：

序号	股票名称	股票代码	动态市盈率（TTM）	市净率（PB）
1	网宿科技	300017	35.76	6.13
2	光环新网	300383	71.86	3.05
3	高升控股	000971	150.27	3.50
平均数			85.96	4.23

注：可比同行业上市公司均值为同行业上市公司市盈率和市净率的算术平均数，可比同行业上市公司为证监会行业“互联网及相关服务业”的公司；动态市盈率（TTM）=该公司 2016 年 12 月 31 日收盘价/该公司最近四个季度的每股收益；市净率=该公司 2016 年 12 月 31 日总市值/基准日最新公告股东权益（不含少数股东权益）；以上数据来源于 Wind。

根据天地祥云 2016 年的经营情况，市盈率为 32.53 倍，显著低于同行业上市公司平均动态市盈率 85.96 倍；天地祥云 2016 年度的市净率为 9.80 倍，与同行业上市公司平均市净率 4.23 倍差异较大，主要是由于天地祥云采用轻资产经营模式，市净率较高。

（3）市场可比交易定价情况

收购方	被收购方	交易基准日	动态市盈率 (PE)	市净率 (PB)
广东榕泰	森华易腾	2015 年 5 月 31 日	18.46	15.41
华星创业	互联港湾	2016 年 7 月 31 日	19.26	8.82
蓝鼎控股	吉林高升	2014 年 12 月 31 日	19.48	23.08
平均			19.07	15.77
天地祥云			17.00	9.80

注：动态市盈率=天地祥云 100%股权价值÷承诺首年净利润；市净率=天地祥云 100%股权价值÷基准日天地祥云归属于母公司股东的净资产。

根据天地祥云的业绩承诺计算，天地祥云的动态市盈率为 17 倍，低于市场可比交易的平均动态市盈率。天地祥云的市净率为 9.80 倍，显著低于行业平均水平。

6、评估增值较高的原因和合理性

天地祥云评估增值较高的原因一方面是公司采用轻资产运营模式，净资产规模较小。另一方面，经过多年发展 2016 年天地祥云具备了营业收入规模大幅提升，规模效应明显，具备了较强的盈利能力。由于互联网行业的快速发展、IDC 行业的运营特点以及公司老客户的高续签率和在手订单情况，可以预测未来天地祥云营业收入和盈利能力将得到进一步提升。可比上市公司及相关行业净资产收益率对比如下：

公司名称	净资产收益率
网宿科技	21.52%
光环新网	6.92%
高升控股	5.59%
天地祥云	29.67%
软件服务行业	8.18%
电信运营行业	0.58%
电子信息行业	8.94%

近年市场可比交易案例普遍采用收益法评估价值作为交易价格的依据，三个案例中对森华易腾、互联港湾和吉林高升的评估增值率分别为 1,143.45%、1,123.43%和 2,208.45%。本次评估采用收益法估值作为交易定价依据与行业惯例一致，评估增值率 793.07%低于三个案例的增值率，评估增值符合行业特点，增

值率低于行业水平，作为本次交易作价依据具有合理性。

收购方	被收购方	评估方法	净资产账面价值	评估值	评估增值	增值率
广东榕泰	森华易腾	收益法	7,785.34	120,162.87	112,377.53	1,143.45%
华星创业	互联港湾	收益法	6,606.33	80,823.70	74,217.37	1,123.43%
蓝鼎控股	吉林高升	收益法	6,500.16	150,052.73	143,552.57	2,208.45%
科华恒盛	天地祥云	收益法	9,550.09	85,289.32	75,739.23	793.07%

7、评估条件、评估假设的合理性

本项目评估对象的评估结论是在以下假设前提、限制条件成立的基础上得出的，如果这些前提、条件不能得到合理满足，评估报告所得出的评估结论一般会有不同程度的变化。

（1）假设评估基准日后被评估单位持续经营；

（2）假定在市场上交易的资产或拟在市场上交易的资产，交易双方彼此地位平等，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，以便于对评估对象的交易价值作出理智的判断；

（3）国家现行的有关法律法规及政策、国家宏观经济形势无重大变化，本次交易各方所处地区的政治、经济和社会环境无重大变化；

（4）假设评估基准日后被评估单位的经营者是负责的且公司管理层有能力担当其职务；

（5）假设公司保持现有的管理方式和管理水平，经营范围、方式与目前方向保持一致；

（6）除非另有说明，假设公司完全遵守所有有关的法律法规；

（7）假设公司未来将采取的会计政策和编写此份报告时所采用的会计政策在重要方面基本一致；

（8）假设和被评估单位相关的利率、汇率、赋税基准及税率、政策性征收费用等不发生重大变化；

(9) 公司的现金流在每个预测期间的中期产生，如在一个预测年度内，现金流在年中产生，而非年终产生；

(10) 公司所处行业大环境、基本政策无重大变化，即市场销售不会因大环境的变化而急剧下降，或因政策干预而大幅萎缩；

(11) 假设评估基准日后被评估单位的研发能力和技术先进性保持目前的水平，现有的核心研发人员及管理团队在预测期内能保持稳定；

(12) 假设北京天地祥云及其子公司生产经营中所需的各项已获得的生产、经营许可证等在未来年度均能获得许可；

(13) 假设北京天地祥云及其子公司的办公经营场所、机房设备、线路带宽、IP 等互联网资源在未来预测期不存在租赁障碍，且能持续按照市场价格水平租赁；

(14) 天地祥云取得高新技术企业资格自 2015 年 11 月 24 日起有效，有效期为 3 年。根据企业的发展规划、技术队伍、所处行业等分析判断，假设北京天地祥云在未来经营期内能取得高新技术企业认证，享受 15% 的所得税税率；

(15) 对于评估报告中价值评估结论所依据而由委托方及其他各方提供的信息资料，评估人员假定其为可信的而没有进行验证。评估人员对这些信息资料的准确性不做任何保证；

(16) 公司对市场情况的变化不承担任何责任亦没有义务就基准日后发生的事项或情况修正我们的评估报告；

(17) 无其他不可预测和不可抗拒因素造成的重大不利影响。

以上假设和条件，均是根据本次评估目的所对应的经济行为的特性，结合天地祥云历史运营状态、所处行业特性，在国家、地方政府和有关部门的法律法规以及资产评估准则等文件的指引下做出的，评估条件、评估假设合理，能够作为本次评估预测的假设前提条件。

8、主要参数的选取依据、合理性及可实现性

（1）收入增长率

A、2017 年营业收入

在对天地祥云采用收益法进行评估时，根据目前的在手订单情况，评估师预测天地祥云 2017 年实现营业收入 48,286.02 万元。

B、2018 年及其以后营业收入预测的合理性

在对 2018 年及其以后营业收入预测时，按照行业发展速度进行预测，并呈现逐年下降趋势，2022 年及之后保持稳定，各年增长率如下所示：

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
IDC 业务增长率	40.00%	30.00%	20.00%	10.00%

由于天地祥云 2015 年和 2016 年收入增长率分别为 218.8%和 82.02%，高于行业平均水平，因此为来采用行业发展速度并逐年递减进行预测是相对保守的。

（2）营业成本预测

通过观察历史年度的 IDC 成本与 IDC 收入比，考虑到成本的波动性，2016 年与预测期较为接近，数据更为合理，本次评估参考 2016 年度的成本与收入比进行预测。

（3）营业费用预测

天地祥云的营业费用主要为职工薪酬、差旅费、交通费和招待费、技术服务费、办公用品费等。

职工薪酬主要为销售人员的薪酬，本次评估结合天地祥云的薪酬制度，由于销售人员职工与公司业务收入相关，本次评估参考天地祥云业绩增长情况，根据预测年度收入增长率估算销售职工薪酬。

业务招待费、会议费、交通费、技术服务费、房屋租赁费、快递费、差旅费、其他服务费：本次评估参考预测年度收入增长率估算或按照历史年度其占营业总收入平均比例预测。

办公用品、水电费、物业费、话费等参考 2016 年度进行预测，2017 年及以后年度与 2016 年持平。

（4）管理费用预测

管理费用主要包括工资、折旧费、办公室租金、物业管理费、低值易耗品摊销、差旅费、业务招待费、会议费、员工培训费、专业服务费、水电费、办公用品支出、交通费用、办公费用、研发费用等。

职工薪酬预测：职工薪酬主要为管理人员薪酬，本次评估参考历史年度相关人员成本水平并根据当地工资平均上涨幅度进行估算；根据北京市人力资源和社会保障局发布了北京市 2016 年企业工资指导线，企业职工平均工资增长率的基准线为 9%。本次评估参考此基准线进行预测。

业务招待费、会议费、交通费、电话费、专业服务费、差旅费、办公费本次评估参考预测年度收入增长率估算或按照历史年度其占营业总收入平均比例预测。

折旧费：折旧为办公设备折旧费用，按照保持 2016 年的水平不变进行预测。

办公室租金：根据企业已签订的租赁合同中约定租金进行预测。

物业管理费、水电费、保洁费用、印花税按照 2016 年度的水平进行预测。

残保金按照历史年度中残保金占员工工资比例进行预测。

研发费用预测：根据研发费用构成项参考上述类似项的预测方式进行预测，即对人工按照 2016 年度人工占收入水平比进行预测，折旧和摊销按照预测年度设备需要计提折旧额和摊销额预测，材料费按照其 2016 年度占收入比进行预测，其他相关费用按照 2016 年度费用占收入比预测。

（6）财务费用预测

财务费用主要包括借款利息支出、汇兑损失、手续费支出等。借款利息支出按照 2016 年已签订的借款合同中借款金额和约定的借款利率进行预测，对于利息收入和手续费根据 2016 年利息收入和手续费进行预测。

（7）所得税预测

天地祥云在评估基准日被认定为高新技术企业，自 2015 年 11 月 24 日起，有效期为 3 年，因此，天地祥云 2015、2016、2017 年享有优惠企业所得税税率为 15%。根据企业的发展规划、技术队伍、所处行业等分析判断，本次预测假设天地祥云在未来经营期内能取得高新技术企业认证，享受 15%的所得税税率。

（8）净利润的预测

根据前述预测，天地祥云未来 5 年的净利润情况如下：

单位：万元

序号	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
一、	营业收入	48,286.02	67,600.43	87,880.56	105,456.67	116,002.33
	减：营业成本	35,340.75	49,477.06	64,320.17	77,184.21	84,902.63
	营业税金及附加	55.84	78.17	101.62	121.95	134.14
	营业费用	3,213.51	4,498.46	5,847.66	7,016.97	7,718.55
	管理费用	3,916.76	5,298.39	6,750.72	8,054.52	8,934.54
	财务费用	108.23	108.23	108.23	108.23	108.23
二、	营业利润	5,650.92	8,140.12	10,752.15	12,970.79	14,204.24
三、	利润总额	5,650.92	8,140.12	10,752.15	12,970.79	14,204.24
	减：所得税费用	847.64	1,221.02	1,612.82	1,945.62	2,130.64
四、	净利润	4,803.28	6,919.10	9,139.32	11,025.17	12,073.60

（9）折现率的确定

为确定合适的折现率，通常会考虑市场现有的同行业报酬率，然后用相关的企业和产品的风险与经营状况同市场及该行业互相比，从而得出目标企业的加权平均资本成本。本次评估我们采用国际上通用的加权平均资本成本模型（WACC）来估算。

$$WACC=K_e \times E/V + K_d \times (1-T) \times D/V$$

式中：K_e：为权益资本成本；

K_d：为债务资本成本；

E：权益的市场价值；

D：付息债务的市值；

T：企业的所得税率；

V：被评估企业的总市值。

（10）确定标的企业的资本结构

估算加权平均资本成本的第一步是确定被评估对象公司的资本结构，在此，我们从目标资本结构出发开始考虑。这主要是因为天地祥云的资本结构在任意时刻都可能没有反映预期贯穿业务始终的资本结构。本次评估对天地祥云的资本结构的估算主要从互联网和相关服务业板块类上市公司中选取具有可比性的参照公司，然后对其市场价值中权益和债务的比率进行加权平均计算来确定其目标资本结构。

选取的可比参照公司应从事相同或类似的经营业务，同时还应包括以下因素：

公司资本结构公司产品

信用情况主要市场及公司在市场中的定位

管理程度管理层情况

员工素质收益情况

公司业务成熟性公司帐面价值

可比参考上市公司的资本结构为：付息债务的市值/（权益的市值+付息债务的市值） $\times 100\% = 0.0278$ 。

权益资本成本 K_e 的确定

在确定天地祥云权益资本的报酬率时，本次评估采用资本资产定价模型（CAPM）。资本资产定价模型中收益的收益率等于无风险收益率加市场风险收益率乘以企业的系统风险系数（beta），计算公式为：

$$K_e = R_f + \beta \times R_{Pm} + R_c$$

其中： R_f =无风险收益率；

β =企业风险系数；

R_{Pm} =市场风险溢价；

R_c =企业特定风险调整系数。

运用资本资产定价模型主要是确定无风险收益率、系统风险系数和市场风险溢价。

A、无风险收益率 R_f 的确定

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。本次评估在沪、深两市选择从评估基准日到国债到期日剩余期限超过 5 年期的国债，并计算其到期收益率，取所选定的国债到期收益率的平均值作为无风险收益，因此本次无风险报酬率 R_f 取 3.65%。

B、企业系统风险系数 β

根据 Wind 资讯查询的与天地祥云类似（互联网和相关服务业）的沪深 A 股股票 100 周（上市公司）Beta 参数估计值计算确定，具体确定过程如下：

首先根据公布的类似上市公司（互联网和相关服务业）Beta 计算出各公司无财务杠杆的 Beta，然后得出无财务杠杆的平均 Beta 及上述计算的企业的目标资本结构 D/E，计算出天地祥云的 Beta。

$$\beta_L = (1 + (1 - T) \times D/E) \times \beta_U$$

公式中：

β_L ：有财务杠杆的 Beta；

D/E：根据公布的类似上市公司债务与股权比率；

β_U ：无财务杠杆的 Beta；

T：所得税率；

经过计算，2016 年天地祥云的 β_U 取 0.9596

$$\beta_L = (1 + (1 - T) \times D/E) \times \beta_U$$

$$= (1 + (1 - 15\%) \times 0.0295) \times 0.9596$$

$$= 0.9837$$

C、市场风险溢价 R_{pm} 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，由于目前国内 A 股市场是一个新兴而且相对封闭的市场，一方面，历史数据较短，并且在市场建立的前几年中投机气氛较浓，投资者结构、投资理念在不断的发生变化，市场波动幅度很大；另一方面，目前国内对资本项目下的外汇流动仍实行较严格的管制，再加上国内市场股权割裂的特有属性（存在非流通股），因此，直接通过历史数据得出的股权风险溢价包含有较多的异常因素，不具有可信度；国际上新兴市场的风险溢价通常采用成熟市场的风险溢价进行调整确定，因此本次评估采用公认的成熟市场（美国市场）的风险溢价进行调整，具体计算过程如下：

市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家补偿额

=成熟股票市场的基本补偿额+国家违约补偿额×（ σ 股票/ σ 国债）

式中：成熟股票市场的基本补偿额取美国 1928-2015 年股票与国债的算术平均收益差 6.18%；

国家违约补偿额：根据国家债务评级机构 Moody' Investors Service 对我国的债务评级为 A2，转换为国家违约补偿额为 0.6%；

σ 股票/ σ 国债：新兴市场国家股票的波动平均是债券市场的 1.5 倍；

则： $RP_m = 6.18\% + 0.6\% \times 1.5$

$= 7.08\%$

D、企业特定风险调整系数 R_c 的确定

企业主要风险来之于两方面，一方面是国家经济下行压力仍然较大，经济增长速度的放缓，市场风险较大；另一方面是被评估公司的服务对象集中为互联网企业，业务类型为 IDC 综合业务等特点，考虑到该行业高成长特性，故取天地祥云特定风险调整系数 R_c 为 2.5%。

E、权益资本成本 K_e 的确定

$K_e = R_f + \beta L * R_{mp} + R_c$

$= 3.65\% + 0.9837 \times 7.08\% + 2.5\%$

=13.12%

(11) 付息债务成本的确定

式中：债务资本成本是债权人投资委估企业所期望得到的回报率，债权回报率也体现债权投资所承担的风险因素。Kd 按照天地祥云基准日实际借款利率 5.17% 计算。

(12) 加权平均资本成本 WACC 的确定

$$WACC = K_e \times E/V + K_d \times (1-T) \times D/V$$

$$= 13.12\% \times 0.9722 + 5.17\% \times (1-15\%) \times 0.0278$$

$$= 12.87\%$$

综上，本次评估重要评估参数取值合理，评估折现率相对谨慎，具有合理性及可实现性。

(二) 独立董事意见

经核查，独立董事认为，对本次交易的标的资产的评估条件、评估假设以及主要参数的选取具有合理性；本次评估中的收益法评估值是基于标的公司实际经营情况和合理预计作出，具有合理性，标的公司未来的预期收益具有可实现性。

(以下无正文)

（本页以下无正文，为《独立董事关于深圳证券交易所问询函相关事项的独立意见》签署页）

公司独立董事：

刘志云

肖 虹

游荣义

2017年3月24日