

关于深圳交易所《关于对民盛金科控股股份有限公司的问询函》
[中小板问询函【2017】第 238 号]资产评估问题回复

深圳证券交易所中小板公司管理部：

根据贵所2017年5月9日下发的《关于对民盛金科控股股份有限公司的问询函》[中小板问询函【2017】第 238 号]（以下简称《问询函》），万隆（上海）资产评估有限公司就《问询函》所提评估问题进行了认真核查，现说明如下：

2、评估师于 2016 年 9 月出具了《广东合利金融科技服务有限公司股东全部权益价值评估报告（万隆评报字（2016）第 1660 号）》（以下简称“评估报告 1660 号”），于 2017 年 4 月 20 日出具的万隆评咨字（2017）第 6019 号《评估咨询报告》。请评估师说明：

（1）评估报告 1660 号显示，截至 2016 年 3 月 31 日，广东合利的股东全部权益价值为 15.61 亿元。请结合合利金融的实际经营对评估预测的差异情况，分析说明评估假设、评估参数等选取的合理性；

（2）补充说明评估报告 1660 号中的合利宝支付业务 2017 至 2021 年预期收益、折现率和预期收益的计算过程和参数取值情况。并对比评估报告 6019 号合利宝支付业务 2017 至 2021 年的相关评估参数，说明二者是否存在重大差异，如有，请详细说明原因。

（3）针对评估报告 6019 号，请详细列示收益法评估中被评估期间评估对象预期收益、折现率和预期收益的计算过程和参数取值情况。请评估师结合评估标的过往经营业绩，并对比分析评估报告 1660 号和 6019 号中评估标的预期收益情况和 2017 年 1-4 月已实现的收益情况的差异情况，详细分析评估假设及参数选取的原因、是否与实际相符及合理性。

（4）请评估机构详细说明评估过程中的履职情况、内部程序情况，并结合上述情况说明其是否勤勉尽责。

回复:

(1) 广东合利金融科技服务有限公司成立于2000年, 其前身为广东数码先锋高速信息网络有限公司, 系广州市银监局的银行外包备案企业, 主要从事银行ATM外包服务业务, 为银行、银联提供ATM机的采购、布放、系统开发、运营维护等服务。2011年广东数码先锋高速信息网络有限公司更名广东合利金融科技服务有限公司, 正式进入综合金融服务市场。目前合利金融不承载具体业务, 具体业务主要由其子公司分别进行。

根据广东合利金融科技服务有限公司的组织架构, 公司二级子公司广州合利宝支付科技有限公司、北京合祥保险经纪有限公司、深圳前海合利商业保理有限公司和广州合利征信服务有限公司为其业务经营主体。截止收购评估基准日2016年3月31日后评估报告1660号出具前, 北京合祥保险经纪有限公司已于2016年5月转让; 深圳前海合利商业保理有限公司和广州合利征信服务有限公司尚未实际出资, 且未实际正常开展经营活动; 收购时广东合利金融科技服务有限公司经营主体仅为广州合利宝支付科技有限公司。

评估报告1660号预计的2016年4-12月、2017年、2018年的广州合利宝支付科技有限公司净利润分别为3,082.50万元、15,549.85万元和21,057.00万元。2016年广州合利宝支付科技有限公司实际净利润为-754.41万元, 其中2016年1-3月净利润为-353.20万元, 2016年4-12月净利润为-401.21万元。

评估报告1660号的评估假设如下:

(一) 一般假设与限制条件

1、公开市场假设: 公开市场是指充分发达与完善的市场条件。公开市场假设, 是假定在市场上交易的资产, 或拟在市场上交易的资产, 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, 以便对资产的功能、用途及其交易价格等做出理智的判断。

2、继续使用假设: 是指处于使用中的被评估单位资产在产权发生变动后, 将按其现行用途及方式继续使用下去。

3、企业持续经营假设: 是指被评估单位的生产经营业务可以按其现状持续经营下去, 并在可预见的未来, 不会发生重大改变, 不考虑本次评估目的所涉及的经济行为对企业经营情况的影响。

4、外部环境假设：国家现行的有关法律、法规及方针政策无重大变化；本次交易各方所处的地区政治、经济和社会环境无重大变化；有关利率、汇率、赋税基准及税率、政策性征收费用等不发生重大变化。

5、假定被评估单位管理当局对企业经营负责任地履行义务，并称职地对有关资产实行了有效的管理。被评估单位在经营过程中没有任何违反国家法律、法规的行为。

6、没有考虑将来可能承担的抵押、担保事宜，以及特殊的交易方式可能追加付出的价格等对评估结论的影响。

（二）特殊假设与限制条件

1、假设被评估单位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所有重大方面基本一致。

2、假设被评估单位在未来的经营期限内的财务结构、资本规模未发生重大变化。

3、公司现有的股东、高层管理人员和核心团队应持续为公司服务，不在和公司业务有直接竞争的企业担任职务，公司经营层损害公司运营的个人行为在预测企业未来情况时不作考虑。

4、企业以前年度及当年签订的合同有效，并能得到有效执行。

上述评估假设是合理的。

评估报告1660号的主要评估参数折现率为13.50%。

1) 参数取值的依据及合理性

①对比并购案例搜集

通过搜集类似并购案例，认为以下并购案例中的并购标的与广东合利具有一定的可比性。

a.西藏旅游购买拉卡拉

拉卡拉的核心业务为向企业用户及个人用户提供第三方支付服务，并以支付为入口提供相关的增值及金融服务。与广东合利业务模式相类似。

b.天晟新材购买德丰电子

德丰电子及其子公司从事的主要是第三方支付中的银行卡收单业务。与合利宝业务模式相类似。

c.海立美达购买联动优势

联动优势涵盖移动信息服务、移动运营商计费结算服务、互联网支付、移动电话支付、银行卡收单、供应链金融、大数据服务及跨境支付等领域。其从事的主要是第三方支付业务，与合利宝业务模式相类似。

2) 折现率参数选取对比

项目	拉卡拉	德丰电子	联动优势	广东合利
评估基准日	2015/12/31	2015/9/30	2015/8/31	2016/3/31
无风险报酬率	2.86%	3.27%	3.40%	4.16%
社会平均收益率	7.15%	7.15%	7.15%	7.11%
企业特有风险	3.00%	2.00%	4.90%	3.86%
股权资本成本	13.41%	12.75%	13.19%	14.56%
(CAPM)				
债务成本	6.23%	-	-	4.90%
折现率	12.65%	12.75%	13.19%	13.50%

由上表可见，对比并购案例中对于标的公司折现率的计算在12.65%-13.19%之间，评估报告1660号对于合利宝折现率的计算为13.50%，对于折现率的取值相对谨慎，是合理的。

(2) 评估报告1660号与评估咨询报告6019号二者存在如下差异：

评估目的不同：评估报告1660号评估目的是股权收购；评估咨询报告6019号的评估目的是商誉减值测试。

评估基准日不同：评估报告1660号的评估基准日是2016年3月31日；评估咨询报告6019号的评估基准日是2016年12月31日。

委托方不同：评估报告1660号委托方是民盛金科控股股份有限公司；评估咨询报告6019号的委托方是中汇会计师事务所（特殊普通合伙）。

评估报告类型不同：评估报告1660号是评估报告，评估咨询报告6019号是评估咨询报告。

评估报告1660号合利宝支付业务2017至2021年预期收益计算过程如下：

单位：万元

项目\年份	2016年4-12月	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年及以后
一、营业总收入	22,229.99	111,158.71	143,514.08	166,778.90	182,414.60	182,414.60
其中：主营业务收入	22,229.99	111,158.71	143,514.08	166,778.90	182,414.60	182,414.60

项目\年份	2016 年 4-12 月	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 及以后
其他业务收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
二、营业总成本	18,274.08	90,401.82	115,410.53	131,974.70	142,643.73	142,643.73
其中:营业成本	13,420.99	66,142.31	85,324.52	98,185.69	106,528.69	106,528.69
其中:主营业务成本	13,420.99	66,142.31	85,324.52	98,185.69	106,528.69	106,528.69
其他业务成本						
营业税金及附加	63.42	324.12	418.96	493.87	546.38	546.38
营业费用	2,597.82	14,279.25	18,127.77	20,964.55	22,412.58	22,412.58
管理费用	2,193.48	9,446.97	11,660.04	12,520.75	13,373.97	13,373.97
财务费用	-1.64	209.18	-120.77	-190.17	-217.89	-217.89
资产减值损失		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加:公允价值变动收益						
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	3,955.90	20,756.89	28,103.55	34,804.20	39,770.87	39,770.87
加:营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减:营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、利润总额	3,955.90	20,756.89	28,103.55	34,804.20	39,770.87	39,770.87
减:所得税	873.40	5,207.04	7,046.55	8,725.05	9,970.21	9,970.21
五、净利润	3,082.50	15,549.85	21,057.00	26,079.15	29,800.66	29,800.66
净利润增长率		489.9%	35.4%	23.9%	14.3%	0.0%
其中:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占总利润比例						
六、归属于母公司损益	3,082.50	15,549.85	21,057.00	26,079.15	29,800.66	29,800.66
其中:首年已实现净利润	-353.20					
评估基准日以后现金流预测						
加:折旧和摊销	130.42	553.69	800.49	800.49	800.49	800.49
减:资本性支出	830.42	2,733.69	800.49	800.49	800.49	800.49
减:营运资本增加	5,116.75	20,830.28	7,454.10	5,126.76	3,361.62	0.00
加:税后的付息债务利息	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42
七、企业自由现金流	-2,381.05	-7,460.43	13,602.90	20,952.39	26,439.04	29,800.66
折现率	13.50%	13.50%	13.50%	13.50%	13.50%	13.50%
折现系数	0.9536	0.8536	0.7521	0.6626	0.5838	3.8101
八、收益现值	-2,271.00	-6,368.00	10,231.00	13,883.00	15,435.00	113,544.00
经营性资产价值						144,454.00

折现率采用资本资产加权平均成本模型（WACC）确定，为13.50%。参数选取如下：

项目	广东合利
评估基准日	2016/3/31
无风险报酬率	4.16%
社会平均收益率	7.11%
企业特有风险	3.86%
股权资本成本	14.56%
(CAPM)	
债务成本	4.90%
折现率	13.50%

评估咨询报告6019号合利宝支付业务2017至2021年较为乐观的业绩预期收益计算过程如下：

单位：万元

项目\年份	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度 及以后
一、营业总收入	47,858.15	82,641.83	109,995.94	137,321.08	156,899.09	156,899.09
其中：主营业务收入	47,858.15	82,641.83	109,995.94	137,321.08	156,899.09	156,899.09
其他业务收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
二、营业总成本	37,404.70	63,978.47	83,944.54	103,419.70	116,456.32	116,456.32
其中：营业成本	31,511.57	54,303.14	72,376.29	90,445.26	103,384.55	103,384.55
其中：主营业务成本	31,511.57	54,303.14	72,376.29	90,445.26	103,384.55	103,384.55
其他业务成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业税金及附加	143.06	247.84	329.16	410.29	468.46	468.46
营业费用	1,557.73	2,598.63	3,119.19	3,442.92	3,442.92	3,442.92
管理费用	4,096.62	6,663.58	7,899.90	8,846.59	8,846.59	8,846.59
财务费用	95.72	165.28	219.99	274.64	313.80	313.80
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	10,453.45	18,663.36	26,051.40	33,901.38	40,442.78	40,442.78
加：营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、利润总额	10,453.45	18,663.36	26,051.40	33,901.38	40,442.78	40,442.78
减：所得税	2,362.11	4,678.04	6,529.45	8,497.51	10,132.86	10,132.86
五、净利润	8,091.34	13,985.32	19,521.95	25,403.87	30,309.92	30,309.92
净利润增长率	0.00%	72.8%	39.6%	30.1%	19.3%	0.0%
其中：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占总利润比例						

项目\年份	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度 及以后
六、归属于母公司损益	8,091.34	13,985.32	19,521.95	25,403.87	30,309.92	30,309.92
加：折旧和摊销	189.87	322.87	322.87	322.87	322.87	322.87
减：资本性支出	889.87	322.87	322.87	322.87	322.87	322.87
减：营运资本增加	6,942.61	4,447.16	3,388.27	3,367.22	2,352.24	0.00
加：付息债务的净增加额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
七、股权自由现金流	448.73	9,538.16	16,133.68	22,036.65	27,957.68	30,309.92
折现率	14.44%	14.44%	14.44%	14.44%	14.44%	14.44%
折现系数	0.9348	0.8168	0.7138	0.6237	0.5450	3.2980
八、收益现值	419.00	7,791.00	11,516.00	13,744.00	15,237.00	99,962.00
经营性资产价值						148,669.00

折现率采用资本资产定价模型(CAPM, Capital Asset Pricing Model)确定, 为14.440%。参数选取如下:

项目	广东合利
评估基准日	2016/12/31
无风险报酬率	3.96%
社会平均收益率	7.25%
企业特有风险	3.87%
股权资本成本	14.44%
(CAPM)	
折现率	14.44%

主要差异如下:

报告	项目\年份	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年
评估报告 1660 号	收入	111,158.71	143,514.08	166,778.90	182,414.60	182,414.60
评估咨询报告 6019 号		47,858.15	82,641.83	109,995.94	137,321.08	156,899.09
评估报告 1660 号	成本	66,142.31	85,324.52	98,185.69	106,528.69	106,528.69
评估咨询报告 6019 号		31,511.57	54,303.14	72,376.29	90,445.26	103,384.55
评估报告 1660 号	毛利率	40.50%	40.55%	41.13%	41.60%	41.60%
评估咨询报告 6019 号		34.16%	34.29%	34.20%	34.14%	34.11%
评估报告 1660 号	营业费用占 收入比	12.85%	12.63%	12.57%	12.29%	12.29%
评估咨询报告 6019 号		3.25%	3.14%	2.84%	2.51%	2.19%

评估报告 1660 号	管理费用占	8.50%	8.12%	7.51%	7.33%	7.33%
评估咨询报 告 6019 号	收入比	8.56%	8.06%	7.18%	6.44%	5.64%
评估报告 1660 号	净利润	15,549.85	21,057.00	26,079.15	29,800.66	29,800.66
评估咨询报 告 6019 号		8,091.34	13,985.32	19,521.95	25,403.87	30,309.92

收入预测差异的原因主要是：

评估咨询报告6019号相比评估报告1660号，收入和成本降低，系合利支付管理层根据审慎原则对未来收入及相应成本进行的调整。

毛利率差异的原因主要是：

评估咨询报告6019号相比评估报告1660号，毛利率降低，系合利支付管理层根据审慎原则对预期毛利率进行的调整。

营业费用预测差异的原因主要是：

收购时评估预测的营业费用金额较高，主要是对于人员的工资、社保等支出的预测较高。计入到营业费用的部门包括了业务部门、技术部门和运营部门。当时是基于对分公司的建设模式的判断，需要在全国各地自营建设分公司，在各分公司投入大量的业务人员和技术及运营人员，收购评估时判断需要在各地的分公司进行业务、运营和技术的人员落地，考虑到直营地推需要大量人员，预估的人数较多，对人员成本支出很大。

评估咨询时，根据目前公司的组织架构，将运营和技术团队从业务中心在职能上进行了拆分，运营和技术作为中后台部门在总部进了整合，对业务进行支持，责任更加清晰，因此运营和技术实际人数低于收购时评估预测预期。为了更加高效地开拓市场，公司投入精力在市场趋势的研究、产品的开发、运营的体验上，通过市场政策的调节来激励代理商等合作伙伴为公司开拓业务，因此业务人员的职责之一是强化对市场的敏锐反应、积极的招商措施和稳健的代理商维护，为未来建设综合金融服务的生态平台奠定基础。相比收购评估预测时分公司采取大量地推人员方式，评估咨询时，人员进行了整合，由此营业费用占收入占比降低。

(3) 评估咨询报告6019号合利宝支付业务2017至2021年较为乐观的业绩预期收益计算过程如下：

单位：万元

项目\年份	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度 及以后
一、营业总收入	47,858.15	82,641.83	109,995.94	137,321.08	156,899.09	156,899.09
其中：主营业务收入	47,858.15	82,641.83	109,995.94	137,321.08	156,899.09	156,899.09
其他业务收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
二、营业总成本	37,404.70	63,978.47	83,944.54	103,419.70	116,456.32	116,456.32
其中：营业成本	31,511.57	54,303.14	72,376.29	90,445.26	103,384.55	103,384.55
其中：主营业务成本	31,511.57	54,303.14	72,376.29	90,445.26	103,384.55	103,384.55
其他业务成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业税金及附加	143.06	247.84	329.16	410.29	468.46	468.46
营业费用	1,557.73	2,598.63	3,119.19	3,442.92	3,442.92	3,442.92
管理费用	4,096.62	6,663.58	7,899.90	8,846.59	8,846.59	8,846.59
财务费用	95.72	165.28	219.99	274.64	313.80	313.80
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	10,453.45	18,663.36	26,051.40	33,901.38	40,442.78	40,442.78
加：营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、利润总额	10,453.45	18,663.36	26,051.40	33,901.38	40,442.78	40,442.78
减：所得税	2,362.11	4,678.04	6,529.45	8,497.51	10,132.86	10,132.86
五、净利润	8,091.34	13,985.32	19,521.95	25,403.87	30,309.92	30,309.92
净利润增长率	0.00%	72.8%	39.6%	30.1%	19.3%	0.0%
其中：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占总利润比例						
六、归属于母公司损益	8,091.34	13,985.32	19,521.95	25,403.87	30,309.92	30,309.92
加：折旧和摊销	189.87	322.87	322.87	322.87	322.87	322.87
减：资本性支出	889.87	322.87	322.87	322.87	322.87	322.87
减：营运资本增加	6,942.61	4,447.16	3,388.27	3,367.22	2,352.24	0.00
加：付息债务的净增加额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
七、股权自由现金流	448.73	9,538.16	16,133.68	22,036.65	27,957.68	30,309.92
折现率	14.44%	14.44%	14.44%	14.44%	14.44%	14.44%
折现系数	0.9348	0.8168	0.7138	0.6237	0.5450	3.2980
八、收益现值	419.00	7,791.00	11,516.00	13,744.00	15,237.00	99,962.00
经营性资产价值						148,669.00

评估咨询报告6019号合利宝支付业务2017至2021年较为保守业绩预期收

益计算过程如下:

项目\年份	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度 及以后
一、营业总收入	31,401.77	68,011.15	92,241.57	116,417.68	133,180.63	133,180.63
其中:主营业务收入	31,401.77	68,011.15	92,241.57	116,417.68	133,180.63	133,180.63
其他业务收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
二、营业总成本	26,463.33	54,013.25	71,932.08	89,168.64	100,082.62	100,082.62
其中:营业成本	20,652.14	44,409.04	60,450.71	76,295.71	87,124.56	87,124.56
其中:主营业务成本	20,652.14	44,409.04	60,450.71	76,295.71	87,124.56	87,124.56
其他业务成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业税金及附加	94.04	205.98	277.78	350.58	402.19	402.19
营业费用	1,557.73	2,598.63	3,119.19	3,442.92	3,442.92	3,442.92
管理费用	4,096.62	6,663.58	7,899.90	8,846.59	8,846.59	8,846.59
财务费用	62.80	136.02	184.48	232.84	266.36	266.36
资产减值损失		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加:公允价值变动收益						
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	4,938.44	13,997.90	20,309.49	27,249.04	33,098.00	33,098.00
加:营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减:营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、利润总额	4,938.44	13,997.90	20,309.49	27,249.04	33,098.00	33,098.00
减:所得税	983.36	3,511.68	5,093.97	6,834.42	8,296.66	8,296.66
五、净利润	3,955.08	10,486.22	15,215.52	20,414.62	24,801.34	24,801.34
净利润增长率	0.00%	164.6%	40.2%	32.2%	20.4%	0.0%
其中:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、归属于母公司损益	3,955.08	10,486.22	15,215.52	20,414.62	24,801.34	24,801.34
加:折旧和摊销	189.87	322.87	322.87	322.87	322.87	322.87
减:资本性支出	889.87	322.87	322.87	322.87	322.87	322.87
减:营运资本增加	4,958.61	4,688.24	3,008.67	2,997.02	2,033.93	0.00
加:付息债务的净增加额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
七、股权自由现金流	-1,703.53	5,797.98	12,206.85	17,417.60	22,767.41	24,801.34
折现率	14.44%	14.44%	14.44%	14.44%	14.44%	14.44%

项目\年份	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度 及以后
折现系数	0.9348	0.8168	0.7138	0.6237	0.5450	3.2980
八、收益现值	-1,592.00	4,736.00	8,713.00	10,863.00	12,408.00	81,795.00
经营性资产价值						116,923.00

1、折现率的确定

本次评估采用资本资产定价模型（CAPM, Capital Asset Pricing Model）综合确定股东全部权益成本（股权收益率），并以此作为评估咨询对象的股权自由现金流净流量的折现率 R_e ，具体公式如下：

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

$$= R_f + \beta \times (R_m - R_f) + R_s$$

其中：

R_e ：股权资本折现率；

R_f ：无风险回报率；

β ：企业风险系数；

ERP：市场风险超额回报率；

R_m ：资本市场平均收益率；

R_s ：公司特有风险超额回报率。

1) 无风险利率 R_f 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。

我们选择从评估基准日到国债到期日剩余期限超过十年期的国债，并计算其到期收益率，取所有国债到期收益率的平均值作为本次评估无风险收益率。

我们以上述国债到期收益率的平均值 3.96% 作为本次评估的无风险收益率，即 $R_f = 3.96\%$ 。

2) 市场风险溢价 MRP 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。股权市场风险超额收益率是投资者投资股票市场所期望的超过无风险收益率的部分，参照美国相关部门估算 MRP 的思路，对中国的 MRP 进行估算。经测算，股权风险收益率(市场风险溢价)为 7.25%。

3) 权益的系统风险系数 β 的确定

可比参考企业选取

在本次评估中对对比公司的选择标准如下:

- ①对比公司近年为盈利公司;
- ②对比公司必须为至少有两年上市历史;
- ③对比公司只发行人民币A股;
- ④剔除ST类上市公司;
- ⑤对比公司所从事的行业或其主营业务为互联网企业;
- ⑥资产规模、收入规模与被评估单位接近。

根据上述选择标准, 评估人员从 WIND 资讯上查找 3 家可比上市公司, 分别是石基信息、高鸿股份和海立美达。

评估人员从 WIND 资讯上查找可比上市公司共 3 家的 β_{Li} , 具体结果如下:

代码		002153.SZ	000851.SZ	002537.SZ
简称		石基信息	高鸿股份	海立美达
标的指数		000300.SH	000300.SH	000300.SH
计算周期		周	周	周
时间范围				
	从	2013/12/31	2013/12/31	2013/12/31
	至	2016/12/31	2016/12/31	2016/12/31
收益率计算方法		普通收益率	普通收益率	普通收益率
原始 Beta		1.3115	0.8306	0.4261
调整 Beta		1.2087	0.8865	0.6155
剔除杠杆原始 Beta		1.3084	0.6492	0.4072
剔除杠杆调整 Beta		1.2059	0.6929	0.5881
Alpha		0.3453	0.1844	1.1228
R 平方		0.4974	0.3739	0.2042
误差值标准偏差		8.3744	7.5448	7.4801
Beta 标准偏差		0.1855	0.1671	0.1657
观察值点数		154	154	154

剔除财务杠杆系数的调整 β 值

E_i 为各参考企业的股权市场价值, D_i 为各参考企业付息债务的市值(在参考企业的付息债务不进行上市流通时, 采用付息债务的账面价值来计算)。

通过上述计算, β_{Ui} 的计算结果如下:

单位: 万元

股票代码	参考公司 (可比上市公司)	付息债务价值 Di	股权价值 Ei	Di/Ei	β_{Li} (调整)	税率 ti	β_{Ui} (整理)
002153.SZ	石基信息	6,045.92	2,599,764.19	0.23%	0.8030	25.00	0.8016
000851.SZ	高鸿股份	201,613.31	721,435.98	27.95%	0.9393	15.00	0.7590
002537.SZ	海立美达	85,608.43	1,841,759.82	4.65%	1.0062	15.00	0.9680
	平均			10.940%	0.9162		0.8428

4)、被评估企业目标财务杠杆D/E

$$\begin{aligned}\beta_L &= \beta_U \times [1 + (1-t) \times D/E] \\ &= 0.8428 \times [1 + (1-25\%) \times 10.94\%] \\ &= 0.9120\end{aligned}$$

5)、规模风险溢价RS

公司规模风险溢价的计算公式如下：

$$= 3.139\% - 0.2485\% \times NA \quad (R2 = 90.89\%)$$

其中：NA:为公司净资产账面值 (NA≤10亿)。

按照评估基准日资产负债表数据，公司净资产为1.08亿元，经代入上式计算，规模风险溢价为2.87%。

6)、被评估单位Rc的确定

公司特有风险溢价 Rc 一般取值 0%-3%。

企业在管理和财务等方面均正常，企业经营团队相对稳定，经营已走上正轨，营业收入已初具规模，公司在自身经营管理方面的风险相对较小；但是，由于企业仍处于快速成长的初期，企业的核心竞争力尚没有完全形成，公司在技术研发、进一步拓展市场方面仍存在一定的风险。综上分析，对于公司特有风险溢价本次评估根据经验酌情取 1%，即 $Rc = 1.00\%$

7)、权益资本成本 Ke 的确定

$$\begin{aligned}r_e &= r_{fc} + \beta_e \times (r_m - r_{fa}) + r_s + r_c \\ &= 3.96\% + 0.9120 \times 7.25\% + 2.87\% + 1.00\% \\ &= 14.44\%\end{aligned}$$

合利宝支付近年经营情况：

项目/年份	2016 年 1-3 月	2016 年 4-12 月	2016 年	2017 年 1-4 月
收入	37.04	3,790.35	3,827.39	2,189.04
净利润	-353.20	-426.87	-780.07	-255.97

2016年10月31日，公司完成合利金融90%股权的收购。由于公司取得合利金融控制权的时间晚于预期，使得合利金融相关业务受到较大影响。报告期内，合利宝支付在公司的控制和布局下经营的时间仅有2个月，导致管理团队的融合、扩充进度及各业务开展进度慢于预期，公司招募的支付领域的专业管理团队及人员未能及时到位，使得公司支付业务未能按计划进行有效拓展。同时，为了充分防止发生短期内交易数量快速上涨导致的系统软硬件及技术风险，合利宝支付除了在原有系统上对支付业务系统进行全面升级，同时也进行开发建设新的业务系统，因此在一定程度上影响了业务量的增长。

因上述原因，自2016年10月31日公司完成对合利金融90%股权收购以来，合利宝支付的第三方支付业务未能按原计划开展，加之公司在团队建设、系统开发、产品研发、销售渠道建设等方面加大投入，导致报告期内合利金融实际业绩与预测业绩存在较大差异，对合利金融业绩产生一定的影响。

评估报告1660号和评估咨询报告6019号2017年度至2021年度的预测情况如下：

单位：万元

报告	项目\年份	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年
评估报告 1660 号	收入	111,158.71	143,514.08	166,778.90	182,414.60	182,414.60
评估咨询报告 6019 号		47,858.15	82,641.83	109,995.94	137,321.08	156,899.09
评估报告 1660 号	成本	66,142.31	85,324.52	98,185.69	106,528.69	106,528.69
评估咨询报告 6019 号		31,511.57	54,303.14	72,376.29	90,445.26	103,384.55
评估报告 1660 号	毛利率	40.50%	40.55%	41.13%	41.60%	41.60%
评估咨询报告 6019 号		34.16%	34.29%	34.20%	34.14%	34.11%
评估报告 1660 号	营业费用占 收入比	12.85%	12.63%	12.57%	12.29%	12.29%
评估咨询报告 6019 号		3.25%	3.14%	2.84%	2.51%	2.19%
评估报告 1660 号	管理费用占 收入比	8.50%	8.12%	7.51%	7.33%	7.33%
评估咨询报告 6019 号		8.56%	8.06%	7.18%	6.44%	5.64%

报告	项目\年份	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年
评估报告 1660 号	净利润	15,549.85	21,057.00	26,079.15	29,800.66	29,800.66
评估咨询报 告 6019 号		8,091.34	13,985.32	19,521.95	25,403.87	30,309.92

2、业绩承诺

评估报告1660号2017年—2018年度的净利润原合利金融股东张军红未承诺业绩补偿。

评估咨询报告 6019 号 2017 年—2018 年度的净利润由公司控股股东天津柚子资产管理有限公司承诺业绩补偿。公司控股股东天津柚子资产管理有限公司于 2017 年 4 月 26 日与公司签订了《业绩承诺补偿协议》，控股股东在公司对广东合利收购实施完毕后连续两个会计年度的净利润作出承诺，并就利润承诺期内广东合利实际实现净利润数与承诺净利润数的差额予以补偿。承诺广东合利 2017 年度及 2018 年度预测净利润数额分别不低于 11,400 万元、21,800 万元。

3、第三方支付行业发展

根据 iResearch 艾瑞咨询统计数据显示，2016 年中国第三方互联网交易规模达到 19 万亿元，同比增长 62.2%；第三方移动支付交易规模预计将达到 38 万亿元，同比增长 215.4%。因此，相比行业的平均水平而言，合利宝公司的预期增长率是合乎市场趋势，且有明确的可执行路线和途径的。

4、合利宝支付公司经营

自公司接管合利金融后，对第三方支付业务人员、系统和策略上进行了全面优化。首先公司聘请了专业的支付行业的高级管理人员，支付行业内资深的产品技术以及运营和销售的团队，这些团队成员均是具有多年支付行业经验的专业人士。其次，公司除了在原有系统上对支付业务系统进行全面升级，同时也引进新的业务系统并进行开发建设完善，新的业务系统能支撑海量的支付业务稳定、快捷、精准地运行。第三，通过新管理团队的梳理，结合拥有的全牌照的优势，对业务方向及业务目标和产品类型进行了明确。合利宝目前深耕线上业务，包括移动支付市场和互联网支付领域，聚焦电商、游戏、机票、保险、教育、金融等行业客户。线下业务，由于公司拥有的是全国范围的银行卡收单牌照，通过积极在各地进行分公司建设，银行卡收单业务已经逐步开展。目前公司产品类型更加丰富，如网关、快捷、无卡、扫码等产品。这些产品融合了线上和线下，为业务开

拓提供了有效支持。预计合利宝 2017 年第二季度较第一季度的交易规模将会较大增长，并在第三季度和第四季度保持稳定的高增长率。

在前期整合的基础上，合利宝支付的线上业务从 2017 年 5 月起快速放量，5 月较 4 月交易量及毛利均有较大幅度的增长。由此可见，随着专业团队的到位和系统升级建设，合利宝支付承诺的经营业绩具有可实现性。

5、参数选取

项目	拉卡拉	德丰电子	联动优势	广东合利	广东合利
评估基准日	2015/12/31	2015/9/30	2015/8/31	2016/3/31	2016/12/31
无风险报酬率	2.86%	3.27%	3.40%	4.16%	3.96%
社会平均收益率	7.15%	7.15%	7.15%	7.11%	7.25%
企业特有风险	3.00%	2.00%	4.90%	3.86%	3.87%
股权资本成本	13.41%	12.75%	13.19%	14.56%	14.44%
(CAPM)					
债务成本	6.23%	-	-	4.90%	
折现率	12.65%	12.75%	13.19%	13.50%	14.44%

由上表可见，对比并购案例中对于标的公司折现率的计算在12.65%-13.19%之间，评估报告1660号对于合利宝折现率的计算为13.50%，评估咨询报告6019号对于合利宝折现率的计算为14.44%，对于折现率的取值相对谨慎。

综上，评估假设及参数选取具有一定的合理性。

(4) 评估咨询程序履职情况、内部程序情况

万隆（上海）资产评估有限公司接受委托后，根据法律、法规和资产评估准则、资产评估原则，按照必要的评估程序，认真履行调查职责，独立分析估算，勤勉谨慎履行职责。评估程序如下：

1、接受委托

评估机构与委托方、被评估单位协商，确定评估咨询目的和评估咨询对象及范围，选定评估咨询基准日。听取被评估单位有关人员对企业情况及委估资产历史和现状的介绍，拟定评估计划，组建评估小组。

2、现场清查

评估小组于2017年3月27日进驻现场，对被评估单位填报的资产清查评估明细表进行现场调查，通过询问、核对、监盘、勘察、检查等方式，获取评估咨询业务需要的基础资料，了解评估咨询对象现状，关注评估咨询对象的法律权属。

与公司管理层、财务部门、资产管理部门进行访谈，了解有关企业管理、财务状况和资产管理使用情况；分析未来各项收入、成本费用构成及预测期间各年的变化原因；分析宏观经济政策对行业的影响、行业发展前景及市场竞争情况；同时根据委估单位的财务计划和战略规划及潜在市场优势，预测公司未来期间的预期收益、收益期限，并根据经济环境和市场发展状况对预测值进行适当调整。项目组于2017年4月11日结束现场工作。

3、分析测算

评估小组根据评估咨询业务的需要开展独立的市场调研，收集相关的信息资料，并进行必要筛选、分析、归纳和整理，并根据评估咨询对象、价值类型、评估资料收集情况等相关条件，恰当选择评估咨询方法；评估小组根据所选用的评估咨询方法，选取相应的公式和参数进行分析、计算和判断，形成初步评估咨询结果。

4、形成报告

资产评估师对初步评估咨询结果进行综合，为了慎重起见，评估公司请第三方具有证券资质的评估公司对该报告评估方法选用、过程及测算结果进行过复核，未发现有影响测算结论的重大瑕疵事项后，确定最终评估咨询结论。资产评估师在以上工作的基础上编制评估咨询报告。评估咨询报告经本公司三级复核，在与委托方和委托方许可的相关当事方就评估咨询报告的有关内容进行必要的沟通后，向委托方提交正式评估咨询报告。

特别说明：

资产评估机构对合利宝估值的基本判断是基于目前第三方支付牌照价值的判断。

目前，全国范围内同时拥有互联网支付、移动电话支付、银行卡收单业务全国牌照的企业只有 23 家（含合利宝支付）。2016 年 8 月 12 日人民银行网站公布的《中国人民银行有关负责人就《支付业务许可证》续展工作答记者问》中提到：下一阶段，人民银行将坚持“总量控制、结构优化、提高质量、有序发展”的原则，一段时期内原则上不再批设新机构，凸显第三方支付的牌照价值。

第三方支付牌照近期交易案例

时间	收购方	第三方支付机构	牌照范围	价格	牌照价值 (100%股)	牌照缺陷
----	-----	---------	------	----	-----------------	------

					权)	
2017.4	51 信用卡	雅酷时空	全国范围的互联网支付、移动电话支付和北京市、广东省、江苏省、浙江省的预付卡发行与受理	现金支付 11 亿 (100%股权)	11 亿	无银行卡收单
2017.3	国美	银盈通	预付卡发行与受理(仅限北京市、山西省、云南省、贵州省)、互联网支付(全国)	现金支付 5 亿 (70%股权)	7.14 亿	无银行卡收单、移动支付

由上表可见，单项第三方牌照的市场价值为5亿以上。评估咨询报告6019号按合利宝较为乐观的业绩预期收益的估值金额为158,800.00万元，基本符合目前市场对第三方支付牌照的价值判断。

万隆（上海）资产评估有限公司

2017年5月18日

