

北京中企华资产评估有限责任公司关于湖南天润数字娱乐文化
传媒股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金
深圳证券交易所重组问询函的回复

北京中企华资产评估有限责任公司
二〇一七年六月十二日

北京中企华资产评估有限责任公司根据《关于对湖南天润数字娱乐文化传媒股份有限公司的重组问询函》（中小板重组问询函（需行政许可）[2017]第 32 号）的要求，就本次重组相关问题予以核查，现回复如下：

2、你公司对拇指游玩和虹软协创均采用了收益法评估结果。请你公司：

（1）结合拇指游玩和虹软协创目前经营业绩、产品生命周期、研发能力及同行业公司增长情况，补充披露拇指游玩和虹软协创收益法评估中各类业务收入增长率预测依据及合理性；

（2）结合近期可比交易的评估情况，补充披露拇指游玩和虹软协创收益法评估折现率选取的合理性；

（3）请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）拇指游玩评估相关情况

1. 拇指游玩收入预测依据及合理性分析

由于游戏具有生命周期的特点，对于 2017-2019 年上线的游戏收入，根据拇指游玩目前正在运营及拟运营游戏的历史经营情况结合游戏的生命期逐个预测收入。2020-2021 年的收入主要以上一年的预测收入为基础，结合行业收入增长率以及企业未来代理计划、核心竞争力、经营状况、网络用户及手机用户的快速增长及游戏行业发展水平等因素综合进行预测。

（1）拇指游玩收入增长率的预测依据

拇指游玩主要是从事游戏代理运营与推广，业务收入主要来源于游戏的联合运营收入以及自营推广收入。联合运营的分成收入主要来源于第三方游戏渠道商的分成收入，拇指游玩根据游戏的充值流水，按照与游戏渠道商合作协议所计算的分成金额确认收入。自营推广收入主要来自于自营推广产生的收入。

①收入测算方法

营业收入的计算公式为：营业收入=月游戏流水×分成比例。

其中，月游戏流水=月付费用户×ARPPU 值

月付费用户=月活跃登陆用户×付费率

其中，ARPPU 值即每个付费游戏用户每月的平均消费

②收入测算依据

由于游戏是有生命周期的特点，新产品要不断推出。根据企业的发展规划，企业每年都要推出数款新产品，未来销售收入预测是基于目前运营产品及新产品推广计划，即根据未来年度每年上线运营产品及每种产品计划采用的运营模式、参考已上线产品运营指标的变化趋势，分别计算确定未来年度各种运营产品的设计运营模式下的单品种运营收入，然后汇总得出全部产品的运营收入。

A.游戏产品数量的预测

从 2016 年起，未来几年拇指游玩将完成产品系列化，保证拇指游玩未来年度的持续稳定增长。根据拇指游玩的发展规划，拇指游玩每年都要推出 4 款精品产品。

B.游戏的生命周期的预测

游戏的生命周期包括测试期、成长期、稳定期和衰退期四个阶段。

拇指游玩对游戏产品提供产品优化技术服务，游戏上线后，拇指游玩继续对游戏的活跃人数、付费人数、月 ARPPU 值、月流水等关键运营数据进行分析，根据分析结果有针对性的调整宣传策略和力度，并根据用户使用习惯和付费情况的变化，根据对有用用户行为的分析，将信息反馈给研发商，研发商对游戏进行修改和升级，从而延长游戏的生命周期，增强游戏盈利能力。

根据拇指游玩的运营数据及行业统计资料，卡牌及策略类游戏生命周期一般在 1-3 年之间，对于拇指游玩的游戏产品，谨慎起见，本次预测游戏的生命周期在 1-2 年之间。

C.游戏流水的预测

游戏的生命周期包括测试期、成长期、稳定期和衰退期四个阶段，在各个不同的生命周期阶段，各主要参数的表现特点均各不相同。在预测过程中，考虑不同生命周期的阶段中“月活跃用户数”、“活跃用户付费率”、“ARPPU 值”等各项游戏运营指标的不同变动趋势，参考不同类型游戏的经营特点、拇指游玩历史游戏运营数据及其他同类游戏运

营规律确定。

a.对于基准日已上线游戏产品的预测：业务流水预测主要根据注册用户数、月活跃用户、付费用户数、ARPPU 值等参数进行预测。游戏注册用户数、付费用户、月 ARPPU 值等参数主要根据已经上线游戏历史数据以及结合分析游戏所处生命周期阶段特征，对游戏剩余生命周期进行趋势预测，确定未来业务流水。

b.对于已经签订代理合同正在研发的游戏及以后预测期内新研发产品的流水预测：首先根据企业未来年度游戏产品规划，确定游戏产品数量及类型。通过对目前国内外移动网络游戏品种的市场周期分析，确定游戏的生命周期。对于以后预测期内新代理的游戏产品相关数据参照已上线游戏的相关指标，包括对已上线游戏的月活跃用户、付费用户数、月 ARPPU 值等各运营指标进行分析，从中找出各项指标的运行规律和趋势，并结合不同游戏产品的品质差异、类型差异适当调整合理预测，进而确定游戏产品的各月流水。

D.分成比例的预测

a.对于已上线游戏产品的收入预测，结合历史分成比例以及协议约定的分成比例综合进行预测；

b.对于以后预测期内新代理运营的产品的收入预测，确认游戏登陆的相关平台，并按照该平台通用的分成比例进行测算。经与拇指游玩管理层沟通，拇指游玩未来游戏主要为联运和自推广，与现在已上线游戏推广模式基本一致。

E.游戏收入的预测

对于大型游戏，拇指游玩根据游戏玩家实际充值及消费的金额，按照自营推广的比例、联运推广比例和联运推广各平台运营商合作协议约定的分成比例，综合确定游戏的分成比率计算分成金额。分成金额扣减缴纳的增值税后确定每款产品的最终业务收入。

对于小型游戏根据历史年度每款游戏的平均不含税收入乘以未来年度计划代理游戏的数量得出最终收入。

③测算过程

A.2017-2019 年业务测算汇总表（按产品按年口径统计）

单位：万元

游戏名称	项目	2017 年	2018 年	2019 年
江湖侠客令	充值合计	141.84	-	-
	含税收入	141.84	-	-
	不含税收入	133.81	0	0
坦克警戒	充值合计	20,503.96	1,493.35	-
	含税收入	12,917.49	940.81	-
	不含税收入	12,186.31	887.56	-
新大主宰	充值合计	6,612.88	130.84	-
	含税收入	925.80	18.32	-
	不含税收入	873.40	17.28	-
戮仙战纪	充值合计	102.99	-	-
	含税收入	102.99	-	-
	不含税收入	97.16	-	-
魔法门传奇	充值合计	3,934.96	-	-
	含税收入	3,934.96	-	-
	不含税收入	3,712.23	-	-
正统三国	充值合计	14,536.01	2,370.73	-
	含税收入	12,500.97	2,038.83	-
	不含税收入	11,793.37	1,923.42	-
百战斗斗堂	充值合计	1,864.12	147.57	-
	含税收入	1,309.55	103.67	-
	不含税收入	1,235.42	97.80	-
部落守护者	充值合计	776.16	230.49	-
	含税收入	545.26	161.92	-
	不含税收入	514.39	152.76	-
还珠格格	充值合计	7,505.75	3,326.49	-
	含税收入	5,272.79	2,336.86	-
	不含税收入	4,974.33	2,204.58	-
同道星座物语	充值合计	3,737.66	2,840.74	-
	含税收入	1,713.25	1,302.13	-
	不含税收入	1,616.27	1,228.42	-
三国英雄传	充值合计	1,794.86	1,247.43	-
	含税收入	822.72	571.79	-
	不含税收入	776.15	539.42	-
无尽的世界	充值合计	2,302.47	4,926.99	148.51
	含税收入	1,055.40	2,258.41	68.07
	不含税收入	995.66	2,130.57	64.22
卡牌 1	充值合计	-	20,263.89	5,122.67
	含税收入	-	11,398.44	2,881.50
	不含税收入	-	10,753.24	2,718.40
SLG1	充值合计	-	25,664.24	8,868.46
	含税收入	-	19,376.50	6,695.69
	不含税收入	-	18,279.72	6,316.68
卡牌 2	充值合计	-	4,171.68	5,677.00
	含税收入	-	2,346.57	3,193.31
	不含税收入	-	2,213.74	3,012.56
SLG2	充值合计	-	15,122.26	15,665.06
	含税收入	-	11,417.31	11,827.12
	不含税收入	-	10,771.04	11,157.66

卡牌 3	充值合计	-	-	25,760.21
	含税收入	-	-	14,490.12
	不含税收入	-	-	13,669.92
SLG3	充值合计	-	-	12,159.25
	含税收入	-	-	6,839.58
	不含税收入	-	-	6,452.43
卡牌 4	充值合计	-	-	17,940.68
	含税收入	-	-	13,545.21
	不含税收入	-	-	12,778.50
SLG4	充值合计	-	-	11,087.92
	含税收入	-	-	8,371.38
	不含税收入	-	-	7,897.53
合计	充值合计	63,813.66	81,936.69	102,429.75
	含税收入	41,243.01	54,271.54	67,911.98
	不含税收入	38,908.50	51,199.57	64,067.90

B.预测期主要游戏关键指标

拇指游玩历史年度及预测年度主要游戏的预测参数如下：

游戏	生命周期 (年)	平均月活跃人数 (万人)	平均月付费率	平均月付费人数 (万人)	平均月ARRPU 值 (元)
江湖侠客令实际发生数据 (从月上线至 2017 年 3 月)	1.50	1.38	23.42%	0.21	620.95
戮仙战纪实际发生数据 (从月上线至 2017 年 3 月)	1.08	3.96	8.27%	0.33	320.39
魔法门传奇	1.00	6.45	12.85%	0.74	676.74
实际发生数据 (从月上线至 2016 年 12 月)	0.25	15.53	10.69%	1.57	435.17
预测数据 (2016 年 12 月之后)	0.75	3.43	13.57%	0.46	952.29
坦克警戒	2.50	61.77	5.03%	3.17	428.96
实际发生数据 (从月上线至 2016 年 12 月)	1.17	85.05	4.21%	4	334.77
预测数据 (2016 年 12 月之后)	1.33	41.4	5.74%	2.44	564.46
新大主宰	2.17	23.88	9.88%	2.37	425.24
实际发生数据 (从月上线至 2016 年 12 月)	1.08	34.99	10.75%	3.54	422.09
预测数据 (2016 年 12 月之后)	1.08	12.77	9.00%	1.19	434.55
正统三国	1.67	25.95	5.64%	1.52	557.08
百战斗斗堂	1.33	6.68	9.65%	0.62	204.34
部落守护者	1.33	5.42	6.46%	0.37	172.1
还珠格格	1.58	66.08	5.52%	3.72	153.19
同道星座物语	1.50	23.13	6.24%	1.47	249.47

游戏	生命周期 (年)	平均月活跃人数 (万人)	平均月付费率	平均月付费人数 (万人)	平均月ARRPU 值 (元)
三国英雄传	1.50	12.48	5.31%	0.68	246.99
无尽的世界	1.50	37.74	5.14%	2.01	203.98
卡牌 1	1.83	66.04	7.01%	4.78	241.4
SLG1	1.67	62.29	6.48%	4.31	400.85
卡牌 2	1.50	33.33	6.84%	2.54	216.7
SLG2	1.67	60.96	5.86%	3.84	405.06
卡牌 3	1.50	85.5	6.02%	5.44	335.74
SLG3	1.67	57.98	5.99%	3.69	321.8
卡牌 4	1.50	64.61	7.16%	4.98	217.33
SLG4	1.67	56.07	6.54%	3.87	385.86

由于截至 2016 年 12 月 31 日，报告期内拇指游玩的主要游戏坦克警戒已经运营了 1.17 年，且流水处于生命周期中的高峰期，经过与企业管理层了解，预测年度拇指游玩继续推广，有利于游戏的生命周期，整个预测期的寿命周期为 2.50 年。报告期内拇指游玩的主要游戏新大主宰已经运营了 1.08 年，且流水处于生命周期中的高峰期，经过与企业管理层了解，预测年度拇指游玩继续推广，有利于游戏的生命周期，整个预测期的寿命周期为 2.17 年。预测年度的其他游戏的声明周期在 1-2 年之间。与报告期已经运营游戏的生命周期接近，预测合理。

由于预测期新上线游戏平均月活跃人数大部分低于现有游戏历史已经发生数据，预测较谨慎、合理。

预测期新上线游戏平均月付费率与报告期付费率相比大部分低于现有游戏的付费率，部分数据与报告期内的游戏实际付费率接近，预测较谨慎、合理。

预测期新上线游戏平均付费用户大部分低于报告期内游戏的付费用户，少部分略高于主要是占由于拇指游玩业务规划，逐步向精品游戏发展，在不断的积累的经验，未来年度将不断增强公司的代理运营能力，获取市场上精品游戏的代理权。

预测期新上线游戏平均 ARPPU 与现有游戏相比处于偏低水平。总体而言，主要游戏预测 ARPPU 合理、谨慎。

总体而言，主要游戏预测各项参数预测合理。

（2）拇指游玩收入预期增长率合理性分析

①2017 年 1-5 月份拇指游玩实际经营情况与全年预测数据对比情况如下：

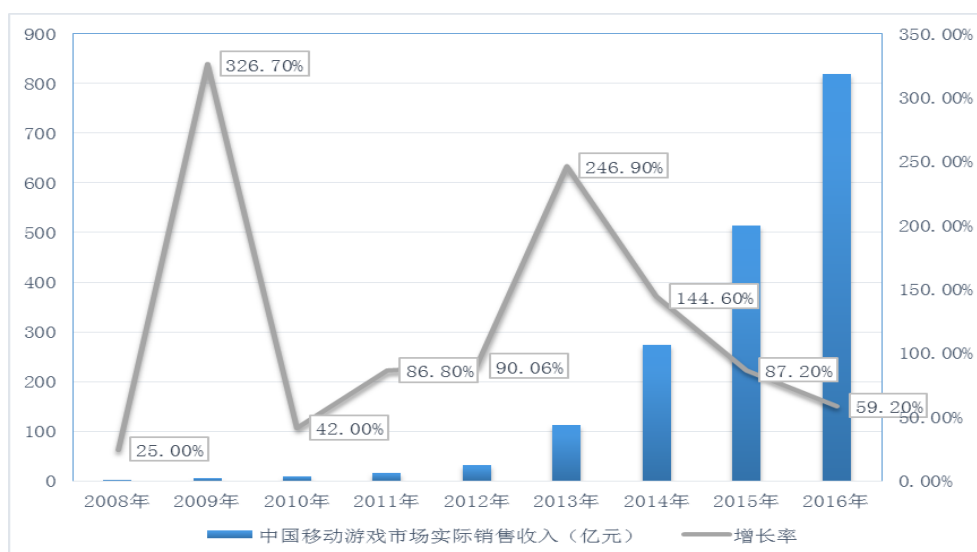
单位：万元

项 目	2017 年 1-5 月（未审数据）	2017 年预测数据	完成比例
营业收入	19,613.65	39,308.50	49.90%

2017 年 1-5 月份，拇指游玩的营业收入（未经审计）已完成 2017 年评估预测营业收入的 49.90%。

②行业状况分析

近年来，中国移动游戏市场增长迅速。根据中国音数协游戏工委（GPC）、GNG 中心游戏研究（伽马数据）和国际数据公司（IDC）联合发布的《2016 年中国游戏产业报告》，2016 年，中国移动游戏市场实际销售收入为 819.2 亿元人民币，同比增长 59.2%；2008 年至 2016 年，中国移动游戏市场的复合增长率（CAGR）为 119.87%。



数据来源： GPC、IDC、CNG《2016 年中国游戏市场产业报告》

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

随着 PC 和移动端游戏外部条件的提升,比如网络优化和硬件设

备普及率提高，更多的用户参与到网络游戏中；同时随着人均 GDP 的增长，用户在网络游戏上的花费也进一步提高，即使未来随着智能设备普及速度的减缓，智能机游戏市场规模的增速相对有所减缓，未来整体网络游戏行业仍然会维持较高增速。

③同行业公司收入预测增长率对比

拇指游玩的未来 5 年收入预测增长率分别为 80.64%、31.52%、25.08%、12.00%、5.00%，年均复合增长率为 28.43%，与同行业公司收入预测增长率相比处于正常水平。

根据公开信息统计的拇指游玩同行业公司的收入增长率预测情况如下表所示：

对比公司	盈利预测年度收入增长率					年均复合增长率	备注
	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年		
恺英网络	215.70%	-3.20%	-1.64%	7.91%	4.26%	27.60%	2015-2019 年
创思信息	18.89%	19.49%	10.65%	10.24%	9.03%	13.57%	2015-2019 年
天上友嘉	551.84%	20.30%	23.48%	18.85%	14.28%	67.41%	2015-2019 年
炎龙科技	22.44%	45.03%	34.94%	19.12%	13.22%	26.44%	2015-2019 年
赞成科技	124.11%	38.44%	18.47%	13.89%	10.23%	35.78%	2015-2019 年
易幻网络	31.75%	82.41%	25.00%	20.00%	4.00%	30.25%	2015-2019 年
完美世界	0.49%	27.37%	25.08%	19.49%	17.00%	17.48%	2015-2019 年
美生元	576.29%	57.07%	49.34%	24.78%	11.14%	17.48%	2015-2019 年
杭州哲信	450.90%	80.25%	35.32%	23.64%	22.81%	82.78%	2015-2019 年
雪鲤鱼	85.63%	38.46%	20.95%	5.93%	0.00%	26.92%	2015-2019 年
游爱网络	64.63%	43.12%	22.66%	15.00%	12.00%	30.07%	2015-2019 年
极光网络	44.53%	40.19%	23.04%	20.84%	11.33%	27.38%	2015-2019 年
摩奇卡卡	1638.28%	29.72%	30.84%	20.62%	10.00%	108.23%	2016-2020 年
拇指玩	116.84%	22.15%	28.04%	19.99%	16.27%	36.46%	2015-2019 年
平均数	281.59%	38.63%	24.73%	17.17%	11.11%	39.13%	
评估对象	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	-	-
拇指游玩	80.64%	31.52%	25.08%	12.00%	5.00%	28.43%	2017-2021 年

注：以上信息根据市场公开信息统计。

综上，考虑到 2017 年 1-5 月拇指游玩的实际收入情况，以及移动游戏市场规模和对同行业的预测收入增长率情况，本次评估中拇指游玩未来收入预期增长率较为谨慎，预测具有合理性。

2、拇指游玩收益法评估折现率选取的合理性；

（1）本次评估中折现率形成的过程

本次以 2016 年 12 月 31 日为评估基准日的收益法评估中，折现率的确定采用资本资产加权成本模型（WACC），计算公式为 $WACC=K_e \times E/(D+E)+K_d \times D/(D+E) \times (1-T)$

其中：ke：权益资本成本；

kd：付息债务资本成本；

E：权益的市场价值；

D：付息债务的市场价值；

t：所得税率。

①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，中期国债在评估基准日的到期年收益率为 3.0115%，本评估报告以 3.0115%作为无风险收益率。

②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 资讯系统查询了数家沪深 A 股可比上市公司 2016 年 12 月 31 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 0.9087 作为被评估单位的 β_U 值。

企业评估基准日的目标资本结构为 0.0021。被评估单位 2017 年-2021 年适用综合所得税税率为 25.00%。

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。

$$\begin{aligned}\beta_L &= [1 + (1 - t) \times D/E] \times \beta_U \\ &= 0.9101\end{aligned}$$

③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，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，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，可信度较差，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 $\times(\sigma$ 股票/ σ 国债)

根据上述测算思路和公式，根据我公司的研究成果，市场风险溢价取 7.10%。

④企业特定风险调整系数的确定

企业特定风险调整系数是根据待估企业与所选择的对比企业在企业特殊经营环境、企业规模、经营管理、抗风险能力、特殊因素所形成的优劣势等方面的差异进行的调整系数。

由于测算风险系数时选取的为上市公司，相应的证券或资本在资本市场上可流通，而纳入本次评估范围的资产为非上市资产，与同类上市公司比，该类资产的权益风险要大于可比上市公司的权益风险。结合企业的规模、行业地位、经营能力、抗风险能力等因素，本次对拇指游玩的权益个别风险溢价取值为 4.50%。

⑤折现率的确定

A.计算权益资本成本

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。

$$K_e = R_f + \beta \times MRP + R_c \\ = 13.97\%$$

B.计算加权平均资本成本

被评估单位目标资本结构为 0.0021，加权平均资本成本等于权益资本成本。

$$WACC = K_e \times \frac{E}{D + E} + K_d \times (1 - t) \times \frac{D}{D + E}$$

= 13.95%

(2) 折现率参数选取的合理性分析

根据公开市场信息披露的数据，近期可比上市公司的同行业并购案例中，收益法评估折现率选取汇总分析如下：

序号	收购方	收购对象	基准日	折现率	个别风险
1	泰亚股份	恺英网络	2/28/2015	13.44%	3.00%
2	德力股份	创思信息	4/30/2015	13.70%	4.50%
3	凯撒股份	天上友嘉	4/30/2015	14.01%	5.00%
4	升华拜克	炎龙科技	6/30/2015	14.10%	4.00%
5	慈文传媒	赞成科技	7/31/2015	13.70%	-
6	宝通科技	易幻网络	7/31/2015	13.58%	3.00%
7	完美环球	完美世界	9/30/2015	13.10%	3.00%
8	帝龙文化	美生元	9/30/2015	14.28%	4.00%
9	金科娱乐	杭州哲信	11/30/2015	13.06%	4.01%
10	奥维通信	雪鲤鱼	12/31/2015	12.10%	3.00%
11	天舟文化	游爱网络	12/31/2015	13.46%	2.00%
12	中南文化	极光网络	6/30/2016	13.57%	3.00%
13	富春通信	摩奇卡卡	9/30/2016	13.07%	3.00%
14	巨龙管业	拇指玩	10/31/2015	13.22%	3.00%
最大数				14.28%	5.00%
最小数				12.10%	2.00%
平均值				13.46%	3.42%
上市公司		标的公司	评估基准日	折现率	个别风险
天润数娱		拇指游玩	12/31/2016	13.95%	4.50%

从上表可以看出，行业可比交易案例中平均折现率为 13.46%，区间为 12.10%-14.28%，个别风险系数平均值为 3.42%，区间为 2.00%-5.00%。拇指游玩本次评估采用的折现率及风险系数处于同行业案例水平的中上水平，其中折现率仅比凯撒股份升华拜克等两个案例折现率低，个别风险系数仅比凯撒股份案例中的个别风险系数低，处于市场合理且偏谨慎的取值区间。

因此，拇指游玩折现率和风险系数取值合理，参数取值结合了市场情况，兼顾了系统风险和公司特有风险，具有合理性。

(二) 虹软协创评估相关情况

1. 虹软协创收入预测依据及合理性分析；

(1) 虹软协创收入增长的预测依据

虹软协创的业务收入主要为“优易付”计费服务和互联网广告精

准投放业务，各类业务按公司口径下预测依据如下：

①虹软协创

A.营业收入及成本

a.历史年度营业收入及成本

虹软协创历史年度的收入分为“优易付”计费服务和互联网广告精准投放业务，各项业务收入成本分类具体如下：

金额单位：人民币万元

项目	2015 年	2016 年
“优易付”计费服务收入	1,053.00	1,918.69
“优易付”计费服务成本	24.74	39.78
毛利率	97.65%	97.93%
收入增长率		82.21%
互联网广告精准投放业务收入	2,370.80	3,604.98
互联网广告精准投放业务成本	1,626.27	2,077.67
毛利率	31.40%	42.37%
收入增长率		52.06%

根据虹软协创公司未来发展规划，从 2016 年 7 月份以后将原有的互联网广告精准投放业务转移到子公司霍尔果斯虹软，虹软协创未来的主营业务为“优易付”计费服务。

虹软协创以上下游客户之间收取的服务费作为收入，虹软协创 2015 年、2016 年实现“优易付”计费服务收入分别为 1,053.00 万元、1,918.68 万元，分别占主营业务收入 30.76%、34.74%，2016 年度“优易付”计费服务收入实现了较快增长，较 2015 增加了 865.69 万元，增幅达 82.21%，主要原因如下：

1).虹软协创所在的移动支付市场 2016 年度实现了快速发展

按照支付模式区分，移动支付主要包括手机银行、第三方支付客户、电信运营商手机通讯账户支付等支付手段。虹软协创的计费服务业务是基于电信运营商渠道，向数字文化和数字娱乐型移动互联网提供小额计费服务、支付模式属于电信运营商手机通讯账户支付。

根据艾瑞咨询数据，2010 年中国第三方互联网支付交易规模约 1 万亿元，2014 年达到 8 万亿元，增长率 8 倍。随着用户上网习惯逐渐从 PC 端向移动端的迁移、移动支付场景的不断丰富与拓展，移动支

付行业迎来增长高峰。根据艾瑞咨询数据，2014 年移动支付市场交易规模 5.99 万亿元，增长率达 391.3%。移动支付连续两年爆发式增长。预计到 2018 年，移动支付交易规模有望超过 18 万亿元。

2).互联网终端用户习惯的转变

随着电子商务、互联网金融、网络游戏等互联网产品及服务的发展、互联网终端用户上网习惯逐渐从传统的 PC 端向移动端迁移，出于支付的便捷性，互联网终端用户更愿意通过手机等用户终端进行充值以获取相关服务。

3)利用自身优势积极布局，加大了与上游电信运营商及下游各大网站的合作及开发力度

近年来，随着虹软协创业务的逐步发展，虹软协创基于电信运营商渠道，向数字文化和数字娱乐型移动互联网提供小额计费服务的技术日趋成熟，于 2015 年针对移动互联网推出新型计费产品[优易付]。在移动支付市场爆发式增长的背景下，虹软协创抓住市场机遇，利用自身优势积极布局，加大了与上游电信运营商各省市分公司及下游各大网站的合作及开发力度，2016 年，与虹软协创合作的上游电信运营商的数量较 2015 年增加了 10 家、与虹软协创合作的下游网站数量较 2015 年增加了 38 家。

综上，在移动支付市场爆发式增长及互联网终端用户习惯的转变上网习惯转变的背景下，虹软协创利用自身优势积极布局，加大了与上游电信运营商及下游各大网站的合作力度，使得其 2016 年度计费服务收入较 2015 年度增加 865.69 万元，增幅达 82.21%。

b.未来年度的收入及成本预测

1)未来年度营业收入预测

虹软协创未来的主营业务为“优易付”计费服务”，按照每月产生的信息费根据与上下游客户签订的合同分成比例进行结算，故本次对“优易付”计费服务”按照以下方式进行预测；

“优易付”计费服务收入=信息费×收入转化率-信息费×成本转化率

信息费的预测主要基于虹软协创所处的移动支付行业未来发展

状况以及虹软协创评估基准日“优易付”计费服务业务情况、新合同的签订情况,2017年-2021年的信息费增长比例按32%-11%增长预测。

收入转化率、成本转化率,基于2016年收入转化率、成本转化率情况,考虑到未来年度随着“优易付”计费服务业务量的增加,毛利率会有一定程度的下降。

2)未来年度营业成本预测

虹软协创的营业成本主要为托管费、通信费、网络费。

主机托管费、网络费根据被评估单位签订的主体托管合同、网络使用合同,考虑当地物价价格增长趋势,未来年度按一定比例进行增长;

通信费主要按历史年度与收入的比例进行预测;

综上所述,未来年度虹软协创收入及成本预测如下:

金额单位:人民币万元

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
“优易付”计费服务收入	2,639.80	3,198.49	3,788.78	4,243.33	4,536.76
“优易付”计费服务成本	48.85	59.28	70.86	81.73	90.91
毛利率	98.15%	98.15%	98.13%	98.07%	98.00%
收入增长率		21.16%	18.46%	12.00%	6.92%

②北京华胜

A.营业收入

a.历史年度的营业收入

北京华胜其业务为利用自身与三大运营商的基地接入代码,为母公司虹软协创做“优易付”计费服务提供计费通道代码和互联网广告精准投放业务,历史年度各项收入及成本如下:

金额单位:人民币万元

项目	2015年	2016年
“优易付”计费服务收入	-7.67	66.280
“优易付”计费服务成本		
毛利率	100.00%	100.00%
收入增长率		963.71%
互联网广告精准投放业务收入	1,793.28	1,753.28
互联网广告精准投放业务成本	1,703.61	1,659.12
毛利率	5.00%	5.37%
收入增长率		-2.23%

注：北京华胜的“优易付”计费服务仅为为虹软协创提供计费通道代码，实际由虹软运营该代码，故无成本。

根据北京华胜公司未来发展规划，从 2016 年 7 月份以后将原有的互联网广告精准投放业务转移到关联公司霍尔果斯虹软，北京华胜未来年度为母公司提供“优易付”计费服务的计费通道代码。

北京华胜以上下游客户之间收取的服务费作为收入，北京华胜 2015 年、2016 年实现“优易付”计费服务收入分别为-7.67 万元、66.28 万元，分别占主营业务收入-0.43%、3.64%，2016 年度“优易付”计费服务收入实现了较快增长，较 2015 增加了 73.95 万元，增幅达 963.71%，主要原因如下：

1)北京华胜所在的移动支付市场 2016 年度实现了快速发展

按照支付模式区分，移动支付主要包括手机银行、第三方支付客户、电信运营商手机通讯账户支付等支付手段。北京华胜的计费服务业务是基于电信运营商渠道，向数字文化和数字娱乐型移动互联网提供小额计费服务、支付模式属于电信运营商手机通讯账户支付。

根据艾瑞咨询数据，2010 年中国第三方互联网支付交易规模约 1 万亿元，2014 年达到 8 万亿元，增长率 8 倍。随着用户上网习惯逐渐从 PC 端向移动端的迁移、移动支付场景的不断丰富与拓展，移动支付行业迎来增长高峰。根据艾瑞咨询数据，2014 年移动支付市场交易规模 5.99 万亿元，增长率达 391.3%。移动支付连续两年爆发式增长。预计到 2018 年，移动支付交易规模有望超过 18 万亿元。

2)互联网终端用户习惯的转变

随着电子商务、互联网金融、网络游戏等互联网产品及服务的发展、互联网终端用户上网习惯逐渐从传统的 PC 端向移动端迁移，出于支付的便捷性，互联网终端用户更愿意通过手机等用户终端进行充值以获取相关服务。

3)利用自身优势积极布局，加大了与上游电信运营商及下游虹软协创的合作及开发力度

近年来，随着北京华胜业务的逐步发展，北京华胜基于自身与运营商基地代码接入的优势，加大了与上游电信运营商各省市分公司及下游虹软协创的合作及开发力度，2016 年，与北京华胜合作的上游电

信运营商的数量较 2015 年增加了 2 家。

综上，在移动支付市场爆发式增长及互联网终端用户习惯的转变上网习惯转变的背景下，北京华胜利用自身优势积极布局，加大了与上游电信运营商及下游虹软协创的合作力度，使得其 2016 年度计费服务收入较 2015 年度增加 73.95 万元，增幅达 963.71%。

b.未来年度的收入预测

北京华胜未来的主营业务为母公司“优易付”计费服务提供计费通道代码，按照每月产生的信息费根据与上下游客户签订的合同分成比例进行结算，故本次对“优易付”计费服务按照以下方式进行预测；

“优易付”计费服务收入=信息费×收入转化率-信息费×成本转化率

信息费的预测，由于北京华胜未来年度主要为虹软协创做计费服务，信息费的预测未来年度增长比例同虹软协创的未来增长比例，2017 年-2021 年的信息费增长比例按 32%-11%增长预测。

收入转化率和成本转化率基于 2016 年收入转化率、成本转化率情况，考虑到未来年度根据北京华胜与虹软协创签订合同情况，毛利率维持在 10%保持不变。

综上所述，北京华胜未来年度收入预测如下：

金额单位：人民币万元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
“优易付”计费服务收入	214.23	217.38	268.20	314.90	350.92
“优易付”计费服务成本					
毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
增长率		1.47%	23.38%	17.41%	11.44%

③霍尔果斯虹软

A.营业收入及成本

a.历史年度的收入及成本

霍尔果斯虹软的主要业务为互联网广告精准投放业务，由于霍尔果斯虹软成立于 2016 年 8 月份，其互联网广告精准投放业务为从母公司虹软协创和关联公司北京华胜转移过来，本次历史年度数据参考业务转移前虹软协创、北京华胜和业务转移后霍尔果斯虹软的收入和成本情况如下：

金额单位：人民币万元

项目		2015 年	2016 年
互联网广告精准投放业务收入	虹软协创	2,370.80	3,604.98
	北京华胜	1,793.28	1,753.28
	霍尔果斯虹软		2,217.42
互联网广告精准投放业务成本	虹软协创	1,626.27	2,077.67
	北京华胜	1,703.61	1,659.12
	霍尔果斯虹软		869.68
合并口径下互联网广告精准投放业务收入		2,460.46	6,020.65
合并口径下互联网广告精准投放业务成本		1,626.27	3,051.44
合并口径下收入增长率			144.70%
毛利率		33.90%	49.32%

根据霍尔果斯虹软企业未来发展规划，从 2016 年 7 月以后母公司虹软协创、关联公司北京华胜的互联网广告精准投放业务转移到霍尔果斯虹软，根据历史年度推广业务情况，合并口径下 2015 年、2016 年实现互联网广告精准投放业务收入分别为 2,460.46 万元、6,020.65 万元，合并口径下 2016 年度互联网广告精准投放业务收入实现了快速增长，较 2015 增加了 3,560.19 万元，增幅达 144.70%，主要原因如下：

1)移动营销行业发展迅速

根据易观智库数据，2013 年、2014 年和 2015 年，中国移动营销市场规模分别为 134.3 亿元、472.2 亿元和 905.0 亿元，分别同比增长 101.7%、251.6%和 91.6%，呈现高速增长的趋势。易观智库预计到 2018 年，中国移动营销市场规模达 2,879.5 亿元，达到 2015 年市场规模 3 倍以上。

2)核心竞争优势

霍尔果斯互联网广告精准投放团队来自于母公司虹软协创，该创始团队从事移动数字营销行业多年，拥有了丰富的行业经验、独特的差异化竞争策略、领先的技术以及敏锐的洞察力。凭借丰富的移动数字营销经验，逐步整合优质媒体资源，与广告主建立了良好的长期合伙关系，为了更好的满足客户的需求，霍尔果斯虹软为客户量身打造全方位的专业移动互联网整合营销方案，即高效、精准、高效性价比的投放，为客户带来更理想的推广效果。

3)流量采购优势

霍尔果斯虹软在数字营销行业属于营销服务商，需要通过采购媒体的流量来满足精准化推广的需求。霍尔果斯虹软采购优质的流量资源，一方面，优质的流量资源可以为客户提供更理想的推广效果，并且增强对客户的议价能力；另一方面，大量的优质流量的采购可以与渠道形成长期牢固的合作关系，在采购成本上形成了一定的优势。霍尔果斯虹软通过销售端与成本端的协同和配合，形成了企业自身卓越的竞争力。

b.未来年度的收入及成本

互联网广告精准投放业务其收入及成本为信息费分成，根据用户实际消费金额或者点击量按照合同分成比例进行分成，霍尔果斯虹软以上下游客户之间的分成比例差额为盈利模式。故本次对互联网广告精准投放业务按照以下方式预测：

互联网广告精准投放业务收入=信息费×收入转化率或点击量×单价

互联网广告精准投放业务成本=信息费×成本转化率或点击量×单价

未来年度推广业务的预测主要根据霍尔果斯基准日正在进行的推广业务和新签订的推广业务合同进行预测，2020年、2021年根据行业的增长情况考虑一定比例的增长。

1)霍尔果斯虹软与上游客户最新签订推广业务合同情况

公司名称	推广业务
咪咕动漫有限公司	一点接入业务
北京字节跳动网络技术有限公司	今日头条研发的软件
北京梦想天成科技有限公司	游戏《三生情缘》
北京爱真心信息科技有限公司	《求爱》安卓版
北京搜狗科技发展有限公司	《搜狗阅读-青春版》安卓版

综上所述，霍尔果斯虹软未来年度收入及成本预测如下：

金额单位：人民币万元

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
互联网广告精准投放业务收入	8,394.99	12,290.43	17,565.68	22,575.81	25,962.18
互联网广告精准投放业务成本	4,364.37	7,002.36	10,626.50	14,099.45	16,214.37
毛利	48.01%	43.03%	39.50%	37.55%	37.55%
收入增长率		46.40%	42.92%	28.52%	15.00%

④合并口径下虹软协创未来年度收入及成本预测情况

结合对虹软协创、北京华胜、霍尔果斯虹软业务的分析，合并口径下虹软协创未来年度营业收入和营业成本的预测如下表：

金额单位：人民币万元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
“优易付” 计费服务收入	2,854.03	3,415.87	4,056.99	4,558.23	4,887.68
“优易付” 计费服务成本	48.85	59.28	70.86	81.73	90.91
毛利率	98.29%	98.26%	98.25%	98.21%	98.14%
收入增长率		19.69%	18.77%	12.36%	7.23%
互联网广告精准投放业务收入	8,394.99	12,290.43	17,565.68	22,575.81	25,962.18
互联网广告精准投放业务成本	4,364.37	7,002.36	10,626.50	14,099.45	16,214.37
毛利率	48.01%	43.03%	39.50%	37.55%	37.55%
收入增长率		46.40%	42.92%	28.52%	15.00%
收入合计	11,249.02	15,706.31	21,622.67	27,134.04	30,849.87
成本合计	4,413.21	7,061.64	10,697.37	14,181.18	16,305.28

(2)虹软协创收入预测合理性分析

①2017 年 1-5 月份虹软协创实际经营情况与全年预测数据比对情况如下：

金额单位：人民币万元

项 目	2017 年 1-5 月 (未审数据)	2017 年 1-5 月份预 测数据	完成比例	2017 年预测数据	完成比例
营业收入	3,115.08	3,810.45	81.75%	11,249.02	27.70%

2017 年 1-5 月份，虹软协创的营业收入（未经审计）已完成 2017 年 1-5 月份预测营业收入的 81.75%，完成 2017 年预测营业收入的 27.70%。

虹软协创的收入分为“优易付”计费服务和互联网广告精准投放业务，根据虹软协创提供的 2017 年 1-5 月份合并报表，“优易付”计费服务收入占 2017 年 1-5 月份“优易付”计费服务预测数据的比例为 106.36%；互联网广告精准投放业务收入占 2017 年 1-5 月份互联网广告精准投放业务预测数据的比例为 70.06%。

综上“优易付”计费服务 2017 年 1-5 月份的实际收入高于 2017 年 1-5 月份预测收入；2017 年 1-5 月份的互联网广告精准投放业务收入低于 2017 年 1-5 月份预测收入，互联网广告精准投放业务低于预测收入的主要原因如下：

评估基准日后，虹软协创拟在 2017 年第二季度进行互联网广告

精准投放业务的项目中国移动咪咕一点接入、搜狗阅读、世纪佳缘求爱项目，原本计划在 2017 年 5 月份初进行上线推广，由于客户内部的决策时间较长，推广的时间延迟到了 2017 年 6 月份初。今日头条项目原本计划在 2017 年 6 月份初进行上线推广，由于推广前的前期工作、媒体渠道资源等原因，上线时间推迟到了 2017 年 6 月底。

与此同时，虹软协创积极开拓新的客户资源，同奇虎 360（新增业务）等优质广告客户的合作洽谈工作已经完成，预计 2017 年 6 月底即可完成签约，2017 年 7 月份初完成推广上线工作。

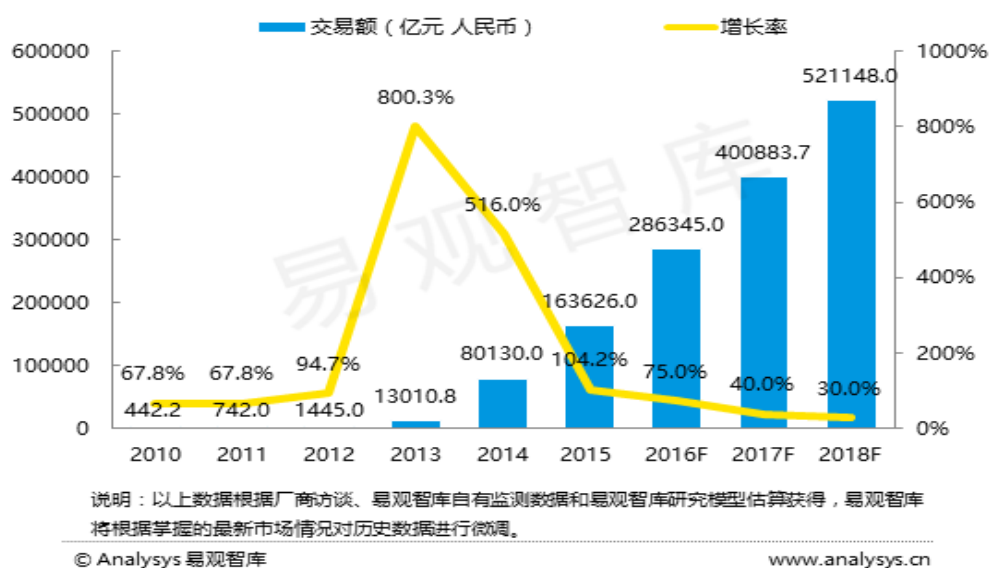
根据虹软协创提供的 2017 年 6 月 1 日至 2017 年 6 月 10 日数据，虹软协创合并口径下 2017 年 6 月 1 日至 2017 年 6 月 10 日收入为 340.66 万元，同评估预测新增广告业务上线期初预测收入，即：2017 年 5 月 1 日至 2017 年 5 月 10 日同期合并口径下收入比较基本持平。

综上分述，尽管虹软协创的新增推广业务上线滞后，但目前新增推广业务运营的收入相比同口径预测期的收入的可实现性较好，且虹软协创与奇虎 360 等优质广告客户的签约超出预期的计划安排，新增客户也会带来部分收入来弥补因新增广告业务上线滞后对收入的影响。

②虹软协创所处的移动支付行业、移动营销行业市场规模快速增长

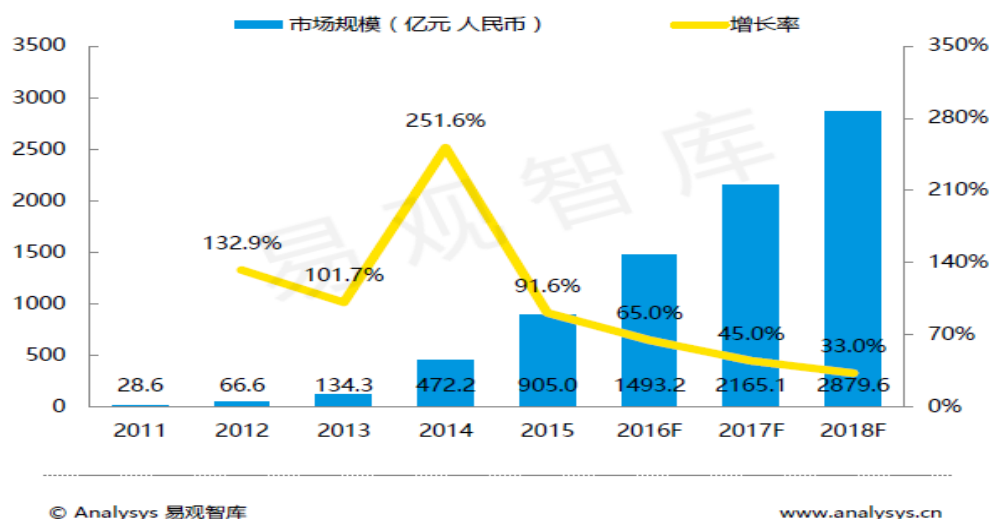
在移动互联网行业快速发展的背景下，加上移动支付创新技术不断涌现，支付安全性不断提升，移动支付行业蓬勃发展。根据易观智库数据，2013 年、2014 年和 2015 年，中国第三方移动支付市场交易规模分别为 1.30 万亿元、8.01 万亿元和 16.36 万亿元，分别同比增长 800.3%、516.0%和 104.2%，市场规模呈现爆发性增长。2015 年度第 2 季度，中国移动支付市场总体交易规模达 3.47 万亿元，超过同期中国互联网支付市场交易规模 3.29 万亿元，标志着移动支付已成为新时期最重要的支付手段之一。根据易观国际数据，预计到 2018 年，中国第三方移动支付市场交易规模将达到 52.11 万亿元。

2016-2018年中国第三方移动支付市场交易规模预测



根据易观智库数据，2013 年、2014 年和 2015 年，中国移动营销市场规模分别为 134.3 亿元、472.2 亿元和 905.0 亿元，分别同比增长 101.7%、251.6%和 91.6%，呈现高速增长的趋势。易观智库预计到 2018 年，中国移动营销市场规模达 2,879.5 亿元，达到 2015 年市场规模 3 倍以上。

2016-2018年中国移动营销市场规模预测



③虹软协创与同行业并购案例比较处于正常水平

虹软协创的未来 5 年收入预测增长率分别为 40.15%、39.62%、37.67%、25.49%、13.69%，年均复合增长率为 30.90%，与同行业公司收入预测增长率相比处于正常水平。

根据公开信息统计的虹软协创业公司的收入增长率预测情况如

下表所示:

对比公司		盈利预测年底增长率						年均复合增长率	备注
上市公司	标的公司	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年		
金新农	盈华讯方	75.60%	40.86%	27.15%	24.91%	15.11%		35.23%	2015 年-2019 年
海立美达	联动优势	-45.70%	37.21%	14.50%	15.01%	14.60%	14.31%	1.97%	2015 年(9 月-12 月)-2020 年
茂业物流	创世漫道	19.54%	21.02%	21.81%	15.12%	9.92%	6.49%	15.51%	2014 年(6 月-12 月)-2018 年, 永续期考虑增长
荣信股份	梦网科技	33.40%	56.68%	39.81%	33.58%	24.46%	14.90%	33.19%	2014 年(11 月-12 月)-2019 年
龙力生科	快运科技	563.65%	32.22%	28.65%	28.75%	30.76%		63.36%	2015 年 12 月-2019 年
普邦股份	普瑞赛斯	199.52%	54.45%	30.31%	21.64%	15.79%	9.87%	45.09%	2016 年(7 月-12 月)-2021 年
吴通控股	互众广告	679.06%	80.02%	38.66%	30.16%	24.42%	18.13%	82.71%	2014 年(11 月-12 月)-2019 年
梅泰诺	日月同行	55.79%	27.57%	28.05%	9.48%	3.84%		23.67%	2015 年(4-12 月)-2019 年
平均数		197.61%	43.76%	28.62%	22.33%	17.36%	12.74%	37.59%	
天润数娱	虹软协创	40.15%	39.62%	37.67%	25.49%	13.69%		30.90%	2017 年-2021 年

注: 以上信息根据市场公开信息统计。

2 虹软协创收益法评估折现率选取的合理性

(1) 本次评估中折现率形成的过程

① 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, 中期国债在评估基准日的到期年收益率为 3.0115%, 本评估报告以 3.0115% 作为无风险收益率。

② 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 资讯系统查询了数家沪深 A 股可比上市公司 2016 年 12 月 31 日的 β 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 1.0134 作为被评估单位的 β_U 值。

企业评估基准日无贷款, 企业的目标资本结构为 0。被评估单位

合并口径下 2017 年-2021 年综合所得税税率为 2.41%、2.44%、2.41%、2.27%、22.26%。

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。

$$\begin{aligned}\beta_L &= [1 + (1 - t) \times D/E] \times \beta_U \\ &= 1.0134\end{aligned}$$

③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，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，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，可信度较差，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 $\times$ (σ 股票/ σ 国债)

根据上述测算思路和公式，经本公司专家委员会研究确定市场风险溢价(MRP)为 7.10%。

④企业特定风险调整系数的确定

评估人员在综合考虑企业在行业中的规模、所处经营阶段、主要客户情况、企业内部管理机制及控制机制、管理人员及人力资源水平等基础上确定企业特定风险调整系数为 3.00%。

⑤预测期折现率的确定

A.计算权益资本成本

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。权益资本成本为：

$$\begin{aligned}K_e &= R_f + \beta \times MRP + R_c \\ &= 13.21\%\end{aligned}$$

B.计算加权平均资本成本

被评估单位目标资本结构为 0，加权平均资本成本等于权益资本成本。

$$WACC = K_e \times \frac{E}{D + E} + K_d \times (1 - t) \times \frac{D}{D + E}$$

$$= 13.21\%$$

(2) 折现率参数选取的合理性分析

根据公开市场信息披露的数据，近期可比上市公司的同行业并购案例中，收益法评估折现率选取汇总分析如下：

序号	上市公司	标的公司	评估基准日	个别风险	折现率
1	金新农	盈华讯方	2014 年 12 月 31 日	2.50%	12.39%
2	海立美达	联动优势	2015 年 8 月 31 日	2.80%	12.73%
3	茂业物流	创世漫道	2014 年 5 月 31 日	4.50%	13.20%
4	梦网荣信	梦网科技	2014 年 10 月 31 日	2.50%	12.50%
5	龙力生科	快运科技	2015 年 11 月 30 日	4.50%	12.50%
6	普邦园林	博睿赛思	2016 年 6 月 30 日	2.50%	13.56%
7	吴通控股	互众广告	2014 年 10 月 31 日	4.50%	14.32%
8	梅泰诺	日月同行	2015 年 3 月 31 日	4.00%	13.57%
最大数				4.50%	14.32%
最小数				2.50%	12.39%
平均数				3.48%	13.10%
9	天润数娱	虹软协创	2016 年 12 月 31 日	3.00%	13.21%

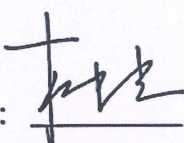
从上表可以看出，行业可比交易案例中平均折现率为 13.21%，区间为 12.39%-14.32%，个别风险系数平均值为 3.48%，虹软协创本次采用的折现率、个别风险处于同行业案例水平的中上水平，其中折现率仅比普邦园林、吴通控股折现率低、个别风险仅比茂业物流、龙力生科、吴通控股、梅泰诺个别风险低，处于市场合理且偏谨慎的取值区间。

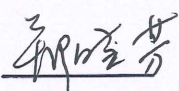
因此，虹软协创折现率和风险系数取值合理，参数取值结合了市场情况，兼顾了系统风险和公司特有风险，具有合理性。

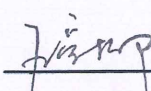
(三) 评估师核查意见

经核查，中企华评估师认为：从拇指游玩和虹软协创本次预测的过程、标的公司所处行业的发展趋势以及同行业可比公司的对比分析来看，本次评估中关于未来收入预测是合理的；从与可比案例折现率的比较分析来看，本次评估中关于折现率的选取是合理的。

(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《关于对湖南天润数字娱乐文化传媒股份有限公司的重组问询函》答复意见之盖章页)

法定代表人: 
权忠光

签字资产评估师: 
郑晓芳

签字资产评估师: 
王爱柳

北京中企华资产评估有限责任公司

