

中泰证券股份有限公司

关于

深圳证券交易所《关于对大连壹桥海参股份有限公司的重组问询函》相关问题

之

专项核查意见

独立财务顾问



中泰证券股份有限公司
ZHONGTAI SECURITIES CO.,LTD.

二零一七年九月

深圳证券交易所：

根据贵所 2017 年 9 月 15 日向大连壹桥海参股份有限公司出具的《关于对大连壹桥海参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 14 号，以下简称“《问询函》”）的要求，针对《问询函》中提及的事项，中泰证券股份有限公司作为大连壹桥海参股份有限公司本次重大资产出售的独立财务顾问，针对有关事项进行了核查，出具本核查意见。

（注：除特别说明外，本核查意见中的词语和简称与预案中的词语和简称具有相同含义）

1、根据预案披露，本次交易完成后你公司主营业务发生根本变化，变更为通过控股子公司壕鑫互联（北京）网络科技有限公司（以下简称“壕鑫互联”）从事移动游戏业务，同时你公司实际控制人刘德群股权质押比例较高。请补充披露：

（1）壕鑫互联原实际控制人冯文杰是否持有你公司股份，如有，请说明持股数量及比例。

回复：

截至本核查意见出具之日，壕鑫互联原实际控制人冯文杰先生并未直接或间接持有公司股份。

经查阅公司停牌后最近一次股权登记日的股东名册（公司于 2017 年 5 月 2 日开始停牌，截至最近一次股东股权登记日为 2017 年 7 月 20 日），并不存在冯文杰先生。同时，根据冯文杰先生出具的《关于不存在股权代持行为的声明与承诺》，其本人及其近亲属并不直接或间接持有上市公司的股份，不存在通过委托持股、信托持股或其他协议安排由他人代本人持有上市公司股权或是控制上市公司的情形。

综上，截至本核查意见披露日，壕鑫互联原实际控制人冯文杰先生并未直接或间接持有公司股份。

（2）你公司实际控制人是否存在控制权变更计划。

回复：

壹桥股份实际控制人刘德群先生目前不存在控制权变更的计划。

本次交易是公司为实现主营业务转型，全面向互联网泛娱乐产业发展、进一步提高公司持续经营能力和盈利能力而采取的安排，本次交易不涉及股份发行及转让，并不存在控制权变更的情形。同时，根据公司实际控制人刘德群先生的说明，其目前不存在控制权变更的计划。

(3) 请对照《上市公司重大资产重组管理办法（2016 年修订）》第十三条的规定，补充说明本次方案与前次收购壕鑫互联 55%股权事项是否构成一揽子交易，是否存在规避重组上市的情形。

回复：

经核查，本次交易方案与前次收购壕鑫互联 55%股权事项不构成一揽子交易，不存在规避重组上市的情形。

首先，本次交易前 60 个月内公司控制权未发生过变更，并不存在《上市公司重大资产重组管理办法（2016 年修订）》（以下简称“重组管理办法”）第十三条规定的“上市公司自控制权发生变更之日起 60 个月内”这一适用重组上市的前提条件。

其次，本次交易为重大资产出售，不涉及股份的发行及转让，并不会导致上市公司控制权发生变更，即不存在《重组办法》第十三条规定的“向收购人及其关联人购买资产”的情形。

最后，两次交易方案相互独立，不互为前提。两次交易对象不同：本次交易方案为出售予上市公司控股股东、实际控制人刘德群，并由刘德群指定的标的资产承接公司承接上述资产。前次交易方案是与南昌京鑫优贝网络科技中心（有限合伙）、冯文杰分别持有的壕鑫互联 54.99%股权、0.01%股权进行置换，交易对手为南昌京鑫优贝网络科技中心（有限合伙）及冯文杰；两次交易目的不同：两次交易均是公司根据实际需求做出的安排，但是两次交易方案的目的不同。本次交易方案为重大资产出售，是上市公司为实现主营业务转型，集中资源谋求进一步提升上市公司盈利能力而采取的安排。前次交易为保证公司业务的可持续发展

展，寻找新的盈利增长点，进军移动游戏行业，而进行的资产置换；交易作价独立、公允：本次交易最终将在致同会计师事务所审计和辽宁众华资产评估有限公司评估的基础上，参考最终评估值进行交易，作价公允。前次交易是在致同会计师事务所审计和辽宁众华资产评估有限公司及上海众华资产评估有限公司评估的基础上，参考评估值进行交易。两次交易作价独立、公允。

综上，本次交易与前次交易相互独立进行，分别与不同交易对方签订协议，本次交易并不以前次交易的实施为前提，且本次交易完成与否不影响前次交易的结果。本次交易方案与前次收购壕鑫互联 55%股权不构成一揽子交易，不存在规避重组上市的情形。

请独立财务顾问发表专业意见。

回复：

独立财务顾问核查意见

针对冯文杰是否持有上市公司股份的问题，独立财务顾问查阅了上市公司停牌后最近一次股权登记日（2017 年 7 月 20 日）的股东名册，并不存在冯文杰先生，并取得了冯文杰先生出具的《关于不存在股权代持行为的声明与承诺》。通过对上市公司控股股东及实际控制人刘德群先生进行访谈及查阅相关公告文件，独立财务顾问认为上市公司实际控制人目前并不存在控制权变更计划。通过查阅上市公司公开披露的《资产置换报告书》、相关交易协议及对公司实际控制人刘德群先生的访谈，独立财务顾问认为本次交易与前次交易不构成一揽子交易。

综上，本独立财务顾问认为：壕鑫互联原实际控制人冯文杰并未直接或间接持有上市公司股份，上市公司实际控制人目前不存在控制权变更的计划。本次交易方案与前次收购壕鑫互联 55%股权事项不构成一揽子交易，公司不存在规避重组上市的情形。

2、根据预案，截至披露日，你公司实际控制人刘德群累计质押你公司股票 36,032 股，占其所持公司股份总数的 96.14%，占你公司总股本的 25.22%。请补充披露刘德群被质押的股份是否存在平仓风险以及针对平仓风险拟采取的应对措施。请独立财务顾问发表专业意见。

回复：

一、关于刘德群被质押股份的平仓风险分析及应对措施

截至本核查意见披露日，刘德群先生共持有上市公司股份数量 374,781,750 股，占公司总股本的 26.23%，其中已质押 360,320,000 股，占刘德群先生持有公司股份总数的 96.14%，占壹桥股份总股本的 25.22%，目前尚未解除的股份质押情况如下：

序号	质押股数 (单位：股)	质押 开始日期	质押 到期日	初始交易金 额（万元）	质权人	占公司总 股本的比例
1	103,500,000	2016/11/24	2017/11/24	30,000.00	国金证券股份有限公司	7.24%
2	34,544,850	2016/12/8	2017/12/8	10,000.00	国金证券股份有限公司	2.42%
3	145,245,000	2017/1/18	2018/1/18	40,000.00	国金证券股份有限公司	10.17%
4	55,500,000	2017/2/10	2018/2/12	15,000.00	国金证券股份有限公司	3.88%
5	630,150	2017/6/6	2017/12/8	-	国金证券股份有限公司	0.04%
6	20,900,000	2017/8/15	2018/8/15	4,999.00	兴业证券股份有限公司	1.46%
合计	360,320,000			99,999.00		25.22%

注：质押股数为公司 2016 年年度权益分派实施完毕后数量

2016 年以来公司股票价格走势平稳，市盈率低于同行业上市公司水平。截至本核查意见披露日，刘德群质押式回购股票保持较高的担保比例，不存在平仓风险。

2016 年 1 月至 2017 年 9 月 18 日壹桥股份股票价格走势



数据来源：WIND 资讯

截至 2017 年 9 月 20 日水产养殖行业上市公司市盈率比较

序号	证券代码	证券简称	市盈率 PE(TTM)	总市值（万元）
1	002447.SZ	壹桥股份	26.76	854,349.44
	平均数		122.09	601,282.43
	中位数		61.51	592,062.21
2	002069.SZ	獐子岛	62.07	643,556.54
3	002086.SZ	东方海洋	59.19	753,031.50
4	002173.SZ	创新医疗	60.95	705,856.11
5	002447.SZ	壹桥股份	26.76	854,349.44
6	002696.SZ	百洋股份	69.09	414,554.57
7	300094.SZ	国联水产	34.42	536,934.25
8	600257.SH	大湖股份	553.63	361,409.13
9	600467.SH	好当家	110.61	540,567.89

数据来源：WIND 资讯

后续如果公司股价非理性大幅下跌至平仓线，刘德群先生将采取补充质押物、追加保证金或提前回购所质押股份等措施确保其质押的股份不会被强制平仓。刘德群先生个人信用状况良好，资产配置合理，足以满足贷款利息及本金的偿付需要，在特殊情况下具备追加保证金的能力，因此其未来可能因股份质押产

生的平仓风险在可控范围之内。

壹桥股份将持续关注实际控制人质押上市公司股份的情况，提醒其注意相关股权质押风险，督促其采取必要的措施，避免出现平仓风险，如有异常，壹桥股份将及时公告。

二、独立财务顾问核查意见

经访谈刘德群个人资产配置情况，查阅刘德群与质权人签署的股票质押式回购交易协议书及其个人信用报告，独立财务顾问认为，截至本核查意见披露日，刘德群先生质押式回购股票保持较高的担保比例，不存在平仓风险。刘德群个人信用状况良好，资产配置合理，收入足以支付贷款利息和未来偿还本金，在特殊情况下具备追加保证金的能力，其未来可能因股份质押产生的平仓风险在可控范围之内。

3、根据预案披露，2016 年度你公司移动游戏业务实现收入 13,218.08 万元，占公司收入总额的 16.91%，本次将海珍品资产出售后你公司营业收入、净利润水平短期内可能面临下滑。请补充披露本次重组方案是否有利于提高你公司持续经营能力，是否符合《上市公司重大资产重组管理办法（2016 年修订）》第十一条的规定。请独立财务顾问发表专业意见。

回复：

一、本次重组方案有利于提高公司持续经营能力的分析

经核查，本次重组方案有利于提高公司持续经营能力，符合《上市公司重大资产重组管理办法（2016 年修订）》第十一条的规定，具体分析如下：

（一）消除海珍品业务对公司未来业绩带来的不确定性影响

根据公司海珍品养殖基地所在地瓦房店市海洋渔业局公告，截至 2017 年 3 月，瓦房店市全市圈养海参面积达 15 万亩，浅海底播增养殖海参面积 10 万亩，海参育苗室达到 700 万立方水体，有大小育苗企业 4,000 余家。但是，由于近年来出现的一窝蜂增建、扩建育苗场现象及南方海参养殖产业的兴起，海参供给规模迅速增加，而作为高端滋补品的海参市场 2013 年以来因受宏观政策的影响，

餐饮、礼品等市场消费需求逐渐减少，供需结构的不平衡使海参产业处于低迷状态，成品海参价格下滑到 40-50 元/斤，亏损企业明显增加，目前有近 2/3 育苗室已经被迫停产或半停产。

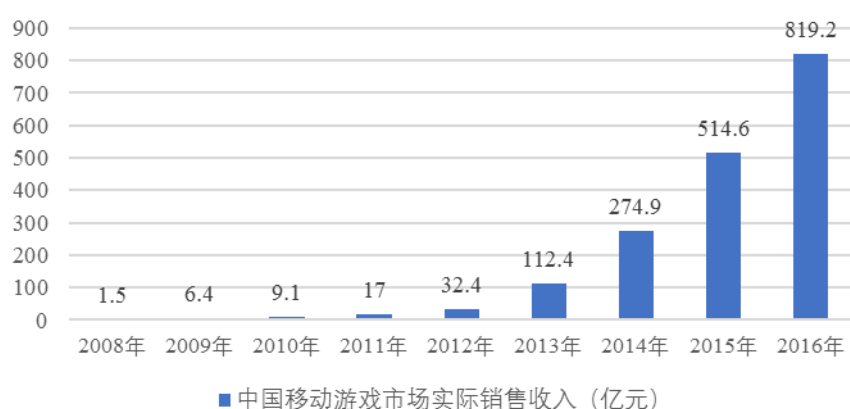
此外，一些对海参危害较大极端气候现象和异常海洋状况近年来有显著增加的趋势，台风、赤潮等对水产养殖业有较大影响的自然灾害时有发生。公司海珍品尤其是海参养殖业务面临水域环境污染、自然灾害、消费疲软等风险因素，未来发展前景具有不确定性。

本次交易后上市公司将退出海珍品行业，降低上市公司业务风险，从而有利于上市公司健康稳定的发展。

（二）从中长期来看移动游戏行业具有较好的发展前景

由于公司未来围绕泛娱乐产业链布局的投资、收购计划的执行及资源整合需要一定时间，因此短期内可能面临因海珍品业务资产出售带来的营业收入及净利润下滑风险。但从中长期来看，移动游戏行业较海珍品行业有更好的发展前景，本次重组方案有利于公司长期发展。

近年来，得益于智能手机和无线上网的普及，用户对移动游戏的需求越来越大，移动游戏市场发展迅速，行业监管体制日益完善，盈利模式趋于成熟。根据《2016 中国游戏产业报告》数据显示，2016 年度中国移动游戏市场整体规模达到 819.20 亿元，同比增长达 59.20%。

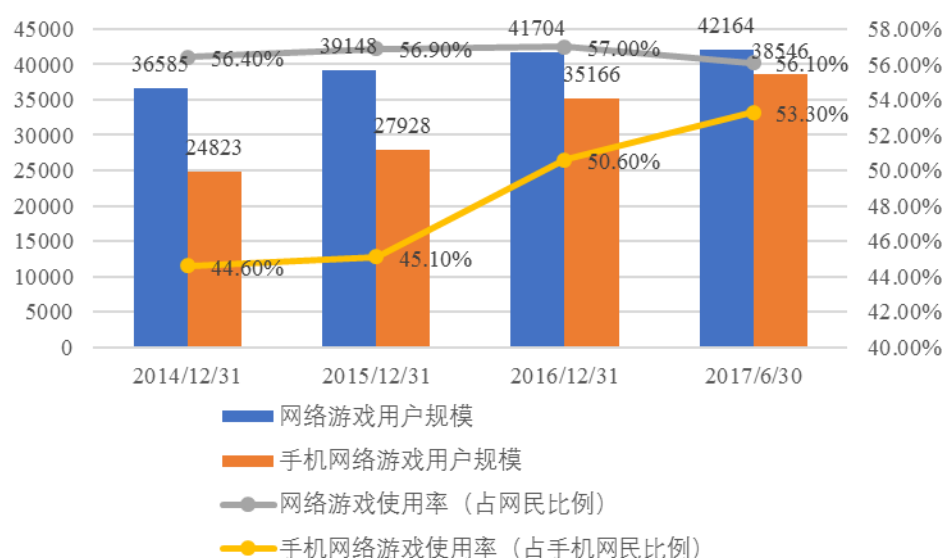


数据来源：中国音数协游戏工委、伽马数据、国际数据公司(IDC)。

目前，移动游戏行业进入存量竞争时期，ARPU 值提升成为市场规模扩大的

核心动力。对于中小游戏公司来说，资金层面很难满足持续加大的重度化、精品化游戏研发投入及用户注意力稀缺导致的游戏推广费用的大幅提升。因此，预计未来移动游戏行业准入门槛及行业集中度将逐渐提高，资本成为决定成败的关键。从 2017 年上半年经营情况来看，A 股游戏行业上市公司凭借资金优势，营业收入并未受到腾讯、网易等移动游戏行业领跑者的挤压，仍然呈现出高增长态势。

尽管手机用户数量增长放缓，但手机网络游戏使用率仍然存在一定提升空间。相比 PC 游戏来说，手机游戏的使用时间碎片化、上手门槛低、游戏玩法多样，使得各年龄段人群都可以找到适合自己的游戏类型，未来 PC 端网游用户向移动端流转的态势依然持续。根据 CNNIC《第 40 次中国互联网络发展状况统计报告》数据，截至 2017 年 6 月，我国网络游戏用户规模达到 4.22 亿，较去年底增长 460 万，占整体网民的 56.1%。手机网络游戏用户规模为 3.85 亿，较去年底增长 3,380 万，占手机网民的 53.3%。预计随着手机端游戏品质的不断提升和玩法的不断拓展，移动游戏用户规模将持续增长。



数据来源：CNNIC《第 40 次中国互联网络发展状况统计报告》

2017 年 4 月，文化部发布的《文化部“十三五”时期文化产业发展规划》明确提出：“到 2020 年，预计游戏业市场规模达到 3,000 亿元左右，培育一批具有较强品牌影响力和国际竞争力的骨干游戏企业，创作生产一批内容健康向上、富有民族特色的游戏精品。推进游戏产业结构升级，推动网络游戏、电子游戏等游

戏门类协调发展，促进移动游戏、电子竞技、游戏直播、虚拟现实游戏等新业态发展”。

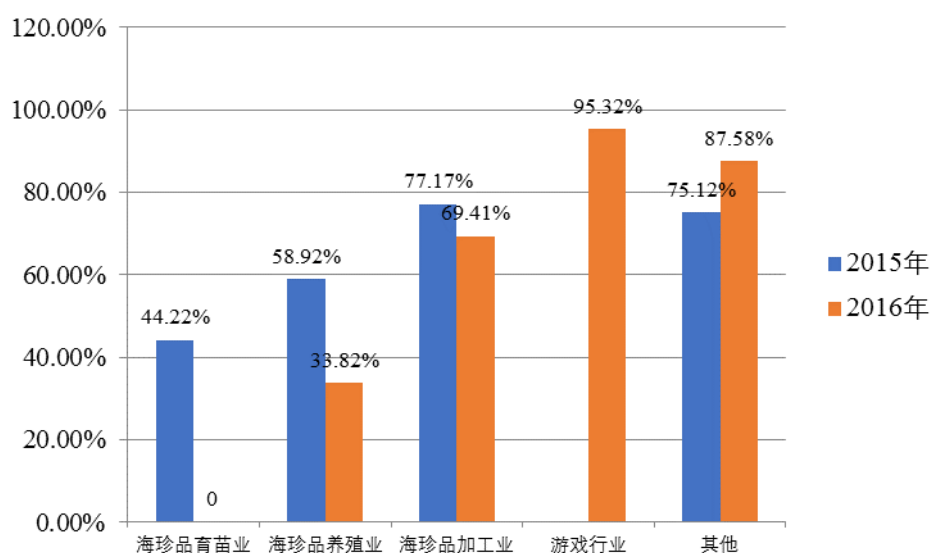
因此，公司进一步聚焦移动游戏业务，把握互联网泛娱乐产业高速发展的机遇，积极拓展多元化的移动游戏市场和互联网泛娱乐生态既符合行业发展趋势也符合国家产业政策的导向。

（三）优化公司业务结构

报告期内，上市公司海珍品业务盈利能力弱于游戏业务，具体情况如下：

项目	2017年1-6月		2016年度		2015年度	
	毛利率	对综合毛利率贡献	毛利率	对综合毛利率贡献	毛利率	对综合毛利率贡献
海珍品育苗业	-	-	-	-	44.22%	1.88%
海珍品养殖业	48.44%	18.18%	33.82%	22.48%	58.92%	37.70%
海珍品加工业	61.56%	3.91%	69.41%	11.27%	77.17%	24.06%
游戏行业	89.07%	49.95%	95.32%	16.12%	-	-
其他	93.06%	0.04%	87.58%	0.33%	75.12%	0.44%
合 计	72.08%	72.08%	50.20%	50.20%	64.08%	64.08%

公司 2015-2016 年各业务毛利率



由上表可以看出，报告期内，上市公司海珍品养殖、加工业务销售毛利率均显著低于上市公司游戏业务，其中海珍品养殖业务毛利率波动性较大，海珍品加工业务毛利率呈下降趋势，上市公司游戏业务盈利能力优于海珍品业务。本次重

大资产出售有利于上市公司业务优化，有利于长期盈利能力的提升。

（四）集中资源形成业务发展合力

为保证公司业务的可持续发展，寻找新的盈利增长点，2016年8月15日，上市公司以拥有的部分资产与壕鑫互联55%股权等值部分进行置换，进军移动游戏行业，形成了“海珍品+移动游戏”双主业模式。从经营情况看，上市公司2016年营业收入、净利润较上一年均获得较大增长。

但是，由于两类业务协同效应不强、经营理念差异较大，给公司内部制度执行、日常管理等方面带来了一定影响。因此，本次交易有利于上市公司明确战略规划，厘清经营理念，降低管理成本。此外，在进军游戏行业的过程中，上市公司将围绕互联网泛娱乐产业陆续进行投资、收购，本次交易可为上述计划的实施提供大量现金支持，并满足公司在移动游戏的研发、运营及市场开拓上的持续投入，有利于上市公司把握移动游戏行业发展机遇。

综上所述，本次重组方案有利于提高公司持续经营能力。

二、独立财务顾问核查意见

通过访谈上市公司实际控制人及高级管理人员，独立财务顾问了解了上市公司未来移动游戏业务的经营发展战略及投资收购计划。通过查阅壹桥股份及其它海珍品及移动游戏行业上市公司财务报告、行业研究报告，独立财务顾问对海珍品业务经营风险及移动游戏业务发展趋势做了详细分析。

通过以上核查，独立财务顾问认为，本次重组方案虽然导致上市公司可能面临营业收入、净利润水平短期内下滑的风险，但能够消除海珍品养殖、加工业务可能因自然灾害、水域污染、消费疲软等风险因素给公司未来业绩带来的不确定性影响，优化公司业务结构，集中资源形成业务发展合力，有利于上市公司中长期发展并提高持续经营能力，符合《上市公司重大资产重组管理办法（2016年修订）》第十一条的规定。

4、根据预案披露，你公司向实际控制人刘德群出售海珍品养殖、加工、销售业务相关资产及部分负债预估值为 157,084.81 万元，增值率 15.71%。请结合海珍品业务特点、行业发展趋势、可比交易估值等指标，详细说明本次评估增值的合理性和对价的公允性，并请独立财务顾问发表专业意见。

回复：

本次重大资产出售作价将以具有证券业务资格的资产评估机构出具的评估结果为基础依据。重组预案中披露了拟出售资产的预估情况，本次考虑到海珍品业务经营风险以及较高的运营资金投入，结合本次交易标的近年来行业平稳趋缓的发展趋势，标的资产预估增值率 15.71%，符合公司所处行业的发展趋势以及自身经营状况，具有合理性。具体分析如下：

一、海珍品业务特点

本次置出的海珍品养殖、加工、销售业务相关资产及部分负债预估值为 157,084.81 万元，且经交易双方协商一致，以最终评估值作为本次重大资产出售交易价格，与公司拟出售海珍品资产的业务特点具有内在相关性，定价公允。

（一）海珍品业务经营风险较高

海珍品业务经营面临水域环境污染、自然灾害、消费疲软等风险因素，未来发展前景具有不确定性。

经过多年的发展和积累，公司已经形成了“育苗-养殖-加工-销售”的海参业务全产业链。全产业链可以保证公司产品的质量，实现各个生产环节的可追溯，是一种生态、安全、可追溯的生产模式；但研发投入和技术人才仍显不足，且短期内研发投入及人才引进未有能突破瓶颈的迹象。同时，相比同行业公司，公司海珍品产品结构单一，海参产业链的经营模式与同行业公司的综合水产经营模式相比，不利于分散经营风险。此外，公司以围堰海参及海参加工品销售为主，其中鲜活产品的销售能力较强，海参加工品销售能力偏弱。

同行业可比公司情况如下：

序号	公司名称	2016 年海参产品销售收入（万元）	2016 年营业收入（万元）	海参产品收入占公司营业收入比重
----	------	--------------------	----------------	-----------------

1	好当家	38,902.40	105,982.71	36.71%
2	东方海洋	21,166.73	70,671.09	29.95%
3	獐子岛	19,646.51	305,210.19	6.44%
4	壹桥股份	60,098.87	78,163.52	76.89%

注：数据来自相关公司 2016 年年报。

（二）公司海参业务属于资金密集型产业

海珍品行业原本具有较高的资金壁垒。其中，海水养殖企业在取得优质海域、对海域进行相关改造及研发等养殖前期需较大规模的资金投入；本次交易完成后，受让方在外购海珍品苗种、培育养殖等业务环节仍然需要大量营运资金，而本次拟出售资产中的存货等业务资产变现尚需一定时间，暂时无法满足生产经营需求，需要受让方筹集大量营运资金、承担较高的融资成本尚可持续经营。

二、海珍品业务的行业发展趋势

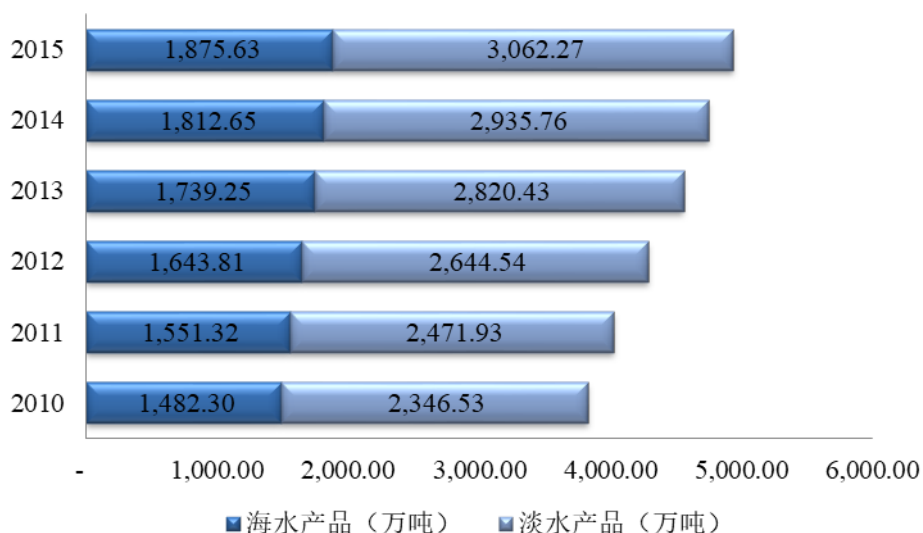
本次置出的海珍品养殖、加工、销售业务相关资产及部分负债预估值为 157,084.81 万元，增值率 15.71%，增值幅度相对较小，与海珍品业务特点及行业发展趋势平缓、市场行情走低具有一致性。

（一）海水养殖行业总体增长趋势平缓。

20 世纪 80 年代以来，我国海水养殖连续近 30 年保持发展态势，目前已成为世界最大的海水养殖生产国。根据《中国海洋发展报告(2016)》显示，2015 年以来，在国内外经济总体下行压力加大的趋势下，我国海洋经济总量增长放缓。

2015 年，我国海水养殖产量达到 1,875.63 万吨，增幅 3.47%，海水养殖产量再创历史新高；海水养殖总产值为 2,937.66 亿元，增幅 4.34%；海水养殖面积为 2,317.76 千公顷，占水产养殖总面积的 27.38%，增幅 0.53%。海水养殖行业总体增长趋势平缓。

2010-2015 年我国养殖产品产量及构成



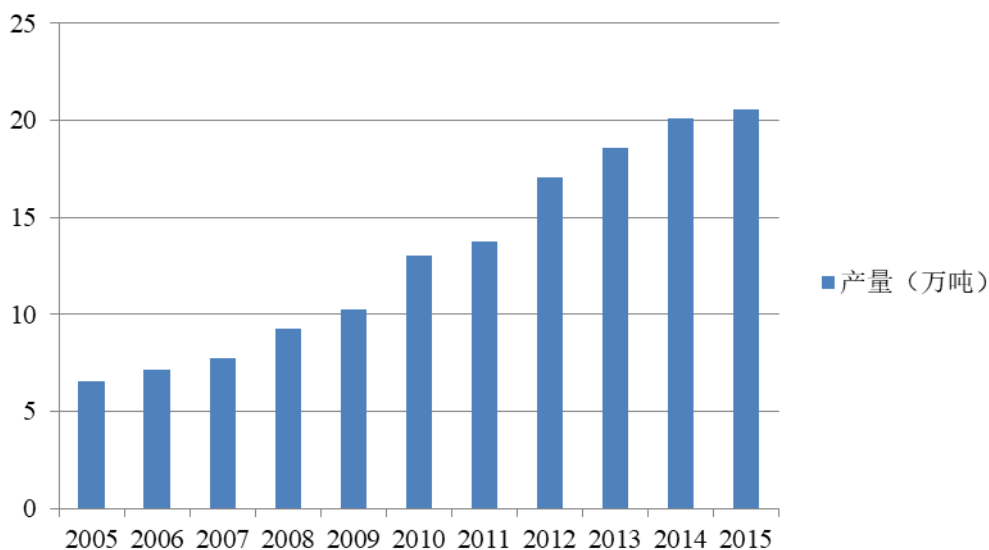
数据来源：《中国渔业统计年鉴》2016。

随着我国人民生活水平的日益提高，海珍品的市场需求有所提高。由于上述海珍品对海域条件和养殖技术要求较高，资金投入较大，产量有限，因而售价相对较高，随着养殖技术的多元化，低价海珍品对高端海珍品形成一定价格冲击。

（二）区域海参养殖竞争激烈，普通品质海参产量上升，整体价格下降

2002 年后随着消费者对海参营养度认知的提高及市场需求的增加，普通品质海参养殖规模得到了一定提升。2005 年至 2015 年，我国海参产量复合增长率为 11.00%；2015 年，我国海参产量为 20.58 万吨，养殖面积为 216.51 千公顷，仅占全国海水养殖产量的 1.10%和面积的 9.34%，未来发展趋势较为平稳。

我国近十年海参产量变动



数据来源：《中国渔业统计年鉴》2016

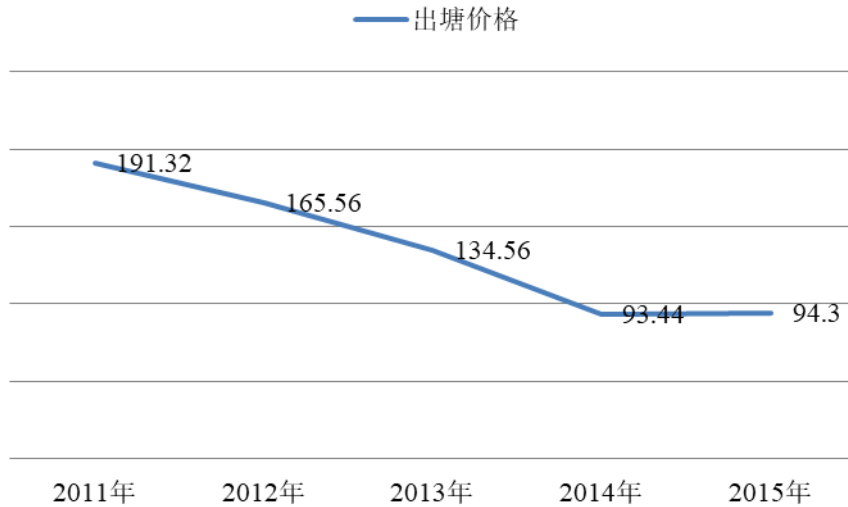
从区域上看，海参产业已成为我国北方沿海尤其是辽宁、山东地区海水养殖的重要产业之一。其中辽宁海参养殖规模近 10 年来稳步增长的同时，也面临当前增长空间缩小、人工等生产成本上升、资源环境约束的挑战。海参产业趋向于短期迎合市场需求，尚未建立长期市场需求信息及时对接机制。

根据瓦房店市海洋渔业局信息，瓦房店市目前圈养海参面积达 15 万亩，浅海底播增养殖海参面积 10 万亩，海参育苗室达到 700 万立方水体，有大小型育苗企业 4,000 余家。但是，由于近年来出现的大量增建、扩建育苗场现象，海参养殖规模不及育苗生产规模增长迅速，致使育苗市场供大于求，海参产业处于低迷状态，成品海参价格下滑到 40-50 元/斤临界线，行业亏损明显增加，目前有近 2/3 育苗室已经被迫停产或半停产。其中原因包括以福建省为主的南方沿海省实行浅海箱笼式投饵养殖，周期短，成本低，吸引本地客商去收购，冲击本地海参价格。加之 2013 年以来，作为高端滋补品的海参市场因受宏观政策的影响，餐饮、礼品等市场需求逐渐减少，供求关系的变化使鲜活海参价格大跌。

2015 年，辽宁省采集点海参平均出塘价格 94.30 元/千克，与 2014 年 93.44 元/千克的平均出塘单价相比基本持平，与 2011-2013 年的平均出塘单价相比，分别下降 50.71%、43.04%和 29.92%，区域市场行情持续走低；同时以威海水产品批发市场海参批发价格为例，售价从 2013 年的 150-200 元/kg 降至 2016 年的 100-150 元/kg。

2011-2015 年辽宁地区海参平均出塘价格

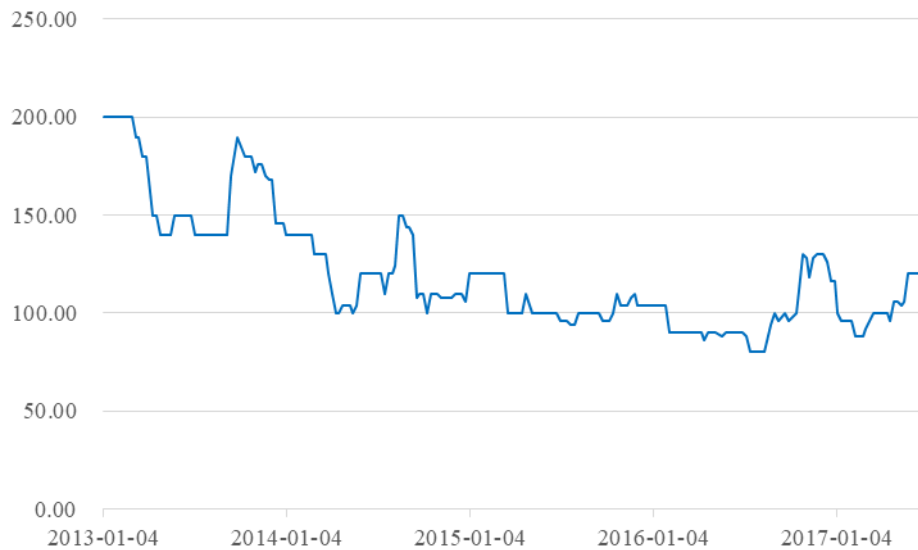
单位：元/千克



数据来源：辽宁省水产技术推广总站数据采集

2013 年至 2017 年 6 月海参批发价格变动趋势

单位：元/公斤



数据来源：WIND 资讯、山东威海水产品批发市场

三、可比交易估值对比分析

经查阅好当家、东方海洋、獐子岛等同行上市公司近两年一期披露的公开信息，未发生海珍品相关资产交易案例，故无交易标的市场可比交易价格，因此无法直接按照同行业上市公司可比交易案例资产价格水平作比较。

由于本次拟置出的海珍品业务采用资产基础法预估值作为交易价格，故选取

了同行业上市公司整体业务的市净率指标进行对比分析，具体情况如下：

项目	市净率
壹桥股份拟置出资产	1.16
好当家	1.65
东方海洋	2.91
獐子岛	6.17

注：壹桥股份拟置出资产市净率=拟转让价/拟置出资产 2017 年 6 月 30 日的账面价值；同行业上市公司市净率=2017 年 6 月 30 日收盘价/每股净资产。

经核查，上述同行业上市公司东方海洋和獐子岛市净率较高，主要是源于：东方海洋业务包含来料加工以及 HIV、HTLV 检测装备（产品）等业务，獐子岛业务包含水产贸易、交通运输等业务，且上述业务占比较高，故其市净率指标较高，与本次拟置出业务可比性不强。好当家海参业务在整体业务中占比较大，与本次置出业务相关性较强，但其市净率系根据二级市场交易价格计算所得，包含较高的股票交易流动性溢价，且其业务中食品加工类业务占比较高，故其市净率略高于壹桥股份的拟置出资产。通过与同行业好当家比较分析可知，本次交易价格合理、公允。

四、预估定价的公允性与预估增值的合理性

评估机构对本次预估的资产范围与本次重大资产出售涉及的资产范围一致。评估机构在预估过程中实施了必要的程序，测算过程中选用的参照数据、资料可靠。本次评估基准日为 2017 年 6 月 30 日的标的资产的资产净额账面价值为 135,757.28 万元，预估价值为 157,084.81 万元，预估增值 21,327.53 万元，增值率为 15.71%。

其中：资产账面价值 154,176.16 万元，预估价值 175,503.69 万元，预估增值为 21,327.53 万元，增值率为 13.83%；负债账面价值 18,418.88 万元，预估价值 18,418.88 万元。具体情况如下：

单位：万元

项 目	账面价值	预估价值	增减值	增值率%
	B	C	D=C-B	E=D/B×100%
1 流动资产	43,990.93	50,614.28	6,623.35	15.06
2 其中：存货	43,990.93	50,614.28	6,623.35	15.06
3 非流动资产	110,185.23	124,889.41	14,704.18	13.34

4	其中：可供出售金融资产	200.00	398.61	198.61	99.31
5	固定资产	104,210.41	104,849.12	638.71	0.61
6	在建工程	1,443.46	1,474.86	31.40	2.17
7	无形资产	4,026.35	17,861.82	13,835.47	343.62
8	长期待摊费用	105.00	105.00	-	-
9	其他非流动资产	200.00	200.00	-	-
10	资产总计	154,176.16	175,503.69	21,327.53	13.83
11	流动负债	18,418.88	18,418.88	-	-
12	非流动负债	-	-	-	-
13	负债合计	18,418.88	18,418.88	-	-
14	资产净额	135,757.28	157,084.81	21,327.53	15.71

公司海珍品业务主要包括海参养殖、加工及销售，而近年来，由于海参苗采购价格、水产养殖技术人员职工薪酬等相关费用逐年升高，导致海参养殖成本上升，且海参亩产略有下降，使得企业预期收益降低；同时自然灾害、苗种繁育及海水养殖病害发生和传播的发生频率也逐年增加，使得海参预期的产量得不到有效的保障。资产基础法是从资产重置的角度进行评估，通过现有生产能力对应的资产能够较好的体现资产的市场价值。因此选取资产基础法评估结果反映评估对象价值，从评估方法上来看，整体评估增值与行业发展情况较为契合，符合商业逻辑。

本次预评估中，资产增值主要系流动资产中存货增值以及非流动资产中无形资产（海域使用权）增值，具体来看：

（一）存货评估过程及增值合理性

本次评估中存货的具体评估方法如下：

（1）材料采购（在途物资）

材料采购主要为海参包装用。调查表明，材料采购为近期购入，账面单价与市场价格吻合，实际操作中以实际数量乘以核实后的单价确定评估值。

（2）原材料

原材料主要为海参养殖提供保暖的锅炉用煤、加工海参所用的调味料等。调查表明原材料周转相对较快，账面单价接近基准日市场价格，实际操作中以实际数量乘以核实后的单价确定评估值。

（3）在库周转材料

在库周转材料主要为海参外包装、海参内包装等用品。调查表明，在库周转材料为近期采购或单价变化不大，账面单价与市场价格吻合，实际操作中以实际数量乘以核实后的单价确定评估值。

（4）产成品(库存商品)

纳入评估范围的产成品均为正常销售产品。主要采用如下方法评估：

评估人员依据调查情况和企业提供的历史数据分析，对于产成品以不含税销售价格减去销售费用、全部税金和一定的产品销售利润后确定评估值。

计算公式：

评估价值=实际数量×不含税售价×(1-产品销售税金及附加费率-销售费用率-营业利润率×所得税率-营业利润率×(1-所得税率)×r)

1)不含税售价：不含税售价是按照评估基准日前后的市场价格确定的；

2)产品销售税金及附加费率主要包括以增值税为税基计算交纳的城市建设税与教育附加；

3)销售费用率是按销售费用与销售收入的比例平均计算；

4)营业利润率=主营业务利润÷营业收入；

5)所得税率按企业现实执行的税率；

6)r 为一定的利润折减率，由于产成品未来的销售存在一定的市场风险，具有一定的不确定性，根据基准日调查情况及基准日后实现销售的情况确定其风险。其中r对于畅销产品为0%，一般销售产品为50%，勉强可销售的产品为100%。

（5）在产品（自制半成品）

在产品为加工产品所需的海参原料，账面价值包含企业投入的人工、材料和制造费用等生产成本，调查表明，相应的人工、材料及制造费用等单位价格变化不大，本次评估以核实后的账面价值确定评估值。

（6）消耗性生物资产

消耗性生物资产为 2015 年、2016 年和 2017 年投入围堰海参圈养殖的海参苗及在育苗室培育的秋季海参苗和虾苗。对于可直接对外销售的海参苗和虾苗视同产品进行评估，评估方法同产成品(库存商品)。对于 2016 年产生的消耗性生物资产按照正常销售的海参苗并扣减相应的成本费用和部分利润后确定评估值。对于 2017 年产生的消耗性生物资产因人工、材料及制造费用等单位价格变化不大，以核实后的账面价值确定评估值。

总体来看，存货预估增值 6,623.35 万元，增值率 15.06%；主要系存货中产成品、消耗性生物资产预估增值，其增值的主要原因是产成品和消耗性生物资产评估时已对产品销售后能够流入企业的增值收益进行了估算确认，产品实际价值高于账面反映的成本价格，评估增值合理公允。

（二）海域使用权评估过程及增值合理性

海域使用权评估过程及公允性说明，详见本核查意见第 8 题。

本次海域使用权预估增值 13,835.47 万元，增值率 343.62%，增值的原因主要系公司海域使用权大部分为一级市场取得价格较低，其中绝大部分海域使用权的取得时间为 2009 年及 2010 年，其账面价值经多年摊销后企业账面每亩成本为 481 元；但由于海参养殖收益率较高，围堰海域二级市场的价格大幅上涨显著高于上市公司经多年摊销后的账面价值，本次评估是在考虑实际海参养殖收益因素后，按海域使用权所产生的收益确定评估值，从侧面反映二级市场交易价格，导致预估结果大幅增值。

五、独立财务顾问意见

独立财务顾问查阅了海珍品行业的相关公开信息，重点关注、分析了未来行业趋势与公司业务特点；查阅了同行业上市公司的公开信息，并就市净率指标的公允性进行了分析；就本次评估增值的合理性与公司管理层进行了访谈。

独立财务顾问认为，本次交易标的预评估增值幅度与海珍品业务特点、行业发展趋势、海珍品业务自身的经营风险具有一致性；与同行业数据相比较，价格合理；预评估方法依据充分、合理，以预评估为基础的交易对价公允，具有合理

性。

5、根据预案披露，你公司通过本次交易将回笼资金用于推动公司向互联网泛娱乐产业全面发展。请补充披露：

（1）本次交易后公司的经营发展战略和业务管理模式，以及业务转型可能面临的风险和应对措施。

回复：

一、公司的经营发展战略和业务管理模式

（一）公司的经营发展战略

为了提高公司主营业务盈利及抗风险能力，上市公司逐步确定了向移动游戏及互联网泛娱乐产业全面转型的战略。

1、围绕子公司壕鑫互联继续打造泛娱乐生态圈

（1）竞技平台金三角战略

壕鑫互联将通过打造“线上游戏—线下赛事竞技—媒体直播”相结合的“竞技平台金三角”模式，带给用户全方位竞技类游戏体验。

线上游戏方面，主要通过对重点游戏内容进行定制研发和独家代理，提供具有特色的差异化游戏吸引用户。游戏内容的筛选将以竞技性为主导，并结合自有流量渠道实现闭环生态。目前，壕鑫互联在北美地区独家代理的体育竞技类手游《街篮》（Dunk Nation 3X3）已经上线；拥有全部著作、发行权的全新“MOBA+FPS”类游戏《无尽守卫》已进入测试阶段，即将上线。

线下赛事竞技方面，壕鑫互联参股公司新华互动（北京）文化发展有限公司与新华社新媒体中心成功举办“新华电子竞技大赛”，包括《英雄联盟》、《DOTA2》、《街篮 3V3》三个比赛项目。新华电子竞技大赛的举办，在起到支持、规范电子竞技赛事市场发展的同时，为壕鑫电竞品牌、游戏推广起到了积极作用。未来公司将继续通过打造游戏主题乐园、电竞会所等方式，完善游戏线下体验。

媒体直播方面，壕鑫互联将结合自身竞技类游戏资源丰富的特点，与在线视频、直播平台、微信公众号等新媒体流量入口合作，实现产品指向性推广。通过比赛和直播，实现与游戏用户的线上线下良性互动，在提高游戏关注度的同时增强游戏用户粘性和留存度。

（2）IP 孵化战略

未来，公司将通过打造自有 IP，以电竞赛事，媒体直播等推广方式为基础，将游戏产品结合动漫、影视及智能玩具周边，扩大产品覆盖面，从而提高游戏产品的生命周期和盈利能力。其中，动漫、影视既是提升游戏影响力的重要手段，也是游戏衍生产品的主营盈利途径。而智能玩具除满足游戏粉丝需求外，还能够通过现实硬件在游戏中的虚拟道具化，影响游戏操作效果、提供数值增益，从而创造新的线上游戏消费需求。

2、通过投资、并购实现业务拓展

未来公司将充分利用上市公司在资本市场的融资优势，进行业务拓展和产业延伸，围绕流量入口、内容、平台渠道、视频媒体，动漫、影视及智能周边制造等方面进行投资布局与战略合作，满足竞技平台金三角及 IP 孵化战略的发展需要。

目前，公司拟使用不超过 30,000 万元的自有资金作为有限合伙人与公司控股子公司中诚逸信和中外建投资产管理（上海）有限公司及南昌高新新产业投资有限公司共同出资设立南昌壹桥高新产业基金合伙企业（有限合伙）（暂定名），投资于互联网泛娱乐及相关上下游产业的优质标的。

（二）公司的业务管理模式

本次交易完成后，上市公司主要通过控股子公司壕鑫互联从事移动游戏业务。上市公司将在业务经营、人员安排、公司治理结构等方面进行必要的调整与整合，建立适应持股型公司的管理模式。

1、治理结构模式

上市公司子公司将以独立法人主体的形式存在。公司将按照证监会、深圳证

券交易所相关内部控制制度、规范运作指引，加强对壕鑫互联及未来可能兼并的标的公司的管理控制，规范其内部运作机制，维护公司和投资者合法权益。

2、财务管理模式

公司将对子公司的战略规划、人力资源配置、财务制度体系、会计核算体系等实行统一管理和监控，提高其财务核算及管理能力和水平；实行预算管理、资金统一调度，完善资金支付、审批程序；委派财务负责人对子公司的日常财务活动、预算执行情况等重大事项进行监督控制；加强内部审计和内部控制，确保符合上市公司要求。

3、经营及投资决策模式

未来公司作为持股型公司将通过对外投资、收购兼并等方式逐步实现自移动游戏至泛娱乐产业链的布局。

上市公司董事会负责制定总体战略规划，确定业绩目标与考核，上市公司管理层负责业务发展战略的制定及实施过程监督，组织考核评价，并对各项业务进行统一的战略规划和资源调配。上市公司子公司的经营及发展规划应服从和服务于上市公司的整体发展战略，在上市公司总的规划框架下，细化和完善自身规划；按照上市公司管理要求进一步完善投资项目的决策程序和管理制度，加强投资项目的管理和风险控制。

4、经营管理团队模式

为确保子公司原有团队的稳定性及竞争优势的持续性，公司保留子公司原有经营管理团队，在业务层面对其授予较大程度的自主权和灵活性，保持其原有的业务团队管理风格不变，并为其业务拓展和利用上市公司资源提供充分支持，分享上市公司品牌声誉。

此外，为充分发挥、保证经营管理团队的稳定性，提高团队活力，上市公司将适时利用股权激励、员工持股计划等有力措施将企业发展与员工利益进行绑定，吸引更多优秀人才的加盟。

二、公司业务转型可能面临的风险和应对措施

（一）新游戏上线运营收入不及预期的风险

游戏产品作为一种文化消费产品，上线后是否受欢迎主要是基于游戏用户对其主观体验和判断，而玩家的判断标准会随着潮流文化、社会环境的改变而变化。如果公司未来上线的游戏不能很好的契合多数玩家当时的主观偏好，亦或新游戏对玩家在故事情节、画面质量、操作体验方面的吸引力未达预期，可能会导致新游戏上线运营情况不及预期，对未来的业绩产生不利影响。

为保证新游戏品质，公司在游戏开发环节，通过定制研发的模式与游戏开发商合作，从而在游戏开发前期提前预判市场情况，根据市场需求变化节奏有针对性地进行产品调整，以确保游戏上线后有良好的市场表现。通过深度参与游戏研发过程与独家代理相结合的模式，公司能够对游戏开发进度、内容和质量进行全面把控。在每款新游戏上线前，公司会对市场情况、玩家偏好进行调研，并投入大量时间对游戏进行反复测试，从而保证公司游戏产品在上线后能拥有良性的生命周期和长期盈利能力。

（二）现有游戏盈利能力下降风险

移动游戏本身具有一定的生命周期，若公司不能及时对现有游戏进行内容更新、版本升级及持续的市场推广，亦或游戏玩家需求发生变化，可能导致目前作为主要收入和利润来源的主力游戏产品进入生命周期的衰退期。此时，如果公司不能及时推出具有影响力的新游戏或后续研发、代理的游戏产品尚未获得良好市场表现，则可能导致公司整体营收状况下降，对公司未来的经营业绩造成不利影响。

为保证优秀游戏储备，2017 年以来公司高度重视产品研发投入。公司运用在游戏发行、运营环节积累的成功经验，通过定制研发模式与游戏开发商深度合作。“研运一体”的竞争优势保证了公司自营游戏的积累及游戏代理权的获取，从而能够保证新游戏的推出节奏。2017 年公司部分游戏上线计划如下：

序号	游戏名称 (暂定)	游戏 类型	预计上 线时间	游戏 来源	预测游戏 生命周期	游戏特色介绍
1	街篮 (Dunk Nation 3X3)	体育 竞技	2017 年 7 月	代理	18 个月或 更长	街头篮球 3V3 竞技 MOBA， 培养球员赢得比赛，游戏内人 物技能均是真实街头篮球的

						还原，带入感极强。
2	无尽守卫(原名火力联盟)	射击游戏	2017年7月	自研	一到两年或更长	一款 MOBA 射击对战游戏，采用超现实欧美动漫风设计、搭载 Unity3D 游戏引擎。
3	地方棋牌	棋牌游戏	2017年6月	代理	12-15 个月或更长	地方系列棋牌游戏，好友间互动玩法。
4	舰神	策略卡牌	2017年9月	代理	15-18 个月	以现代海战为题材的策略 SLG 手游,建模百分百还原现代军舰。
5	欢聚碰碰车	对战休闲	2017年8月	代理	15-18 个月	对战休闲游戏，旨在对抗玩法，采用 3D 像素（体素）风格
6	主公的名义	策略游戏	2017年9月	代理	15-18 个月	通过武将、排兵布阵等培养出自己骁勇的部队，分配胜利后的资源，平衡各大势力的关系，重新演绎历史的国战策略游戏。
7	狼人杀日记	桌游卡牌	2017年9月	代理	一到两年或更长	重社交，多人在线同玩的强策略桌游游戏，以语言描述推动的、较量口才和分析判断能力。
8	战火联盟(原名装甲前线)	策略卡牌	2017年8月	代理	15-18 个月	高拟真还原坦克战真实情景，全 3D 动作。
9	末日战争:辐射(原名行尸走肉)	射击游戏	2017年9月	自研	一到两年或更长	第一视角射击游戏，末日题材，全 3D 引擎。
10	深海大作战	对战休闲	2017年7月	代理	15-18 个月	轻度游戏加入实时 PVP 模式，使玩家在利用碎片化时间进行游戏并体验快感。
11	合金超神	横版射击	2017年11月	代理	15-18 个月	横版射击类动作手游，注重玩法与操作。

（三）游戏行业竞争加剧风险

近年来，游戏行业呈现出爆发式的高速发展态势，吸引了众多企业和资本涌入，各类游戏产品层出不穷。行业内中小游戏企业竞争加剧的同时，还要面对腾讯、网易等手游寡头的垄断。

为应对该等风险，本次交易完成后，壹桥股份将以“竞技平台金三角”战略为核心，围绕竞技类游戏精细化运营，构建差异化产品优势。公司一方面将严格遵守国家各项法律规定，确保国内上线的游戏产品符合监管要求；另一方面，利用

上市公司资本市场融资优势，完善产业链布局，打造壕鑫电竞品牌，加速海外市场拓展。

（四）全面转型移动游戏业务后的管理风险

本次交易完成后，上市公司将由“海珍品+游戏”双主业发展模式，全面转型移动游戏业务。上市公司将在业务经营、人员安排、公司治理结构等方面进行调整，以适应业务转型需要。若上市公司不能及时完成上述转变，建立起与之相适应的组织模式和管理制度，可能对其向移动游戏业务转型的发展战略产生不利影响。

为积极应对业务转型带来的管理风险，弥补上市公司管理层在移动游戏行业经验的不足，公司已聘任壕鑫互联董事长冯文杰先生担任上市公司总经理，未来公司将在本次交易结束后调整管理层结构，聘任更多具有游戏行业丰富从业经验的高级管理人员。

（2）根据你公司管理团队所在专业领域和从业经验等，分析说明管理层对于新业务的胜任能力，以及是否有管理层变更的计划。

回复：

一、管理层对于新业务的胜任能力

（一）上市公司管理团队分布情况

截至本核查意见出具之日，公司现任管理团队包含董事会及高级管理人员共 10 名，其中包含 3 名独立董事、4 名非独立董事和 5 名高级管理人员（冯文杰与宋晓辉同时兼任高级管理人员与非独立董事）。目前，上市公司管理团队中涉及新业务（游戏业务）的核心人员主要是总经理冯文杰先生。

冯文杰，中国国籍，出生于 1977 年，无境外永久居留权，大学本科学历。2000 年联合创立北京数位红软件应用技术有限公司（以下简称“数位红”），开发手机游戏；2005 年联合创立北京三代动力软件技术有限公司（3G V8 International Inc.），在当时开创了手机文学和杂志阅读的新模式；2008 年创立北京千尺无限软件技术有限公司（以下简称“千尺无限”），致力于手机下载和

手机 APP 发行渠道，获新浪和鼎晖资本投资；2013 年创立壕鑫（上海）网络科技有限公司；2014 年 12 月成立壕鑫互联（北京）网络科技有限公司，担任董事长；2016 年 10 月 26 日至今担任大连壹桥海参股份有限公司董事、总经理。

壹桥股份总经理暨壕鑫互联创始人冯文杰先生在互联网行业已深耕多年，拥有丰富的互联网创业经验及独到的运营理念，其参与创立的公司均在各自领域取得成功，如：①北京数位红软件应用技术有限公司：数位红曾是中国最大手机游戏开发商及移动设备游戏公司之一，其作品《地狱镇魂歌》为首款 N-Gage 平台的 A-RPG 游戏，在互联网游戏行业有颇高影响。2004 年，数位红因其良好的口碑及销售业绩并入盛大网络旗下。②北京千尺无限软件技术有限公司：千尺无限专注于手机下载和手机 APP 发行渠道，曾获新浪、鼎晖资本投资，其自主研发的核心产品《千尺下载》曾是市场上运营规模最大的手机高速下载客户端之一，适配多款主流手机平台，在全球近 200 个国家和地区均有销售。

（二）壕鑫互联管理团队分布情况

通过本次交易，公司实现主营业务的转型，全面向互联网泛娱乐产业发展。而公司与互联网泛娱乐产业相关核心管理人员目前主要集中于公司控股子公司壕鑫互联，主要情况如下：

1、冯文杰先生，详细情况参见“一、管理层对于新业务的胜任能力之（一）上市公司管理团队分布情况”。

2、苏玮先生，中国国籍，1977 年 1 月出生，无境外永久居留权，大学本科学历。1995 年于广州市商业银行担任业务主管；2004 年于广州数蓝软件科技有限公司担任总经理；2006 年于魔龙国际担任副总裁；2008 年于北京千尺无限软件技术有限公司担任副总裁；2011 年于北京欢乐千尺软件技术有限公司担任副总裁；2015 年至 2016 年 5 月于壕鑫互联担任总经理；2016 年 5 月至今，任壕鑫互联董事。

3、赵竹一依女士，1983 年 3 月出生，2011-2013 就读于英国华威大学，研究生学历。2005 年进入 Sony&BMG 唱片公司，担任数字市场经纪人；2014 年进入上海路画影业影视传媒有限公司，担任副总裁；2016 年 3 月至今，任壕鑫

互联董事。

4、李皓先生，中国国籍，1979年2月出生，无境外永久居留权，大专学历，从事互联网行业15年，2009年参与创立瓦力网络（小米互娱前身），任职小米互娱技术总监，在小米工作期间主要负责技术研发与产品设计；先后主持参与了小米游戏中心、账号系统、米币系统等主要产品的研发与设计工作。2014年12月至2016年9月，任壕鑫互联技术副总；2016年11月至今，任壕鑫互联技术副总及监事。

5、刘美慧女士，中国国籍，1988年6月出生，无境外永久居留权，大学本科学历。2011年11月至2014年12月，任北京千尺无限软件技术有限公司商务总监；2014年12月至今，任壕鑫互联商务总监。

6、许雯萱女士，中国国籍，1986年8月出生，无境外永久居留权，大学本科学历。2015年5月至2015年8月，任靠谱网络商务副总裁；2015年9月至今，任壕鑫互联运营总监。

7、邹宏伟先生，中国国籍，1987年4月出生，无境外永久居留权，大学本科学历。2014年4月至2015年4月，任北京拇指玩科技有限公司商务经理；2015年4月至今任壕鑫互联运营经理。

8、张楠先生，男，1989年5月出生，2011年9月至15年9月就读于法国尼斯索菲亚·昂蒂波利大学应用数学与社会科学专业，主修金融数学与数据挖掘，拥有丰富的海外生活经历及工作经验。2013至2015年于SARL Tokki Tour从事网络旅游营销工作与大客户合作工作，任职营销负责人。主要负责大客户沟通工作以及法国旅游市场内的异业合作沟通以及旅游产品推广工作，任职期间建立以用户分层为导向的旅游产品推广体系，对海外用户属性及偏好拥有深刻的理解。2015年4月今任壕鑫互联战略营销经理。

壕鑫互联核心管理团队在互联网泛娱乐产业行业已经从业多年，具有多年的游戏运营经验。该团队在借助高效准确的数据统计和产品分析方面具有丰富的经验，能够对市场变化做出迅速准确的判断，形成以数据结论为主要参考标准的科学化的产品运营决策和运营策略，更准确、迅速地把握渠道及玩家偏好，从而最

大的限度的保证游戏产品的质量。壕鑫互联经过多年的经营，已经成功发行数款优质移动网络游戏，用户数量存在着稳步向上的态势，收益随之持续走高。

综上，壹桥股份重点经营移动游戏业务合理可行，目前有以冯文杰为核心的壕鑫互联团队能够确保公司具备胜任从事互联网泛娱乐产业的能力。

二、是否有管理层变更的计划

公司有管理层变更的计划。目前，公司管理层已至换届期，公司将根据战略调整的需要，在新一届董事、监事和高级管理人员换届之际，对公司的高级管理人员中涉及海参业务的人员进行部分调整，增加从事互联网泛娱乐业务有经验的人员，确保公司整体向互联网泛娱乐业转型，深耕经营移动游戏业务。

请独立财务顾问发表专业意见。

回复：

独立财务顾问核查意见

本独立财务顾问通过访谈上市公司总经理冯文杰先生，重点了解了公司未来发展战略及业务管理模式，经查阅 2016 年资产置换时上市公司公告涉及的相关资料及移动游戏行业研究报告，了解了上市公司游戏业务发展状况及行业发展趋势。通过以上核查，独立财务顾问认为公司已就本次交易后公司的经营发展战略和业务管理模式以及业务转型可能面临的风险和应对措施进行了补充披露；公司的经营发展战略和业务发展模式符合公司谋求业务转型、提高主营业务盈利及抗风险能力的目的，公司拟定的措施有助于积极应对业务转型可能面临的风险，有助于保障上市公司未来投资、收购计划的顺利实施。

本独立财务顾问经查阅上市公司高级管理人员及壕鑫互联核心技术人员简历，了解了目前公司涉及新业务方面的管理及核心技术成员情况。经核查，独立财务顾问认为，公司拟在管理层换届之际调整现有海参业务相关人员、增加从事互联网泛娱乐业务有经验人员的规划和安排具有现实可行性，可以保证公司管理团队对新业务的胜任能力，确保公司整体向互联网泛娱乐业转型。

6、根据预案披露，本次交易完成后你公司将有偿许可刘德群使用你公司商标、房屋和设备。请补充披露：

(1) 相关许可费和租金的确定方法及定价的公允性。

回复：

自本次交易的《资产出售协议》生效之日起，壹桥股份与刘德群签署的《附生效条件的商标许可使用协议》和《附生效条件的资产租赁协议》也同时生效。根据协议约定，交易双方完成资产出售后，公司同意并许可刘德群指定的资产承接主体（以下简称“承接主体”）有偿使用公司拥有的与海参养殖、加工、销售业务相关的商标，并向承接主体出租海参育苗室等相关资产。

一、相关许可费的确定方法及定价的公允性

本次壹桥股份对商标许可使用费的测算采用销售收入分成率法，即以商标应用产品销售收入的一定比例作为商标资产收益的方法。具体测算过程如下：

（一）确定商标资产分成率

壹桥股份本次拟许可使用的注册号分别为 9146353、9146409、4947177 商标对外销售的产品为海参加工品。由于近年来海参加工品同类产品竞争相对激烈，瓦房店市目前有大小育苗企业 4,000 余家，厂家较多，壹桥股份的海参加工品与其他品牌的同类产品相比，在价格上并无明显优势，商标美誉度一般；此外，近年来公司的海域养殖面积和采捕面积有所扩大，但公司相关海参加工品的销售收入并没有明显增长，公司主要通过批发或经销商向终端消费者销售，面向终端消费者的销售占比仍较小，上述商标给公司带来的产品附加值及收入的贡献率较低。因此，公司确定以 2014 年至 2016 年海参加工品年均收入的 0.2%作为上述商标资产分成率。

（二）确定商标资产收益

商 标 资 产 收 益 = 2014 至 2016 年 海 参 加 工 品 年 均 收 入 × 分 成 率
= 18,782.57 * 0.2% = 37.57（万元/年）

单位：万元

产品	2014 年收入	2015 年收入	2016 年收入	2014-2016 年均收入
海参加工品	25,600.15	18,061.67	12,685.88	18,782.57

本次商标许可使用费不应低于商标资产收益，即 $18,782.57 \times 0.2\% = 37.57$ （万元/年）。经协议双方协商一致确认：商标许可使用费拟定为 40 万元/年。

（三）定价的公允性

综上，本次商标许可使用费是以当前商标资产产生的现实收益为依据，经交易双方协商一致确定，交易定价公允、合理。并且该《商标许可使用协议》须经公司董事会、股东大会中非关联董事、非关联股东表决通过才能生效，不存在损害上市公司和中小股东利益的情形。

二、相关租赁费的确定方法及定价的公允性

本次资产租赁价格的确定方法是在综合考虑海珍品育苗相关资产成本和费用的基础上，参考第三方等量育苗水体的市场租赁价格，再经交易双方协商，最终确定本次育苗相关资产租赁公允价格为 3,300 万元/年。具体测算情况如下：

（一）海珍品育苗相关资产成本和运营费用测算

保留在上市公司体内育苗相关资产和运营费用未来年度总体成本约在 3,100 万元左右。其中，年度成本包括年度育苗土地摊销费、育苗相关固定资产折旧费、办公费以及相关房产税及印花税。

（二）第三方等量育苗水体的市场租赁价格测算

公司拟出租自有育苗水体为 15 万立方，参考历次公司以前年度租赁第三方水体价格，每立方水体的平均年度租金市场价格为 213.04 元：

水体（万立方）	历史年度租赁价格（万元）
0.8	180
1.5	350
2.3	450
水体年度市场价格（元/立方）	213.40

由上表测算得交易对方租用市场第三方 15 万立方水体年度租金成本约为 3,200 万元/年。

经过对海珍品育苗相关资产成本、运营费用等测算，并参考了第三方等量育苗水体的市场租赁价格，交易双方协商一致确认：本次育苗相关资产租赁公允价格为 3,300 万元/年。

（三）定价的公允性

由上可知，资产租赁的价格是交易双方在遵循平等、自愿、等价、有偿原则的前提下而制定的，不偏离市场独立第三方的价格或收费的标准。该资产租赁的价格较市场询价平均值略高，但整体处于合理水平，符合一般的商业惯例，有利于保护上市公司尤其是中小股东的利益。

（2）许可期限以及你公司为减少关联交易的安排。

回复：

一、商标许可使用期限为自交割日起一年

为了保证未来壹桥股份主业专注于发展移动游戏业务，刘德群先生承诺未来将在合适的时机购买相关资产及商标使用权，刘德群先生将根据自有资金安排灵活及时作出购买相关商标和租赁资产的安排，因此许可期限和租赁期限暂定为自交割日起一年。

交易双方在《附生效条件的商标许可使用协议》中约定商标许可使用期限自本次交易交割日起一年。如刘德群同意在许可期限届满后继续由刘德群指定的资产承接公司（以下简称“承接主体”）使用上述商标，承接主体应提前 2 个月内书面通知公司；公司应在收到上述书面通知后 15 日内书面告之刘德群其是否同意继续许可，否则视同公司同意刘德群及承接主体按本协议的约定继续许可使用上述资产。

交易双方在《附生效条件的资产租赁协议》中约定了本次资产租赁的租赁期限自交割日起一年。如刘德群同意在租赁期限届满后继续由承接主体租赁上述租赁资产，应提前 2 个月内书面通知公司；公司应在收到上述书面通知后 15 日内书面告之刘德群其是否同意继续租赁，否则，视同公司同意刘德群及其承接主体按本协议的约定继续租赁上述资产。

二、公司为减少关联交易的安排

本次交易完成后，由于壹桥股份不再经营海珍品育苗相关业务，为避免同业竞争，同时保证交易对方海参加工品销售业务的连续性，规范关联交易，公司将许可承接主体有偿使用公司拥有的与海参加工品相关的商标，并将育苗室及其配套设备等海珍品育苗业务相关资产出租给承接主体，该等关联交易系本次交易完成后确有必要且不可避免的新增关联交易，公司将根据《大连壹桥海参股份有限公司章程》及《上市公司关联交易管理制度》等有关规定，严格执行关联交易的决策程序，履行关联交易的决策程序时严格执行关联方回避制度，并履行相应的信息披露义务同时在实际工作中充分发挥独立董事的作用，保证关联交易的公允性和交易行为的透明度。

同时，为了减少和规范未来可能与上市公司产生的关联交易，确保上市公司全体股东利益不受损害，公司采取了以下措施：

1、控股股东、实际控制人刘德群承诺未来将择机购买租赁资产和被许可使用的商标

公司控股股东、实际控制人刘德群出具《关于规范关联交易的声明与承诺》，承诺未来将择机购买上市公司海珍品育苗业务相关资产及海参加工品相关商标，尽可能减少与上市公司的关联交易。同时，保证将严格履行承诺内容，如违反上述承诺与上市公司进行关联交易而给上市公司的投资者造成经济损失的，刘德群愿意承担相应的赔偿责任。

2、公司将加强内部控制制度建设，进一步规范关联交易管理

公司将按照《深圳证券交易所股票上市规则》、《公司章程》、《关联交易决策制度》的相关规定，进一步加强公司日常经营中的关联交易管理。公司将继续采取有效措施防止股东及其关联方以各种形式占用或转移公司资金、资产及其他资源和防止关联人干预公司的经营，损害公司利益。

请独立财务顾问发表专业意见。

回复：

独立财务顾问核查意见

对于商标许可使用费的确定方法和定价公允性的核查事项,本独立财务顾问访谈了公司财务总监,了解到本次商标许可使用费的定价依据及商标在海参加工品销售收入中商标分成率的认定依据。

对于固定资产租赁费用的确定方法和定价公允性的核查,独立财务顾问通过对公司育苗相关资产成本和运营费用的测算,并结合公司第三方等量育苗水体的市场租赁价格水平,认为本次固定资产租赁价格能够在覆盖公司育苗资产成本费用的基础上,保证公司部分资产的合理利润。

基于上述核查,本独立财务顾问认为,公司对商标使用费采取的定价方法适当,符合一般商业惯例,定价公允、合理。公司对固定资产租赁采取的参照依据及定价方法适当,符合一般商业惯例,且定价公允、合理。对于公司商标许可使用期限及公司为减少关联交易的安排,本独立财务顾问认为商标许可使用期限符合一般行业惯例,公司减少关联交易的安排合理、具有可行性。

7、根据预案披露,本次交易的现金对价分四期支付,最终于 2019 年 12 月 31 日前支付完毕。请你公司补充披露:

(1) 根据刘德群资产、负债状况,详细分析刘德群是否具有足够的履约能力。

回复:

根据刘德群先生的书面说明,其本次交易款项将主要来源于其自有或自筹资金,资金来源合法合规。其用于本次交易支付对价的资金不存在杠杆融资结构化的设计或为他人代持的安排,不存在通过资产管理计划、信托等方式筹集资金的情形,亦不存在向公司及其关联方筹集资金的情形,资金来源合法。

2001 年刘德群先生出资设立壹桥有限,并于 2010 年至 2016 年期间担任壹桥股份董事长一职。截至 2017 年 5 月 2 日停牌前,刘德群及其一致行动人刘晓庆、赵长松合计持有壹桥股份 316,454,500 股,按停牌前一交易日收盘价 9.00 元/股计算,市值约 284,809.05 万元。2015 年 5 月 15 日起至 2016 年 12 月 9 日,刘德群及其一致行动人刘晓庆、赵长松累计通过深圳证券交易所大宗交易系统减持

上市公司股份规模合计为 202,514.59 万元。刘德群先生通过减持上市公司股份所获资金除偿还股票质押贷款外主要用于个人理财及债务性投资，并取得了良好的投资收益。

截至本核查意见披露日，刘德群尚未解除的股票质押式回购交易取得的初始交易金额约 99,999.00 万元（因缴纳税费和手续费问题，实际到账金额略少于初始交易金额）。根据刘德群先生的书面说明及其个人信用报告，截至本核查意见披露日，除尚未偿还的股票质押贷款本金及利息外，其不存在大额未偿债务。

在多年经营企业的过程中，刘德群先生实现了个人财富积累，其资产配置合理，具备与本次交易相匹配的支付能力。

（2）上述分期支付安排是否符合商业惯例，是否存在控股股东占用上市公司资产的情形。

回复：

本次交易的分期支付安排符合商业惯例，在交易对方按约及时支付对价的情况下，不存在控股股东占用壹桥股份资产的情形。

壹桥股份本次交易的采取分期付款的支付安排主要基于以下考虑：

1、本次交易涉及海域使用权评估值 17,861.82 万元。由于海域使用权变更登记所耗时间较长，在使用权变更登记完成前，受让方无法使用其进行正常的抵押融资，本次置换出的海参业务对营运资金需求较大，故延迟变更登记会对受让方日常经常产生不利影响，在本次交易的受让方直接用现金支付对价的前提下和不影响壹桥股份正常业务的情况下，采用分期的方式兼顾双方利益，符合一般的商业惯例。

2、本次交易取得的资金壹桥股份将用于未来的投资收购计划，不影响公司已有业务的正常经营。同时，由于游戏行业标的资产并购交易谈判难度较大、时间长，本次交易的首期款项 80,000.00 万元已满足公司未来一段时间内投资的资金需求，因此本次交易分期付款的支付安排既不影响已有正常业务，又能够满足公司未来预期内投资收购计划的资金需求，符合公司现阶段业务发展和未来规划的实际状况。

3、本次交易完成后，上市主体应收受让关联方的款项是基于本次交易双方协商一致的合同条款形成的业务往来款，属于正常交易产生的往来款，且不影响上市主体日常经营，不存在占用壹桥股份经营性资产的情形，不违反监管机构对关联方资金往来的监管要求。

综上所述，本次交易的分期支付安排主要是基于壹桥股份与交易对方根据实际情况，为保障交易顺利实施所进行的交易安排，符合一般的商业惯例。如刘德群能够依照《资产出售协议》约定支付交易价款，上述付款安排将不会造成关联方违规占用上市公司资金，不发生占用上市公司资产的情形。

（3）你公司为防止控股股东占用资产所采取的应对措施。

回复：

本次交易前，控股股东不存在占用上市公司资产的情形。本次交易完成后，为防止公司控股股东占用上市公司资产，公司采取了如下应对措施：

一、在《资产出售协议》、《附生效条件的资产租赁协议》以及《附生效条件的商标许可使用协议》中明确约定交易对方若不能按时支付的违约安排

在公司与交易对方刘德群签署的《资产出售协议》、《附生效条件的资产租赁协议》以及《附生效条件的商标许可使用协议》中明确约定了交易对方若不能按时足额支付对价的违约责任与争议解决机制。如果出现了交易对方无法按时支付或其他违约情形，则刘德群需要另行向公司支付相关滞纳金和违约责任金，切实保证了上市公司的利益。

二、公司控股股东、实际控制人刘德群出具承诺

为保证本次交易顺利施行，壹桥股份控股股东、实际控制人刘德群出具了《关于不要求上市公司违规提供担保及不违规占用上市公司资金的承诺》及《关于本次交易对价不能按时、足额给付情况下的承诺》以保证不违规占用上市公司资产，从而保障上市公司利益。承诺具体内容如下：

“本人及本人的关联企业承诺不以借款、代偿债务、代垫款项或者其他方式占用壹桥股份资金，也不要求上市公司为本人及本人的关联企业进行违规担保。

如违反上述承诺给壹桥股份造成损失，本人将向壹桥股份做出赔偿。”

“本次交易对价不能及时、足额给付时，本人将未支付对价的等值部分资产退回上市公司；本人应将其持有的标的资产承接公司的股份质押给上市公司，上市公司有权在条件成就时行使权利。”

请独立财务顾问发表专业意见。

回复：

独立财务顾问核查意见

针对上述问题，本独立财务顾问对刘德群先生进行了访谈，了解了其持有的有价证券、债务性投资情况及其家族所持现金及现金等价物资产等，同时向中国人民银行征信中心申请调取了《刘德群个人信用报告》（2017年7月26日），经核查刘德群先生除尚未偿还的股票质押贷款本金及利息外，其不存在大额未偿债务。

经核查，本独立财务顾问认为，本次交易收购方资金来源合法合规，刘德群先生的个人财富积累具备与本次交易相匹配的履约能力。本次交易的分期付款安排符合商业惯例，在交易对方按约及时支付对价的情况下，上市公司不存在资金、资产被控股股东占用的情形；上市公司针对控股股东占用公司资产而采取的措施切实可行，能保障上市公司及中小股东利益。

8、根据预案披露，你公司拟出售的无形资产中海域使用权的账面价值为4,026万元，评估值为17,861.8万元，增值率343.6%。请结合评估过程、可比交易说明海域使用权评估大幅增值的原因及合理性。请独立财务顾问发表专业意见。

回复：

一、公司海域使用权评估过程

根据评估目的以及评估师收集的有关资料，海域使用权采用收益法进行评估的具体过程如下：

（一）净利润的确定

净利润=海产品收入×净利润率

1、海产品收入

根据企业提供的资料可知，委估海域面积合计 38,791.95 亩，通过与企业养殖人员了解，海参生长周期为 2 年，投苗养殖采用隔年轮播进行，故海域面积分别隔年进行海参捕捞。

根据企业提供的海参捕捞亩产量的数据，并与企业养殖人员及财务人员分析预测 2017 年以后的每年亩产量为 380 斤。本次评估确定每年亩产量为 380 斤。

根据企业提供的海参售卖合同及海参售卖市场了解，评估基准日海参的市场 2017 年 1-6 月平均售价单价约为 58 元/斤。本次评估确定海参的市场售价为 58 元/斤。

海产品收入=海域面积×亩产量×市场售价

2、净利润率

根据企业提供的财务数据 2016 年企业净利润率为 33.15%，分析计算确定 2017 年及以后年度的净利润率为 33.15%。

3、净利润

净利润=海产品收入×净利润率

（二）利润分成率的确定

国内外确定利润分成率的依据主要有“三分说”和“四分说”。“三分说”认为企业所获利润是资金、营业能力、无形资产这三个因素的综合结果，无形资产所获利益应考虑无形资产本身状况和企业状况来决定，一般应占总利益的 1/3 左右。“四分说”认为企业所获利润是由资金、组织、劳动和无形资产这四个因素的综合成果，因而无形资产所获利益应占总利益 25%左右，并根据具体情况进行修正。

联合国工业发展组织在对发展中国家引进无形资产的价格进行分析后，认为无形资产占利润分成率在 16%-27%较为合理。根据我国技术进步贡献率或技术在产出中所占份额的数据，得出技术在产出中所占份额的平均值为 30.34%，该

数据介于三分说与四分说，即 25%-33.33%之间的数值。本次评估认为无形资产占利润分成率的 30%较为合理。

无形资产组合包括海域使用权等多种可辨识的和不可辨识的无形资产组合，本次评估的海域使用权只是部分无形资产，需对该部分海域使用权从整个无形资产组合中分离出来。通过和企业了解，大连壹桥海参股份有限公司的经营收入主要以海水养殖所产生的收益为主，海域使用权对海水养殖所产生的收益发挥至关重要的作用，占主导地位。经与相关管理人员访谈，企业的无形资产主要由下几方面组成，各项占比如下：

序号	项目	占无形资产组合比例
1	商标及商誉	10%
2	养殖技术	10%
3	管理团队	5%
4	海域使用权	75%
	合计	100%

通过对无形资产各构成因素进行对比分析，综合确定海域使用权占无形资产组合的比重为 75%，则：

$$K=30\% \times 75\%=22.5\%$$

式中：K-利润分成率

（三）收益期限的确定

因海域使用权所属围堰设施为有限期使用，本次评估按海域使用权所属围堰设施的剩余使用年限确定收益期限。

（四）折现率的确定

本次评估采用无风险报酬率与风险报酬率累加法确定折现率。

计算公式：

$$\text{折现率} = \text{无风险报酬率} + \text{风险报酬率}$$

1、无风险报酬率

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，所以我们选择当前国债利率作为无风险收益率。

通过 WIND 资讯获悉评估基准日的中、长期国债收益率为 3.57%，本次评估确定无风险报酬率为 3.57%。

2、风险报酬率

风险报酬率包括自然灾害风险、产品技术风险、经营风险、市场风险、财务风险等因素综合确定。

风险报酬率计算如下表：

项目	考虑因素	权重	评分标准	分值	得分(权重 X 分值)	技术风险率
自然灾害风险	不可抗力因素	0.3	发生(100),不发生(0)	60	18	2.35%
	人为因素	0.1	发生(100),不发生(0)	50	5	
	不发生	0.6	发生(0),不发生(100)	40	24	
产品技术风险	产品生命周期	0.3	投入期(100)，成长期(60)，成熟期(20)，衰退期(0)	50	15	2.70%
	持续性	0.4	技术投入稳定性(0)，新技术研发多(40)，新技术研发少(100)	60	24	
	成熟性	0.3	生产技术成熟(0)，生产技术不成熟(100)	50	15	
经营风险	整体经营素质	0.1	整体经营素质高(0),整体经营素质低(100)	60	6	3.8%
	受外界经营环境的影响	0.4	影响程度大(100),影响程度小(0)	80	32	
	对价格、供货的依赖	0.4	依赖性大(100),依赖性小(0)	90	36	
	重大法律诉讼	0.1	有重大法律诉讼(100),无重大法律诉讼(0)	20	2	
市场风险	行业及前景状况	0.3	朝阳行业(100),衰退行业(0)	70	21	3.50%
	竞争情况	0.3	竞争对手多(100),竞争对手少(0)	80	24	
	国家政策导向	0.2	政策导向不好(0),政策导向好(100)	65	13	
	外部扶持力度	0.2	外部环境对企业扶持力度大(100),外部环境对企业扶持力度	60	12	

项目	考虑因素	权重	评分标准	分值	得分(权重 X 分值)	技术风险率
			小(0)			
财务风险	资产负债状况	0.3	资产负债率高(100),资产负债率低(0)	60	18	3.20%
	企业融资能力	0.3	融资能力强(0),融资能力弱(100)	60	18	
	应收款周转率高低	0.2	应收账款的周转率高(100),应收账款的周转率低(0)	60	12	
	企业项目投资情况	0.2	投资资金多回收期长(0),投资资金少回收期长(100)	80	16	
合计						15.55%

通过上表计算确定风险报酬率为 15.55%。

3、折现率

折现率=无风险报酬率+风险报酬率

=3.57%+15.55%

=19.12%

(五) 评估值的确定

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i \times K}{(1+r)^i}$$

式中：

P-评估值

K-利润分成率

Ri-第 i 年的销售利润

r-折现率

i-收益期限序号

n-收益期限

经以上计算确定委估海域使用权评估值为 178,618,177.03 元，海域每亩单价 4,604.52 元，同时分析纳入评估范围内的围堰（与委估海域一致）每亩评估单价为 26,862.80 元，合计 31,467.32 元/亩。目前，暂未查询到市场上有公开的可比成交价格。

二、独立财务顾问意见

对于本次拟出售的无形资产中海域使用权，独立财务顾问核查了取得上述资产的付款凭证、购买协议以及海域使用权证书；现场勘查了海域使用权及附属围堰的使用状况；查阅了海域使用权公开市场交易信息，分析了海域使用权评估作价的合理性及公允性；就海域使用权增值的原因访谈了公司管理人员。

独立财务顾问认为，本次公司拟出售的无形资产中海域使用权预估增值原因主要为围堰海域二级市场的价格大幅上涨，本次预评估是按海域使用权所产生的收益确定评估值，合理反映了围堰海域二级市场交易价格，评估过程合理、评估结果公允。

9、根据预案披露，你公司 2015 年、2016 年海珍品业务归属于母公司所有者的净利润分别为 21,331.2 万元和 17,068 万元，盈利水平较高，而收益法评估作价为 15.58 亿元，增值率 14.76%。请根据行业发展趋势、同行业公司盈利情况等补充披露收益法参数预测的合理性和公允性。请独立财务顾问和评估师发表专业意见。

回复：

一、收益法参数预测的合理性和公允性

受益于海参市场需求的不断增长，年产量逐年增长，养殖海域也从北方黄渤海湾一带逐渐向南方海域延伸。不仅在山东、辽宁等传统养殖区域海参的养殖增加了，在南方福建浙江广西广东等省，海参养殖也逐渐兴起了，尤其是在福建宁德，海参养殖业呈现出爆发式的增长。

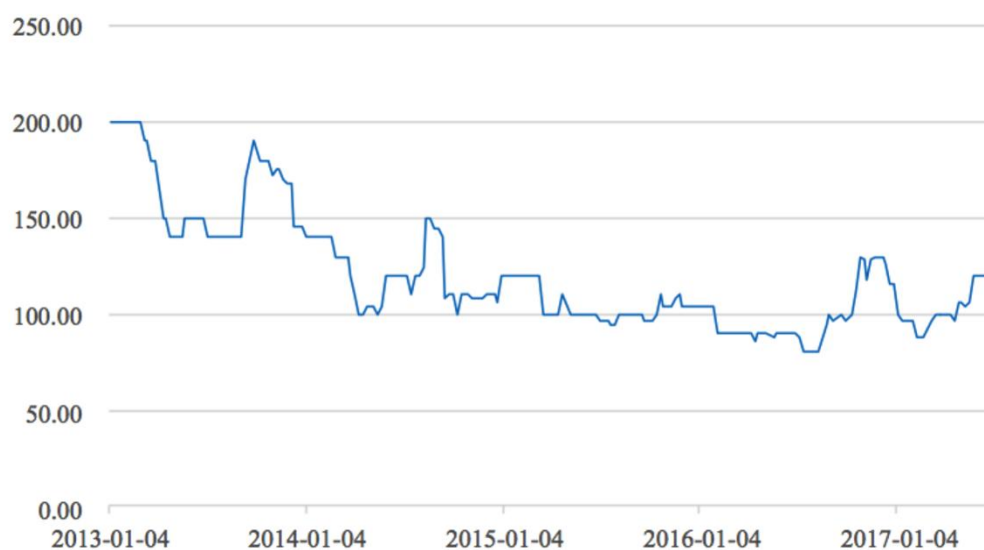
2013 年开始，随着河北、福建、浙江等大量非传统海参产地的海参养殖大

量兴起，而与此同时，国家限制“三公”消费等政策的实施，让本来在高端礼品市场上形成了较强优势的大连海参企业“腹背受敌”，不少大连海参品牌的团购量断崖式下滑。加上最近一两年经济形势的低迷，海参销量和价格有明显的下滑。

以威海水产品批发市场海参批发价格为例，售价从 2013 年的 150-200 元/kg 降至 2016 年的 80-150 元/kg。

2013 年至 2017 年 6 月海参批发价格变动趋势

单位：元/kg



数据来源：WIND 资讯、山东威海水产品批发市场

目前上市公司涉及海参养殖企业主要为好当家、獐子岛、东方海洋、壹桥股份，截止 2016 年 12 月 31 日上述公司涉及海参养殖的相关情况如下：

单位：万元

项目	2015 年			2016 年		
	海参产品收入	海参产品成本	毛利率	海参产品收入	海参产品成本	毛利率
好当家	48,796.83	38,832.82	20.42%	38,902.40	27,367.52	29.65%
东方海洋	26,041.93	12,997.99	50.09%	21,166.73	10,952.42	48.26%
獐子岛	18,676.71	13,771.49	26.26%	19,646.51	11,018.60	43.92%
壹桥股份	52,120.71	18,293.09	64.90%	51,491.91	27,517.19	46.56%

注：上市公司数据来源于相关公司年度报告，壹桥股份数据为拟出售资产营业收入与营业成本。

好当家及东方海洋的海参产品收入均呈现下降，公司拟出售资产 2016 年毛利率为 46.56%，比 2015 年度下降了 18.34%，主要原因为受海参养殖行业整体

行情影响，产品价格下降，买苗成本增加，导致 2016 年度毛利率较 2015 年度下降。

（一）委估资产未来现金流预测

1、现金流预测基础

预估过程财务数据利用了标的资产未经审计的财务数据，并以此为基础对委估资产的未来财务数据预测进行了编制。同时对委估资产的经营进行分析判断，了解经营状况、发展规划和经营计划以及优势、劣势、风险，尤其是所面临的市场环境和未来的发展前景及潜力，经过综合分析编制委估资产未来的财务数据。

2、主营业务收入的预测

（1）主要收入构成

收入构成主要包括：围堰海参收入、海蜇、鱼虾蟹收入、盐渍海参收入、淡干海参收入、加工收入和其他收入。

（2）主营业务收入的预测：

①围堰海参投苗亩数的预测

围堰海参一般生长期为 2 年，投苗后第二年产生效益，评估基准日公司海域共计为 38,791.95 亩。

围堰海参历史年度投苗亩数如下表所示：

年份	投苗亩数
2013 年投 2015 年产	16,115.96
2014 年投 2016 年产	16,460.25
2015 年投 2017 年上半年产	2,713.32

根据公司规模，未来年度围堰海参投苗亩数预测如下：

年份	投苗亩数
2015 年投 2017 年下半年产	19,618.38

年份	投苗亩数
2015 年投 2017 年下半年产	19,618.38
2016 年投 2018 年产	16,460.25
2017 年投 2019 年产	22,331.70
2018 年投 2020 年产	16,460.25
2019 年投 2021 年产	22,331.70

②价格预测

公司 2015 年、2016 年、2017 年 1-6 月海参的销售单价分别为 112.90 元/公斤、108.78 元/公斤、116.23 元/公斤，公司的海参平均价格趋同于全国海参平均价格。本次预测按 2017 年 1-6 月海参销售的平均价格确定 116 元/公斤。

公司 2015 年、2016 年、2017 年 1-6 月海参亩产分别为 213.76 公斤、191.31 公斤、174.99 公斤，由于海参养殖面积加大，养殖海域水深是常规围堰水深 2-3 倍，使海参生长速度放缓亩产逐年下降。受季节性影响，2017 年上半年海参亩产较低，本次按 2016 年的全年的平均亩产 190 公斤预测未来每年海参亩产。

未来年度主营业务收入的预测如下表所示：

单位:元

项目名称	2017 年 7-12 月	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
主营业务收入合计	531,303,719.83	464,463,534.63	593,870,292.63	464,463,534.63	593,868,605.06
其中：总部主营收入- 围堰海参	365,075,982.77	295,470,797.57	424,877,555.57	295,470,797.57	424,875,868.00
年度鲜销量（公斤）	3,147,206.75	2,547,162.05	3,662,737.55	2,547,162.05	3,662,723.00
占比	69%	64%	72%	64%	72%
总部主营收入-海蜇、鱼虾蟹等	44,104,994.53	44,104,994.53	44,104,994.53	44,104,994.53	44,104,994.53
占比	8%	9%	7%	9%	7%
加工厂主营收入 1-盐渍海参	22,175,242.53	22,175,242.53	22,175,242.53	22,175,242.53	22,175,242.53
年度对外销售量（公斤）	16,901.86	16,901.86	16,901.86	16,901.86	16,901.86
占比	4%	5%	4%	5%	4%
加工厂主营收入 2-淡干海参	93,912,500.00	93,912,500.00	93,912,500.00	93,912,500.00	93,912,500.00
年度对外销售量（公斤）	13,750.00	13,750.00	13,750.00	13,750.00	13,750.00
占比	18%	20%	16%	20%	16%
加工厂主营收入 3-其他	3,875,000.00	4,300,000.00	4,300,000.00	4,300,000.00	4,300,000.00

项目名称	2017 年 7-12 月	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
加工厂主营收入 4-精加工	2,160,000.00	4,500,000.00	4,500,000.00	4,500,000.00	4,500,000.00

3、主营业务成本的预测

主营业务成本由工资薪酬、折旧、直接材料、制造费用等构成。历史年度的主营业务成本情况如下表所示：

单位:元

项目名称	2015 年	2016 年	2017 年上半年
主营业务收入	521,207,107.43	514,919,068.07	64,787,775.00
毛利率	65%	47%	50%
主营成本合计	182,930,890.57	275,171,875.32	32,175,473.98

通过对企业历史数据的分析,预测其未来年度主营业务成本中各个品种的成本占总成本的比重维持在稳定状态。

受海参价格、养殖产量下降、高端产品市场饱和等因素影响,未来收入预测按每年投苗亩数及近半年海参市场平均销售价格确定,企业海参产品销售收入及毛利率如下:

单位: 元

项目名称	2017 年下半年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
主营业务收入	531,303,719.83	464,463,534.63	593,870,292.63	464,463,534.63	593,868,605.06
主营业务成本	306,916,231.43	248,657,029.32	339,241,759.91	248,657,029.31	339,240,578.61
毛利率	42%	46%	43%	46%	43%

注 1: 毛利率=(营业收入-营业成本)/营业收入

注 2: 测算中收入、成本发生波动的原因系企业每年投苗数量及捕捞的亩数不同所致。

同行业上市公司最近一年毛利率情况如下:

单位: 万元

项目	2016 年		
	海参产品收入	海参产品成本	毛利率
好当家	38,902.40	27,367.52	29.65%
东方海洋	21,166.73	10,952.42	48.26%
獐子岛	19,646.51	11,018.60	43.92%
壹桥股份	51,491.91	27,517.19	46.56%
平均毛利	-	-	42.10%

注：好当家海参产品业务毛利率较低，主要是由于其海参加工业务占比较高所致。

企业未来年度预测毛利率与 2016 年同行业平均毛利率近似，营业成本预测合理、公允。

4、主营业务税金及附加的预测

大连壹桥海参股份有限公司为养殖企业，为增值税一般纳税人。其中：销售自产农产品应税种类为增值税，税率为 0%；销售精加工产品应税种类为增值税，税率为 17%。

应缴纳的主营业务税金及附加包括城市建设维护税和教育费附加。城市建设维护税率为 7%，教育费附加征收率为 3%，地方教育费附加征收率为 2%。三项税费的计征依据为应缴增值税。

根据未来的应税收入及企业执行的税率，未来年度主营业务税金及附加测算如下表所示：

单位：元

项目名称	2017 年下半年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
应缴增值税	428,840.60	428,840.60	428,840.60	428,840.60	428,851.35
城建税	21,441.56	21,441.55	21,441.55	21,441.55	21,442.09
教育费附加	12,865.14	12,864.73	12,864.73	12,864.73	12,865.05
地方教育费附加	8,576.42	8,576.81	8,576.81	8,576.81	8,577.03
房产税	42,162.00	84,325.00	84,325.00	84,325.00	84,325.00
车船使用税	10,000.00	40,000.00	40,000.00	40,000.00	40,000.00
印花税	471,132.88	492,610.91	492,610.91	492,610.91	492,609.84
主营税金及附加合计	566,178.00	659,819.00	659,819.00	659,819.00	659,819.00

企业主营税金及附加主要是由销售精加工产品产生，主营税金及附加预测符合税法规定。

5、销售费用的预测

历史年度销售费用如下表所示：

单位：元

项目名称	2015 年	2016 年	2017 年上半年
主营业务收入	521,207,107.43	514,919,068.07	64,787,775.00
销售费用/主营业务收入	2.67%	1.03%	2.44%

项目名称	2015 年	2016 年	2017 年上半年
销售费用合计	13,926,253.72	5,309,183.54	1,581,252.62

销售费用主要核算与经营相关的费用支出，分为固定费用和变动费用。由上表可以看出，销售费用占收入的比例在 1%-3%之间。其中占销售费用比例较大的为销售人员职工薪酬及广告宣传费。固定费用历史平稳，未来年度按实际发生情况预计；变动费用按预测期收入的增长及企业历史年度的情况，考虑各费用与收入的比例关系进行适当的调整后预测得出未来年度的销售费用。

综上，根据上述各项的预测，未来年度的销售费用预测下表所示：

单位：元

项目名称	2017 年下半年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
主营业务收入	531,303,719.83	464,463,534.63	593,870,292.63	464,463,534.63	593,868,605.06
销售费用/主营业务收入	1.22%	1.73%	1.41%	1.80%	1.41%
销售费用合计	6,472,840.00	8,052,482.00	8,367,712.00	8,367,712.00	8,367,712.00

企业预测的销售费用率与最近两年平均销售费用率 1.86%接近，销售费用预测合理。

6、管理费用的预测

历史年度管理费用如下表所示：

单位：元

项目名称	2015 年	2016 年	2017 年上半年
主营业务收入	521,207,107.43	514,919,068.07	64,787,775.00
管理费用/主营业务收入	9.73%	5.34%	16.43%
管理费用合计	50,691,776.00	27,493,225.60	10,643,394.13

企业管理费用主要核算与经营管理相关的费用支出，分为固定费用和变动费用，其中固定部分为固定资产折旧和无形资产摊销，可变部分主要为职工薪酬、办公费、差旅费、改良试验费、公告费、广告宣传费、业务招待费和其它等。未来年度管理费用占收入的比例将在历史年度的基础上呈现逐渐上升并保持稳定的状态，各费用明细是根据企业的历史情况进行了适当的调整得出预测结果。

综上，根据上述各项的预测，未来年度的管理费用预测如下表所示：

单位：元

项目名称	2017 年下半年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
主营业务收入	531,303,719.83	464,463,534.63	593,870,292.63	464,463,534.63	593,868,605.06
管理费用/主营业务收入	5.25%	7.89%	7.12%	8.82%	7.12%
管理费用合计	27,881,307.00	36,636,180.00	42,301,776.00	40,947,123.00	42,301,776.00

企业预测的管理费用率与最近两年平均管理费用率 7.55%接近，管理费用预测合理。

7、财务费用的预测

财务费用主要是核算金融机构手续费、利息支出、其他等，因本次出售资产不涉及借款，后续企业自有资金可满足经营支出故不考虑利息支出，其他项目数额较小本次评估不考虑此项。

8、营业外收支的预测

该科目主要核算处置固定资产净损失，本次评估不考虑此项。

9、所得税的预测

根据《中华人民共和国企业所得税法实施条例》第八十六条第二款规定，自 2008 年 1 月 1 日起，企业从事海水养殖、内陆养殖减半征收企业所得税，即按法定税率 25%的 50%即 12.5%的税率缴纳企业所得税。

根据《中华人民共和国企业所得税法实施条例》第八十六条第一款-7 规定，灌溉、农产品初加工、兽医、农技推广、农机作业和维修等农、林、牧、渔服务业项目免征企业所得税。

对销售精加工产品按 25%的税率缴纳企业所得税。

所得税具体预测如下：

单位：元

项目名称	2017 年 7-12 月	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
加工厂所得税	308,062.82	603,483.71	608,939.81	634,044.76	660,563.95
总部所得税	14,974,720.44	12,933,062.18	16,962,501.15	11,930,712.70	16,246,079.90
所得税合计	15,282,783.26	13,536,545.88	17,571,440.96	12,564,757.46	16,906,643.85

对于委估资产所得税的计算，我们不考虑应纳税所得额与利润总额的差异调整。

企业所得税费用预测符合税法相关规定，预测值合理。

10、未来净利润的预测

根据上述预测，计算出委估资产 2017 年 7-12 月至 2021 年的净利润如下表：

单位：元

项目名称	2017 年 7 月-12 月	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
一、营业收入	531,303,719.83	464,463,534.63	593,870,292.63	464,463,534.63	593,868,605.06
其中：主营业务收入	531,303,719.83	464,463,534.63	593,870,292.63	464,463,534.63	593,868,605.06
减：营业成本	306,916,231.43	248,657,029.32	339,241,759.91	248,657,029.31	339,240,578.61
其中：主营业务成本	306,916,231.43	248,657,029.32	339,241,759.91	248,657,029.31	339,240,578.61
营业税金及附加	566,178.00	659,819.00	659,819.00	659,819.00	659,819.00
销售费用	6,472,840.00	8,052,482.00	8,367,712.00	8,367,712.00	8,367,712.00
管理费用	27,881,307.00	36,636,180.00	42,301,776.00	40,947,123.00	42,301,776.00
二、营业利润	189,467,163.39	170,458,024.31	203,299,225.72	165,831,851.32	203,298,719.45
加：营业外收入	-	-	-	-	-
减：营业外支出	-	-	-	-	-
三、利润总额	189,467,163.39	170,458,024.31	203,299,225.72	165,831,851.32	203,298,719.45
减：所得税	15,282,783.26	13,536,545.88	17,571,440.96	12,564,757.46	16,906,643.85
四、净利润	174,184,380.13	156,921,478.43	185,727,784.75	153,267,093.86	186,392,075.60

企业 2015 年至 2017 年 6 月净利润率情况如下：

单位：元

项目名称	2015 年	2016 年	2017 年上半年
营业收入	521,207,107.43	514,919,068.07	64,787,775.00
净利润	213,312,242.34	170,680,515.68	16,676,311.01
净利率	41%	33%	26%

注：净利率=净利润/营业收入

企业未来年度净利润率预测分别为：

单位：元

项目名称	2017 年下半年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
------	-----------	--------	--------	--------	--------

营业收入	531,303,719.83	464,463,534.63	593,870,292.63	464,463,534.63	593,868,605.06
净利润	174,184,380.13	156,921,478.43	185,727,784.75	153,267,093.86	186,392,075.60
净利率	33%	34%	31%	33%	31%

注：测算中净利润发生波动的原因系企业每年投苗数量及捕捞的亩数不同所致。

受海参价格及产量的下降影响，公司 2016 年净利润较 2015 年有较大下滑，预测期内的公司净利率在 31%-34%之间，与 2016 年净利率接近。

（二）折现率的确定

折现率，又称期望投资回报率，是基于收益法确定评估价值的重要参数。委估资产评估的折现率，应当能够反映经营现金流量所面临的风险，包括行业风险、经营风险和财务风险。

1、权益资本回报率

在这里，我们使用资本资产定价模型（CAPM）来估算委估资产权益资本的期望回报率。

公式表述：

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

式中：

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 ：企业特有风险调整系数

R_s ：公司个别风险

2、确定无风险收益率

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。所以我们选择基准日债券交易市场正在交易的长期国债到期收益率作为无风险收益率。经 Wind 资讯查询，取证券交易所上市交易中长期国债（截止评估基准日剩余期限为超过 10 年）到期收益率平均值确定无风险报酬率，无风险报酬

率为 3.5683%。

3、确定市场风险溢价

市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家风险补偿额

式中：成熟股票市场的基本补偿额取 1928-2015 年美国股票与国债的算术平均收益差 6.24%；国家风险补偿额取 0.86%。

则：MRP=6.24%+0.86%

=7.10%

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，根据我公司研发公布的数据，本次评估市场风险溢价取 7.10%。

4、确定大连壹桥海参股份有限公司的 Beta 系数

使用可比公司的 Beta 系数来估算目标大连壹桥海参股份有限公司的 β 值。在国内证券市场上，选择一组养殖行业的上市公司，以上市公司的 Beta 系数为基础，考虑其资本结构，调整得出各公司无杠杆 β 值；以这组公司的无杠杆 Beta 值的加权平均值作为目标大连壹桥海参股份有限公司的无杠杆 Beta 值，为 1.0178。具体计算见下表：

无财务杠杆权益系统风险系数测算表

证券代码	证券简称	BETA 值(最近 100 周)	带息债务/股权价值 (%)	2016 年末所得税率	无财务杠杆 BETA
002696.SZ	百洋股份	0.9682	16.6208	15.0000	0.8483
600467.SH	好当家	1.6064	41.2818	25.0000	1.2266
002069.SZ	獐子岛	1.3809	48.3757	15.0000	0.9785
平均数		1.3185	35.4261	-	1.0178

数据来源：WIND 资讯

首先根据公布的类似上市公司 Beta 计算出无财务杠杆的平均 Beta。然后参照类似上市公司的平均资本结构结合企业实际情况确定。上市企业的目标资本结构(D/E)平均为 0.3542，由此计算出企业的 Beta。

$$\begin{aligned}\beta_l &= \beta_{ui} \times [1 + (1-t)D/E] \\ &= 1.0178 \times [1 + (1-12.63\%) \times 35.42\%] \\ &= 1.3328\end{aligned}$$

产权持有单位 β 系数取 1.3328。

5、企业特定风险系数 R_c

采用资本定价模型一般被认为是估算一个投资组合 (Portfolio) 的组合收益, 一般认为对于单个公司的投资风险要高于一个投资组合的风险。因此, 在考虑一个单个公司或股票的投资收益时应该考虑该公司的特有风险所产生的超额收益。公司的特有风险目前国际上比较多的是考虑公司的规模对投资风险大小的影响, 公司资产规模小、投资风险就会相对增加, 反之, 公司资产规模大, 投资风险就会相对减小, 企业资产规模与投资风险这种关系已被投资者广泛接受。

在国际上有许多知名的研究机构发表过有关文章详细阐述了公司资产规模与投资回报率之间的关系。如美国的 IbbotsonAssociate 在其 SBBI 每年度研究报告中就有类似的论述。美国研究公司规模超额收益的另一个著名研究是 Grabowski-King 研究, 参考 Grabowski-King 研究的思路, 对沪、深两市的 1,000 多家上市公司 1999~2006 年的数据进行了分析研究, 可以采用线性回归分析的方式得出超额收益率与净资产之间的回归方程如下:

$$R_c = 3.139\% - 0.2485\% \times NA$$

其中: NA——公司净资产账面值 (单位: 亿) ($NA \leq 10$ 亿, 大于 10 亿时取 10 亿), 如以壹桥海参公告的 2016 年 4 月 30 日财务报表净资产账面值计算其 R_c 为 0.65%。

6、公司个别风险 R_s

公司个别风险是指发生于个别公司的特有事件造成的风险, 这类风险只涉及个别企业和个别投资项目, 不对所有企业或投资项目产生普遍的影响, 该风险系数取值一般在 1%~3% 之间。此次评估中, 根据目前企业所处的养殖行业的状况, 其经营风险主要来自于自然灾害风险、苗种繁育及海水养殖病害发生和传播的风

险（风险取值 1）；经销商渠道的风险、新产品开发和市场认知度的风险也会导致经营风险（风险取值 0.25），本次公司个别风险取 1.25%。

7、计算目标大连壹桥海参股份有限公司的权益成本

通过以上计算，权益资本成本 $K_e = F_f + \beta \times R_{Pm} + R_c + R_s$

则 $K_e = 14.94\%$ 。

（三）评估价值的计算过程及评估结论

1、经营现金流量折现值

对收益期内各年预测权益自由现金净流量按年终流出考虑进行折现，从而得出委估资产未来的权益自由现金流量折现值。

计算结果详见下表所示：

单位：元

项目名称	2017 年 7 月 -12 月	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	稳定期
权益现金流	206,096,940.24	244,570,174.71	236,106,102.76	241,623,724.60	229,178,328.06	237,789,648.50
折现率	14.94%	14.93%	14.93%	14.93%	14.93%	14.93%
年限	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	
折现系数	0.9328	0.8116	0.7061	0.6144	0.5346	3.5799
现值	192,240,086.52	198,492,274.09	166,721,567.42	148,461,176.11	122,511,892.08	851,257,431.91
委估资产权益现金流现值合计	1,679,684,428.11					

2、非经营性资产价值的确定

非经营性资产一般指的是未参与企业经营的资产和负债。

该企业评估基准日纳入评估范围内的资产中非经营性资产和负债如下表所示：

单位：元

科目	业务内容	非经营资产评估值	非经营负债评估值
应付股利	应付股利		42,415,590.00
其他应付款	股东往来款		100,000,000.00

科目	业务内容	非经营资产评估 值	非经营负债评估 值
其他非流动资产	房瓦店市谢屯镇人民政府的海域承包意向金	1,000,000.00	
其他非流动资产	沙山小学收购款定金	1,000,000.00	
可供出售金融资产		3,986,100.00	
在建工程		14,748,600.00	
小计		20,734,700.00	142,415,590.00
非经营性资产价值			-121,680,890.00

3、纳入评估范围的资产价值的确定

纳入评估范围的委估资产价值

=权益自由现金流量折现值+纳入评估范围的非经营性资产价值

=1,679,684,428.11 -121,680,890.00

= 1,558,003,500.00 元(取整)

4、评估结论

根据上述计算，用收益法预评估的委估资产价值为 155,800.35 万元人民币。

（四）可比交易估值对比分析

经查阅好当家、东方海洋、獐子岛等同行业上市公司近两年一期披露的公开信息，未发生海珍品相关资产交易案例，因此无法直接按照同行业上市公司可比交易案例资产价格水平作比较。

经查阅渔业上市公司相关的交易案例，选取了交易标的的市盈率指标进行对比分析，具体情况如下：

项目	标的主营业务	市盈率
中水渔业收购新阳洲 55%股权	海产品加工	10.91
佳沃科技购买国新股份 100%股权	深海产品贸易、加工	5.20
壹桥股份	海珍品养殖、加工	9.13
均值	-	8.41

由于上述可比企业与公司具体业务存在一定差异，故市盈率也存在差异，但整体较接近。

由上，本次评估师收益法评估中关键参数（收入、成本等）的选择过程合理、依据充分，盈利指标总体呈下降趋势与公司现有客户、所处行业地位、行业发展趋势、行业竞争及经营情况等因素相匹配，收益法评估结果合理。

二、独立财务顾问意见

对于收益法参数预测的合理性和公允性，独立财务顾问查阅了海珍品行业的相关公开信息，重点关注、分析了未来行业趋势与本次收益法评估核心业务指标的合理性；查阅了同行业上市公司的公开信息，与同行业对比分析了本次收益法评估主要财务指标的合理性、公允性；就本次收益法评估的主要核心数据，与最近两年的历史数据进行了比较，分析了预测数据的合理性；查阅同行业的相似交易案例，并就收益法下市盈率指标的公允性进行了分析；就本次收益法预测的预计产量、收入构成等主要事项与公司管理层进行了访谈。

本独立财务顾问认为公司本次采用收益法评估中关键参数（收入、成本等）的选择过程合理、依据充分，盈利指标总体呈下降趋势与公司现有客户、所处行业地位、行业发展趋势、行业竞争及经营情况等因素相匹配，收益法评估结果合理。

（以下无正文）

（本页无正文，为《中泰证券股份有限公司关于深圳证券交易所〈关于对大连壹桥海参股份有限公司的重组问询函〉相关问题之专项核查意见》之盖章页）

项目主办人：_____

曾丽萍

宁文昕

中泰证券股份有限公司

2017年9月20日