

亚洲（北京）资产评估有限公司  
对《深圳大通实业股份有限公司拟收购股权涉及的  
冉十科技（北京）有限公司股东全部权益价值评估项目》、  
《深圳大通实业股份有限公司拟收购股权涉及的  
浙江视科文化传播有限公司股东全部权益价值评估项目》  
审核意见的回复

亚洲（北京）资产评估有限公司



**亚洲（北京）资产评估有限公司**  
**对《深圳大通实业股份有限公司拟收购股权涉及的冉十科技（北京）有限公司股东全部权益价值评估项目》、《深圳大通实业股份有限公司拟收购股权涉及的浙江视科文化传播有限公司股东全部权益价值评估项目》**  
**审核意见的回复**

1.请申请人结合冉十科技业务模式、可比上市公司及可比交易情况，说明并补充披露相关业务占比以及毛利率的合理性。请独立财务顾问、会计师、评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、报告期内冉十科技毛利率合理性的说明

报告期内，冉十科技主营业务主要包括移动互联网广告业务和无线整合营销业务。报告期内业务构成情况如下：

项目	2015年1-4月		2014年度		2013年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
移动互联网广告	7,662.97	98.16%	7,453.76	96.98%	1,307.31	96.28%
无线整合营销	143.7	1.84%	212.26	2.76%	-	-
合计	<b>7,806.67</b>	<b>100%</b>	<b>7,666.02</b>	<b>99.74%</b>	<b>1,307.31</b>	<b>96.28%</b>

（一）移动互联网广告业务

1、移动互联网广告业务模式

移动互联网广告，主要针对使用移动设备（智能手机）的用户，在其利用移动设备访问移动互联网网站和移动应用时显示的广告。按广告形式区分，移动互联网广告可以分为展示类广告和搜索类广告，展示类广告如横幅、插屏、全屏等，搜索类广告如在手机百度、淘宝无线客户端搜索之后呈现的广告。冉十科技当前主要提供展示类广告服务，例如报告期内在WIFI万能钥匙、手机乐视网、手机

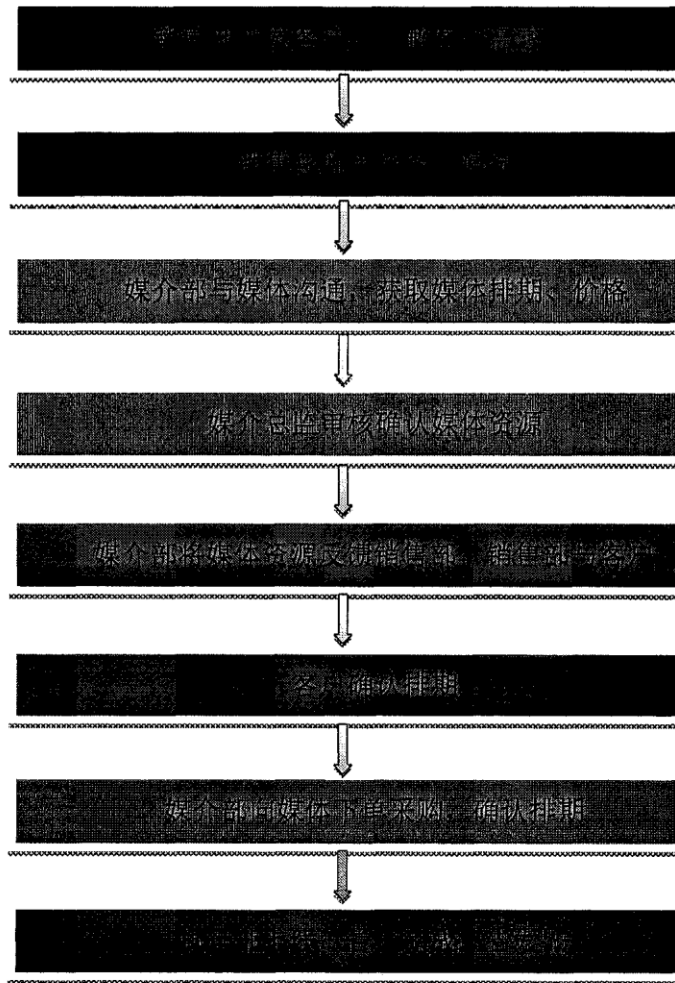
新浪网、手机赶集网、手机网易网、手机凤凰网、嘀嗒拼车、手机有缘网、手机58同城网等平台为广告主进行广告宣传。

根据媒体资源采购方式的不同，冉十科技移动互联网广告业务可分为包版包断式和非包版包断式两种业务模式：

包版包断式业务模式：



非包版包断式媒体业务模式：



包版包断式和非包版包断式业务特点如下：

项目	包版包断式	非包版包断式
采购特点	采购频率低，单次采购金额大，折扣力度大	采购频率高，单次采购金额小，折扣力度小
媒体特点	主要为知名 WAP 网站媒体资源，例如手机新浪网、手机凤凰网、手机网易网，以及少量知名 APP 资源，例如 WIFI 万能钥匙	非包版包断式模式下，媒体资源主要采购中小型 WAP 网站和 APP 媒体资源
销售特点	根据已采购媒体资源开发客户，平衡销售价格和销售率	根据客户需求采购媒体，平衡采购成本和客户要求
客户特点	无明显差异，存在将两种方式采购的媒体资源销售给同一客户的情形	



排期权	取得已购媒体资源排期优先权	媒体根据出价情况、订单顺序安排排期
计价方式	CPD 为主	CPD、CPC、CPM
资金占用	预付款金额较高，资金占用多，资金实力要求高	预付款金额较低，资金占用少，资金实力要求低
经营风险	销售风险高，如合作期间媒体价值提高，则能实现较高的采销率和采销价差率；如合作期间媒体价值下降，则可能导致销售情况不佳甚至亏损	销售风险低，基本可实现100%的采销率

注：采销率=媒体资源销售数量/媒体资源采购数量\*100%；采销价差率=(媒体资源销售单价-媒体资源采购单价)/媒体资源采购单价

报告期内，除手机乐视网（按 CPM 计价）外，冉十科技向其他前五大供应商采购媒体资源，如手机新浪网、手机网易网、手机凤凰网、手机赶集网、手机 58同城网、嘀嗒拼车、WIFI 万能钥匙等，均采用包版包断方式。冉十科技根据媒体的用户特征、流量情况、广告投放效果、价格等因素选择包版包断的媒体、具体的广告位、包断的时长，并与媒体签订合作协议，取得媒体资源的优先排期权。由于冉十科技向单一媒体、单次采购金额大，因此媒体给予的折扣力度大。

报告期内，由于智能手机的普及，品牌客户的互联网广告投放快速从 PC 向移动端转移，移动互联网广告行业出现爆发性的增长，冉十科技的合作媒体，如手机新浪网、手机网易网、WIFI 万能钥匙等，用户流量快速增加，客户对广告投放效果认可度明显提高。冉十科技通过包版包断的方式锁定了媒体采购价格，从而分享了媒体因流量增长而获得的销售溢价。报告期内，冉十科技包版包断式采购的媒体实现了95%以上的采销率，同时也取得了较高了采销价差率。

## 2、报告期移动互联网广告业务毛利率情况

报告期内，冉十科技移动互联网广告业务毛利率情况如下：

	2015年1-4月	2014年	2013年
收入	7,662.97	7,453.76	1,307.31
毛利率	36.73%	31.74%	7.20%

冉十科技在成立之初，由于规模较小，与供应商和客户的谈判议价能力较弱；随着公司采购规模扩大，在向手机新浪网、手机网易网等大流量门户采购媒体资

源，议价能力提高，有效降低了采购成本。报告期间，冉十科技采购成本占主营业务成本的比例超过 90%，媒体采购成本的下降导致公司毛利率的提高。另外，冉十科技主要采用了包版包断的业务模式，分享了媒体价值增长而获得的销售溢价。

### 3、移动互联网广告同行业可比上市公司和可比交易情况

#### (1) 可比上市公司

2012 年移动互联网广告市场进入快速增长期，上市公司逐步通过并购、新设、对外投资的方式进军移动互联网广告行业。在此之前，以移动互联网广告为主营业务的 A 股上市公司数量较少。

以 wind 广告行业成份公司为备选样本，本次选取了 3 家主营业务与冉十科技移动互联网广告业务相近的上市公司作为比较分析对象，包括腾信股份（300392.SZ）、蓝色光标（300058.SZ）、明家科技（300242.SZ）。

为增加可比公司样本数量，保障毛利率数据比较的客观性，以并购移动互联网广告公司且实施完成的上市公司为备选样本，本次选取了 3 家新增业务与冉十科技移动互联网广告业务相近的上市公司作为比较分析对象，包括久其软件（002279.SZ）、广博股份（002103.SZ）、利欧股份（002131.SZ）。

上述 6 家上市公司可比业务的毛利率情况如下：

公司名称	上市公司可比业务说明	可比业务毛利率		
		2015 年 1-6 月	2014 年	2013 年
腾信股份 (300392.SZ)	腾信股份的互联网广告服务业务，主要包括策略制定、媒介采购、广告投放、网站建设及创意策划、广告效果监测及优化等服务。2015 年 1-6 月份，腾信股份互联网广告服务业务实现收入 5.53 亿元，占当期营业收入的 90.91%。	16.50%	17.75%	15.82%
蓝色光标 (300058.SZ)	蓝色光标近年来从事的数字营销业务，尤其是移动端业务（包括移动端广告投放等各类移动营销服务）的收入快速增长，2015 年 1-6 月份蓝色光标数字营销业务实现收入 18.18 亿元，占当期营业收入的比例为	--	27.22%	27.74%

	52.64%。			
明家科技 (300242.SZ)	明家科技通过收购金源互动转型进入移动互联网广告行业，2015年1-6月份明家科技移动互联网广告业务实现营业收入3.26亿元，占上市公司当期营业收入的比例为86.95%。	15.30%	--	--
久其软件 (002279.SZ)	久其软件2014年开始布局移动互联网广告业务，并收购了亿起联科技公司，2015年1-6月份久其软件移动互联网广告业务方面新增营业收入6,137.00万元，占上市公司当期营业收入的比例为38.77%。	58.11%	--	--
广博股份 (002103.SZ)	广博股份通过收购灵云传媒进入移动互联网广告业务，目前互联网广告业务方面主要来源于导航广告业务，2015年1-6月份导航广告业务营业收入为8,774.02万元，占上市公司当期营业收入的比例为15.78%。	25.36%	--	--
利欧股份 (002131.SZ)	利欧股份数字营销服务包括媒介代理服务和数字营销服务，其中媒介代理服务指网络媒体广告资源的代理投放。2015年1-6月份利欧股份在媒介代理服务业务方面实现营业收入7.77亿元，占上市公司当期营业收入的比例为39.67%。	15.64%	16.39%	--
算术平均值		26.18%	20.45%	21.78%
深大通	冉十科技	36.73%	31.74%	7.20%

注：1、利欧股份（002131.SZ）在移动互联网广告领域包括媒介代理服务和数字营销服务，本表格中的毛利率值为媒介代理服务的毛利率水平；2、冉十科技2015年度的毛利率值为其2015年1-4月份之数据。

从可比上市公司情况统计来看，可比上市公司相关业务2013年度、2014年度、2015年度1-6月份的平均毛利率水平为21.78%、20.45%、26.18%。2013年、2014年、2015年1-4月份，冉十科技的毛利率水平为7.20%、31.74%、36.73%。冉十科技2013年尚处于业务初期，媒体资源和客户尚处于开拓期，收入规模较小，毛利率水平较低。通过近年来的媒体资源、客户资源的积累以及业务模式的优化，2014年、2015年，冉十科技业务规模迅速扩大，公司的毛利率水平大幅提升。

可比上市公司中，久其软件（002279.SZ）移动互联网广告业务的毛利率高于冉十科技，蓝色光标（300058.SZ）数字营销业务的毛利率与冉十科技接近，除此之外，冉十科技的毛利率均高于上述可比上市公司。上述上市公司虽然都从

事移动互联网营销，但是其广告推广的媒体、渠道、广告推广形式、结算方式都有较大差异，因此各上市公司的毛利率水平也存在差异。现将上述上市公司毛利率与冉十科技存在差异的原因说明如下：

### ① 腾信股份

腾信股份主营业务为互联网广告营销和互联网公关服务，但是其互联网广告营销主要集中在 PC 端，移动端互联网广告营销的占比较低。根据腾信股份2014年度年报披露数据，腾信股份营业收入中移动营销占比约20%左右。经过多年的发展，PC 端互联网广告行业较移动互联网广告行业竞争更为充分。PC 端互联网广告市场规模增长速度也远低于移动互联网广告市场，艾瑞咨询数据显示，2014年，中国移动广告市场规模同比增长122.1%，较中国网络广告市场规模增速高82.1个百分点。因此，PC 端互联网广告业务与移动互联网广告业务的毛利率存在一定差异。腾信股份未分别披露 PC 端互联网广告和移动端互联网广告业务的收入和毛利率情况，其互联网广告业务的综合毛利率低于冉十科技。

### ② 蓝色光标

蓝色光标作为国内大型公关公司，近年来积极在大数据和移动互联网广告领域布局，蓝色光标在移动互联网广告业务方面打造了移动 DSP 平台、BlueMP 平台（蓝色光标自主研发的移动端 HTML5快速建站平台化工具产品），移动数字营销业务收入增长迅速。蓝色光标未分别披露 PC 端数字营销和移动端数字营销业务的收入和毛利率情况，其2013年、2014年的数字营销业务综合毛利率维持在27%以上，与冉十科技毛利率水平较为接近。

### ③ 明家科技

明家科技2015年1-6月份的移动互联网广告业务收入来源于2014年收购的金源互动，包含移动互联网媒体广告业务和搜索引擎广告业务。根据明家科技相关重组报告书，金源互动2014年1-5月由于新增了搜索引擎广告业务导致综合毛利率大幅下降，搜索引擎广告业务属于“大客户”对“大媒体”的特征，收入增长较快，占主营收入的比例较高，利润主要来自于供应商百度、360 搜索等的返点收入，2014年1-5月搜索引擎广告业务的毛利率仅为5.53%。由于搜索引擎广告业

务毛利率较低，拉低了明家科技移动互联网广告业务毛利率。

#### ④ 久其软件

久其软件2015年1-6月份的移动互联网广告业务收入来源于所收购的亿起联科技。亿起联科技目前的主营业务为移动互联网广告服务业务，主要为客户在移动互联网领域提供精准、高效的整合营销推广服务，提供的移动广告主要有积分墙类和展示类两大类型，久其软件2015年1-6月份移动互联网广告业务的毛利率为58.11%。

#### ⑤ 广博股份

广博股份2015年1-6月份的移动互联网广告业务收入来源于所收购的灵云传媒。根据广博股份相关重组报告书披露，灵云传媒的主营业务分为三部分：导航网站广告业务，主要包括导航网站广告投放与推广、数据挖掘、策略制定、效果监测及投放优化等整体式服务；女性时尚网站品牌广告业务；特价导购业务。上述业务主要集中在PC端，灵云传媒亦在积极布局移动互联网广告业务，目前移动互联网广告业务收入占比较低。广博股份未分别披露PC端互联网导航广告和移动端互联网导航广告业务的收入和毛利率情况，其互联网导航广告综合毛利率与冉十科技存在差异。

#### ⑥ 利欧股份

利欧股份2015年1-6月份的移动互联网广告业务收入来源于所收购的上海漫酷广告有限公司。上海漫酷主要以其全资子公司Media V为平台开展业务，目前Media V的业务以互联网广告、网络形象设计、网络公关、媒介关系、网络活动推广等数字营销业务为主。其中，互联网广告业务在业务构成中占比较大，覆盖PC互联网、移动互联网、智能电视三个领域，其广告投放渠道和媒体形式与冉十科技存在差异，毛利率水平的差异也具有合理性。

综上所述，由于可比上市公司互联网广告业务的媒体形式、渠道、广告推广形式存在差异，毛利率水平也各有不同，例如移动互联网广告业务毛利率水平会明显高于搜索引擎广告代理业务，PC端互联网广告业务的毛利率和移动端互联网广告业务的毛利率会存在差异。目前，冉十科技主要从事移动端互联网广告业

务，未从事搜索引擎广告代理业务；而且，冉十科技专注于移动端的互联网广告业务，未从事 PC 端的互联网广告业务。报告期，冉十科技与可比上市公司毛利率存在差异是合理的。

## (2) 可比交易情况

2012年以来，随着移动互联网广告业务的蓬勃发展，一些上市公司开始通过并购的方式，收购优质移动互联网广告公司。本次选取了与冉十科技所从事移动互联网广告业务相近的9个标的公司毛利率数据，对冉十科技所处移动互联网广告行业利润水平进行比较分析，其毛利率情况如下：

公司名称	可比交易情况说明	收购标的公司业务毛利率		
		2015年 1-6月	2014年	2013年
蓝色光标 (300058.SZ)	2015年11月，蓝色光标拟收购多盟，多盟主要从事移动互联网广告推广服务业务，包括代理业务和非代理业务两类。	14.18%	17.60%	19.47%
	2015年11月，蓝色光标拟收购亿动，亿动移动互联网营销业务包括将品牌广告主的品牌信息投放到国内的移动应用程序上，以及将手机应用广告主的信息投放到海外的移动推广渠道上，如Google、Facebook等。	10.91%	19.40%	16.11%
明家科技 (300242.SZ)	2014年9月，明家科技收购金源互动，金源互动主营业务包括移动互联网媒体广告业务和搜索引擎广告业务。	--	14.72%	25.83%
万润科技 (002654.SZ)	2015年11月，万润科技拟收购鼎盛意轩，鼎盛意轩主要从事搜索引擎广告业务。	17.95%	28.01%	22.47%
	2015年11月，万润科技拟收购亿万无线，亿万无线主要从事移动互联网广告业务。	38.31%	30.87%	31.28%
广博股份 (002103.SZ)	2014年12月，广博股份收购灵云传媒，灵云传媒主营业务包括导航网站广告业务、女性时尚网站品牌广告业务和特价导购业务。	--	16.96%	30.14%
利欧股份	2014年7月，利欧股份收购上海	--	43.14%	45.56%

(002131.SZ)	氩氦, 上海氩氦主要业务为数字营销服务和数字媒介代理服务。			
吴通控股 (300292.SZ)	2015年1月, 吴通控股收购互众广告, 互众广告依托于 AdIn SSP 平台、AdIn Performance 平台和 AdIn AdExchange 平台, 通过整合大量的合作媒介资源, 专注于互联网广告精准投放业务。	--	45.00%	23.56%
智度投资 (000676.SZ)	2015年10月, 智度投资拟收购猎鹰网络, 猎鹰网络主营为移动互联网广告业务, 致力于成为搭建互联网流量级平台。	59.08%	49.81%	--
算术平均值		38.45%	29.50%	26.12%
深大通	收购冉十科技	36.73%	31.74%	7.20%

注: 1、根据蓝色光标(300058.SZ)重组报告书披露内容, 多盟、亿动 2015 年毛利率为 2015 年 1-7 月份之毛利率; 为保障所选业务毛利率的可比性, 亿动的毛利率值所选取为标的公司境内品牌广告业务毛利率; 2、根据明家科技(300242.SZ)收购金源互动报告书所披露内容, 金源互动 2014 年的毛利率值为其 2014 年 1-5 月的毛利率值; 3、根据万润科技(002654.SZ)收购鼎盛意轩、亿万无线所披露报告书(预案), 相关财务数据尚未经审计; 4、根据广博股份(002103.SZ)收购灵云传媒报告书所披露内容, 灵云传媒 2014 年毛利率值为其 2014 年 1-9 月份的毛利率值; 5、根据利欧股份(002131.SZ)收购上海氩氦报告书所披露内容, 上海氩氦 2014 年的毛利率值为其 2014 年 1-4 月的毛利率值; 6、冉十科技 2015 年度的毛利率值为其 2015 年 1-4 月份之数据。

从可比交易统计情况来看, 上述7家上市公司在移动互联网广告领域开展的9笔并购交易中标的公司2013年度、2014年度、2015年1-6月份的平均毛利率水平为26.12%、29.50%、38.45%。2013年、2014年、2015年1-4月份, 冉十科技的毛利率水平为7.20%、31.74%、36.73%。冉十科技2013年尚处于业务初期, 媒体资源和客户尚处于开拓期, 收入规模较小, 毛利率水平较低。通过近年来的媒体资源、客户资源的积累以及业务模式的优化, 2014年、2015年, 冉十科技业务规模迅速扩大, 公司的毛利率水平大幅提升。在可比交易中, 可比标的公司2014年、2015年的毛利率水平与冉十科技毛利率水平接近。

#### ①蓝色光标收购多盟、亿动

根据蓝色光标收购多盟、亿动重组报告书, 多盟主要从事移动互联网广告推广服务业务, 为客户在移动互联网领域提供精准、高效的整合营销推广服务。多盟移动互联网广告业务包括代理类业务和非代理类业务。其中, 代理类业务主要为腾讯广点通业务, 该代理类业务毛利率较低, 2013年度、2014年度、2015年1-7

月份代理广告业务毛利率为4.97%、5.40%、4.91%。非代理类业务主要为通过多盟自有 ADN 平台实现广告投放和通过多盟自有的 DSP 平台实现广告投放的移动互联网广告业务，非代理类业务毛利率维持在20%的水平。多盟非代理类业务主要媒体资源为 APP 媒体资源，冉十科技报告期内媒体资源多位 WAP 资源，二者毛利率水平存在差异。

亿动主要从事移动端的品牌类广告的境内推广和手机应用的海外推广（下称。亿动具体业务包括通过亿动的 Premiummad 平台对优质媒体的广告位进行直接购买和通过亿动的 Smartmad 平台对长尾媒体的广告位进行程序化购买。亿动主要媒体资源为 APP 媒体资源，冉十科技报告期内媒体资源多为 WAP 资源，二者毛利率水平存在差异。

## ②明家科技收购金源互动

有关明家科技收购金源互动交易中金源互动的毛利率水平分析已在“一、报告期内冉十科技毛利率合理性的说明/（一）移动互联网广告业务/3、移动互联网广告同行业可比上市公司和可比交易情况/（1）可比上市公司情况”中予以说明。

## ③万润科技收购鼎盛意轩、亿万无线

根据万润科技收购鼎盛意轩、亿万无线重组报告书，标的公司鼎盛意轩自2011年成立以来，一直专注于为中国家居装饰行业提供互联网搜索引擎广告服务，目前已发展为中国本土知名的家居装饰行业互联网广告代理服务公司之一。鼎盛意轩主要媒体形式为搜索引擎广告服务，主要客户为家居装饰行业公司。鼎盛意轩2013年度、2014年度、2015年1-6月份毛利率为22.47%、28.01%、17.95%。由于搜索引擎广告业务毛利率低于移动互联网广告业务，鼎盛意轩的毛利率水平也同样低于冉十科技。

根据重组报告书披露，标的公司亿万无线主营业务为移动互联网广告，主要针对使用智能终端（智能手机和平板电脑等）进行上网的用户，通过移动互联网应用商店、App 客户端、网站等进行广告推广和营销。亿万无线的业务模式与冉十科技较为接近，其2013年度、2014年度、2015年1-6月份毛利率为31.28%、30.87%、38.31%，与冉十科技毛利率水平接近。



#### ④广博股份收购灵云传媒

有关广博股份收购灵云传媒交易中灵云传媒的毛利率水平分析已在“一、报告期内冉十科技毛利率合理性的说明/（一）移动互联网广告业务/3、移动互联网广告同行业可比上市公司和可比交易情况/（1）可比上市公司情况”中予以说明。

#### ⑤利欧股份收购上海氩氦

根据利欧股份收购上海氩氦重组报告书，标的公司上海氩氦主营业务为媒介代理业务和数字营销服务业务。其中，媒介代理业务主要为互联网广告代理投放；数字营销服务业务主要为为客户提供营销创意内容服务，包括创意策略服务、创意内容制作服务和社会化营销服务。上海氩氦2013年度、2014年度毛利率为45.56%、43.14%。

#### ⑥吴通控股收购互众广告

根据吴通控股收购互众广告重组报告书，标的公司互众广告主营业务为互联网广告业务，互众广告依托于 AdIn SSP 平台、AdIn Performance 平台和 AdIn AdExchange 平台，通过整合大量的合作媒介资源，专注于互联网广告精准投放业务。互众广告2013年度、2014年度毛利率为23.56%、45.00%。

#### ⑦智度投资收购猎鹰网络

根据智度投资收购猎鹰网络重组报告书，标的公司猎鹰网络的主营业务为移动互联网广告服务业务，致力于搭建互联网流量整合分发平台，为客户在移动互联网领域提供精准、高效的整合营销推广服务。目前，猎鹰网络提供的移动互联网广告主要有积分墙类和展示类两大类型。猎鹰网络2014年度、2015年1-6月份毛利率为49.81%、59.08%。

从上述可比交易中标的公司的毛利率水平来看，由于移动互联网广告推广形式、合作媒体资源、客户资源等方面的差异，各标的公司的毛利率与冉十科技存在一定差异，但总体平均毛利率水平与冉十科技的毛利率水平接近。综上所述，冉十科技移动互联网广告业务毛利率具有合理性。

## （二）无线整合营销业务

### 1、无线整合营销业务模式

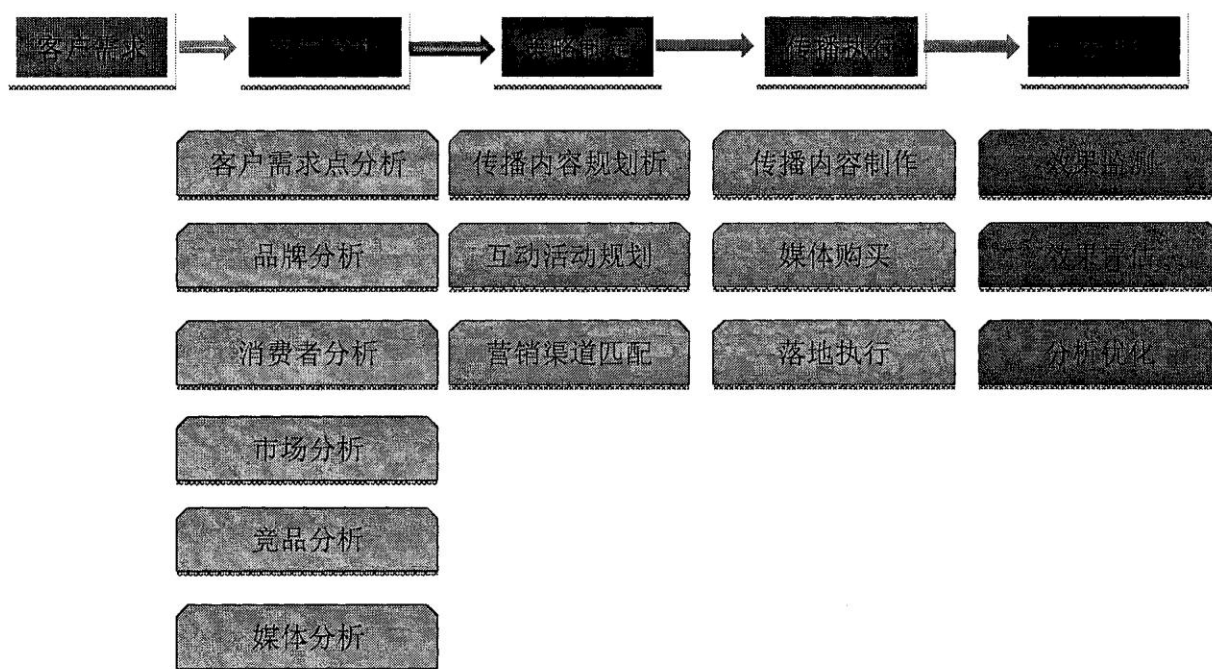
无线整合营销业务，根据客户需求进行个性化营销方案设计，提供包括品牌及产品战略定位分析、目标受众全方位考量与分析、各类平台精准匹配、媒介推广策略、媒介计划制定与执行、跨界合作互动项目开发及维护等技术支持、投放效果监测与分析以及媒体组合优化等全方位整合营销服务。

冉十科技目前主要通过银行移动客户端（银行公众微信平台、银行移动端APP等）进行移动互联网跨界营销服务。冉十科技通过营销创意、方案策划、技术服务等为银行客户和第三方品牌客户在银行移动客户端策划无线端的跨界营销方案，通过无线营销方案的活动执行，达到提升银行客户以及第三方品牌客户品牌效应、提高消费者对银行以及第三方品牌客户品牌认可度和加强产品使用粘性的效果，进一步提升各自产品消费者的数量和质量，实现银行与第三方品牌客户的共赢。

2014年冉十科技策划并实施了“民生银行 VS 大众汽车”无线整合营销方案，民生银行推出“为梦想启航”大众汽车品牌微信活动，吸引众多民生银行微信用户参与线下大众汽车“品牌之夜”活动及“试乘试驾”活动，同时提高民生银行微信用户的活跃度和关注度，实现了民生银行和大众汽车的共赢。2015年冉十科技策划并实施了“农业银行 VS 大众汽车”无线整合营销方案，农业银行推出“微农行+能量”微信活动，带动用户参与大众 XL1汽车游戏互动及参加线下预约试驾活动，以“趣味小游戏”为切入点，吸引客户关注“中国农业银行”微信银行服务号，并对农业银行电子银行产品 K 码、K 令、K 宝进行宣传，实现了农业银行和大众汽车的共赢。

冉十科技的收费模式主要按照项目收费，项目收费主要根据项目周期、项目所需跨界合作资源、项目技术开发服务支持、人员成本、奖品成本等方面进确定。

无线整合营销业务模式：



## 2、报告期无线整合营销业务毛利率情况

报告期内，冉十科技无线整合营销业务毛利率情况如下：

单位：万元

	2015年1-4月	2014年	2013年
收入	143.7	212.26	-
毛利率	97.59%	95.81%	-

2014年，冉十科技实施了“民生银行 VS 大众汽车”项目，无线整合营销业务实现了212.26万收入；2015年1-4月，冉十科技实施了“农业银行 VS 大众汽车”项目，无线整合营销业务实现了143.7万收入。

无线整合营销业务主要由销售部、技术部人员参与，采购物品主要系无线整合营销活动所需奖品、礼品等，展示营销方案的平台主要是银行移动客户端（银行公众微信平台、银行移动端 APP 等）。

销售部人员全程参与客户开发、方案策划及方案执行，相关人员工资和差旅费用归集至“销售费用”。技术部人员提供技术开发服务支持，由于技术人员同时参与移动互联网广告业务和无线整合营销业务，难以按照业务类别或业务项目来归集员工工资，而无线整合营销业务收入占比较低，在不影响整体财务核算真

实性、合理性的前提下，冉十科技将技术部人员工资全部归集至移动互联网广告业务“营业成本”。

无线整合营销活动所需奖品、礼品等全部归集至无线整合营销业务“营业成本”。

无线整合营销方案通过银行移动客户端（银行公众微信平台、银行移动端APP等）实施，冉十科技不需向银行支付费用。在跨界营销方案中，冉十科技通过在银行移动客户端执行第三方品牌客户（例如“大众”汽车品牌客户）的移动营销方案，有利于丰富银行移动客户端互动活动及增值服务内容，改善银行移动端的用户体验并提高用户活跃度。因此，冉十科技现有无线整合营销业务不需额外向银行支付费用。

报告期内，冉十科技通过与银行跨界合作实现共赢而无需支付媒体费用，是无线整合营销业务毛利率高的主要原因。同时，冉十科技对销售部和技術部人员工资的会计处理也使得无线整合营销业务毛利率较高。

### 3、无线整合营销同行业可比上市公司和可比交易情况

#### (1) 可比上市公司情况

无线整合营销业务，即冉十科技根据客户需求进行个性化营销方案设计，冉十科技在对客户需求进行分析之后，为其量身打造无线端广告营销方案。目前，冉十科技主要通过银行渠道进行移动互联网跨界营销服务，冉十科技通过营销策划和执行，为客户提供1+1>2的营销效果。

由于很难找到完全匹配的只经营无线整合营销一类业务的可比公司，我们只能挑选经营范围包含无线整合营销的企业作为可比公司进行比较分析。另，由于各可比公司在业务规模、业务品种以及具体的业务操作方式等方面与冉十科技均有较大差异，所以尽管都包含了整合营销业务，但业务的实质内容仍存在很大差异，因此相应可比公司的社会化营销业务的毛利率存在较大的差异。下面具体介绍各可比公司的实际情况：

公司名称	上市公司 可比业务说明	可比业务毛利率		
		2015年	2014年	2013年

		1-6月		
华谊嘉信 (300071.SZ)	在媒体传播服务业务方面，华谊嘉信主要为客户广告发布进行策划以及提供媒体支持，2015年1-6月华谊嘉信在媒体传播服务业务方面产生营业收入2.36亿元，占上市公司当期营业收入的25.89%。	--	25.16%	14.21%
省广股份 (002400.SZ)	省广股份承接品牌管理业务后，与其签订品牌代理合同，为客户提供品牌规划、产品整合传播策略、广告策略、创意、设计、活动策划、市场调研策划与分析等服务。2015年1-6月份公司在品牌管理业务方面产生营业收入9,804.53万元，占上市公司当期营业收入的2.55%。	83.81%	80.13%	80.35%
天龙集团 (300063.SZ)	天龙集团2014年以来通过收购广州橙果和北京智创公司进入移动互联网广告行业。北京智创为客户在移动端提供定制化的营销平台，广州橙果为客户提供全网全程的数字营销服务。2015年1-6月份天龙集团在数字营销业务方面实现营业收入4,821.70万元，占上市公司当期营业收入的10.44%。	53.69%	93.31%	--
利欧股份 (002131.SZ)	利欧股份数字营销服务包括媒介代理服务和数字营销服务，数字营销服务指营销创意内容服务和整合营销服务，2015年1-6月份利欧股份在数字营销服务业务方面实现营业收入1.01亿元，占上市公司当期营业收入的5.18%。	67.64%	49.17%	--
算术平均值		68.38%	61.94%	47.28%
深大通 (000038.SZ)	冉十科技	97.59%	95.81%	--

注：1、利欧股份（002131.SZ）在移动互联网广告领域包括媒介代理服务和数字营销服务，本表格中的毛利率值为数字营销服务的毛利率水平；2、冉十科技2015年度的毛利率值为其2015年1-4月份之数据。

从可比上市公司情况统计来看，可比上市公司整合营销业务2013年度、2014年度、2015年度1-6月份的平均毛利率水平为47.28%、61.94%、68.38%。2013年，冉十科技尚未开展无线整合营销业务，2014年、2015年1-4月份，冉十科技无线整合营销业务的毛利率为95.81%、97.59%。

由于可比上市公司整合营销业务的实质内容、具体形式与冉十科技仍然存在差异，可比公司的毛利率水平也存在一定差异，现将上述可比公司具体情况介绍如下：

### ①华谊嘉信

根据华谊嘉信2014年报披露，华谊嘉信所从事媒体传播服务指公司为客户广告发布进行策划以及提供媒体支持，通过定期向客户提供媒体发布监控报告，确保客户广告发布的精准性和时效性。近年来，华谊嘉信持续通过收购行为以实现营销产业链的整合，例如收购迪思传媒和好耶在线。华谊嘉信的媒体传播服务是为客户提供全线媒体服务端的整合营销，与冉十科技所从事无线端整合营销服务存在一定差异。

### ②省广股份

省广股份是中国本土大型综合性广告公司之一，主营业务为客户提供整合营销传播服务，具体包括品牌管理、媒介代理和自有媒体三大类业务。在品牌管理业务方面，省广股份承接品牌管理业务后，与客户签订品牌代理合同，为客户提供品牌规划、产品整合传播策略、广告策略、创意、设计、活动策划、市场调研策划与分析等服务。

### ③天龙集团

2014年7月以来，天龙集团先后收购或参股互联网营销公司——广州橙果、北京智创、北京优力、煜唐联创，构建了比较完整的数字营销版图，实现了从全网全程的数字营销服务、移动营销、社会化营销，到搜索引擎营销，具备创意策划、代理资源、投放技术的一站式服务能力，可以全方位满足客户需求。例如，北京智创可以为客户在移动端提供定制化的营销平台；广州橙果可以为客户提供全网全程的数字营销服务，客户主要为国内大型汽车制造商和大型跨国快消企业。

### ④利欧股份

利欧股份2015年1-6月份的数字营销业务收入来源于所收购的上海氩氩和琥珀传播。根据上市公司2015年度半年披露内容，利欧股份所从事数字营销是以互联网、移动互联网为实施载体并采用数字技术手段开展的营销活动，涵盖了包括

营销策略制定、创意内容制作、媒体投放、营销效果监测和优化提升等内容的完整营销服务链条。例如琥珀传播，其主要业务是为客户提供营销创意内容服务，包括创意策略服务、创意内容制作服务和社会化营销服务。琥珀传播之整合营销业务模式与冉十科技较为相似，不过冉十科技目前重点在于与银行的跨界营销。

由于目前无线整合营销业务尚处于发展初期，其具体运营模式多样、业务形式微创新层出不穷，并没有统一的行业标准，没有完全可相互替代的标准化服务，也没有类似标准化商品或服务的可观察市场，进而导致各公司类似服务的报价水平存在较大的差异，再加上各公司成本归集方法的差异以及提供业务的多样性，无线整合营销的行业毛利率确实存在较大差异。

## (2) 可比交易情况

本次选取了与冉十科技所从事无线整合营销业务相近的7个被上市公司并购的标的公司毛利率数据，对冉十科技所处无线整合营销行业利润水平进行比较分析，其毛利率情况如下：

公司名称	可比交易情况说明	收购标的公司业务毛利率		
		2015年 1-6月	2014年	2013年
华谊嘉信 (300071.SZ)	2014年7月10日，华谊嘉信收购迪思传媒。迪思传媒及其子公司作为国内领先的全媒体整合传播机构，为企业提供优质的以公共关系为核心，兼有品牌策略与广告创意的全方位整合传播服务。	--	49.83%	51.85%
省广股份 (002400.SZ)	2015年3月31日，省广股份收购传漾广告，传漾广告在程序化购买方面拥有DSP、SSP、DMP三大平台为核心的互联网广告生态系统，并推出程序化交易框架产品，在此基础上驱动产业链延伸，深耕互联网广告，整合PC+Mobile精准营销业务。	--	12.91%	--
明家科技 (300242.SZ)	2015年6月2日，明家科技收购微赢互动，微赢互动主要从事移动互联网广告业务，通过移动广告平台以及广告网络联盟整合移动互联网各种类型的流量资源，	52.65%	50.20%	63.05%

	为互联网公司、手游公司等广告主提供广告投放服务。			
	2015年6月2日,明家科技收购云时空,云时空主要业务为移动广告推广,依托宝传媒、蘑菇市场及云开发者业务平台,以及广泛覆盖各类媒体渠道,实现各类APP应用软件和手机游戏产品的推广和宣传,为广告主提供高效率、广覆盖的移动广告服务。	30.56%	28.62%	31.15%
天龙集团 (300063.SZ)	2014年9月13日,天龙集团收购广州橙果,广州橙果主要为客户提供全网全程的数字营销服务。	--	--	78.27%
	2015年2月17日,天龙集团收购北京智创,北京智创专注于移动互联网营销,利用移动设备为主要传播平台,为品牌客户提供移动营销解决方案。	--	46.70%	8.17%
利欧股份 (002131.SZ)	2014年7月3日,利欧股份收购琥珀传播。琥珀传播主要业务是为客户提供营销创意内容服务,包括创意策略服务、创意内容制作服务和社会化营销服务。	--	57.19%	66.27%
算术平均值		41.61%	40.91%	49.79%
深大通 (000038.SZ)	收购冉十科技	97.59%	95.81%	--

注: 1、根据华谊嘉信(300071.SZ)收购迪思传媒报告书披露,华谊嘉信(300071.SZ)所收购迪思传媒的2014年毛利率值所选取为标的公司2014年1-4月线上公共业务的毛利率; 2、根据明家科技(300242.SZ)收购微赢互动、云时空重组报告书,微赢互动、云时空2015年毛利率为2015年1-3月份之值; 3、根据利欧股份(002131.SZ)收购琥珀传播报告书所披露内容,琥珀传播2014年的毛利率值为其2014年1-4月的毛利率值; 4、冉十科技2015年度的毛利率值为其2015年1-4月份之数据。

从可比交易统计情况来看,上述5家上市公司在移动互联网广告领域开展的7笔并购交易中标的公司2013年度、2014年度、2015年1-6月份的平均毛利率水平为49.79%、40.91%、41.61%。2013年,冉十科技尚未开展无线整合营销业务,2014年、2015年1-4月份,冉十科技无线整合营销业务的毛利率为95.81%、97.59%。由于报告期内冉十科技无线整合营销业务项目数量较少,而且冉十科技无线整合营销业务的项目实质内容、成本构成与可比交易中的标的公司仍然存在差异,冉十科技无线整合营销业务的毛利率水平与可比交易的毛利率水平存在差异。



### ①华谊嘉信收购迪思传媒

根据华谊嘉信收购迪思传媒重组报告书，标的公司迪思传媒的主营业务是为汽车、IT、通信、金融、食品饮料等行业的企业及机构提供优质的以公共关系为核心，兼有品牌策略与广告创意的全方位整合传播服务。迪思传媒包括线上公共关系和线下公共关系，其中，线上公共关系包括数字媒体营销服务。迪思传媒及其子公司提供的数字媒体营销服务主要包括：品牌及产品策划与创意、数字媒体资源管理、数字媒体技术运用、网络舆情监测管理和数字媒体精准营销，可以为客户提供覆盖范围广，反应速度快，信息传播质量高的数字媒体营销服务。由于相关重组报告书未披露迪思传媒数字营销服务的毛利率情况，仅披露了线上公共关系业务毛利率，迪思传媒线上公共关系业务2013年度、2014年毛利率为51.85%、49.83%。

### ②省广股份收购传漾广告

根据省广股份收购传漾广告公告，传漾广告主营业务为互联网广告，在程序化购买方面拥有DSP（Demand Side Platform）、SSP（Supply Side Platform）、DMP(Data-Management Platform)三大平台为核心的互联网广告生态系统，并推出程序化交易框架产品，在此基础上驱动产业链延伸，深耕互联网广告，整合PC+Mobile精准营销业务。传漾广告重在通过平台整合PC、移动端的媒体资源，实现程序化交易，其整合业务实质内容与冉十科技的无线整合营销业务内容存在一定差异，传漾广告2014年度的毛利率为12.91%。

### ③明家科技收购微赢互动、云时空

根据明家科技收购微赢互动、云时空相关重组报告书，微赢互动主营业务为移动互联网广告业务，通过移动广告平台以及广告网络联盟整合移动互联网各种类型的流量资源，为互联网公司、手游公司等广告主快速、精准推广各种产品提供一站式落地服务，并获取产品推广收入；云时空主营业务为移动广告推广，依托宝传媒、蘑菇市场及云开发者业务平台，以及广泛覆盖各类媒体渠道，实现各类APP 应用软件和手机游戏产品的推广和宣传，为广告主提供高效率、广覆盖的移动广告服务。微赢互动2013年度、2014年度、2015年1-3月份毛利率为63.05%、50.20%、52.65%；云时空2013年度、2014年度、2015年1-3月份毛利率为31.15%、

28.62%、30.56%。

#### ④天龙集团收购广州橙果、北京智创

根据天龙集团收购广州橙果公告，广州橙果主营业务为数字营销，为客户提供全网全程的数字营销服务，包括但不限于官方平台建设与运营、社会化媒体营销、移动互联网营销、电子商务咨询与服务、客户关系维护，为客户搭建传播闭环与营销闭合的完整营销链条，促进营销效率最大化、营销效果最大化。广州橙果2013年度毛利率为78.27%。

根据天龙集团收购北京智创公告，北京智创主营业务为移动互联网营销，利用移动设备为主要传播平台，为品牌客户提供移动营销解决方案。北京智创搭建了“定制化移动广告网络”模式，通过无线互动创意及领先移动技术优势整合传统媒体资源成为市场营销核心，包括但不限于：Html5手机官网建设与运营、微信游戏与互动活动开发、无线CRM管理系统（会员俱乐部建设与运营）、APP设计与推广、IVR，二维码，AR等创新技术研发。北京智创2013年度、2014年度毛利率为8.17%、46.70%。

#### ⑤利欧股份收购琥珀传播

根据利欧股份收购琥珀传播重组报告书，标的公司琥珀传播的主营业务是为客户提供营销创意内容服务，包括创意策略服务、创意内容制作服务和社会化营销服务。琥珀传播的业务特色是为客户提供整合营销服务，即，根据客户的品牌发展战略和营销推广需求，为客户提供品牌推广的综合性解决方案。在媒介投放形式上，琥珀传播既重视数字媒体的投放，又兼顾客户在电视等传统媒体平台的投放需求；数字媒体的投放则根据综合性网站、垂直网站、视频网站、社交网站（SNS）的不同特性制订针对性的投放方案。但是，冉十科技目前的媒体投放主要在无线端，未涉及传统媒体，二者的媒体投放形式存在差异。琥珀传播2013年度、2014年毛利率为66.27%、57.19%。

如前所述，由于无线整合营销业务尚处于发展初期，尤其是跨界营销整合业务在行业内尚未形成一个成熟的体系和标准，各公司整合营销业务的策略、方式、效果仍然存在较大的差异，进而导致各公司类似服务的报价水平存在较大的差异。

报告期内，冉十科技无线整合营销业务项目数量相对较少，而且业务人员工资难以按照冉十科技业务类别或业务项目来予以归集，因此报告期内冉十科技无线整合营销业务的营业成本并未包含相关人员工资，这也导致冉十科技无线整合营销业务的毛利率水平较高。

## 二、盈利预测区间冉十科技毛利率合理性的说明

收益法评估预测期内，冉十科技主营业务主要包括移动互联网广告业务和无线整合营销业务。预计未来业务构成情况如下：

单位：万元

项目	2015年5-12	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年后
主营业务收入	23,621.77	41,164.10	52,066.19	64,886.69	80,139.50	80,139.50
移动互联网广告	22,639.18	38,786.75	47,707.70	57,726.31	69,271.58	69,271.58
所占比例	95.84%	94.22%	91.63%	88.96%	86.44%	86.44%
无线整合营销	982.59	2,377.36	4,358.49	7,160.38	10,867.92	10,867.92
所占比例	4.16%	5.78%	8.37%	11.04%	13.56%	13.56%

在未来收入预测中，考虑到移动互联网广告业务市场竞争不断加强，在总的业务收入中比例有所下降；无线整合营销业务起步较低，随着业务的不断开拓，在收入中所占比例逐步增加。

根据企业实际成本情况，2015年5-12月至2019年的主营业务成本估算参考历史实际水平、行业水平和未来企业发展情况进行预测。

盈利预测区间内，冉十科技主营业务成本预测情况如下表：

单位：万元

序号	项目 \ 年份	2015年5-12	2016	2017	2018	2019	2020年以后
1	主营业务收入	23,621.77	41,164.10	52,066.19	64,886.69	80,139.50	80,139.50
2	主营业务成本	15,367.09	27,088.92	34,487.95	43,140.71	53,526.17	53,526.17
3	1、移动互联网广告业务成本	14,764.27	25,696.45	32,091.42	39,396.27	47,954.89	47,954.89
4	媒体采购成本	14,489.08	25,211.38	31,487.08	38,676.63	47,104.67	47,104.67
5	媒体采购人员工资	48.80	97.20	127.26	142.38	157.50	157.50
6	客户返点	226.39	387.87	477.08	577.26	692.72	692.72
7	2、无线整合营销成本	602.82	1,392.46	2,396.54	3,744.44	5,571.29	5,571.29
8	无线整合营销成本	401.22	1,022.26	1,917.74	3,222.17	4,999.25	4,999.25
9	技术及品牌销售人员工资	201.60	370.20	478.80	522.27	572.04	572.04

盈利预测区间内，冉十科技毛利率预测情况如下表：

项目 \ 年份	2015年 5-12	2016	2017	2018	2019	2020年以 后
移动互联网广告	34.78%	33.75%	32.73%	31.75%	30.77%	30.77%
无线整合营销	38.65%	41.43%	45.01%	47.71%	48.74%	48.74%

### （一）移动互联网广告业务

盈利预测区间内，预计移动互联网广告业务营业成本包括媒体采购成本、采购人员工资以及客户返点。其中，媒体采购成本参考报告期媒体采购成本占主营业务成本的比例预测；媒体采购人员工资根据企业未来每年人数和工资增长幅度进行预测；客户返点成本，根据行业惯例及企业具体情况，按照移动互联网广告业务每年收入的1%预测。

2015年5-12月的毛利率按照参照2015年1-4月毛利率水平，并参考同行业上市公司和可比交易情况，预测2015年5-12月的毛利率为34.78%，考虑未来竞争的影响，毛利率应成下降趋势，2016、2017、2018、2019预测毛利率分别为33.75%、32.73%、31.75%和30.77%。根据第三方机构艾瑞咨询的报告，预计2018年中国移动互联网广告市场规模将达到2,200亿元，2015年-2018年复合增长率为65%，在行业快速增长的环境下，预计未来几年毛利率水平不会出现大幅下降。

盈利预测区间内毛利率水平、可比上市公司和可比交易毛利率水平、报告期内毛利率水平比较如下：

项目	2015年1-6月	2014年	2013年
可比上市公司毛利率均值	26.18%	20.45%	21.78%
可比交易标的公司毛利率均值	38.45%	29.50%	26.12%
报告期毛利率	36.73%	31.74%	7.20%
冉十科技预测区间	预测2015年5-12月的毛利率为34.78%，2016、2017、2018、2019预测毛利率分别为33.75%、32.73%、31.75%和30.77%		

“一、报告期内冉十科技毛利率合理性的说明”部分对冉十科技报告期内移动互联网广告业务的毛利率水平的合理性进行分析，报告期内由于移动互联网广告推广形式、合作媒体资源、客户资源等方面的差异，各可比标的公司的毛利率与冉十科技存在一定差异，但总体平均毛利率水平与冉十科技的毛利率水平接近。

盈利预测区间内，评估师参考冉十科技报告期毛利率、可比上市公司和可比

交易毛利率水平、行业发展情况，预测冉十科技移动互联网广告业务毛利率低于冉十科技2015年1-4月毛利率水平和可比交易标的公司毛利率水平，而且预测毛利率逐年下降，具有合理性。

## （二）无线整合营销业务

盈利预测区间内，预计无线整合营销业务营业成本包括无线整合营销成本、技术及品牌销售人员工资。其中，无线整合营销成本主要指支付给银行的成本、采购其他媒体的成本、采购活动所需的奖品和礼品的成本，根据可比公司情况预测；技术及品牌销售人员工资，根据技术部和品牌销售部参与无线整合营销业务人数和工资增长幅度进行预测。

预测2015年5-12月预测2015年5-12月的毛利率为38.65%，2016、2017、2018、2019预测毛利率分别为41.43%、45.01%、47.71%和48.74%。根据冉十科技无线整合营销业务以银行跨界合作为主的特点、成本构成、品牌客户对整合营销需求快速增长的行业背景，预计未来无线整合营销业务仍能保持较高的增速。另外，随着无线整合业务成功案例的增加，冉十科技市场认可度的提高，技术人员和销售策划人员经验的积累，预计人员数量增幅小于收入增幅，人员工资占收入的比例将逐步下降，因此评估师预测的毛利率水平逐年小幅上升，并于2019年达到稳定。

盈利预测区间内毛利率水平、可比上市公司和可比交易毛利率水平、报告期内毛利率水平比较如下：

可比上市公司毛利率均值	2015年1-6月	2014年	2013年
可比交易标的公司毛利率均值	68.38%	61.94%	47.28%
报告期毛利率	41.61%	40.91%	49.79%
冉十科技预测区间	97.59%	95.81%	
可比上市公司毛利率均值	预测2015年5-12月的毛利率约为38.65%，2016、2017、2018、2019预测毛利率分别为41.43%、45.01%、47.71%和48.74%		

“一、报告期内冉十科技毛利率合理性的说明”部分对冉十科技报告期内冉十科技无线整合营销业务毛利率高的原因进行了分析，可比上市公司和标的公司整合营销业务的策略、方式、效果仍然存在较大的差异，进而导致各公司类似

服务的报价水平存在较大的差异。

基于谨慎性原则，评估师预测冉十科技预测区间内毛利率水平显著低于报告期毛利率水平，主要考虑的因素：①随着业务规模的增长及市场竞争加剧，预计未来冉十科技与银行的跨界合作需要向银行支付额外支付，或支付采购其它媒体资源的成本，而报告期内未发生类似成本；②随着业务规模增长，冉十科技将设立专门的部门从事无线整合营销业务，如品牌销售部、技术服务部等，相关人员的工资将归集至“营业成本”，而报告期内归集至“销售费用”或移动互联网广告业务“营业成本”。

盈利预测区间内，评估师根据冉十科技无线整合营销业务模式、成本构成、可比上市公司和可比交易毛利率水平、行业发展情况，预测冉十科技无线整合营销业务毛利率低于冉十科技2015年1-4月毛利率水平及可比上市公司毛利率水平，具有合理性。

### 三、中介核查意见

经核查，评估师认为，结合冉十科技业务模式、可比上市公司和可比交易情况等因素综合分析，报告期内冉十科技的毛利率具有合理性。盈利预测区间内，评估师参考冉十科技报告期毛利率、可比上市公司和可比交易毛利率水平、行业发展情况，对移动互联网广告业务和无线整合营销业务毛利率水平进行了预测，具有合理性。

2.请申请人补充披露评估假设前提的合理性、收益法评估中可比公司选择的合理性，以及对本次评估结果、交易作价的影响。请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

回复：

#### 一、《评估报告（修订版）》对评估假设前提进行了修订

亚洲（北京）资产评估有限公司出具的《评估报告（修订版）》，对评估假设进行了修订，删除了评估假设第（二）条特殊假设第5条“假设企业的未来收益预测能够实现”，修订后的评估假设符合《会计监管风险提示第5号——上市公司股权交易资产评估》，具有合理性。

## 二、评估师对评估结果进行了复核

### (一) 收益法评估可比公司选择未考虑到评估对象业务开展方式的差异性

收益法评估折现率计算过程中,冉十科技可比公司与视科传媒可比公司选择一致,未考虑到评估对象业务开展方式的差异性,选择可比公司严谨性不够。

### (二) 评估师重新选取可比公司并对评估结果进行复核

#### 1、可比公司的选择

冉十科技从事的移动互联网广告业务和视科传媒从事的户外广告业务,均属于广告行业的细分领域,评估师选取了 WIND 广告行业(882460.WI)的成份公司作为可比公司的备选库。考虑成份公司的主营业务构成、是否满足 $\beta$ 计算要求等因素,分别选取了冉十科技和视科传媒的可比公司,选择过程与结果如下表:

证券代码	证券名称	主营业务	是否选为冉十科技的可比公司	是否选为视科传媒的可比公司
002400.SZ	省广股份	主营业务是为客户提供整合营销传播服务,具体包括品牌管理、媒介代理和自有媒体三大类业务。省广股份是中国本土最优秀的大型综合性广告公司之一,业务包括互联网广告和室外广告发布。与冉十科技和视科传媒具有可比性。	是	是
300071.SZ	华谊嘉信	从事终端营销服务、活动营销服务、媒体传播服务、其他营销服务(促销品业务、互联网营销服务)。在媒体传播服务业务方面,华谊嘉信主要为客户广告发布进行策划以及提供媒体支持,是业内少数具有整合营销传播服务能力的企业,与冉十科技具有可比性。	是	否
300058.SZ	蓝色光标	为企业提供品牌管理服务以及广告设计、制作、代理、发布业务。蓝色光标近年来从事的数字营销业务,尤其是移动端业务(包括移动端广告投放等各类移动营销服务)的收入快速增长,与冉十科技具有可比性。	是	否
300269.SZ	联建光电	业务包含户外 LED 屏幕租赁,子公司联动文化主营 LED 户外数字传	否	是

证券代码	证券名称	主营业务	是否选为冉十科技的可比公司	是否选为视科传媒的可比公司
		媒，与视科传媒具有可比性		
002181.SZ	粤传媒	2014年6月收购的子公司香榭丽业务包含户外LED大屏新媒体营销网络，与视科传媒具有可比性。	否	是
000917.SZ	电广传媒	以有线电视网络与创投业务为核心，广告代理、影视节目内容制作、旅游、酒店与房地产业务为辅的产业布局。	否	否
002712.SZ	思美传媒	主营业务包括电视广告代理、户外广告代理、互联网广告代理，2014年上市，不满足计算 $\beta$ 的数据要求	否	否
300242.SZ	明家科技	2014年底收购完成后进入广告行业，不满足计算 $\beta$ 的数据要求	否	否
000673.SZ	当代东方	高清数字内容发行、文化艺术活动策划展览。	否	否
300392.SZ	腾信股份	2014年上市，不满足计算 $\beta$ 的数据要求	否	否
603729.SH	龙韵股份	2014年上市，不满足计算 $\beta$ 的数据要求	否	否
603598.SH	引力传媒	2014年上市，不满足计算 $\beta$ 的数据要求	否	否
300063.SZ	天龙集团	2015年收购完成后才开始进入广告行业，不满足计算 $\beta$ 的数据要求	否	否
002027.SZ	七喜控股	尚未收购完成，未进入广告行业，不满足计算 $\beta$ 的数据要求	否	否

## 2、冉十科技评估结果的复核

### (1) 原可比公司及评估结果

冉十科技评估报告中折现率可比公司选择如下：

证券代码	证券名称	调整 $\beta$	取消杠杆调整的 $\beta$
002400.SZ	省广股份	0.5495	0.4171
300071.SZ	华谊嘉信	0.3207	0.3239
000917.SZ	电广传媒	0.7942	0.6294
600386.SH	北巴传媒	0.6034	0.5165
002181.SZ	粤传媒	0.5957	0.5625
	平均		0.4899

根据上述公司计算得出折现率为12.52%，评估值为105,481.00万元。



## (2) 重新选取可比公司及评估结果

根据业务模式的对比,重新选择与冉十科技业务模式类似的上市可比公司如下:

证券代码	证券名称	调整 $\beta$	取消杠杆调整的 $\beta$
002400.SZ	省广股份	0.5495	0.4171
300071.SZ	华谊嘉信	0.3207	0.3239
300058.SZ	蓝色光标	0.3248	0.3281
平均			0.3564

根据业务模式的对比,更新与冉十科技业务模式类似的上市可比公司后折现率计算过程如下:

本次评估收益额口径为企业自由现金流量,则折现率选取加权平均资本成本(WACC)。

$$R=R_d \times W_d + R_e \times W_e$$

式中:

$R_d$ : 所得税后长期付息债务利率;

$$R_d=R_0 \times (1-t)$$

$R_0$ : 所得税前长期付息债务利率;

$T$ : 适用所得税税率;

$W_d$ : 付息债务价值在投资性资产中所占的比例;

$$W_d = \frac{D}{(E+D)}$$

$W_e$ : 权益资本价值在投资性资产中所占的比例;

$$W_e = \frac{E}{(E+D)}$$

$R_e$ : 权益资本成本,采用CAPM(Capital Asset Pricing Modle)模型确定。

公式如下:

$$R_e=R_f + (R_m - R_f) \beta + \varepsilon$$

式中:

$R_e$ : 权益资本成本

$R_f$ : 无风险报酬率;

$\beta$ : 企业风险系数;

$R_m - R_f$ : 市场风险溢价;

$R_m$ : 市场报酬率;

$\varepsilon$ : 公司特定风险调整系数

#### ①无风险报酬率 $R_f$ 的确定

无风险报酬率反映的是在本金没有违约风险、期望收入得到保证时资金的基本价值。在此情形下，投资者仅仅牺牲了某一时期货币的使用价值或效能。对一般投资者而言，国债利率通常成为无风险报酬率的参考标准。这不仅因为各国的国债利率是金融市场上同类金融产品中最底的，而且还因为国债具有有期性、安全性、收益性和流动性等特点。

由于国债具有以上本质特征，其复利率常被用作无风险利率。

评估人员通过 ifind 资讯查询，选取距评估基准日到期年限5年期以上的国债到期收益率3.91%作为无风险收益率。

无风险报酬率  $R_f = 3.91\%$ 。

#### ②权益系统风险系数 $\beta$ 值确定

$\beta$  被认为是衡量公司相对风险的指标，投资股市中一个公司，如果其  $\beta$  值为 1.1，则意味着股票风险比整个股市场平均风险高 10%；相反，如果公司  $\beta$  为 0.9，则表示其股票风险比股市场平均低 10%。

个股的合理回报率 = 无风险回报率 +  $\beta \times$  (整体股市回报率 - 无风险回报率)  
+ 企业特定风险调整系数

$\beta = 1$  时，代表该个股的系统风险 = 大盘整体系统风险；

$\beta > 1$  时代表该个股的系统风险高于大盘，一般是易受经济周期影响；

$\beta < 1$  时代表该个股风险低于大盘，一般不易受经济周期影响。

$\beta$  系数是被评估公司所在的行业平均风险与社会平均风险的比例。本次委估互联网广告行业，我们首先收集了多家相同或相近行业上市公司的资料；经过筛选选取在业务内容、经营方式等方面与委估公司相近的 3 家上市公司作为可比公

司，查阅取得每家可比公司在距评估基准日 100 周期间的采用周指标计算归集的相对于沪深两市（采用沪深 300 指数）的风险系数  $\beta$ ，并剔除每家可比公司的财务杠杆后（Un-leaved） $\beta$  系数（数据来源：wind 资讯），计算其平均值作为被评估企业的剔除财务杠杆后（Un-leaved）的  $\beta$  系数。无财务杠杆  $\beta$  的计算公式如下：

$$\text{无财务杠杆 } \beta = \frac{\text{有财务杠杆 } \beta}{1 + \left[ \frac{\text{负债}}{\text{权益}} \right] \times [1 - t]}$$

根据被评估企业的财务结构进行调整，确定适用于被评估企业的  $\beta$  系数。计算公式为：

$$\text{有财务杠杆 } \beta = \text{无财务杠杆 } \beta \times [1 + (1 - T)(\text{负债}\% / \text{权益}\%)]$$

证券代码	证券名称	调整 $\beta$	取消杠杆调整的 $\beta$
002400.SZ	省广股份	0.5495	0.4171
300071.SZ	华谊嘉信	0.3207	0.3239
300058.SZ	蓝色光标	0.3248	0.3281
平均			0.3564

数据来源：wind 资讯

### ③市场报酬率 $R_m$ 的确定

市场报酬率是预期市场证券组合收益率， $R_m$  的确定既可以依靠历史数据，又可以基于事前估算。一般取证券市场基准日前 10 年平均报酬率作为市场报酬率，通过 Wind 资讯系统，查取证券市场基准日前 10 年平均报酬率  $R_m$  为 14.34%。

### ④特定风险调整系数 $\varepsilon$ 的确定

特定公司风险溢、折价，表示非系统风险，由于目标公司具有特定的优势或劣势，要求的回报率也相应增加或减少。本次被评估单位为非上市公司，而评估参数选取参照的是上市公司，故需通过特定风险调整。综合考虑企业的规模、企业所处经营阶段、主要产品所处发展阶段、企业经营业务、产品和地区分布、企业经营状况、企业内部管理和控制机制、管理人员的经验和资历、对主要客户及供应商的依赖等，确定委估企业特定风险调整系数为 3.5%。

### ⑤ $R_e$ 折现率的确定

将上述各值分别代入公式：

$$R_e = R_f + \beta (R_m - R_f) + \varepsilon$$

$$R_e = 3.91\% + 0.3564 \times (14.34\% - 3.91\%) + 3.5\%$$

则折现率  $R_e = 11.13\%$ 。

#### ⑥综合折现率 R 的确定

企业无付息债务；

$W_d$ ：付息债务价值在投资性资产中所占的比例，为 0%；

$W_e$ ：权益资本价值在投资性资产中所占的比例，为 100%；

综合折现率取整为 11.13%。

根据上述公司计算得出折现率为 11.13%，评估值为 121,535.00 万元。

#### (3) 重新选取可比公司的评估值高于原评估报告评估值

根据评估师重新选择可比公司进行复核的结果，重新选取可比公司的评估值高于原评估报告评估值，具体情况如下表：

名称	原评估报告评估结果	重新选取可比公司评估结果
$\beta$	0.4899	0.3564
折现率	12.52%	11.13%
评估值（万元）	105,481.00	121,535.00
评估值变动值（万元）	16,054.00	

因此，冉十科技本次交易作价以评估值 105,481.00 万元为依据，不存在因可比公司选择不严谨而导致评估值较高，导致本次交易作价不公允，损害上市公司的利益的情形。。

### 3、视科传媒评估结果的复核

#### (1) 原可比公司及评估结果

视科传媒评估报告中折现率可比公司选择如下：

证券代码	证券名称	调整 $\beta$	取消杠杆调整的 $\beta$
002400.SZ	省广股份	0.5495	0.4171
300071.SZ	华谊嘉信	0.3207	0.3239
000917.SZ	电广传媒	0.7942	0.6294

600386.SH	北巴传媒	0.6034	0.5165
002181.SZ	粤传媒	0.5957	0.5625
平均:			0.4899

根据上述可比公司计算得出折现率为 12.52%，评估值为 170,203.00 万元。

## (2) 重新选取可比公司及评估结果

根据业务模式的对比，重新选择与视科传媒业务模式类似的上市可比公司如下：

证券代码	证券名称	调整 $\beta$	取消杠杆调整的 $\beta$
002400.SZ	省广股份	0.5495	0.4171
300269.SZ	联建光电	0.4390	0.4161
002181.SZ	粤传媒	0.5957	0.5625
平均:			0.4652

根据业务模式的对比，更新与视科传媒业务模式基本类似的上市可比公司后折现率计算过程如下：

根据业务模式的对比，更新与冉十科技业务模式类似的上市可比公司后折现率计算过程如下：

本次评估收益额口径为企业自由现金流量，则折现率选取加权平均资本成本 (WACC)。

$$R=R_d \times W_d + R_e \times W_e$$

式中：

$R_d$ ：所得税后长期付息债务利率；

$$R_d=R_0 \times (1-t)$$

$R_0$ ：所得税前长期付息债务利率；

T：适用所得税税率；

$W_d$ ：付息债务价值在投资性资产中所占的比例；

$$W_d = \frac{D}{(E+D)}$$

$W_e$ ：权益资本价值在投资性资产中所占的比例；

$$W_e = \frac{E}{(E+D)}$$

$R_e$ : 权益资本成本, 采用 CAPM (Capital Asset Pricing Modle) 模型确定。

公式如下:

$$R_e = R_f + (R_m - R_f) \beta + \varepsilon$$

式中:

$R_e$ : 权益资本成本

$R_f$ : 无风险报酬率;

$\beta$ : 企业风险系数;

$R_m - R_f$ : 市场风险溢价;

$R_m$ : 市场报酬率;

$\varepsilon$ : 公司特定风险调整系数

#### ①无风险报酬率 $R_f$ 的确定

无风险报酬率反映的是在本金没有违约风险、期望收入得到保证时资金的基本价值。在此情形下, 投资者仅仅牺牲了某一时期货币的使用价值或效能。对一般投资者而言, 国债利率通常成为无风险报酬率的参考标准。这不仅因为各国的国债利率是金融市场上同类金融产品中最底的, 而且还因为国债具有有期性、安全性、收益性和流动性等特点。

由于国债具有以上本质特征, 其复利率常被用作无风险利率。

评估人员通过 ifind 资讯查询, 选取距评估基准日到期年限5年期以上的国债到期收益率3.91%作为无风险收益率。

无风险报酬率  $R_f = 3.91\%$ 。

#### ②权益系统风险系数 $\beta$ 值确定

$\beta$  被认为是衡量公司相对风险的指标, 投资股市中一个公司, 如果其  $\beta$  值为 1.1, 则意味着股票风险比整个股市场平均风险高 10%; 相反, 如果公司  $\beta$  为 0.9, 则表示其股票风险比股市场平均低 10%。

个股的合理回报率 = 无风险回报率 +  $\beta \times$  (整体股市回报率 - 无风险回报率) + 企业特定风险调整系数

$\beta = 1$  时，代表该个股的系统风险=大盘整体系统风险；

$\beta > 1$  时代表该个股的系统风险高于大盘，一般是易受经济周期影响；

$\beta < 1$  时代表该个股风险低于大盘，一般不易受经济周期影响。

$\beta$  系数是被评估公司所在的行业平均风险与社会平均风险的比例。本次委估互联网广告行业，我们首先收集了多家相同或相近行业上市公司的资料；经过筛选选取在业务内容、经营方式等方面与委估公司相近的 3 家上市公司作为可比公司，查阅取得每家可比公司在距评估基准日 100 周期间的采用周指标计算归集的相对于沪深两市（采用沪深 300 指数）的风险系数  $\beta$ ，并剔除每家可比公司的财务杠杆后（Un-leaved） $\beta$  系数（数据来源：wind 资讯），计算其平均值作为被评估企业的剔除财务杠杆后（Un-leaved）的  $\beta$  系数。无财务杠杆  $\beta$  的计算公式如下：

$$\text{无财务杠杆 } \beta = \frac{\text{有财务杠杆 } \beta}{1 + \left[ \frac{\text{负债}}{\text{权益}} \right] \times [1 - t]}$$

根据被评估企业的财务结构进行调整，确定适用于被评估企业的  $\beta$  系数。计算公式为：

$$\text{有财务杠杆 } \beta = \text{无财务杠杆 } \beta \times [1 + (1 - T)(\text{负债}\% / \text{权益}\%)]$$

证券代码	证券名称	调整 $\beta$	取消杠杆调整的 $\beta$
002400.SZ	省广股份	0.5495	0.4171
300269.SZ	联建光电	0.4390	0.4161
002181.SZ	粤传媒	0.5957	0.5625
平均：			0.4652

数据来源：wind 资讯

### ③市场报酬率 $R_m$ 的确定

市场报酬率是预期市场证券组合收益率， $R_m$  的确定既可以依靠历史数据，又可以基于事前估算。一般取证券市场基准日前 10 年平均报酬率作为市场报酬率，通过 Wind 资讯系统，查取证券市场基准日前 10 年平均报酬率  $R_m$  为 14.34%。

### ④特定风险调整系数 $\epsilon$ 的确定

特定公司风险溢、折价，表示非系统风险，由于目标公司具有特定的优势或劣势，要求的回报率也相应增加或减少。本次被评估单位为非上市公司，而评估参数选取参照的是上市公司，故需通过特定风险调整。综合考虑企业的规模、企

业所处经营阶段、主要产品所处发展阶段、企业经营业务、产品和地区分布、企业经营状况、企业内部管理和控制机制、管理人员的经验和资历、对主要客户及供应商的依赖等，确定委估企业特定风险调整系数为 3.5%。

⑤Re 折现率的确定

将上述各值分别代入公式：

$$R_e = R_f + \beta (R_m - R_f) + \varepsilon$$

$$R_e = 3.91\% + 0.4652 \times (14.34\% - 3.91\%) + 3.5\%$$

则折现率  $R_e = 12.26\%$ 。

⑥综合折现率 R 的确定

企业无付息债务；

Wd：付息债务价值在投资性资产中所占的比例，为 0%；

We：权益资本价值在投资性资产中所占的比例，为 100%；

综合折现率取整为 12.26%。

根据上述可比公司计算得出折现率为 12.26%，评估值为 174,338.00 万元。

(3) 重新选取可比公司的评估值高于原评估报告评估值

根据评估师重新选择可比公司进行复核的结果，重新选取可比公司的评估值高于原评估报告评估值，具体情况如下表：

名称	视科原评估报告评估结果	变更可比公司评估结果
β	0.4899	0.4652
折现率	12.52%	12.26%
评估值（万元）	170,203.00	174,338.00
评估值变动值（万元）	4,135.00	

因此，视科传媒本次交易作价以评估值 170,203.00 万元为依据，不存在因可比公司选择不严谨而导致评估值较高，导致交易作价不公允，而损害上市公司的利益。

(三) 评估师以行业 β 替代可比公司 β 并对评估结果进行复核



经查 wind 广告行业的加权剔除财务杠杆调整  $\beta$  为 0.3277, 用 wind 广告行业的加权剔除财务杠杆调整  $\beta$  对冉十科技评估结果进行验证计算如下:

名称	冉十科技原评估报告评估结果	采用行业 $\beta$ 算出的折现率计算出的评估结果
$\beta$	0.4899	0.3277
折现率	12.52%	10.83%
评估值(万元)	105,481.00	125,561.00
评估值变动值(万元)	20,080.00	

用 wind 广告行业的加权剔除财务杠杆调整  $\beta$  对视科传媒评估结果进行验证计算如下:

名称	视科科技原评估报告数据	采用行业 $\beta$ 算出的折现率计算出的评估结果
$\beta$	0.4899	0.3277
折现率	12.52%	10.83%
评估值(万元)	170,203.00	200,803.00
评估值变动值(万元)	30,600.00	

因此, 本次交易不存在因未选择行业  $\beta$  而导致评估值较高, 导致本次交易作价不公允, 而损害上市公司的利益。

综上, 评估师通过重新选取冉十科技和视科传媒可比公司并计算相应的折现率和评估值, 经复核, 未因收益法中可比公司选取不严谨导致评估值较高, 而导致交易作价不公允, 损害上市公司利益; 评估师通过以全行业  $\beta$  替代可比公司  $\beta$  并计算相应的折现率和评估值, 经复核, 不存在因未选择行业  $\beta$  而导致评估值较高, 而导致交易作价不公允, 损害上市公司利益。

### 三、中介核查意见

评估机构出具的《评估报告(修订版)》对评估假设进行了修订, 删除了“假设企业的未来收益预测能够实现”的假设。同时, 评估师通过重新选取冉十科技和视科传媒的可比公司, 计算相应的折现率和评估值, 对收益法评估结果进行复核。

经核查, 独立财务顾问和评估师认为修订后的评估假设符合《会计监管风险提示第 5 号——上市公司股权交易资产评估》等相关法律法规要求, 具有合理性。

经复核，上市公司本次收购冉十科技和视科传媒，未因收益法中可比公司选取严谨性不够导致评估值较高，而导致交易作价不公允，损害上市公司利益。

亚洲（北京）资产评估有限公司

2015年11月26日

