

国信证券股份有限公司  
关于深圳证券交易所  
《关于对浙江帝龙新材料股份有限公司  
的重组问询函》的核查意见

独立财务顾问

 **国信证券股份有限公司**

二〇一五年十二月

## 深圳证券交易所公司管理部：

国信证券股份有限公司作为浙江帝龙新材料股份有限公司（以下简称“帝龙新材”、“上市公司”、“公司”）发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金的独立财务顾问，根据深圳证券交易所 2015 年 12 月 26 日下发的《关于对浙江帝龙新材料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）【2015】第 62 号）之要求，对有关事项进行了核查，出具本专项核查意见。

本核查意见所述的词语或简称与《浙江帝龙新材料股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金报告书（草案）》（以下简称“草案”）中“释义”所定义的词语或简称具有相同的涵义。

**问题 1、本次交易标的苏州美生元信息科技有限公司（以下简称“美生元”）2013 年、2014 年、2015 年 1-9 月扣非后净利润分别为-16.93 万元、-115.58 万元、10,038.75 万元。美生元股东余海峰、聚力互盈、天津乐橙及火凤天翔共同承诺，美生元 2015 年度、2016 年度和 2017 年度实现的净利润（扣除美生元因股份支付而产生的损益）不低于 18,000 万元、32,000 万元、46,800 万元。请补充披露以下内容：**

（1）结合行业发展情况、美生元每款游戏产品的生命周期情况、每款游戏产品的预计收入、以往游戏产品的最高收入、拟推出的每款游戏产品的预计收入等，补充披露上述业绩承诺的具体依据及合理性，请独立财务顾问、资产评估师核查并发表明确意见；

回复：

### （一）游戏行业发展情况

近些年，中国游戏行业发展迅速，行业规模与市场容量不断扩大。根据中国音数协游戏工委（GPC）、CNG 中新游戏研究（伽马数据）和国际数据公司（IDC）联合发布的《2014 年中国游戏市场产业报告》、《2015 年 1-6 月中国游戏产业报告》并综合整理相关行业数据，从 2008 年开始中国游戏市场实际销售收入快速增长，经过短短的七年时间，即从 185.6 亿元人民币增长至 1144.8 亿元人民币，七年累积增幅为 616.81%。2015 年中国游戏市场规模预计达到 1,347 亿元，未来仍将持续增长。

中国移动游戏市场同样增长迅速。根据中国音数协游戏工委（GPC）、CNG中新游戏研究（伽马数据）、艾瑞咨询、国际数据公司（IDC）联合发布的《2015年1-6月中国游戏产业报告》并综合整理相关行业数据，2008年至2014年中国移动游戏市场的复合增长率（CARG）为138.33%。2015年中国移动游戏市场规模预计达到420亿元，较2014年预计增长52.73%，增幅明显。

**（二）美生元每款游戏产品的生命周期情况、每款游戏产品的预计收入、以往游戏产品的最高收入、拟推出产品的预计收入**

1、根据历史数据分析，美生元各类别移动单机游戏的平均生命周期、月最高收入、累计收入平均值的情况如下表所示：

游戏类别	平均生命周期(月)	月最高收入(万元)	累计收入平均值(万元)
捕鱼类	9	388.59	2,407.41
飞行射击类	11	186.70	876.97
跑酷类	8	116.74	526.13
消除类	9	65.52	301.27
射击类	12	146.30	872.66
动作类	9	66.84	420.71

以上各类别游戏产品的历史数据表现作为业绩承诺期内各款拟发行游戏的预测基础进行预测。

2、美生元业绩承诺期拟发行的自研移动单机游戏产品的预测情况如下：

单位：万元

游戏名称	游戏类别	上线时间	生命周期(月)	月最高收入	预测累计总收入
街机捕鱼狂人	捕鱼类	2015/12/1	9	567.41	3,523.64
全面防御	策略塔防类	2016/2/1	6	93.02	312.88
闪亮的爸爸	飞行射击类	2016/2/1	11	286.88	1,315.01
泥球大冒险	休闲益智类	2016/2/1	6	62.01	208.59
开心宝贝向前冲2	飞行射击类	2016/3/1	11	391.83	1,796.11
摄魂灯	动作类	2016/6/1	9	109.80	691.10
跑酷类游戏2	跑酷类	2016/7/1	7	130.69	588.99
美生元捕鱼2D-2	捕鱼类	2016/8/1	9	888.94	5,520.37
美生元捕鱼3D-1	捕鱼类	2016/12/1	9	964.60	5,990.19

游戏名称	游戏类别	上线时间	生命周期(月)	月最高收入	预测累计总收入
塔防类游戏 2	策略塔防类	2016/12/1	6	77.14	259.46
飞行射击游戏 2	飞行射击类	2017/1/1	11	485.12	2,223.76
竞速类游戏 2	竞速类	2017/3/1	6	163.35	549.45
跑酷类游戏 3	跑酷类	2017/5/1	7	318.20	1,434.07
消除类游戏	消除类	2017/7/1	9	92.48	425.25
塔防类游戏 3	策略塔防类	2017/9/1	6	136.13	457.88
美生元捕鱼 2D-3	捕鱼类	2017/10/1	9	1,153.73	7,164.73
动作类游戏 2	动作类	2017/10/1	9	99.23	624.55
飞行射击游戏 3	飞行射击类	2017/11/1	11	578.41	2,651.40
美生元捕鱼 3D-2	捕鱼类	2017/12/1	9	1,191.56	7,399.64

根据美生元研发团队的研发成果及研发团队发展规划,未来美生元每年将研发 6-7 款手游,评估预测中的手游平均生命周期为 8.69 个月。预测拟发行游戏生命周期较历史期数据短 1-2 个月,为基于谨慎预测原则,剔除收入贡献较少的生命周期末尾月份所致。评估过程中预测的新游戏研发周期与同行业水平及美生元历史表现保持一致。

业绩承诺期美生元拟发行自研游戏的月最高收入较报告期内所发行游戏有所增长的原因因为美生元各研发团队对相应类别游戏的研发经验积累愈加丰富,所研发游戏质量不断提高,以及美生元发行平台所覆盖用户数及各类合作资源不断增加。2013 年-2015 年 9 月,美生元平均每月付费人次、合作 SP 数量、合作 CP 数量及合作渠道数量情况如下表所示:

项目	2013 年度	2014 年度	2015 年 1-9 月
平均每月付费人次(万)	52.38	76.32	249.38
SP 合作数量(家)	20	53	416
CP 合作数量(家)	5	8	16
渠道合作数量(家)	15	129	175

由上表可知,2013 年-2015 年 9 月,美生元的合作方数量、发行平台所覆盖的用户数量处在快速增长阶段。业绩承诺期内,美生元发行平台覆盖用户规模也将延续增长态势。

3、通过分析美生元以往的移动单机游戏的发行数据，结合各款移动单机游戏在基准日前的收入表现，美生元对于基准日后预计能继续运营的各款移动单机游戏做了单独预测。截至2015年9月，美生元各类别正在运营的移动单机游戏历史月最高收入、预测收入、累计总收入情况举例如下：

单位：万元

游戏名称	游戏类别	上线时间	预计生命周（月）	历史月最高收入	预测收入	累计总收入
金蟾千炮捕鱼	捕鱼类	2015/1/1	14	584.40	1,133.70	4,697.03
天天爱跑酷	跑酷类	2015/7/1	14	568.66	2,104.63	3,501.50
糖果消消乐3	消除类	2015/7/1	13	217.85	938.94	1,543.94
全民僵尸大战	射击类	2015/1/1	16	683.39	254.40	4,197.34
炫斗江湖	动作类	2015/4/1	13	109.63	184.44	643.58

4、报告期及业绩承诺期内，美生元发行游戏数量情况如下表所示，其中2015年10月至2017年数据为预测数据：

项目	2013年	2014年	2015年1-9月	2015年10-12月	2015年	2016年	2017年
自研立项游戏数量	-	2	2	3	5	7	6
自研游戏上线数量	-	2	3	1	4	9	9
非自研游戏上线数量	9	8	79	32	111	126	154
合计	9	10	82	33	115	135	163

业绩承诺期内，美生元拟发行游戏数量的增加较为合理。

5、业绩承诺期内，美生元的预测收入情况如下表所示：

单位：万元

项目	2015年1-9月实际数	2015年10-12月预测数	2015年预测数	2016年预测数	2017年预测数
移动单机游戏收入	25,083.30	11,800.36	35,110.06	57,965.12	89,217.54
移动网络游戏收入	152.67	713.07	865.74	452.66	618.60
移动广告业务收入	2,922.33	2,153.97	5,045.73	8,846.59	10,615.90
主营业务收入	28,158.31	14,667.39	42,825.70	67,264.36	100,452.04
净利润预测结果	<b>11,008.74</b>	<b>6,921.80</b>	<b>17,930.54</b>	<b>29,491.07</b>	<b>39,115.99</b>
承诺净利润数	-	-	<b>18,000.00</b>	<b>32,000.00</b>	<b>46,800.00</b>

本次净利润承诺方对 2015 年、2016 年和 2017 年的业绩补偿承诺高于净利润预测结果，即承诺净利润能足额覆盖收益法评估预测的标的公司净利润。

在《重组报告书》“第十三章 其他重要事项”之“十、本次交易业绩承诺的具体依据及合理性分析”补充披露相关内容。

### （三）独立财务顾问核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：结合相关行业现状及未来发展趋势、标的公司目前业务开展情况、盈利情况及未来发展情况，上述业绩承诺具有合理性。

**（2）如果本次重大资产重组 2015 年度未实施完成，如何安排利润补偿期及盈利预测的补偿方式，并请独立财务顾问对补偿安排的可行性、合理性发表明确意见。**

回复：

#### （一）《现金及发行股份购买资产协议》关于盈利预测补偿

##### 1、业绩补偿承诺期限及承诺净利润数

本次交易业绩承诺的承诺年度为 2015 年度、2016 年度和 2017 年度。交易对方中余海峰、聚力互盈、天津乐橙、火凤天翔（以下称“净利润承诺方”）承诺，美生元在 2015 年度、2016 年度、2017 年度实现的合并报表归属于母公司股东的净利润（扣除美生元因股份支付而产生的损益[包括：A. 美生元已实施管理层激励确认的股份支付费用；B.美生元对火凤天翔、杭州哲信的股份支付处理产生的无形资产摊销，即利润补偿期间每年摊销金额 433.33 万元]）分别不低于人民币 18,000 万元、人民币 32,000 万元、人民币 46,800 万元（以下简称“承诺净利润数”）。

##### 2、实际净利润数与承诺净利润数差额的确定

在利润补偿期间，如果美生元实现的经审计的累积净利润不足承诺净利润数的，则由净利润承诺方以现金及股份的方式按《现金及发行股份购买资产协议》的约定向帝龙新材进行利润补偿。

净利润承诺方中各方之间按其取得本次交易对价占净利润承诺方总对价的比例承担盈利预测补偿及减值测试补偿义务，具体各净利润承诺方承担补偿义务的比例如下：

序号	净利润承诺方	原持有美生元股权比例(%)	补偿比例 (%)
1	余海峰	37.98%	56.53%

2	聚力互盈	8.21%	12.22%
3	天津乐橙	15.00%	22.32%
4	火凤天翔	6.00%	8.93%
合计		67.19%	100.00%

同时净利润承诺方中各方对履行《现金及发行股份购买资产协议》项下约定的盈利预测补偿及减值测试补偿义务相互承担连带保证责任。

### 3、补偿方式

若在利润补偿期间经审计美生元累积净利润实现数不足累积承诺净利润数的，帝龙新材应在其每个利润补偿年度的年度报告披露后的 10 日内以书面方式通知净利润承诺方应补偿金额，并根据净利润承诺方持有帝龙新材股份的权利状态情况及标的公司净利润实现数情况确定补偿方案并启动实施补偿应履行的法定程序。在相应法定程序履行完毕后，净利润承诺方应在接到帝龙新材通知后的 30 日内按以下方式补足实际净利润数与承诺净利润数之间的差额（即利润差额）：

#### （1）当年度应补偿金额

1)若美生元利润补偿期间内，当年度实际净利润达到了承诺净利润数的 85%（含本数）以上但未达到承诺净利润数的，则当年度应补偿金额（A）=（截至当年累积承诺净利润数-截至当年累积实际净利润数）×3-已补偿金额。

2)若美生元利润补偿期间内当年度实际净利润未达到承诺净利润数的 85%（不含本数），则当年度应补偿金额（B）=（截至当年累积承诺净利润数-截至当年累积实际净利润数）÷利润补偿期间累积承诺净利润数×标的资产交易价格-已补偿金额。

以上公式运用中，应遵循：（a）累积补偿金额不超过《现金及发行股份购买资产协议》约定的净利润承诺方所取得的标的资产交易对价（含税）及本次新增发行股份登记完成后至补偿日期间所取得的现金分红之和；（b）在逐年补偿的情况下，如某年度计算的应补偿金额小于 0 时，按 0 取值，以前年度已经补偿的金额不回冲。

#### （2）补偿方式

1)若美生元利润补偿期间内当年度实际净利润达到了承诺净利润数的 85%（含本数）以上但未达到承诺净利润数的，则净利润承诺方可选择以现金或股份方式补偿利润差额。如净利润承诺方选择进行现金补偿的，则净利润承诺方应在

收到帝龙新材通知之日起 30 日内支付完毕当年度应补偿金额（A）；如净利润承诺方选择进行股份补偿的，则对于股份补偿部分，帝龙新材将以总价人民币 1 元的价格定向回购净利润承诺方当年度应补偿的股份数量并予以注销，且当年度应补偿股份数量如下：

当年度应补偿股份数量=当年度应补偿的金额（A）÷本次发行股份购买资产的发行价格。

以上公式运用中，应遵循：（a）如帝龙新材在利润补偿期间实施送股、公积金转增股本的，则应对股份补偿数量进行相应调整，调整后的应补偿股份数量=按上述公式计算的当期应补偿股份数量×（1+转增或送股比例）；（b）如果帝龙新材在本次新增发行股份登记完成后至补偿日期间实施现金分红，净利润承诺方需将应补偿股份在补偿前累计获得的现金分红一并补偿给帝龙新材；（c）依据上述公式计算的当年应补偿股份数量精确至个位数，如果计算结果存在小数的，则舍去小数取整数，对不足 1 股的剩余对价由净利润承诺方以现金支付。

如按以上方式计算的当年应补偿股份数量大于净利润承诺方届时持有或可处分的股份数量时，差额部分由净利润承诺方继续以现金方式补偿，并在收到帝龙新材通知之日起 30 日内支付完毕。

2)若美生元利润补偿期间内当年度实际净利润未达到承诺净利润数 85%（不含本数）的，则净利润承诺方以股份方式补偿利润差额，且当年度应补偿股份数量=当年度应补偿的金额（B）÷本次发行股份购买资产的发行价格。

以上公式运用中，应遵循：（a）如帝龙新材在利润补偿期间实施送股、公积金转增股本的，则应对股份补偿数量进行相应调整，调整后的应补偿股份数量=按上述公式计算的当期应补偿股份数量×（1+转增或送股比例）；（b）如果帝龙新材在本次新增发行股份登记完成后至补偿日期间实施现金分红，净利润承诺方需将应补偿股份在补偿前累计获得的现金分红一并补偿给帝龙新材；（c）依据上述公式计算的当年应补偿股份数量精确至个位数，如果计算结果存在小数的，则舍去小数取整数，对不足 1 股的剩余对价由净利润承诺方以现金支付。

如按以上方式计算的当年应补偿股份数量大于净利润承诺方届时持有或可处分的股份数量时，差额部分由净利润承诺方继续以现金方式补偿，并在收到帝龙新材通知之日起 30 日内支付完毕。



3) 对于净利润承诺方按照《现金及发行股份购买资产协议》约定进行股份补偿的, 帝龙新材在每个利润补偿年度的年度报告披露后的 2 个月内就应补偿股份回购事宜召开股东大会, 并在公告股东大会决议之日后的 3 个月内办理完毕股份回购注销事宜。

如上述回购股份并注销事宜由于帝龙新材减少注册资本事宜未获相关债权人认可或未经股东大会通过等原因而无法实施的, 则净利润承诺方承诺 2 个月内将等同于上述回购股份数量的股份赠送给其他股东(“其他股东”指帝龙新材赠送股份实施公告中所确定的股权登记日登记在册的除净利润承诺方之外的股份持有者), 其他股东按其持有股份数量占股权登记日扣除净利润承诺方持有的股份数后帝龙新材的股份数量的比例享有获赠股份。

由于司法判决或其他原因导致净利润承诺方在股份锁定期内转让其持有的全部或部分帝龙新材股份, 使其所持有的股份不足以履行《现金及发行股份购买资产协议》约定的补偿义务或其本次认购的股份不足以履行《现金及发行股份购买资产协议》约定的补偿义务时, 不足部分由净利润承诺方以现金方式进行补偿, 并在收到帝龙新材通知之日起 30 日内支付完毕。

#### 4、减值测试

在利润补偿期限届满时, 由帝龙新材聘请合格审计机构在不晚于帝龙新材前一个会计年度的年度报告披露后 1 个月内, 对标的资产进行减值测试并出具专项审核意见。如标的资产期末减值额大于利润补偿期间内净利润承诺方已支付的补偿金额, 则净利润承诺方应向帝龙新材另行补偿。

##### (1) 补偿金额

减值测试需补偿金额=标的资产期末减值额-利润补偿期内净利润承诺方已支付的补偿金额。

##### (2) 补偿方式

减值测试后如确定净利润承诺方需履行另行补偿义务的, 则由净利润承诺方以股份补偿的方式向帝龙新材履行补偿义务, 具体为:

减值测试需补偿股份数量=减值测试需补偿金额÷本次发行股份购买资产的发行价格

以上公式运用中, 应遵循:

(a) 如帝龙新材在利润补偿期间实施送股、公积金转增股本的，则应对股份补偿数量进行相应调整，调整后的应补偿股份数量=按上述公式计算的当期应补偿股份数量×(1+转增或送股比例) (b) 如果帝龙新材在本次新增发行股份登记完成后至补偿日期间实施现金分红，净利润承诺方需将应补偿股份在补偿前累计获得的现金分红一并补偿给帝龙新材；(c) 依据上述公式计算的当年应补偿股份数量精确至个位数，如果计算结果存在小数的，则舍去小数取整数，对不足 1 股的剩余对价由净利润承诺方以现金支付。

帝龙新材将以总价人民币 1 元的价格定向回购净利润承诺方按照前述标准确定的减值测试需补偿股份数量并予以注销。

帝龙新材在合格审计机构对减值测试出具专项审核意见后的 2 个月内就上述应补偿股份回购事宜召开股东大会，并在公告股东大会决议之日后的 3 个月内办理完毕股份回购注销事宜。

如上述回购股份并注销事宜由于帝龙新材减少注册资本事宜未获相关债权人认可或未经股东大会通过等原因而无法实施的，则净利润承诺方承诺 2 个月内将等同于上述回购股份数量的股份赠送给其他股东(“其他股东”指帝龙新材赠送股份实施公告中所确定的股权登记日登记在册的除净利润承诺方之外的股份持有者)，其他股东按其持有股份数量占股权登记日扣除净利润承诺方持有的股份数后帝龙新材的股份数量的比例享有获赠股份。

如按以上方式计算的减值测试需补偿股份数量大于净利润承诺方届时持有或可处分的股份数量时，差额部分由净利润承诺方以现金补偿，并在收到帝龙新材通知之日起 30 日内支付完毕。

**(二) 若本次重大资产重组 2015 年度未实施完成，利润补偿期和盈利预测的补偿方式不会发生变化。**

根据交易各方签署的《现金及发行股份购买资产协议》，本次交易业绩承诺的承诺年度为 2015 年度、2016 年度和 2017 年度。

根据各方协商，如果本次重大资产重组 2015 年度未实施完成，利润补偿期和盈利预测的补偿方式不会发生变化，即：如果本次重大资产重组 2015 年未实施完成，上市公司于 2015 年度结束后将对美生元进行审计，以确定 2015 年的实际净利润数，以及实际净利润数与承诺净利润数的差异。若 2015 年的实际净利

润数低于承诺净利润数，净利润承诺方将按照《现金及发行股份购买资产协议》中有关盈利预测补偿的约定，确定应补偿金额、补偿方式并实施业绩补偿。

根据《上市公司重大资产重组管理办法》第三十五条第三款“上市公司向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象购买资产且未导致控制权发生变更的，不适用本条前二款规定，上市公司与交易对方可以根据市场化原则，自主协商是否采取业绩补偿和每股收益填补措施及相关具体安排。”本次交易所涉及的补偿安排非《上市公司重大资产重组管理办法》第三十五条强制性要求，帝龙新材与交易对方根据市场化原则，自主协商的盈利预测具有合理性。

结合 2013 年、2014 年多个 A 股上市公司收购移动游戏企业案例的市盈率水平分析，基准日当年市盈率平均值为 16.81，基准日次年市盈率平均值为 11.00，基准日当年市净率平均值为 28.14。本次交易基准日当年市盈率为 18.89 倍、基准日次年市盈率为 10.63 倍、基准日当年市净率为 19.82 倍。基于标的公司经营业绩的快速增长，本次交易定价的市盈率和市净率符合可比交易的水平，本次交易作价具有合理性。

此外，依据净利润承诺方的盈利预测承诺，本次交易标的资产的未来年度的承诺净利润情况及对赌率情况如下：

标的公司	承诺利润			合计
	2015 年	2016 年	2017 年	
	18,000	32,000	46,800	96,800
本次交易	交易定价			业绩承诺覆盖率
	340,000			28.47%

本次交易的承诺利润增长率较高，交易定价相比累计业绩承诺的业绩承诺覆盖率合理，本次交易作价具有合理性。

在《重组报告书》“重要事项提示”之“七、业绩承诺”以及“第十三章 其他重要事项”之“十一、若本次重大资产重组 2015 年度未实施完成，利润补偿期和盈利预测的补偿方式不会发生变化”补充披露相关内容。

### （三）独立财务顾问核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：本次交易所涉及的补偿安排非《上市公司重大资产重组管理办法》第三十五条强制性要求，帝龙新材与交易对方根据市场化

原则，自主协商的盈利预测补偿方案切实可行、具有合理性。

**问题 3、根据草案，交易标的美生元 100%股权经审计账面值为 17,152.09 万元，评估值为 347,160.69 万元，评估增值 330,008.60 万元，评估增值率 1,924.01%，请结合行业发展状况、竞争对手、美生元市场排名及市场份额、新款游戏产品推出及盈利情况等方面，分析 2015 年及以后年度营业收入和营业成本的测算依据及预测合理性，请独立财务顾问、资产评估师核查并发表明确意见；**

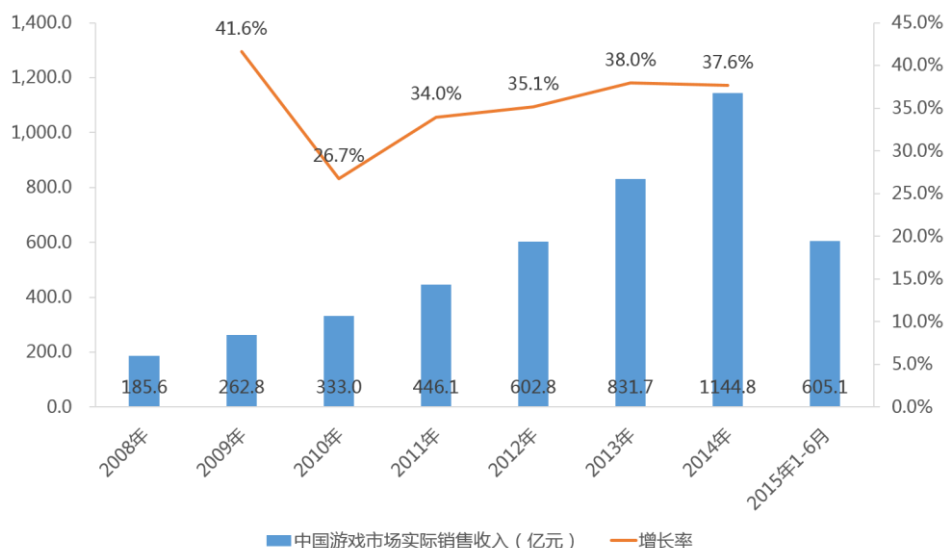
**回复：**

#### **（一）美生元所属游戏行业发展状况**

美生元的主营业务为移动游戏的研发和发行，属于游戏行业的细分子行业。报告期内公司以移动单机游戏的发行业务为主，2015 年以来开展移动单机游戏的自主研发和移动网络游戏的联合运营业务。参照中国证监会 2012 年 10 月 26 日公布的《上市公司行业分类指引》（2012 年修订），移动游戏业务属于“信息传输、软件和信息技术服务业”项下的“I65 软件和信息技术服务业”。

近些年，中国游戏行业发展迅速，行业规模与市场容量不断扩大。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《2014 年中国游戏市场产业报告》及《2015 年 1-6 月中国游戏产业报告》，从 2008 年开始，中国游戏市场实际销售收入快速增长，经过短短的七年时间，即从 185.6 亿元人民币增长至 1144.8 亿元人民币，七年累积增幅为 616.81%，而 2015 年 1-6 月实际销售收入即达到 605.1 亿元。

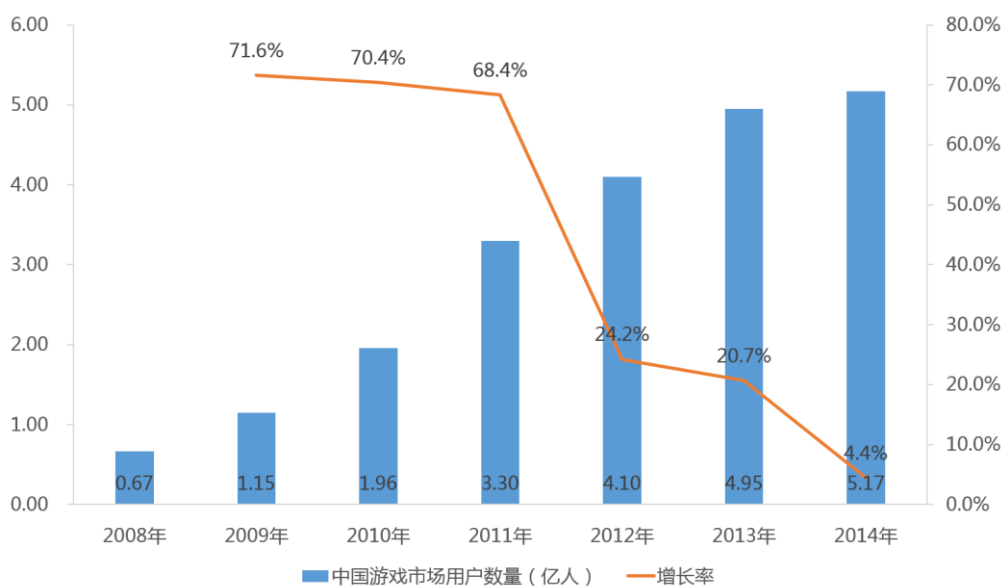
2008 年-2015 年 1-6 月中国游戏市场销售收入图



数据来源：GPC、IDC、CNG 报告

与此同时，中国游戏市场用户数量也从 2008 年的 0.67 亿人增长到 2014 年的 5.17 亿人，七年累积增幅为 771.64%。

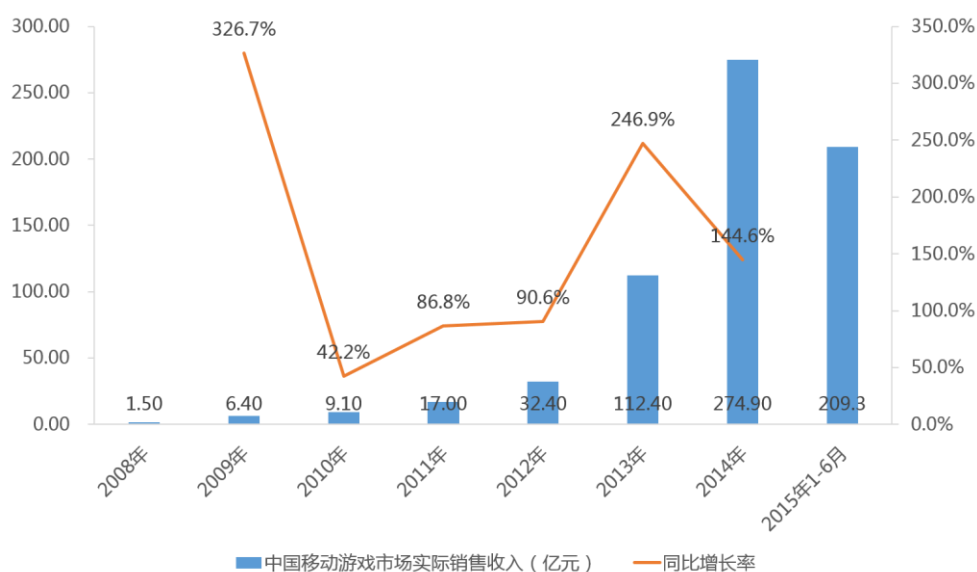
2008 年-2014 年中国游戏市场用户数量图



数据来源：GPC、IDC、CNG 报告

在游戏产业中，移动游戏是目前中国游戏中增长最快的细分市场。伴随着移动互联网技术的深度应用和移动终端的广泛普及，移动游戏很好地结合了移动终端的便携性和现代人的碎片化娱乐需求，移动游戏市场得到快速发展，市场销售收入、用户数量 and 市场份额都有大幅增长。从 2008 年到 2014 年，中国移动游戏市场实际销售收入从 1.5 亿元人民币增长至 274.9 亿元人民币，七年累积增幅为 18326.67%，而 2015 年 1-6 月实际销售收入即达到 209.3 亿元。

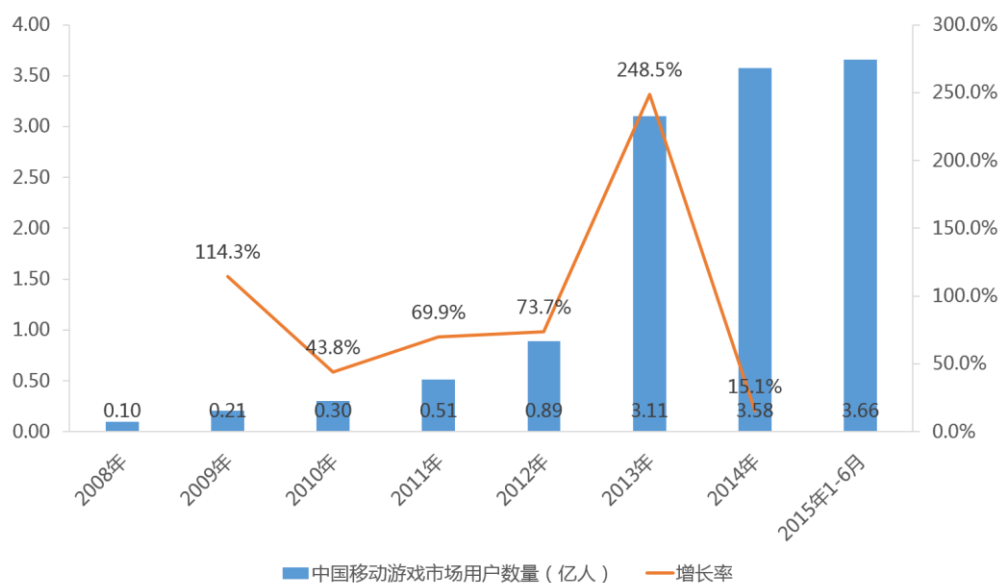
2008年-2015年1-6月中国移动游戏市场销售收入图



数据来源：GPC、IDC、CNG 报告

与此同时，中国移动游戏市场用户数量从 2008 年的 0.1 亿人增长到 2014 年的 3.58 亿人，年复合增长率为 231.65%，移动游戏用户数量增长迅速。

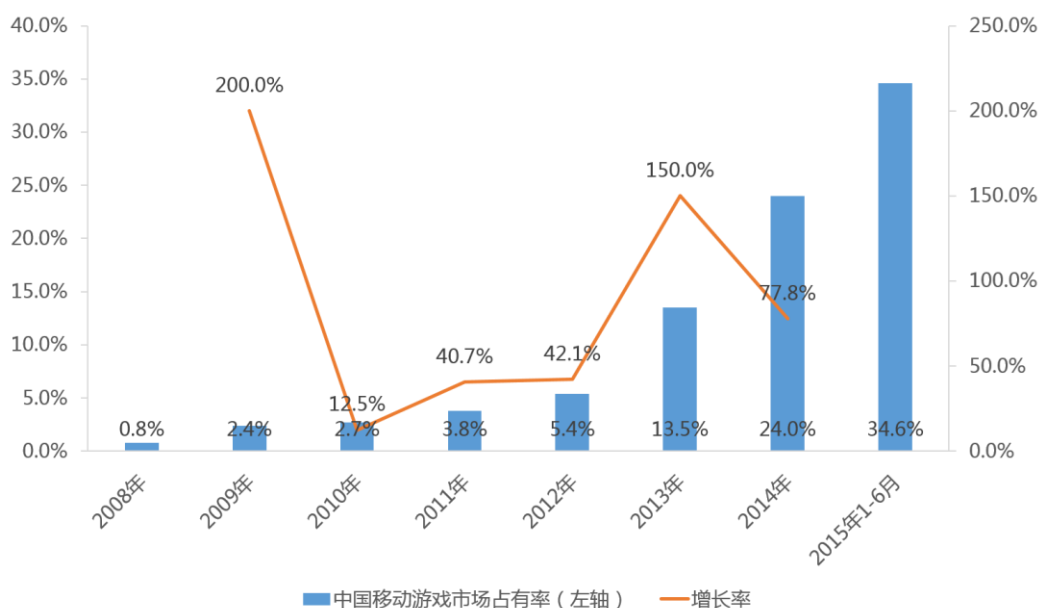
2008年-2015年1-6月移动游戏市场用户数量图



数据来源：GPC、IDC、CNG 报告

在市场占有率方面，2008 年中国移动游戏细分市场仅占整个中国游戏市场的 0.8%，经过七年的快速增长，2014 年移动游戏的占有率已经达到 24%，截至 2015 年 6 月底，市场占有率增长到 34.6%，移动游戏已成为游戏产业发展的重要支撑力量。

2008年-2015年1-6月中国移动游戏市场占有率图



数据来源：GPC、IDC、CNG 报告

按移动游戏过程中是否需要联网划分，中国移动游戏市场由移动网络游戏市场和移动单机游戏市场构成。2014年，按实际销售收入计算，移动网络游戏占总体移动市场的78.3%，移动单机游戏占21.7%。



数据来源：GPC、IDC、CNG 报告

## (二) 竞争对手分析

目前国内移动游戏行业拥有一部分优秀的移动游戏开发与发行商，形成了一定的竞争格局。就移动游戏行业整体来说，美生元的主要竞争对手情况如下所示：

### 1、北京触控科技有限公司（以下简称“触控科技”）

触控科技成立于2010年4月，其开发了两款名列苹果应用商店收入最快的游戏应用《捕鱼达人》和《魔法学院》，其中《捕鱼达人》在中国拥有2亿激活用户，是中国最成功的休闲游戏产品之一。2012年9月，《捕鱼达人2》游戏上

线，曾位居 iPad 排行榜的前列。在发行方面，触控科技在 2014 年 9 月之前一共拥有 93 款游戏的代理发行权，包括《我叫 MT Online》、《魂斗罗进化革命》、《时空猎人》、《乱斗堂》、《鳄鱼小顽皮爱洗澡 2》等热门手游。

#### 2、上海雪鲤鱼计算机科技有限公司（以下简称“雪鲤鱼”）

雪鲤鱼成立于 2005 年，专业从事无线娱乐应用服务，自成立以来，其在手机游戏制作方面持续保有良好口碑，诸多手机游戏频频获奖，连续多年获得上方网中国手机游戏企业 30 强称号。雪鲤鱼共开发了超过 50 款原创游戏产品，覆盖类型全面，包括：棋牌，射击，动作，动感应，角色扮演等多种类型。代表性游戏作品包括《金榜斗地主》、《全民爱消除》、《泡泡龙勇者传奇》、《超级格斗之王》等。根据已披露审计报告，2014 年度该公司实现营业收入 12,647.64 万元，归属于母公司股东的净利润 7,476.52 万元。

#### 3、北京爱乐游信息技术有限公司（以下简称“爱乐游”）

爱乐游成立于 2008 年 11 月，主要游戏产品包括《雷霆战机》系列、《水果武士》系列、《大鱼吃小鱼》系列等移动休闲游戏，《英雄 OL》、《修真天下》等移动 WAP 游戏，以及《英雄无双》、《雷霆战机 OL》等移动网络游戏。

#### 4、南京颂歌网络科技有限公司（以下简称“颂歌网络”）

颂歌网络是一家专注于 J2ME 手机游戏开发的软件公司，凭借自身产品研发实力，颂歌网络在国内外手机应用比赛中多次获得大奖，和新浪、腾讯、网易、TOM、诺基亚、摩托罗拉、三星等厂商结成伙伴并进行各种合作。其代表性游戏产品有《多啦 A 梦大雄奇幻大冒险》、《武林外传明星斗地主》、《三国演义-常山赵子龙》、《龙珠 Z 传说》等。

#### 5、合肥乐堂动漫信息技术有限公司（以下简称“乐堂动漫”）

乐堂动漫成立于 2009 年 3 月，是一家立志以互联网游戏社区门户为发展起点，集各种手机动漫、手机游戏、网页游戏、社交游戏的研发、运营、销售为一体的高新技术企业。目前合肥乐堂主要为中国移动、中国联通、中国电信、腾讯、TOM、空中网、印尼 MNC 等国内外的游戏运营商及平台提供各类游戏产品。

### （三）营业收入与成本的测算依据及新款游戏产品推出情况

#### 1、营业收入的预测



标的公司未来年度的收入结构包括移动单机游戏收入、移动网络游戏收入和移动广告收入三个业务线。企业根据游戏玩家充值及消费的金额，按照与增值电信业务提供商、广告业务客户等的合作协议计算后的分成金额确认收入。

(1) 历史营业收入情况

标的公司近年至评估基准日主营业务收入情况如下：

单位：万元

项目	2013年	2014年	2015年1-9月
移动单机游戏收入	3,534.99	6,192.64	25,083.30
移动网络游戏收入	-	-	152.67
移动广告及其他收入	135.80	139.79	2,922.33
合计	3,670.79	6,332.42	28,158.31

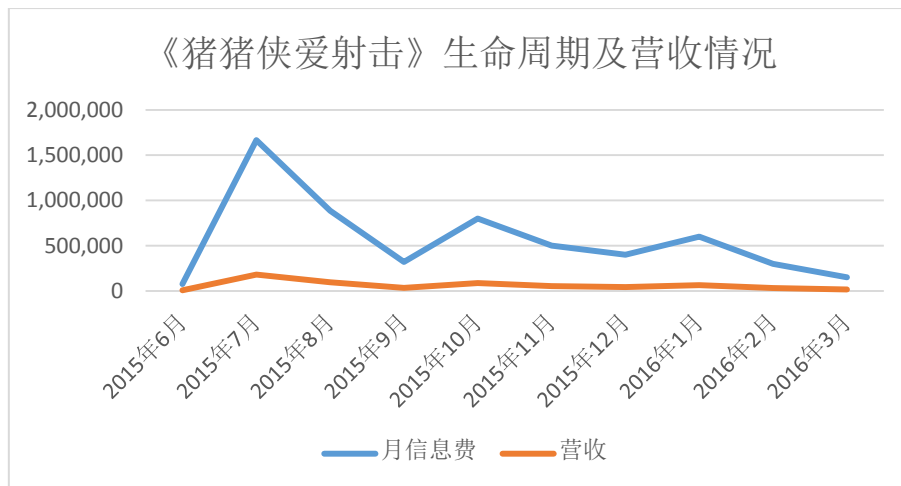
(2) 营业收入分析与预测

① 移动单机游戏业务

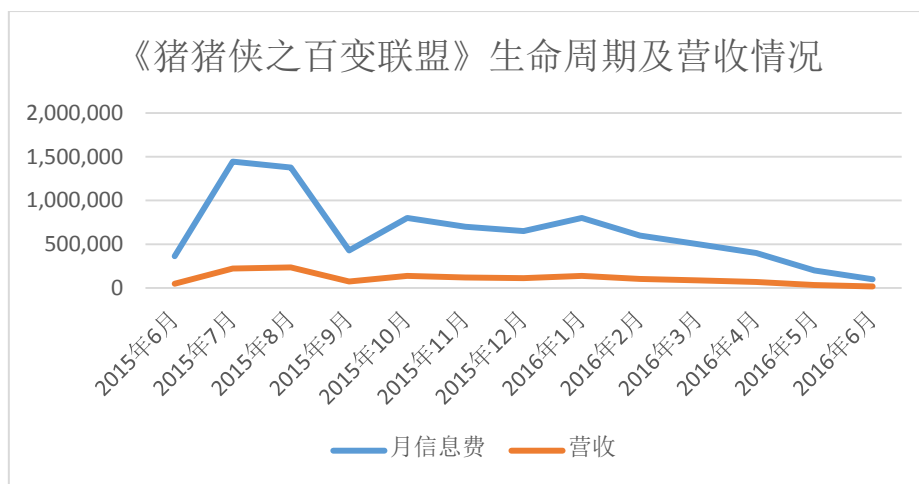
i. 移动单机游戏授权运营模式

截至基准日，标的公司通过授权运营模式运作的游戏为《猪猪侠爱射击》与《猪猪侠之百变联盟》两款移动单机游戏。对于《猪猪侠爱射击》与《猪猪侠之百变联盟》，标的公司根据两款游戏的历史运营数据结合运营人员的经验做出了单独预测，具体情况如下：

● 《猪猪侠爱射击》



● 《猪猪侠之百变联盟》



截至基准日，评估人员未收集到授权运营模式将有后续上线游戏的材料，谨慎起见，未对该运营模式做新增游戏的收入预测。

#### ii. 移动单机游戏发行模式

根据企业游戏运营数据与历史财务数据，2013年-2015年9月份，移动单机游戏运营情况如下表所示：

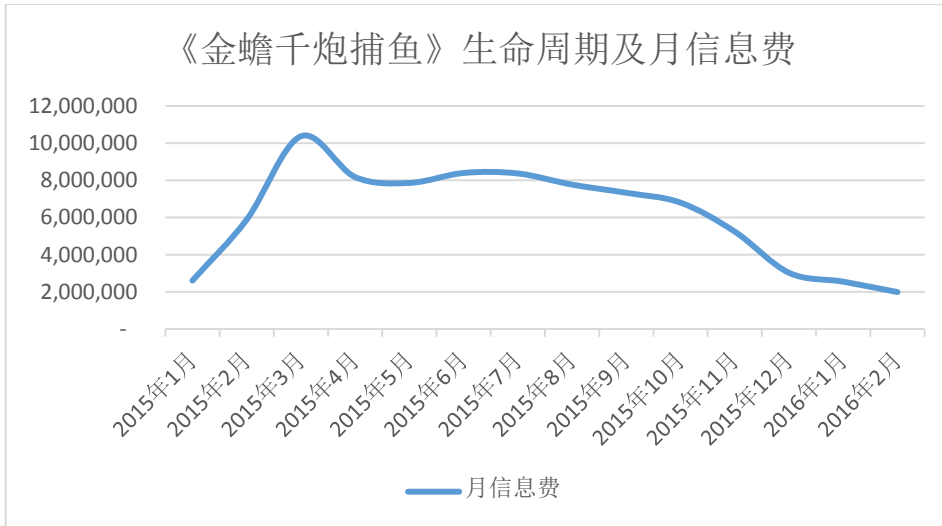
单位：万元(含税)

项目	2013年	2014年	2015年1-9月
信息费(月流水)	6,442.77	11,866.09	48,156.62
新增用户数	2,933.26	4,433.28	10,425.77
付费用户数	628.52	915.80	2,244.41
新增 ARPU 值	2.20 元	2.68 元	4.62 元
付费 ARPU 值	10.25 元	12.96 元	21.46 元

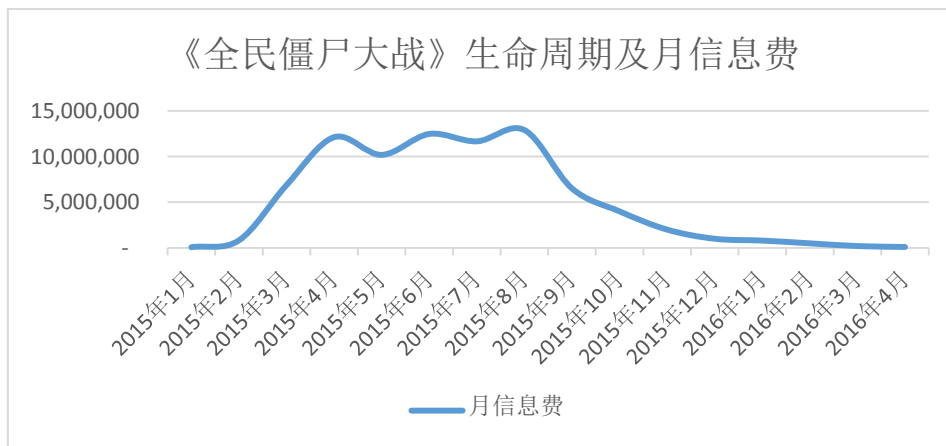
移动单机游戏的生命周期均在 3-20 个月之间。其中，企业对捕鱼类游戏把握较为成熟，正式上线运营后，单款捕鱼类游戏的生命周期一般为 9-15 个月。根据历史运营数据结合企业运营人员的经验，基准日后还将继续运营的捕鱼类游戏预计将于 2016 年 2 月下线(于 2015 年 1 月上线)，其他类型游戏预计最晚也将在 2016 年 8 月下线。

以下举例摘录了各款于基准日后还将继续运营的移动单机游戏完整生命周期的信息费表现：

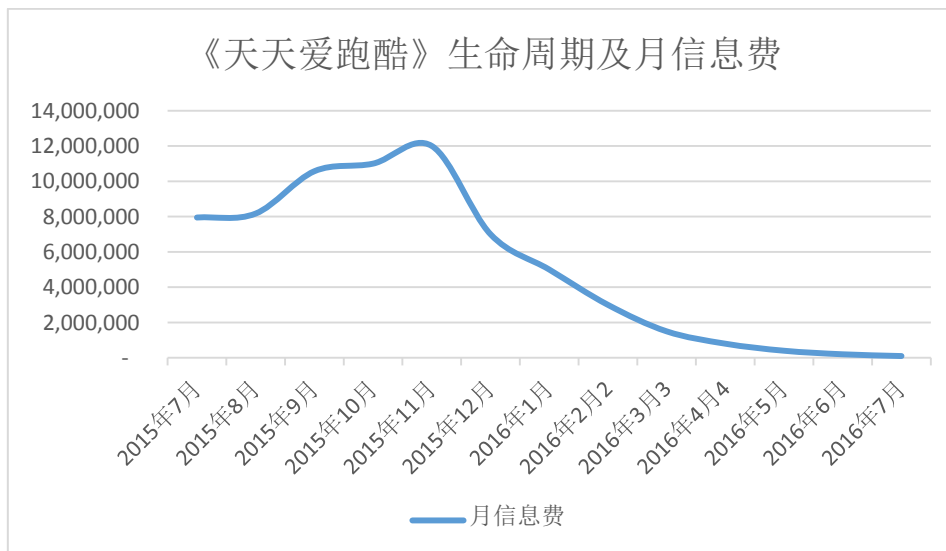
- 《金蟾千炮捕鱼》(捕鱼类)



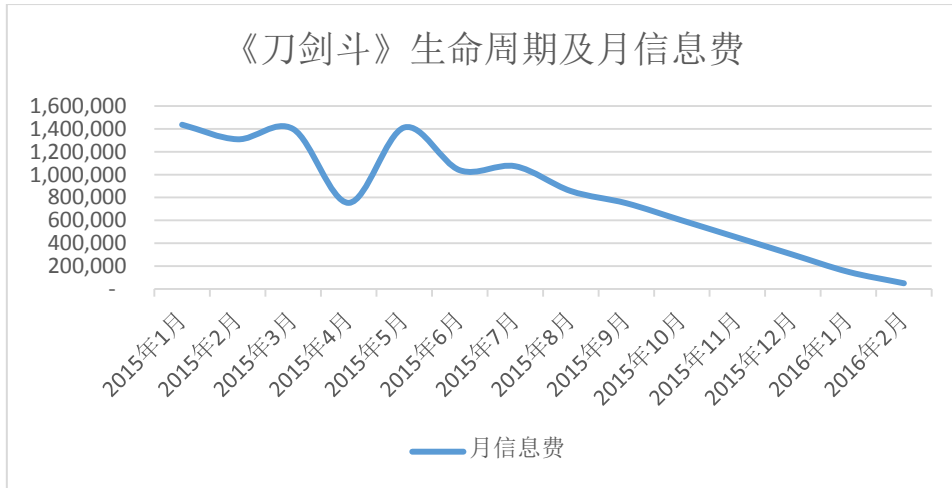
● 《全民僵尸大战》(射击类)



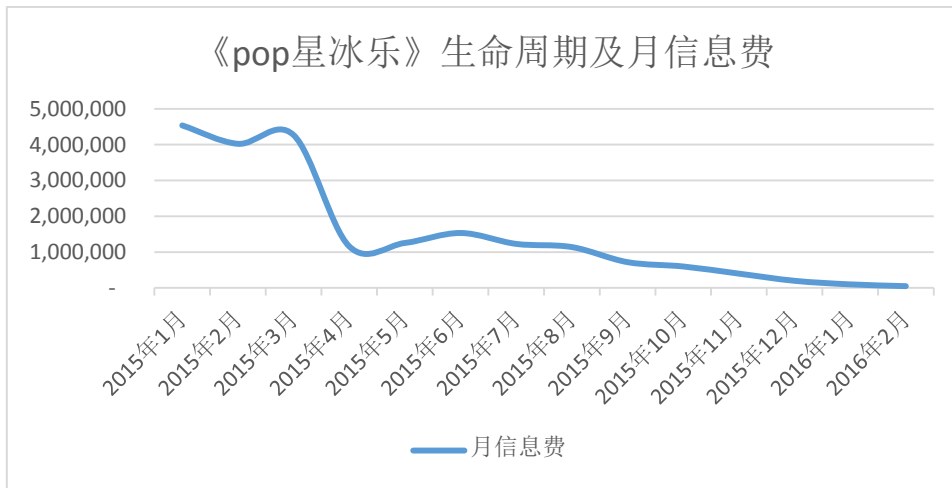
● 《天天爱跑酷》(跑酷类)



● 《刀剑斗》(动作类)



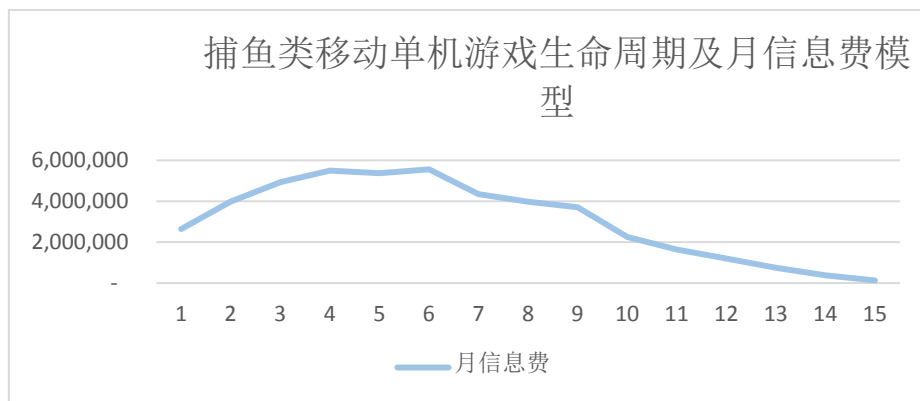
● 《pop 星冰乐》(消除类)



➤ 未来移动单机游戏收入模型及预测

未来各类别游戏收入预测模型数据取自、参考企业历史已运营游戏的运营数据(各类型游戏 2015 年 1-9 月运营数据的平均值或较成熟类型游戏的典型游戏数据), 各类型游戏模型具体情况及各阶段特点如下:

a) 捕鱼类移动单机游戏模型



**测试期：**一般持续 3-7 天。在这个阶段，企业移动单机游戏运营人员将对游戏的运营数据表现进行小规模测试。如果移动单机游戏的测试运营数据无法达到预期，运营人员将与移动单机游戏提供商(开发团队)沟通调试或放弃、拒绝上线该款游戏。而符合测试运营数据的移动单机游戏将很快进入下一个运营阶段。

**成长期：**一般持续 2-3 个月。在这个阶段，企业商务运营人员频繁与渠道沟通，将渠道的优先营销推广资源调配至新上线的移动单机游戏。月新增激活用户及月活跃用户数量快速增长；渠道推广的首批移动单机游戏用户被发掘；付费用户数比例较高，同时月信息费增长幅度较大。

**稳定期：**一般持续 3-5 个月。在这个阶段，渠道不再将最优先的营销推广资源调配至该移动单机游戏。月新增用户数开始下降，同样，月活跃用户数和月付费用户数也开始有所下降。但新增 ARPU 与付费 ARPU 值相较于成长期略有上升，并整体保持平稳。企业商务运营人员会根据游戏的发行情况提出游戏的修改建议，反馈给游戏内容提供商。游戏内容提供商会根据商务运营部门的反馈，对游戏进行整体内容的迭代升级，提升用户体验。月信息费略微下降但还保持在一个比较高的水平。

**退化期：**一般持续 5-7 个月。在这个阶段，渠道将减少移动单机游戏的营销推广资源，新增激活用户较快速的减少。又由于捕鱼类移动单机游戏的单玩家游戏生命周期较短，故月活跃用户数也快速减少。后期被发掘的游戏玩家付费欲望并不强烈，虽然可能还有极少数的留存玩家，但是月信息费水平开始下降。随着时间段推移，月信息费降幅越来越大。企业结合现有游戏经济寿命的因素，会在该阶段根据新上线游戏推广计划对既有游戏后期的维护人员数量进行调整，科学安排新游戏的测试上线时间，实现新旧游戏间的切换与人员调配，使得渠道资源利用率与人员利用率得到最大化，人工成本得以有效控制，故而老游戏在退化期末终止。整个捕鱼类移动单机游戏的生命周期约为 15 个月。

根据对企业目前运营的捕鱼类移动单机游戏历史年度业务指标逐一进行了研究分析，得出其游戏流水的变化趋势与游戏生命周期的各阶段变化趋势基本一致。

在进行各类别游戏收入模型分析时，评估人员使用了以下考量指标：

- 新增激活用户

指当月时间范围内，下载并打开移动单机游戏激活游戏内容的用户。由于移动单机游戏的单位用户生命周期一般不超过 2 个月，次月留存率非常低，下游渠道十分关注新增激活用户数。新增激活用户数是运营人员及渠道最关注的移动单机游戏运营推广调整指标之一。苏州美生元历史所发行移动单机游戏的新增激活用户数，在移动单机游戏发行运营的各个阶段表现差异明显。成长期，渠道将移动单机游戏放置于优先推广位置，新增激活用户数急剧增长；稳定期，移动单机游戏的渠道推广位置推后，新增激活用户数开始趋于平稳甚至有较小幅度的下降；退化期，移动单机游戏的渠道推广位置让位于新上线游戏，新增激活用户数急剧下降。

#### ●付费用户

付费用户为在当月有道具购买行为并有信息费结算的用户。对于单款移动单机游戏，付费用户变化情况与新增激用户在运营推广各阶段的发展状况相一致。

#### ●月信息费

月信息费为当月移动游戏用户因移动游戏应用内购买服务或道具，通过移动运营商结算的支付金额。

#### ●新增 ARPU 值

新增 ARPU 值=月信息费/新增激活用户数

新增 ARPU 值，可以衡量渠道推广产生的用户信息费转化效率。

在移动单机游戏的运营推广过程中，渠道时刻关注着新增 ARPU 值的变化，平衡自身成本与收入，所以，新增 ARPU 值在很大程度上决定了单款移动单机游戏的存亡、推广力度及最终搞定运营数据表现。苏州美生元历史已发行游戏的新增 ARPU 值在移动单机游戏成长期与稳定期较为稳定，而在退化运营阶段会有小幅上升，企业认为这是由于临近游戏生命周期结束，留存了极少数付费 ARPU 值较高的用户，使得新增 ARPU 值在数值表现上有所上升，但是月信息费却会大幅下降。

#### ●付费 ARPU 值

付费 ARPU 值=月信息费/付费用户数

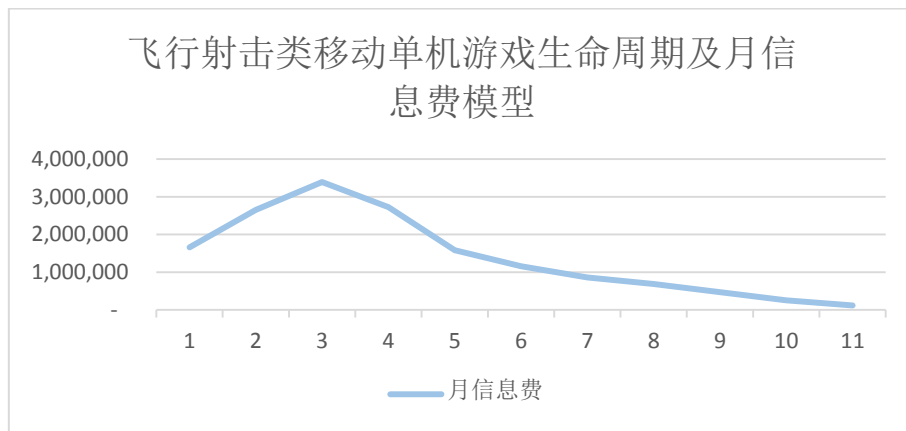
付费 ARPU 值，可以衡量每个用户的平均消费水平。

能够影响付费 ARPU 值的因素很多，游戏质量的好坏、运营活动的力度、用户群特征的吻合度以及用户付费能力是其中最为重要的几个因素。

游戏初期付费 ARPU 值较低，但随着研发团队根据运营部门反馈的调整建议改进游戏质量、调整计费点，移动单机游戏的付费 ARPU 值逐步提升。至退化运营期，由于付费用户均是沉淀后的较忠实用户，付费 ARPU 达到最高数值表现。

影响付费 ARPU 值的因素可归类为四点：游戏质量、运营情况、用户偏好、移动单机游戏发展阶段。对以上四点进行影响因素分析，游戏所处不同时期，所占权重比例不同，并对以上四点影响因素进行评价测算，得出不同游戏时期的付费 ARPU 值。

#### b) 飞行射击类移动单机游戏模型



飞行射击类移动单机游戏的整体运营阶段与捕鱼类移动单机游戏相近，游戏生命周期长度以及玩家付费率、新增 ARPU 值等数据有差异

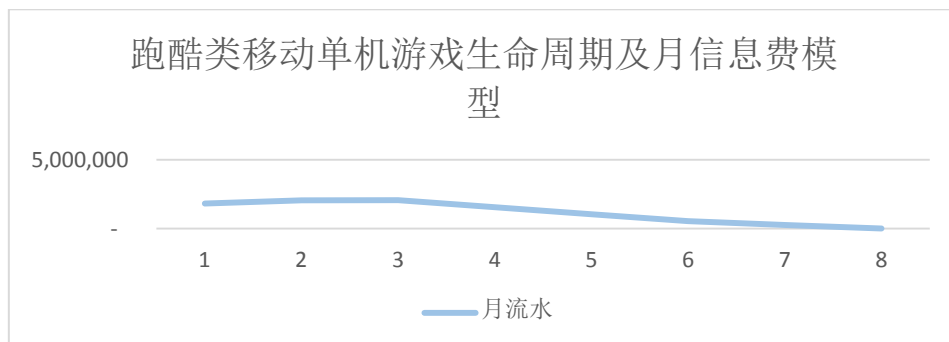
**测试期：**一般持续 1 周；

**成长期：**一般持续 2-3 个月；

**稳定期：**一般持续 1-2 个月；

**退化期：**一般持续 5-7 个月，整个飞行射击类移动单机游戏的生命周期约为 11 个月。

#### c) 跑酷类移动单机游戏模型



跑酷类移动单机游戏的整体运营阶段与捕鱼类移动单机游戏相近,但游戏生命周期长度以及玩家付费率、新增 ARPU 值等数据有差异

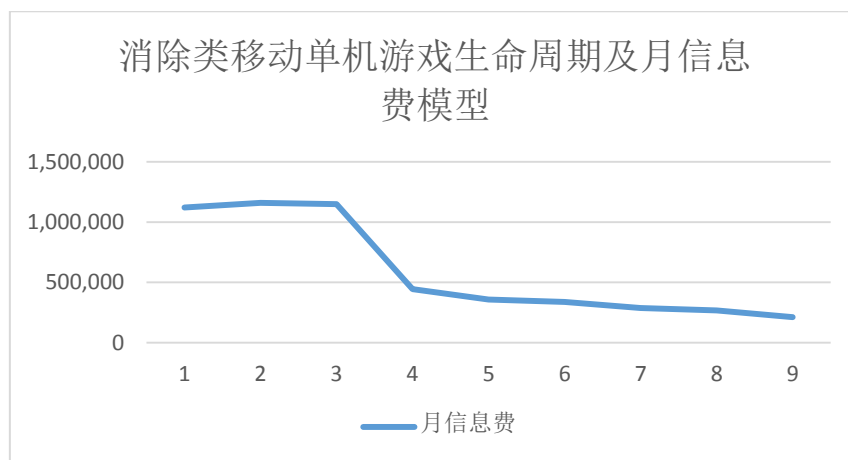
**测试期:** 一般持续 1 周;

**成长期:** 一般持续 1-2 个月;

**稳定期:** 一般持续 1-2 个月;

**退化期:** 一般持续 4-5 个月,整个跑酷类移动单机游戏的生命周期约为 8 个月。

#### d) 消除类移动单机游戏模型



消除类移动单机游戏的整体运营阶段与捕鱼类移动单机游戏相近,但游戏生命周期长度以及玩家付费率、新增 ARPU 值等数据有差异

**测试期:** 一般持续 1 周;

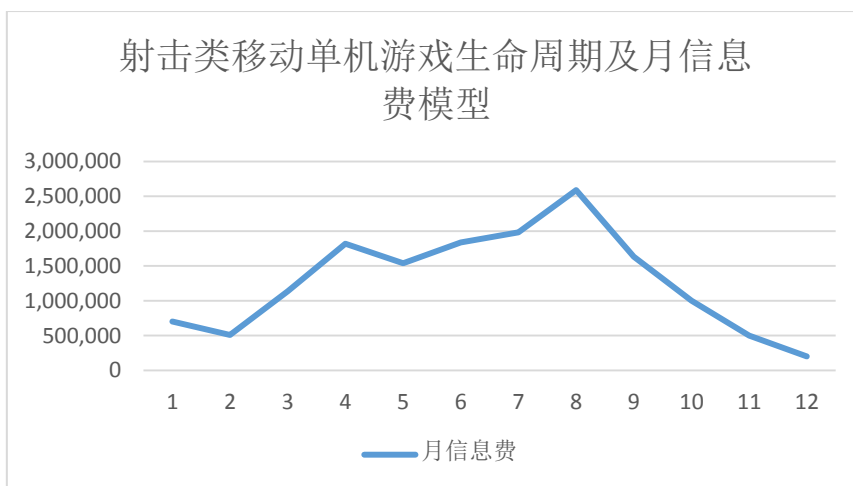
**成长期:** 一般持续 1-2 个月;

**稳定期:** 一般持续 1-2 个月;

**退化期:** 一般持续 5-6 个月,整个消除类移动单机游戏的生命周期约为 9 个月。

#### e) 射击类移动单机游戏模型





消除类移动单机游戏的整体运营阶段与捕鱼类单级手游相近,但游戏生命周期长度以及玩家付费率、新增 ARPU 值等数据有差异

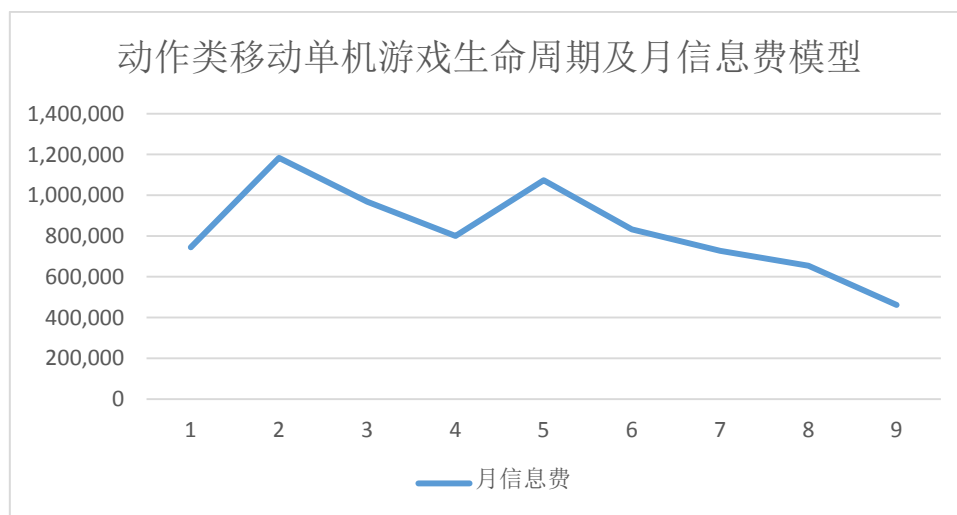
**测试期:** 一般持续 1 周;

**成长期:** 一般持续 2-3 个月;

**稳定期:** 一般持续 4-5 个月;

**退化期:** 一般持续 3-4 个月, 整个射击类移动单机游戏的生命周期约为 12 个月。

#### f) 动作类移动单机游戏模型



动作类移动单机游戏的整体运营阶段与捕鱼类移动单机游戏相近,游戏生命周期长度以及玩家付费率、新增 ARPU 值等数据有差异

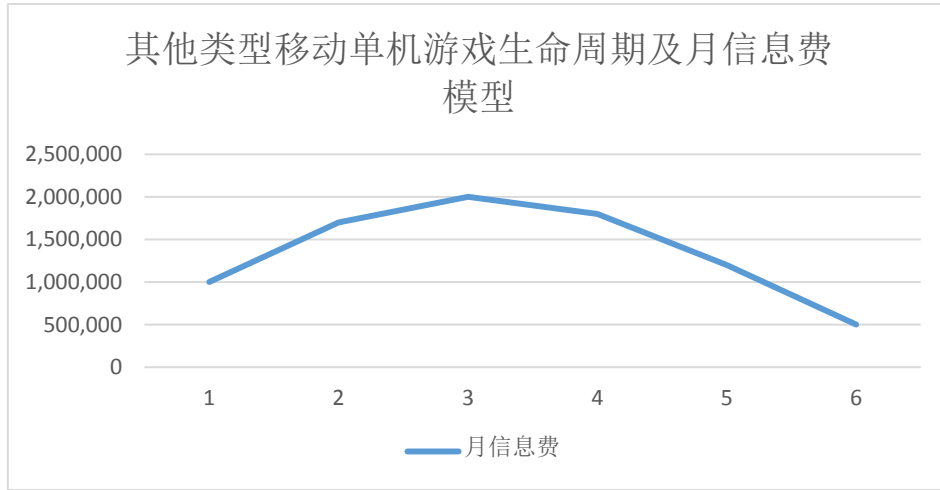
**测试期:** 一般持续 1 周;

**成长期:** 一般持续 1-2 个月;

**稳定期:** 一般持续 3-4 个月;

**退化期：**一般持续 4-5 个月，整个动作类移动单机游戏的生命周期约为 9 个月。

g) 其他类型移动单机游戏模型



其他类型移动单机游戏的整体运营阶段与捕鱼类移动单机游戏相近，但游戏生命周期长度以及玩家付费率、新增 ARPU 值等数据有差异

**测试期：**一般持续 1 周；

**成长期：**一般持续 1-2 个月；

**稳定期：**一般持续 2-3 个月；

**退化期：**一般持续 3-4 个月，其他类型移动单机游戏的生命周期约为 6 个月。

根据企业历史与增值电信服务业务提供商的分成比例，并确定综合分成比例的可持续性后，将移动单机游戏业务营业收入与信息费的综合分成比例确定为 55%。

截至基准日，苏州美生元处于研发阶段的移动单机游戏项目如下表所示：

游戏类别	研发阶段	游戏名称（暂定）	拟推出时间
捕鱼类	内测	街机捕鱼狂人	2015 年 Q4
休闲益智类	主体开发阶段	橡皮泥世界	2016 年 Q1
策略塔防类	主体开发阶段	全面防御	2016 年 Q1
飞行射击类	内测	开心宝贝向前冲 2	2016 年 Q1
飞行射击类	调研立项	闪亮的爸爸	2016 年 Q1
动作类	调研立项	摄魂灯	2016 年 Q2

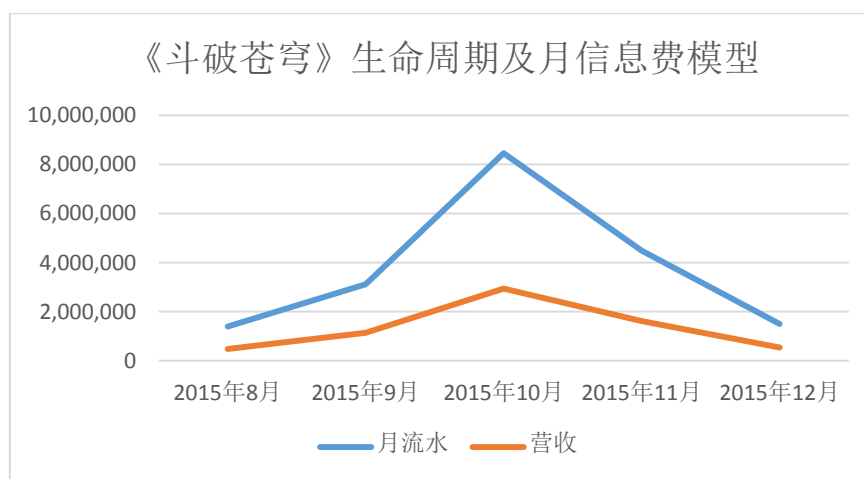
结合历史运营经验与现阶段研发团队开发能力和未来研发计划，以及非自研游戏项目储备等综合因素，苏州美生元预计将于 2015 年 10 月至 2020 年 12 月上

线的移动单机游戏类别包括捕鱼类、飞行射击类、动作类、跑酷类、策略塔防类等，具体上线游戏时间与数量如下表所示：

项目	2015年 10-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
自研游戏 上线数量	1	9	9	7	7	7
非自研游戏 上线数量	32	126	154	164	170	174
合计	33	135	163	171	177	181

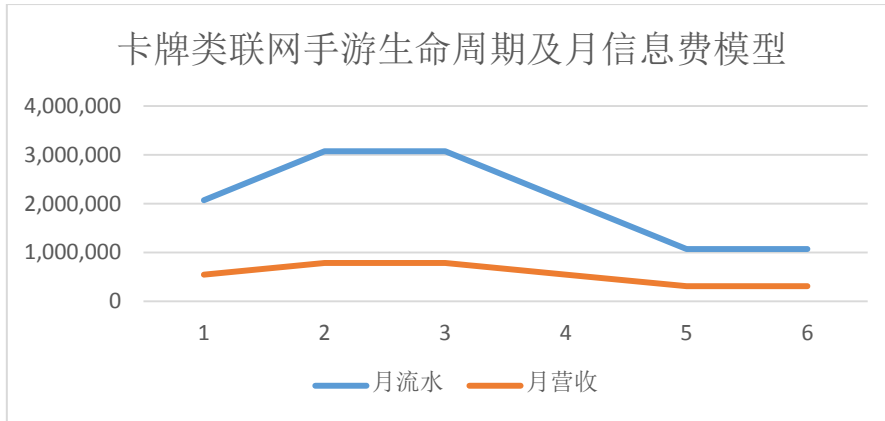
## ② 移动联网游戏业务——联合发行模式

截至基准日，苏州美生元通过联合发行模式运营的第一款联网手游为《斗破苍穹》，其历史运营及未来预测月流水表现如下图：

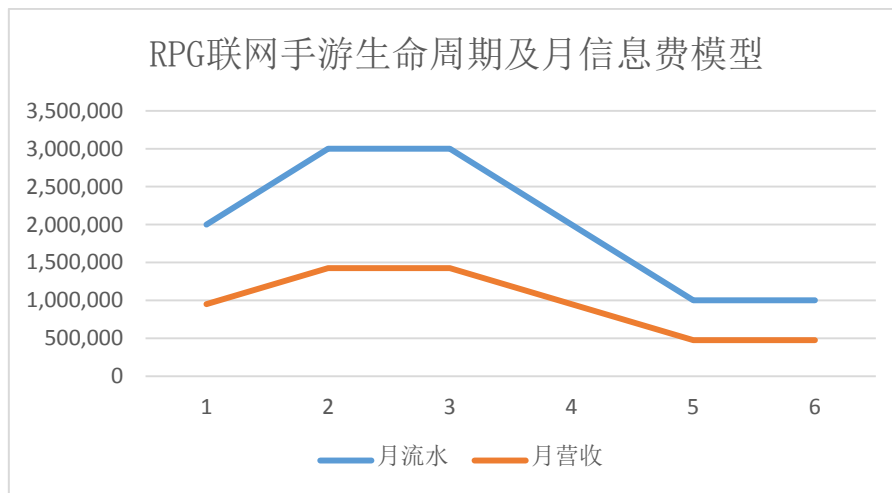


根据标的公司的业务规划，未来五年苏州美生元将保持每年通过联合发行模式至少运营 2 款联网手游。联网手游的类型集中在轻度的卡牌类以移动联网游戏和 RPG 移动联网游戏这两个类型。因此，根据历史网游运营数据与企业未来发行运营联网手游的规划，使用以下两个类型的联网手游模型为未来联网手游联合发行模式收入进行预测：

卡牌类联网手游



### RPG 联网手游



### ③ 移动广告业务

移动广告业务为苏州美生元在与各游戏渠道商保持良好合作关系的基础上，根据各移动游戏行业客户的移动广告推广需求，向各线上发行渠道购买移动广告投放流量，将广告主的广告内容进行推送，并根据双方约定的结算方式确认移动广告收入。2015年2月-2015年9月，移动广告业务的相关收入成本情况如下表：

单位：万元(含税)

移动广告业务	2015年2月	2015年3月	2015年4月	2015年5月	2015年6月	2015年7月	2015年8月	2015年9月
收入	80.71	184.54	245.68	299.89	439.88	500.64	536.06	651.21
增长率		129%	33%	22%	47%	14%	7%	21%

未来预测过程中，移动广告业务营收以2015年2月至基准日所实现的广告业务营收为基准，在预测期做了适当比例的增长预测。

### (四) 营业成本的测算依据

企业主要运营成本包括移动单机游戏渠道分成成本、移动单机游戏 CP 分成成本、移动单机游戏 IP 授权及分成成本、移动单机游戏研发美术与音乐外包成本及移动广告业务渠道分成成本等。

#### A. 移动单机游戏渠道分成成本

苏州美生元作为移动单机游戏的发行方，不管是发行自研手游还是外部研发手游，都需要通过渠道将游戏产品推送至终端客户。苏州美生元一般以 CPS 分成方式与渠道分成。分析苏州美生元历史渠道分成成本的构成及苏州美生元与渠道的综合分成比例后，分析结果显示，苏州美生元与渠道的综合分成比例较稳定且可持续。

#### B. 移动单机游戏 CP 分成成本

苏州美生元作为移动单机游戏的发行方，发行外部研发的手游时，需要向移动单机游戏 CP 支付相应的 CP 分成成本。苏州美生元一般以 CPS 分成方式与 CP 分成。分析苏州美生元历史 CP 分成成本的构成及苏州美生元与 CP 的综合分成比例后，分析结果显示，苏州美生元与 CP 的综合分成比例较稳定且可持续。

#### C. 移动单机游戏 IP 成本

苏州美生元在研发移动单机游戏过程中，为了使得手游更具吸引力，会引入 IP 元素。而 IP 成本一般分为两个部分，一部分为一次性付清的版权授权费用，另一部分为手游上线运营后的固定比例分成。一般情况下，IP 提供方会要求游戏研发方预付部分上线运营后分成。本次评估依据苏州美生元与 IP 达成的合作协议计算 IP 成本。

#### D. 移动单机游戏美术与音乐外包成本

苏州美生元在研发移动单机游戏过程中，需要外包美术和音乐。外包美术和音乐所支付的成本根据游戏开发要求而不同。但根据与研发团队的沟通以及查阅历史美术与音乐外包协议，基准日单款 A 级移动单机游戏的美术与音乐外包成本在 10 万元左右。为了适应更高的游戏研发要求，外来预测时，美术和音乐外包单价每年做了适当的增长。

#### E. 移动广告渠道分成成本

移动广告渠道分成成本为向移动广告业务下游渠道支付的渠道分成成本。广告渠道成本根据历史广告渠道成本占广告业务营业收入的占比预测。由于该业务

开展时间尚短，历史数据并不能代表未来该业务成本占营收的确切比例。谨慎起见，评估人员参考行业营收成本水平，预测未来成本占营收的比例将提高。

#### **（五）独立财务顾问核查意见**

经核查，本独立财务顾问认为：结合行业规模增长情况、企业经营情况、游戏产品上线进度及游戏产品的市场表现，美生元预测收入是谨慎的，营业成本的预测是有依据且合理的。

**问题 4、根据草案，交易标的美生元在 2015 年 7 月第二次股权转让、2015 年 10 月第三次股权转让中的估值分别为 2 亿元、28 亿元，请补充说明两次交易作价差异巨大的原因及合理性，美生元与火凤天翔、杭州哲信是否存在其它未披露的交易或约定，请独立财务顾问核查并发表明确意见。**

**回复：**

#### **（一）两次股权转让情况及定价依据**

##### **1、2015 年 7 月股权转让**

2015 年 7 月，余海峰将其所持 2.70%、3.87% 股权分别转让给火凤天翔、杭州哲信，魏朝昱将其所持 1.65%、2.365% 股权分别转让给火凤天翔、杭州哲信，肇珊将其所持 1.65%、2.365% 股权分别转让给火凤天翔、杭州哲信。本次转让中美生元的估值为 2 亿人民币。

火凤天翔、杭州哲信均为美生元的业务合作伙伴，前者与美生元合作的捕鱼品类游戏自上线以来取得了用户的广泛认可，后者与美生元联合开发的发行业务综合管理平台通过测试上线后运行状况良好，因此，美生元希望与火凤天翔、杭州哲信进行更紧密的合作。

2014 年 12 月 10 日，火凤天翔与美生元签署了《委托开发并优化捕鱼品类游戏项目合作协议之补充协议》。根据北京北方亚事资产评估有限责任公司出具的《苏州美生元信息科技有限公司拟股权置换涉及的火凤天翔科技（北京）有限公司软件著作权无形资产评估报告》，美生元拟股权置换涉及的火凤天翔软件著作权评估值为 1,216.15 万元，经协商其转让价格为 1200 万元，并由原股东余海峰、魏朝昱、肇珊以美生元共计 6% 的股权作为对价支付，各股东一致同意将上述软件著作权无偿赠与美生元。

2014年12月28日，杭州哲信与美生元签署了《关于苏州美生元信息科技有限公司和杭州哲信信息技术有限公司的合作协议》。根据北京北方亚事资产评估有限责任公司出具的《苏州美生元信息科技有限公司拟股权置换涉及的杭州哲信信息技术有限公司移动支付系统专有技术无形资产评估报告》，美生元拟股权置换涉及的杭州哲信信息技术有限公司的移动支付系统专有技术无形资产评估值为102.38万元，经协商其转让价格为100万元，另外杭州哲信再支付1,720万元现金，以受让美生元原股东魏朝昱、余海峰、肇珊转让杭州哲信共计8.6%的股权，各股东一致同意将上述平台技术无偿赠与美生元。

上述股权转让对应美生元的估值为2亿元，低于2015年7月增资以及本次重组交易对应的估值，主要是因为这两次转让是基于各方于2014年12月签署的协议，综合考虑美生元2014年的盈利水平而确定的，并于2015年办理工商变更手续。

## 2、2015年11月股权转让

2015年11月，肇珊分别转让给霍尔果斯水泽、杰宇涛、前海盛世、周团章其所持有的美生元1.07%、1.79%、1.07%、1.79%的股权，美生元的估值为28亿人民币。

本次股权转让美生元对应的估值低于本次重组的估值，主要是因为本次重组交易签署相关协议时间为12月，随着时间的推移公司未来的盈利增长趋势愈发明确，再加上股东肇珊出于资金需求的原因，也在转让价格上对一次性支付现金的交易对方给予了一定的折价。

除上述合作关系外，报告期内标的公司与火凤天翔、杭州哲信的关联交易均已充分披露，美生元与火凤天翔、杭州哲信不存在其它未披露的交易或约定。

## （二）独立财务顾问核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：上述两次交易作价合理。报告期内标的公司与火凤天翔、杭州哲信的关联交易均已充分披露，美生元与火凤天翔、杭州哲信不存在其它未披露的交易或约定。

**问题7、根据草案，2015年1-9月移动单机游戏发行收入占交易标的美生元主营业务收入的87.32%，全部采用电信运营商短代支付的模式，请详细说明运**

营商收窄计费通道对美生元的不利影响并结合行业发展情况说明短代支付模式是否符合行业发展趋势，请独立财务顾问、资产评估师对该风险因素对交易标的估值的影响进行核查并发表明确意见。

回复：

(一) 运营商收窄计费通道对美生元的影响

自 2015 年以来，各电信运营商逐步加强了对旗下计费代码的管理把控力度，收窄计费通道并且加强对短代支付的监控以降低投诉率，以使其用户投诉总量及比例维持在标准要求水平之下。在电信运营商加强计费通道质量管控措施的情况下，短代支付产生的整体收入规模会受其影响而有所下降。

2015 年 1-9 月，美生元所发行的移动单机游戏的业务数据如下表所示：

月份	信息费	收入
2015 年 1 月	55,082,111.67	29,576,339.41
2015 年 2 月	57,880,298.87	30,808,321.59
2015 年 3 月	58,457,801.15	31,068,306.76
2015 年 4 月	47,652,006.58	25,346,398.43
2015 年 5 月	45,768,984.73	24,350,011.81
2015 年 6 月	44,827,383.00	21,511,778.00
2015 年 7 月	52,566,774.00	25,376,428.89
2015 年 8 月	56,989,228.00	27,737,337.06
2015 年 9 月	62,341,632.00	31,641,668.28

可以看出，在各电信运营商收窄计费通道、提高运营效果的情况下，美生元的移动单机游戏发行业务在 2015 年 4 月-6 月期间受到一定的影响，月度信息费及相应的收入规模有所下降。但随着美生元对运营商管控措施的适应，在与优质 SP 服务商及电信运营商保持良好合作关系的基础上，美生元不断提升所发行游戏产品的质量、增加优秀游戏产品的数量，月度信息费及收入规模有所回升，在电信运营商短代支付模式下实现了较好的经营成果。

但是，若未来电信运营商继续严控，标的公司所合作的 SP 服务商或运营商的计费通道进一步收窄，则美生元的移动单机游戏发行业务收入可能受到不利影响。

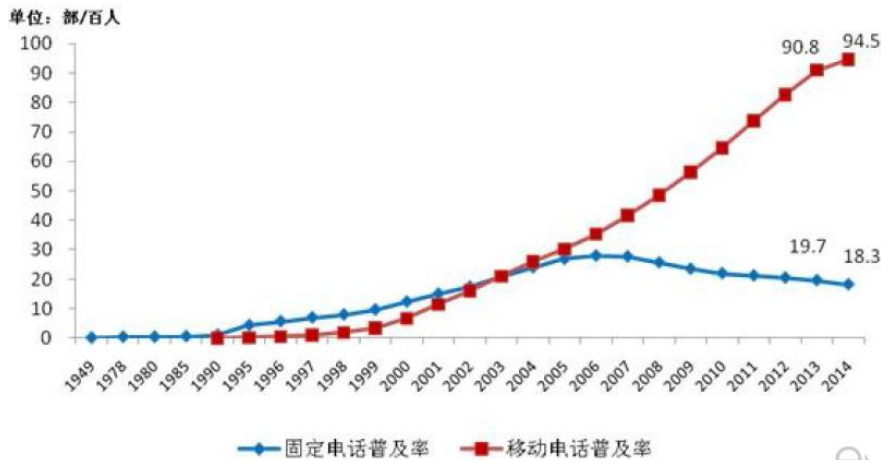


在《重组报告书》“重大风险提示”之“二、与标的资产经营相关的风险”已披露“（五）运营商收窄计费通道，影响游戏业绩的风险”。

## （二）短代支付模式发展趋势

随着科技的发展和技术的不断进步，移动电话在人们的日常生活中占据越来越重要的地位。根据工信部统计的数据，截止到 2014 年底，移动电话的用户已经达到 12.86 亿户，比上期净增加 5,698 万户。移动电话的普及率达 94.5 部/百人，比上期增加 3.7 部/百人。

固定电话、移动电话用户发展情况



数据来源：工业和信息化部

基于电信运营商网络建设的持续投入及通讯网络的高覆盖率，以及移动终端的大量普及，电信运营商拥有海量的客户群体。其中，短代支付是电信运营商开展业务的主要方式之一，同时也是手机用户最直接、最普及的支付方式之一，无需安装任何第三方软件，能够满足所有手机用户的支付需求。

在此基础上，发行商向手机用户发行移动单机游戏产品，并采用短代支付方式进行扣费支付，在电信运营商的网络覆盖下能够尽可能多的满足手机用户的支付需求，是国内移动单机游戏的主要计费方式，短代支付模式符合移动单机游戏的行业发展趋势。

## （三）交易标的估值的收入敏感性分析

运营商收窄计费通道可能对美生元的业绩实现产生不利影响，进而影响本次交易标的资产估值情况。美生元 100% 股权估值与收入的敏感性分析如下表所示：

单位：万元

序号	预测收入	2015 年预	2016 年预	2017 年预	评估值	评估值

	变化比率	测收入	测收入	测收入		变动率
1	15%	49,249.55	77,354.02	115,519.85	374,536.58	7.89%
2	10%	47,108.27	73,990.80	110,497.25	365,411.28	5.26%
3	5%	44,966.98	70,627.58	105,474.65	356,285.99	2.63%
4	0%	42,825.70	67,264.36	100,452.04	347,160.69	
5	-5%	40,684.41	63,901.15	95,429.44	338,035.40	-2.63%
6	-10%	38,543.13	60,537.93	90,406.84	328,910.10	-5.26%
7	-15%	36,401.84	57,174.71	85,384.24	319,784.81	-7.89%

提请投资者关注运营商对计费通道严格把控从而导致移动单机游戏发行收入下降的风险。

#### （四）独立财务顾问核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：运营商收窄计费通道可能对美生元的业绩实现产生不利影响，进而影响本次交易标的资产估值情况。上市公司已在《重组报告书》进行了重大风险提示，提示了运营商收窄计费通道，影响游戏业绩的风险，提请投资者关注运营商对计费通道严格把控从而导致移动单机游戏发行收入下降的风险。

**问题 9、2015 年 1-9 月，交易标的美生元主要股东之一杭州哲信为美生元第一大供应商，采购金额占美生元营业成本比例为 32.31%，请补充披露美生元与杭州哲信的具体合作内容和方式，请财务顾问对交易标的是否对杭州哲信形成重大依赖、双方关联交易定价是否公允、本次重组对双方后续合作是否会产生不利影响进行核查并发表明确意见。**

回复：

#### （一）美生元与杭州哲信的具体合作内容和方式

杭州哲信作为移动游戏发行商，基于其发行与系统开发经验，与标的公司联合开发了发行业务综合管理平台并通过测试上线后运行状况良好。双方在 2014 年底签订合作协议，以现金及转让上述管理平台技术的方式取得标的公司 8.6% 股权。

杭州哲信作为移动单机游戏的代理发行商及渠道商，将其代理的移动单机游戏及推广渠道批量接入标的公司的发行平台，标的公司负责为游戏产品接入

SDK 及电信运营商计费代码，为游戏提供计费支撑服务，并通过其发行平台统一对接各发行渠道（包括标的公司自有合作渠道及杭州哲信所接入渠道）实施游戏发行，按照用户信息费消费金额及与各方的分成比例进行分成结算。上述合作方式可以提高各发行商的游戏产品内容与渠道资源的运营效率，提升变现能力，增加各自的盈利能力。报告期内，美生元与杭州哲信合作游戏产品的情况如下：

单位：万元

游戏名称	累计付费用户数 (万人)	平均付费用户 ARPU (元)	收入	成本
全民僵尸大战	386.64	19.04	4,117.67	2,319.29
天天爱跑酷	148.59	17.96	1,439.16	840.66
萝莉快跑	86.79	16.29	798.74	445.31
popstar 欢乐星星	71.20	13.94	559.41	312.65
狂斩之刃	39.95	18.61	417.65	234.19
穿越火线-全民狙神	17.67	17.96	158.65	99.95
<b>合计</b>	<b>750.84</b>	<b>17.30</b>	<b>7,491.28</b>	<b>4,252.05</b>

注：上述收入与成本数据均为含税金额。

此外，2015 年 1-9 月，美生元向杭州哲信支付其作为单一发行渠道的费用共计 599.54 万元（含税价格）。

2015 年 1-9 月，美生元与包括杭州哲信、河北景旭无限、世纪朗通等八家发行商开展批量游戏内容与渠道对接合作。其中，杭州哲信所接入游戏产品产生的收入占同期标的公司收入的 25.10%，同类型的八家批量合作方所贡献收入占同期收入的 58.57%，整体来看收入贡献较为分散，且移动游戏行业中有大量代理发行商与渠道商从事相关业务，不存在标的公司业务依赖第三方发行商所提供内容产品或渠道的情况。

此外，由于内容与渠道的批量式合作，标的公司与该类型合作方的平均结算比例略高于与单一内容提供商或单一渠道合作方的平均结算比例。通过对标的公司与上述各发行商之间分成比例的核查，相关各方均按照市场价格比例分成，各方分成比例基本一致，不存在明显不公允的情况。

在《重组报告书》“第十一章 同业竞争与关联交易”之“二、本次交易前后的关联交易情况及解决措施”之“(二)本次交易前标的公司报告期内关联交易情况”补充披露相关内容。

## (二) 独立财务顾问核查意见

经核查，本独立财务顾问认为，交易标的对杭州哲信不存在重大依赖，双方关联交易定价公允，本次重组对双方后续合作不会产生不利影响。

**问题 10、交易标的美生元及其子公司历史上存在大量股权代持及还原情况，请独立财务顾问对交易标的是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第十一条第（四）款的规定进行核查并发表明确意见。**

**回复：**

### (一) 标的公司股权代持及还原情况

#### 1、美生元代持问题说明：

根据对余海峰、肇珊、胡皓、薄彬、魏朝昱等人的访谈核查、各方签署的代持协议及资金转让凭证的核查，各方确认，美生元历史上的代持安排主要存在于设立时，具体情况如下：

##### (1) 胡皓、薄彬受余海峰委托代为持有美生元 45% 的股权

根据余海峰和薄彬、胡皓分别于 2013 年 11 月 20 日签署的《股份代持协议》，本次余海峰委托薄彬、胡皓代为持股期间为协议生效之日起至余海峰指示胡皓、薄彬将代持股份转让给余海峰或其指定的第三方时终止；胡皓、薄彬以自己的名义对外代余海峰持有该等股权，代持股份的收益全部归余海峰所有。

独立财务顾问核查了余海峰提供的银行交易凭证及向各方进行了访谈确认，美生元设立时薄彬、胡皓用作出资的资金系由余海峰提供。

##### (2) 魏朝昱受余海峰委托代为持有 20% 股份作为未来激励股权的来源

美生元设立时考虑到未来拟实施股权激励，故实际控制人余海峰预留了 20% 的股权作为激励股权的来源，因其未作为实际出资人登记为股东，故该部分预留股权由魏朝昱代为持有，即美生元设立时登记在魏朝昱名下的 27.5% 股权中 20% 系魏朝昱代为持有的预留的激励股权，7.5% 系其本人真实出资并持有的股权，经历次变更后，截至本次股权转让前，登记在魏朝昱名下的股权比例为 23.21%，

其中 6.33% 系其本人真实持有，16.88% 系代为持有的预留用于激励的股权。根据拟实施股权激励的方案及本次交易情况，美生元最终确定本次对高管实施股权激励的股权比例为 8.21%，其余 8.67% 进行实际出资人的还原，还原后由余海峰真实持有；另因魏朝昱个人意向，经协商其本次同时向余海峰转让 0.33% 美生元股权，转让价格按同期肇珊向其他第三方转让股权时按美生元市值 28 亿元作为定价依据确定为 924 万元。

根据余海峰的说明及项目组对聚力互盈合伙人的访谈，本次股权激励为无偿，故本次转让聚力互盈未向魏朝昱或余海峰支付对价；魏朝昱和余海峰之间转让 0.33% 美生元股权的价款已经结清。

截至本回复出具日，上述代持关系均已解除。各方同时确认，除上述两个代持安排外，美生元历史上的历次股权转让或增资均不涉及代持问题。同时，美生元现有各股东均出具承诺函，承诺本次交易中其合法持有美生元股权，不存在委托持股、信托持股或其他类似利益安排情形；除余海峰及天津乐橙外，其他交易对方均不存在一致行动关系。

## 2、美生元子公司代持问题说明

北京点我、北京月宝盒、石家庄易盟、西信联创、星乐晨曦、北京掌中帛、鹰潭双赢、奇酷无限等八家子公司均由美生元自其他第三方处受让取得，在美生元收购该等子公司之前，该等子公司实际均由余海峰委托相关主体代为持股。具体情况说明如下：

(1) 北京点我、北京月宝盒、石家庄易盟、西信联创、星乐晨曦、北京掌中帛、鹰潭双赢、奇酷无限

根据美生元及其实际控制人余海峰的说明及对余海峰、肇珊、魏朝昱、薄彬、胡皓等人员的访谈、相关主体出具的承诺，上述子公司在被美生元收购以前均已实际由余海峰控制，均由其他主体受托代余海峰持有股权，即在美生元设立前，因开展业务需要有一定设立年限及注册资本规模的公司，余海峰以股权转让的方式收购了若干公司，并委托其他主体代为持有（代持主体主要包括魏朝昱、肇珊、胡皓及其亲属、朋友等）。在余海峰取得上述公司控制权后至其将该等公司转让至美生元期间，该等公司发生的股权结构调整主要考虑对代持情况进行清理及归集。除支付收购相关公司的费用外，余海峰、名义股东之间就转让股权均未实际

支付股权转让价款，余海峰取得控制权后，各名义股东之间转让股权亦未进行价款支付。

2015年6月至2015年8月期间，为了对余海峰控制的企业及业务进行重组及清理，美生元陆续收购上述实际已由余海峰控制的公司。在本次收购前，余海峰基本按上述子公司的注册资本补足了出资，美生元则以注册资本作为交易价格收购上述子公司100%股权。美生元收购上述子公司后，该等子公司历史上存在的委托持股情况解除。

## （2）天津点我

天津点我成立于2014年8月，根据美生元的说明及对余海峰、刘红利（胡皓朋友）的访谈，天津点我系余海峰委托刘红利在该地区注册的公司，并约定在公司成立后过户至美生元。天津点我成立时因尚未实际缴纳出资，故转让过户至北京点我及胡皓、北京点我及胡皓转让给美生元的过程中均未支付对价。

根据美生元、余海峰及前述相关名义股东出具的声明及对相关主体的访谈，尽管美生元的子公司历史上存在代持股情形，但截至重组报告签署日，该等代持股份行为均已解除，子公司均已过户登记至美生元，不存在因委托持股发生纠纷或争议的情况，目前美生元合法、有效的拥有该等子公司完整的股权，该等历史上的委托持股情形不会构成本次交易的法律障碍。

## （二）独立财务顾问核查意见

经核查，本独立财务顾问认为，本次交易所涉及的资产权属清晰，资产过户或者转移不存在法律障碍，本次交易不涉及债权债务处理事宜，符合《上市公司重大资产重组管理办法》第十一条第（四）款的规定。

（以下无正文）

（本页无正文，为《国信证券股份有限公司关于深圳证券交易所<关于对浙江帝龙新材料股份有限公司的重组问询函>的核查意见》之签字盖章页）

项目主办人：

\_\_\_\_\_

蔡军强

\_\_\_\_\_

刘京卫

国信证券股份有限公司

年 月 日