

深圳市达晨创业投资有限公司拟收购
北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司
560万股股权市场价值
评估说明

开元评报字[2015]1-119号



开元资产评估有限公司
CAREA Assets Appraisal Co., Ltd

二〇一五年十一月二十日

资产评估说明目录

<u>内 容</u>	<u>页 次</u>
第一部分 评估说明使用范围声明 -----	1
第二部分 企业关于进行资产评估有关事项的说明 -----	2
第三部分 资产评估说明 -----	3
一、评估对象与评估范围说明 -----	3
二、资产核实情况总体说明 -----	7
三、评估技术说明 -----	8
四、评估结论及分析 -----	27
一) 评估结论及其分析 -----	27
二) 评估结论成立的条件 -----	27
三) 评估结论的效力 -----	28
附件 企业关于进行资产评估有关事项的说明 -----	1

第一部分 评估说明使用范围声明

本《评估说明》供资产评估主管机关审查资产评估报告和检查评估机构工作而使用以及委托方所在地的政府行政管理部门了解资产评估过程而使用，对于与国有资产相关的评估项目，《评估说明》还供国有资产监督管理机构（含所出资企业）、相关监管机构和部门使用。除法律法规规定外，《评估说明》的全部或者部分内容不得提供给其他任何单位和个人，不得见诸公开媒体。

开元资产评估有限公司

二〇一五年十一月二十日

第二部分 企业关于进行资产评估有关事项的说明

本评估说明该部分内容由委托方和产权持有单位共同撰写，并由委托方单位负责人和产权持有单位负责人签字，加盖相应单位公章并签署日期。详细内容请见《企业关于进行资产评估有关事项的说明》。

第三部分 资产评估说明

一、评估对象与评估范围说明

（一）评估对象与评估范围内容

1、委托评估的评估对象与评估范围

本次评估的评估对象为北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司 560 万股股权价值。

评估范围为天津达晨创富股权投资基金中心持有的北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司 560 万股股权，持股比例为 4.55%。

委托评估的评估对象和评估范围与经济行为所涉及的评估对象和评估范围一致。

2、委托评估的资产类型

本次评估的资产为天津达晨创富股权投资基金中心持有的北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司 560 万股股权。

3、委托评估的资产权属状况

委托评估的资产均归产权持有单位所有。

4、华图教育相关介绍

（1）基本信息

单位全称：北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司

住 所：北京市海淀区中关村大街 28-1（二层）

股 本：人民币 12300 万元

法定代表人：易定宏

企业性质：股份有限公司（非上市、自然人投资或控股）

经营范围：组织文化交流；出版策划；编辑服务；技术服务、技术培训；企业形象设计；销售文化用品、电子计算机；互联网信息服务业务（除新闻、出版、教育、医疗保健、药品、医疗器械以外的内容）；销售图书、期刊、报纸、电子出版物。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动。）

（2）历史沿革

① 有限公司的设立

2003 年 2 月，易定宏、易智利分别以现金出资 40.00 万元、10.00 万元共同设立北京华图宏阳教育文化发展有限公司（简称“华图有限”），注册资本 50.00 万元。2003 年 2 月 12 日，华图有限领取了北京市工商行政管理局颁发的《企业法人

营业执照》，注册号为 1101012529580，法定代表人为易定宏，住所为北京市东城区灯市口大街 50 号 203 室。华图有限经营范围为：组织文化交流，出版策划，编辑服务，网络信息技术开发，技术服务，技术培训，企业形象设计。

2003 年 2 月 10 日，北京市华颂会计师事务所有限公司出具《验资报告》（（2003）华会验字第（80）号）。根据该验资报告，公司股东易定宏、易智利已足额缴纳公司章程中规定的各自所认缴的出资额，均为货币出资。

②有限公司第一次增资

2006 年 1 月 6 日，华图有限通过股东会决议，决定增加注册资本 150 万元，新增注册资本由易定宏出资 120 万元，由易智利出资 30 万元；决定在经营范围中增加“销售图书、期刊、报纸、电子出版物”。股东会决议一并对公司章程进行了相应修改。2006 年 1 月 17 日，北京中仁信会计师事务所出具中仁信验字（2006）第 1017 号《验资报告》，验证截至 2006 年 1 月 17 日止，华图有限已收到股东易定宏、易智利缴纳的新增注册资本合计人民币 150 万元，各股东均以货币出资，其中易定宏出资 120 万元，易智利出资 30 万元。

根据变更后的公司章程，本次增资完成后，各股东名称及出资比例为：易定宏出资 160.00 万元，持股比例 80%；易智利出资 40 万元，持股比例 20%。

③有限公司第二次增资

2009 年 12 月 28 日，华图有限召开股东会，全体股东形成如下决议：1、同意由易智利、易定宏、天津达晨创富股权投资基金中心（有限合伙）组成新股东会；2、同意华图有限注册资本由 200.00 万元增至 2,000.00 万元，新增注册资本中，易智利货币出资 340.00 万元，易定宏货币出资 1,360.00 万元，达晨创投货币出资 100.00 万元。3、同意修改公司章程。本次增资中，易定宏、易智利均以每股 1.00 元价格认购华图有限的股权；依据《关于北京华图宏阳教育文化发展有限公司之增资协议》，达晨创投以每股 22.60 元认购华图有限的股权。

2010 年 1 月 25 日，北京伯仲行会计师事务所有限公司出具《验资报告》（京仲变验字[2010]0125Z-G 号）。根据该验资报告，截至 2010 年 1 月 25 日，公司变更后的累计注册资本 2,000.00 万元，实收资本 2,000.00 万元。各股东名称及出资比例为：易定宏出资 1,520.00 万元，持股比例 76%；易智利出资 380.00 万元，持股比例 76%；天津达晨创富股权投资基金中心（有限合伙）出资 100 万元，持股比例 5%。

④显化代持股权并增加股东至 44 人

2011 年 2 月 10 日，华图有限召开股东会，全体股东一致同意将公司原股权代持进行清理，增加 41 位自然人股东。

⑤有限公司整体变更为股份公司

2011 年 9 月 29 日，华图有限召开股东会，全体股东一致同意以华图有限全体股东作为发起人，将北京华图宏阳教育文化发展有限公司变更为北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司。以截至 2011 年 4 月 30 日的经中准会计师事务所有限公司出具的《审计报告》（中准审字[2011]1432 号）确认的净资产 67,944,428.82 元折合 56,000,000.00 股股本。股份公司的注册资本为 56,000,000.00 元，各股东持股比例保持不变。

2011 年 10 月 14 日，中准会计师事务所有限公司出具《验资报告》（中准验字[2011]第 1030 号）。根据该报告，截至 2011 年 10 月 8 日止，公司以截至 2011 年 4 月 30 日华图有限净资产中的 56,000,000.00 元为基准折合成股份 56,000,000.00 股，每股面值 1 元，其余净资产计入资本公积。

⑥股份公司第一次增资扩股

2011 年 12 月 16 日，华图股份召开 2011 年第一次临时股东大会，审议通过了《关于公司增资扩股的议案》，同意向 121 名自然人增发 550 万股股票，本次增资发行股票的种类为人民币普通股，每股面值为人民币 1.00 元，发行价格为 1.30 元。

2011 年 12 月 26 日，中准会计师事务所有限公司出具《验资报告》（中准验字[2011]1046 号）。根据该《验资报告》，该货币增资已全部缴纳。

⑦股份公司第一次股权转让

2011 年 12 月至今，周鲁峰、杨博、王玉、张伟、易丽梅、周建龙、郝文魁、刘霁、黄铨、王永恒、柏楷、王怡、贾柱保、张文龙、张军伟、徐永发、王明、关丽华、李显等 19 位自然人股东分别与易定宏签署《股权转让协议》，将其持有公司的股份共计 1,164,108.00 股转让给易定宏；杨桂萍与张永锋签署《股权转让协议》，将其持有公司的 8,680.00 股股份转让给张永锋；张超与陈永英签署《股权转让协议》，将其持有公司的 80,640.00 股股份转让给陈永英；易海波与莫燕玲签署《股权转让协议》，将其持有的 599,872.00 股股份转让给莫燕玲；易智利与易翠英签署《股权转让协议》，将其持有的 3,408,104 股股份转让给易翠英；黄莉莎与李曼卿签署《股权转让协议》，将其持有的 8,680 股股份转让给李曼卿。

⑧转增股本分配股利

公司 2014 年度权益分派方案为：以公司总股本 61,500,000 股为基数，向全体股东每 10 股送红股 10 股，派 1.5 元人民币现金。本次权益分派前公司总股本为 61,500,000 股，分红后总股本增至 123,000,000 股。

截至评估基准日，前十大股东持股情况如下表：

序号	股东名称	持有数量（股）	持股比例
1	易定宏	52,786,996.00	42.92%
2	易翠英	9,592,568.00	7.80%
3	天津达晨创富股权投资基金中心（有限合伙）	5,600,000.00	4.55%
4	李品友	3,564,480.00	4.55%
5	于洪泽	2,880,512.00	2.34%
6	伍景玉	2,782,080.00	2.26%
7	易刚权	2,600,600.00	2.11%
8	张协云	2,299,200.00	1.87%
9	易定友	2,200,168.00	1.79%
10	李伟明	2,180,176.00	1.77%

（3）公司简介

北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司创始人易定宏 2001 年来京创业，2003 年 2 月创办北京华图宏阳教育文化发展有限公司（公司前身）。2011 年 10 月，公司整体变更设立为股份有限公司。历经十余年的发展，华图教育已成为集面授培训、网络教学、公共管理服务于一体，下设 100 余家分支机构，拥有专兼职教师、研究员及员工数千人的综合性教育培训企业。2014 年 7 月 24 日，华图教育在全国中小企业股份转让系统挂牌上市。华图教育是首家登陆国内资本市场的教育培训企业，也成为新三板挂牌的龙头企业。

华图教育下设教育培训平台、网络教育平台、公共管理平台、商学院、投资平台等几大产业平台，专业从事包括公职人员选拔在内的各类人才招聘培训、公共管理服务、企业管理培训、大学生就业指导、口才与沟通、会计考试培训等项目，是国内公认的公职培训行业标准制定者和教育培训标杆企业，是国务院机关事务局后勤干部培训中心、中国社会科学院、红旗出版社等单位的合作伙伴。公司拥有遍布全国的近 150 家分公司、25 家全资及控股子公司，拥有培训师近千人。拥有“华图教育”、“华图”、“华图政信”、“优职”等 29 个注册商标，在国内人才培训市场具有较高的品牌知名度。

十四年来，华图教育秉承“以教育推动社会进步”的使命、“德聚最优秀人才，仁就基业长青的教育机构”的愿景，践行“诚信为根、质量为本、知难而进、开拓创

新”的核心价值观，为政府部门和企事业单位提供公共管理服务，并助无数学子实现了人生理想。

(4) 近三年一期合并资产、财务状况

单位：万元

项 目	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	2015-9-30
总资产	31,586.58	47,972.78	56,313.08	86,484.80
总负债	15,923.87	24,223.43	22,231.69	37,887.29
归属于母公司所有者权益	15,645.51	23,613.52	56,313.08	48,691.46
项 目	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	42,277.00
营业收入	63,280.30	98,438.48	115,542.61	105,484.16
归属于母公司所有者的净利润	4969.97	12043.01	10628.37	30,813.62
审计意见类型	无保留意见	无保留意见	无保留意见	未审计

(二) 实物资产的分布情况及特点

不涉及实物资产。

(三) 企业申报的账面记录或者未记录的无形资产情况

无。

(四) 企业申报的表外资产（如有申报）的类型、数量

无。

(五) 引用其他机构出具的报告的结论所涉及的资产类型、数量和账面金额（或者评估值）

无。

二、资产核实情况总体说明

(一) 资产核实人员组织、实施时间和过程

在委托方配合下，评估人员根据本评估项目的具体情况，通过询问、核对、检查等方式，对评估对象进行必要的调查。在核查账簿、验证资料并关注评估对象法律权属的前提下，核对《资产清查评估明细表》的相关数据，核实委托方所提供资料的真实性。因持股比例较小，达晨创富对华图教育既无控制或共同控制，也没有重大影响。在本次评估过程中，华图教育提供了营业执照、评估基准日财务报表等基础资料，但未接受评估师至现场进行全面资产清查核实工作，也无意愿配合提供整体评估所需的资产基础法评估申报表、收益法评估申报表等资料。评估人员根据所能获取的资料对委估资产进行了核实，具体步骤如下：

- 1、对产权持有单位的财务会计制度及资产管理制度进行了解；
- 2、对产权持有单位填报的评估对象所涉及的资产的《资产清查评估明细表》进

行初审，并与企业有关财务记录数据进行核对；

3、对评估对象所涉及的资产进行核实，主要方法有检查有关合同和协议、验资报告、核对账面记录等。通过验资报告、公开转让说明书等资料对资产状况进行了解和分析。

4、汇总调查结果、调整清查差异

将评估对象所包含的各项资产的清查差异进行汇总，找出形成差异的原因，对应予调整的清查差异进行相关调整。

（二）影响资产核实的事项及处理方法

因持股比例较小，达晨创富对华图教育既无控制或共同控制，也没有重大影响。在本次评估过程中，华图教育提供了营业执照、评估基准日财务报表等基础资料，但未接受评估师至现场进行全面资产清查核实工作，也无意愿配合提供整体评估所需的资产基础法评估申报表、收益法评估申报表等资料。本次评估对象为小股权，根据委托方、产权持有单位、华图教育提供的资料以及评估师通过公开途径查询到的资料进行资产核实。

（三）核实结论

经评估人员现场清查核实，核实情况与资产申报表所列数据核对无误，不存在权属不清晰的资产，产权持有单位未申报账外资产。

三、评估技术说明

产权持有单位持有的北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司 560 万股股权，持股比例为 4.55%。

具体评估过程如下：

（一）评估方法及思路

《资产评估准则——基本准则》、《资产评估准则——企业价值》和有关评估准则以及《国有资产评估管理办法》规定的基本评估方法包括市场法、收益法和资产基础法。

企业价值评估中的收益法，是指将预期收益资本化或者折现，确定评估对象价值的评估方法。收益法常用的具体方法包括股利折现法和现金流量折现法。

企业价值评估中的市场法，是指将评估对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定评估对象价值的评估方法。市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

企业价值评估中的资产基础法，是指以被评估单位评估基准日的资产负债表为基

础，合理评估企业表内及表外各项资产、负债价值，确定评估对象价值的评估方法。

按照《资产评估准则—基本准则》、《资产评估准则——企业价值》，评估需根据评估目的、价值类型、资料收集情况等相关条件，恰当选择一种或多种资产评估方法。

本次评估对象为天津达晨创富股权投资基金中心持有的北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司 560 万股股权，持股比例为 4.55%。因持股比例较小，达晨创富对华图教育既无控制或共同控制，也没有重大影响。在本次评估过程中，华图教育提供了营业执照、评估基准日财务报表等基础资料，但未接受评估师至现场进行全面资产清查核实工作，也无意愿配合提供整体评估所需的资产基础法评估申报表、收益法评估申报表等资料。因此不宜采用资产基础法和收益法进行评估。

由于资本市场上存在同一行业并且股票交易活跃的上市公司，可以作为可比公司，因此可以采用市场法进行评估。

综上分析后我们认为：本次评估宜采用市场法。

根据本项目评估目的和所收集的评估资料，结合华图教育和可比公司的实际情况，采用回归分析模型进行评估。

在此模型下，我们通过对每股净资产、每股收益、每股收入、股利支付率等指标的分析，并检验其与每股市价的相关程度，选用其中最相关的价值比率，并根据回归分析和检验结果，选取其中通过全部检验的价值比率作为确定评估值的基础，得出回归方程，利用回归方程计算出被评估单位每股价值，乘以持股数量，即得出评估值。相关公式为：

评估值=每股价值×持股数量

每股价值根据回归方程 $y=a_1x_1+a_2x_2+\dots+a_nx_n+b$

公式中：y 为因变量，即每股价值；

$a_1、a_2\dots a_n$ 为回归系数；

$x_1、x_2\dots x_n$ 为自变量，即通过检验分析确定的与价值最相关的价值比率；

b 为常数。

（二）评估测算过程

1、价值比率乘数的选取

对同行业上市公司的每股市价、每股净资产、每股收益等多项指标进行统计，然后根据拟合优度和检验结果，选择拟合优度高、且通过 F 检验和 T 检验的比较参

数作为价值比率乘数。

2、可比公司样本的选取

根据华图教育所处行业、经营特点、财务指标等的具体状况，我们对 A 股市场上已上市的公司进行了筛选：华图教育主要从事的业务是职业教育和培训，在 A 股市场上实际上并没有与之细分行业一致的公司。我们扩大筛选范围，搜索与教育相关的上市公司，属于教育概念的上市公司主要有新南洋、全通教育、拓维信息、立思辰、二六三、方直科技等，其中更接近教育概念的主要是新南洋、全通教育、拓维信息，经查询 WIND 资讯终端，这几个公司均属于申银万国分类下的传媒行业。

同时，由于本次评估对象为小股权，且转让方和受让方都属于创投公司，其投资的目的是为了追逐资本投资利益，而并非是为了获得企业的经营管理权和获取企业经营收益。在此种目的下，其投资与否、投资价格主要考虑资本市场因素，一般采用市盈率 PE 等指标来衡量，且看重行业或板块平均的倍数，而不拘泥于某一个具体公司，因此我们利用 WIND 终端选择了申银万国分类下“传媒”行业的所有上市公司 71 家，然后剔除了 2015 年以后上市的公司 8 家、剔除了评估基准日停牌筹划重大事项的公司 13 家、剔除了自评估基准日净利润和净资产为负数的公司 4 家，剩余 46 家作为本次的可比公司。

根据行业特点，进行分析后发现，该行业每股市价与每股净资产、每股收益（每股净利润）和每股营业收入相关，其他指标相关度较小，其有关基本数据如下：

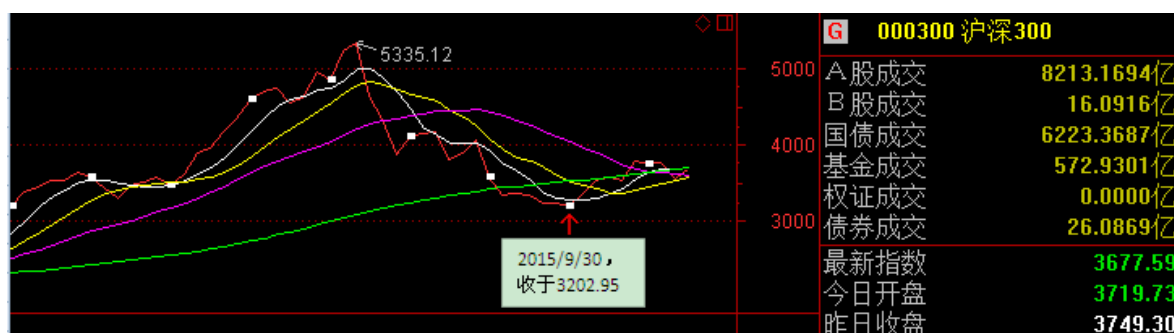
单位：元

证券代码	证券名称	每股股价	每股收入	每股净利润	每股净资产
000156.S	华数传媒	30.92	1.36	0.28	6.35
000607.S	华媒控股	11.28	1.02	0.12	1.36
000665.S	湖北广电	16.4	2.64	0.43	8.26
000681.S	视觉中国	28.14	0.42	0.13	2.87
000719.S	大地传媒	22.7	5.97	0.61	7.53
000793.S	华闻传媒	11	1.46	0.25	4.04
000835.S	长城动漫	13.07	0.91	0.03	1.07
002095.S	生意宝	50.08	0.47	0.08	1.97
002181.S	粤传媒	10.93	0.91	0.07	3.80
002261.S	拓维信息	31.85	0.96	0.32	3.85
002292.S	奥飞动漫	25.2	1.48	0.30	2.30
002315.S	焦点科技	71.46	3.00	1.15	16.13
002354.S	天神娱乐	80.26	2.37	1.09	3.95
002400.S	省广股份	18.72	6.79	0.39	2.62
002555.S	顺荣三七	33.54	3.73	0.40	3.40
002712.S	思美传媒	56.25	20.04	0.67	10.99

300043.S	互动娱乐	14.48	0.92	0.20	1.57
300059.S	东方财富	46.83	1.35	0.87	1.97
300104.S	乐视网	44.43	4.51	0.20	1.93
300113.S	顺网科技	40.97	2.30	0.62	4.27
300133.S	华策影视	28.84	1.36	0.22	3.72
300251.S	光线传媒	26.76	0.57	0.12	4.26
300288.S	朗玛信息	49.96	0.69	0.18	2.78
300291.S	华录百纳	30.45	2.07	0.27	5.36
300295.S	三六五网	72.87	4.52	0.80	9.05
300315.S	掌趣科技	12.96	0.29	0.11	1.73
300336.S	新文化	25.3	1.24	0.27	4.74
300359.S	全通教育	80.84	1.02	0.15	1.86
300392.S	腾信股份	81.14	2.69	0.23	2.19
600037.S	歌华有线	23.67	1.44	0.37	6.85
600088.S	中视传媒	23.3	1.05	0.12	3.51
600373.S	中文传媒	24.06	5.80	0.59	6.92
600386.S	北巴传媒	13.44	5.36	0.36	4.26
600551.S	时代出版	18.12	7.40	0.57	7.79
600637.S	东方明珠	35.17	6.08	0.96	9.26
600661.S	新南洋	27.41	3.25	0.19	3.01
600757.S	长江传媒	9.24	4.42	0.28	4.14
600804.S	鹏博士	22.8	4.11	0.43	3.92
600825.S	新华传媒	12.01	1.05	0.03	2.43
600831.S	广电网络	14.36	3.12	0.18	3.33
601098.S	中南传媒	21.2	3.64	0.62	6.05
601801.S	皖新传媒	26.01	5.34	0.76	6.20
601928.S	凤凰传媒	13.78	2.71	0.31	4.17
601929.S	吉视传媒	13.79	0.97	0.18	3.80
601999.S	出版传媒	11.01	2.34	0.11	3.35
603000.S	人民网	22.9	0.96	0.13	2.34

3、样本公司可比参数的定义

每股市价：由于近期资本市场波动较大，本次选取了评估基准日前 60 日均价作为每股市价。



上图为沪深 300 周线图，起始于 2014 年 12 月 12 日。从 K 线图可以看出，2015 年 9 月 30 日收盘价位于低点。而年内最高点位于 6 月 12 日。结合 930 以后逐渐上行的趋势，取前 60 日均价较为适宜。

每股净资产：评估基准日上市公司归属于母公司的净资产/评估基准日总股本。

每股收益（每股净利润）：上市公司公告的 2015 年前三季度归属于母公司股东的净利润/评估基准日总股本。

每股收入：上市公司公告的 2015 年前三季度营业收入/评估基准日总股本。

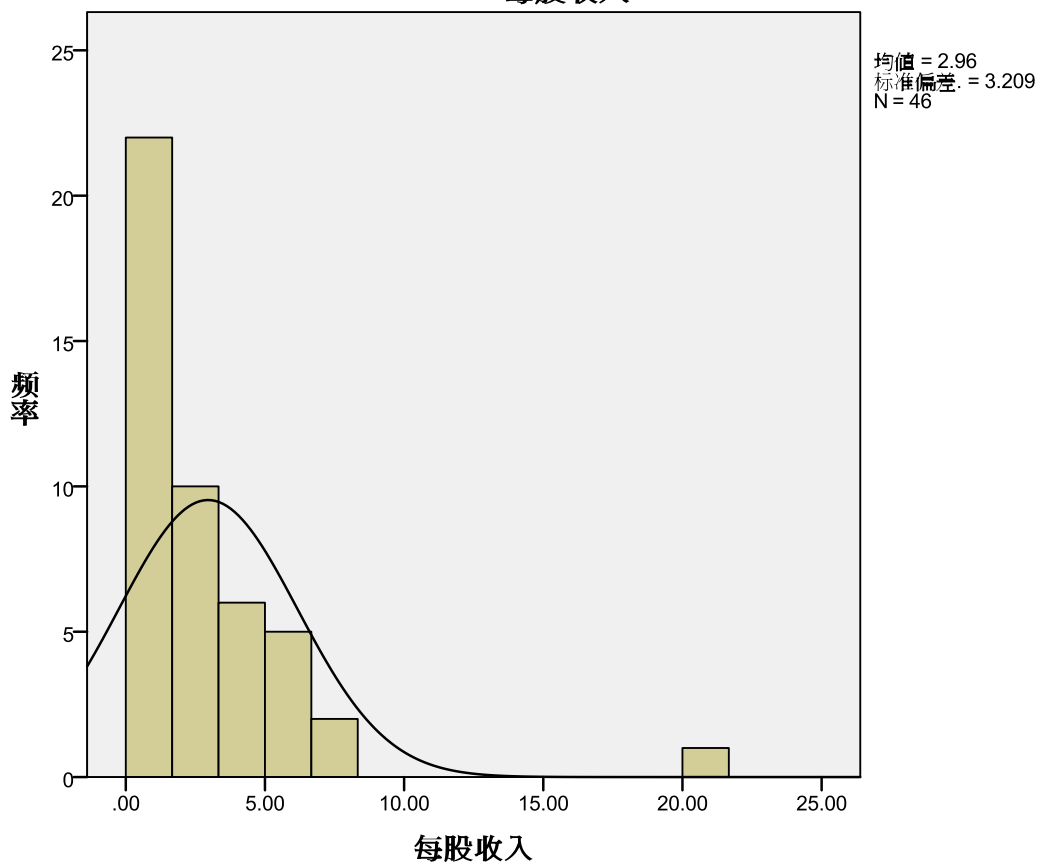
4、样本公司可比参数的描述性检验

样本的每股净资产、每股收益（每股净利润）、每股收入的描述性分析，有关统计指标为：

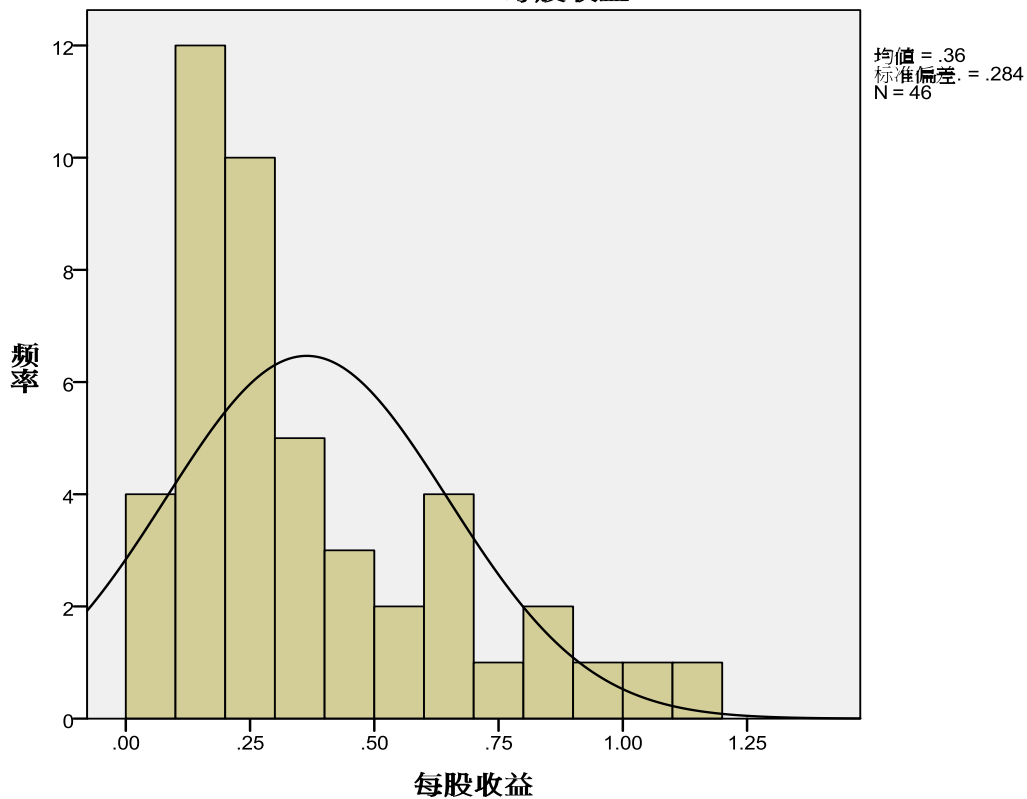
		每股市价	每股收入	每股收益	每股净资产
N	有效	46	46	46	46
	缺失	0	0	0	0
均值		30.4326	2.9587	.3641	4.5054
均值的标准误		2.97842	.47318	.04184	.42771
中值		24.6300	2.1850	.2750	3.8250
众数		9.24 ^a	.91 ^a	.12 ^a	1.97 ^a
标准差		20.20064	3.20924	.28377	2.90086
方差		408.066	10.299	.081	8.415
偏度		1.355	3.561	1.193	1.853
偏度的标准误		.350	.350	.350	.350
峰度		1.015	17.485	.743	4.727
峰度的标准误		.688	.688	.688	.688
全距		71.90	19.75	1.12	15.06
极小值		9.24	.29	.03	1.07
极大值		81.14	20.04	1.15	16.13
和		1399.90	136.10	16.75	207.25
百分位数	25	14.2175	1.0075	.1450	2.4075
	50	24.6300	2.1850	.2750	3.8250
	75	36.6200	4.1875	.5750	6.0875

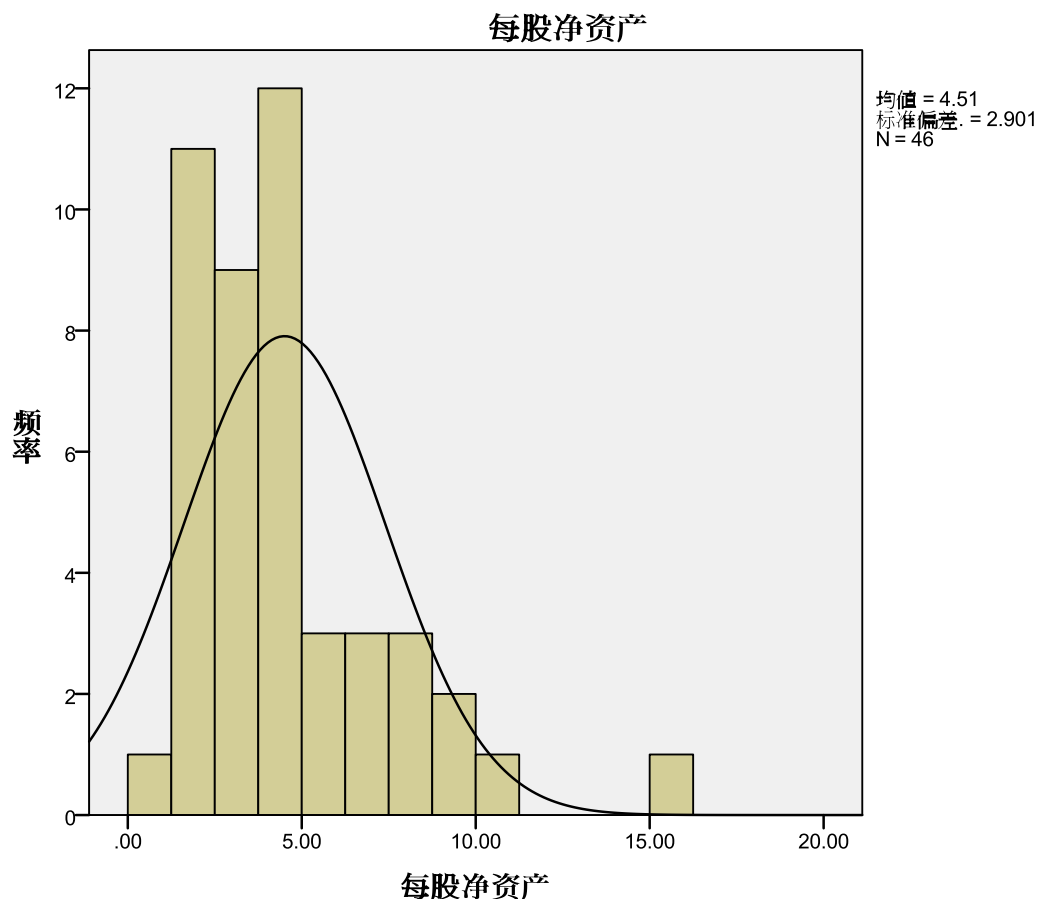
从统计角度来讲，样本数据近似正态分布是检验、方差分析、相关和回归分析等多种统计方法的理论基础，从 46 家可比公司样本数据的频率分布图来看，样本数据分布频率比较均衡，基本接近正态分布，故样本取值符合统计要求。有关分布图如下：

每股收入



每股收益





5、回归方程及相关检验分析

拟合优度分析是对所估计的多元回归方程拟合优度的一种度量，其取值范围： $[0, 1]$ ，拟合优度越大，自变量对因变量的解释程度越高，自变量引起的变动占总变动的百分比越高，观察点在回归直线附近就越密集，方程回归的解释程度也越高。

常数对拟合优度的影响比较大，我们对包含常数和不含常数两种情况对回归方程的拟合优度进行了检验，发现不含常数的回归方程拟合优度明显优于含常数的回归方程，故选取不含常数的回归方程。

以每股市价为因变量，每股净资产、每股收益、每股收入为自变量，我们进行了回归分析，以下是回归方程的有关分析及相关检验过程：

(1) 相关性分析

		每股市价	每股收入	每股收益	每股净资产
标准 叉积	每股市价	1.000	.627	.818	.779
	每股收入	.627	1.000	.737	.779
	每股收益	.818	.737	1.000	.897
	每股净资产	.779	.779	.897	1.000
Sig. (单侧)	每股市价	.	.000	.000	.000
	每股收入	.000	.	.000	.000

	每股收益	.000	.000	.	.000
	每股净资产	.000	.000	.000	.
N	每股市价	46	46	46	46
	每股收入	46	46	46	46
	每股收益	46	46	46	46
	每股净资产	46	46	46	46

a. 已通过原点计算了系数。

根据上表测算结果，每股净资产、每股收益与每股市价均显著相关，其中每股净资产相关系数为 0.779，每股收益相关系数为 0.818，每股收入的相关系数略低，为 0.627。

(2) 采用步进法进行回归

输入/移去的变量^{a,b}

模型	输入的变量	移去的变量	方法
1	每股收益	.	步进（准则：F-to-enter 的概率 $\leq .050$ ，F-to-remove 的概率 $\geq .100$ ）。

a. 因变量：股价

b. 通过原点的线性回归

模型汇总

模型	R	R 方 ^b	调整 R 方	标准估计的误差	更改统计量				Sig. F 更改	Durbin-Watson
					R 方更改	F 更改	df1	df2		
1	.818 ^a	.668	.661	21.19762	.668	90.678	1	45	.000	1.195

系数^{a,b}

模型		非标准化系数		标准系数	t	Sig.	B 的 95.0% 置信区间	
		B	标准误差				下限	上限
1	每股收益	64.735	6.798	.818	9.523	2.35E-12	51.043	78.427

a. 因变量：股价

b. 通过原点的线性回归

已排除的变量

模型		Beta In	t	Sig.	偏相关	共线性统计量
						容差
1	每股收入	.054 ^a	.422	.675	.063	.456
	每股净资产	.234 ^a	1.206	.234	.179	.195

开元资产评估有限公司

利用 SPSS，通过步进法，逐步回归建立模型，在该过程中被排除的自变量为每股收入、每股净资产，得到一个一元回归模型，因变量为每股股价，自变量为每股收益（每股净利润）。

(3) F 检验

判定系数 R² 是说明该方程自变量对因变量的解释程度，通常还需用 F 检验的方法判断整个方程是否显著成立。

检验假设为：H₀: β₀=β₁=β₂=β₃=0；检验统计量为：

$$F = \frac{\sum(\hat{y} - \bar{y})^2 / k}{\sum e_i^2 / (n - k - 1)} \sim F(k, n - k - 1)$$

拒绝法则为：如果 P 值 < α，则拒绝 H₀。

其中：β_i 为多元回归方程中各项参数；α 为显著性水平；P 值又称显著性水平，度量了当假定原假设为真时，样本结果的可接受程度。当原假设为真的情况下，P 值越大，则样本结果的可接受程度越大。如果 P 值小于显著性水平 α，则检验统计量的值落在拒绝域中，说明在 α 的显著性水平下可以否定原假设，模型系数不为零。

模型		平方和	df	均方	F	Sig.
1	回归	40745.314	1	40745.314	90.678	2.35E-12
	残差	20220.254	45	449.339		
	总计	60965.568 ^b	46			

上表中，F 值为 90.678，对应的 P 值 Prob(F-statistic) 为 2.35E-12，非常接近于零，说明回归模型在 5% 的显著水平下成立。

(4) T 检验

用来确定每一个单个的自变量是否具有显著性的自变量，这样的 T 检验称为单个的显著性检验。

检验假设为：H₀: β_i=0；检验统计量为：

$$t = \frac{\beta_i}{S_{\beta_i}} \sim t(n - k - 1)$$

拒绝法则为：如果 P 值 < α，则拒绝 H₀。

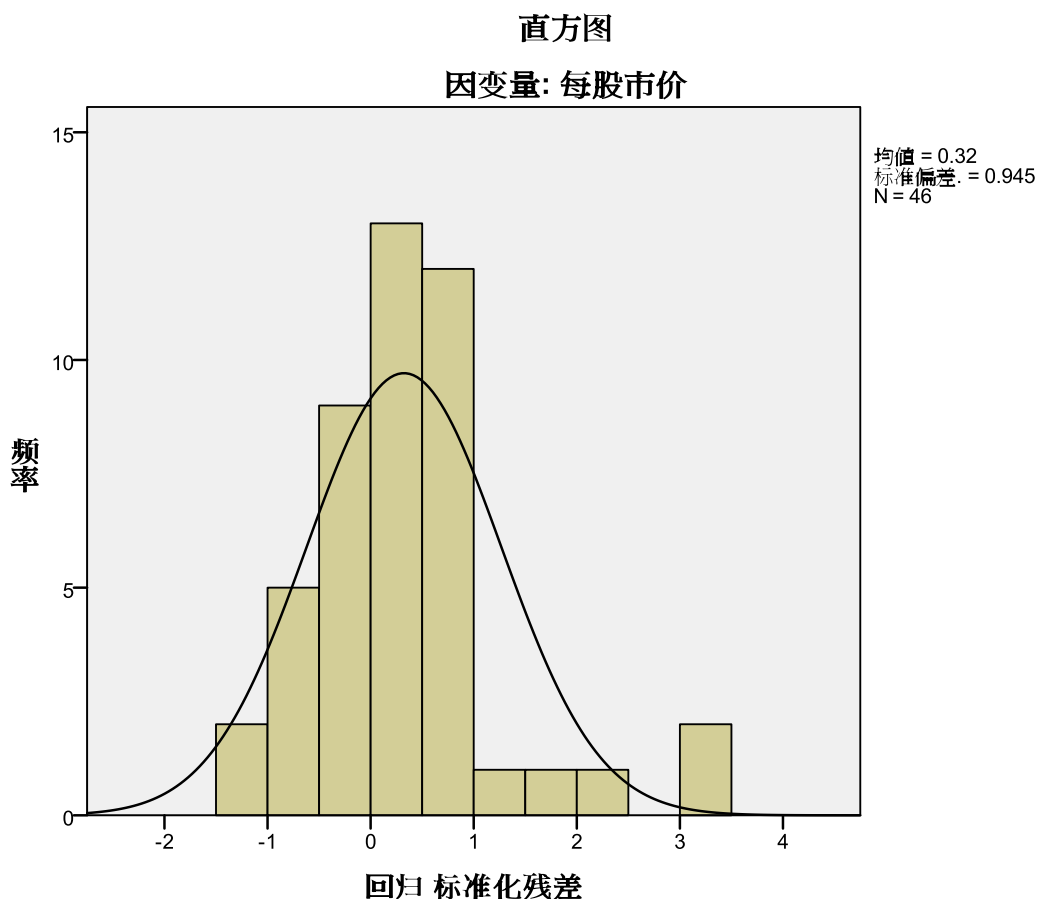
模型		非标准化系数		标准系数	t	Sig.	B 的 95.0% 置信区间	
		B	标准误差				下限	上限
1	每股收益	64.735	6.798	.818	9.523	2.35E-12	51.043	78.427

回归结果显示，方程中自变量系数经过 T 检验后，自变量的 P 值均小于 5% 的显著性水平，该结果表明方程中的自变量对每股市价有显著影响。

(5) Durbin-Watson 检验

Durbin-Watson 统计量是用来检验残差分布是否为正态分布的，因为我们进行回归估计是假设模型残差服从正态分布的，因此，如果残差不服从正态分布，那么模型将是有偏的，也就是说模型的解释能力是不强的。统计实务中，Durbin-Watson 统计量介于 0-4 之间，距离 2 越近说明残差越服从正态分布，若偏离 2 太远，那么所构建的模型的解释能力就要受影响了。

根据回归方程，有关 Durbin-Watson 的统计值为 1.2，比较接近 2；另外从残差的分布图来看，残差的分布接近正态分布，说明模型中自变量对因变量的解释能力强，可以采用该方程估计被评估对象。



(6) 对检验结果的分析

根据前面对回归模型的 F 检验、T 检验和 Durbin-Watson 检验结果，回归模型中的自变量均通过了相应的检验，说明模型中自变量对因变量的解释能力强，可以

采用该方程估计被评估对象。根据前面对回归系数的回归结果，排除其他自变量后，剩余自变量为每股净利润，且不含常数，由此确定回归模型如下：

$$y=64.735x$$

即：每股价值=64.735×每股净利润

6、华图教育有关参数的确定

根据北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司提供的合并报表，华图教育 2015 年 9 月 30 日有关参数如下：

	单位：元
归属于母公司股东的净利润	308,136,179.43
总股本（股）	123,000,000.00
每股净利润	2.51

即：华图教育每股净利润为 2.51 元。

7、评估值的计算

（1）按照回归公式计算的单价

根据前面确定的回归模型和华图教育的相关参数，达晨创富所持有的华图教育 560 万股股权评估值计算如下：

扣除流动性折扣前

$$\begin{aligned} \text{每股价值 } y &= 64.735x \\ &= 64.735 \times \text{每股收益} \\ &= 64.735 \times 2.51 \\ &= 162.48 \text{ 元} \end{aligned}$$

（2）流动性折扣

华图教育 2014 年 7 月份在新三板挂牌，2015 年 6 月 16 日公告转做市，2015 年 9 月 29 日正式转为做市。期间交易不活跃，本次将其作为未上市公司考虑，扣除全部流动性折扣。

证券代码	证券简称	首发上市日期	第一日交易均价折扣率	30 日交易均价折扣率	60 日交易均价折扣率	90 日交易均价折扣率	平均值
002095.SZ	生意宝	2006-12-15	78.19%	77.11%	76.37%	75.80%	76.87%
002148.SZ	北纬通信	2007-08-10	73.13%	69.47%	67.37%	63.42%	68.35%
002174.SZ	游族网络	2007-09-25	68.32%	68.84%	68.57%	69.27%	68.75%
002181.SZ	粤传媒	2007-11-16	65.99%	69.01%	69.80%	69.24%	68.51%
002238.SZ	天威视讯	2008-05-26	58.90%	56.45%	54.60%	52.28%	55.56%
002261.SZ	拓维信息	2008-07-23	49.98%	51.90%	48.09%	40.60%	47.64%
002292.SZ	奥飞动漫	2009-09-10	44.81%	48.81%	49.10%	49.52%	48.06%
002315.SZ	焦点科技	2009-12-09	45.00%	42.84%	41.65%	42.60%	43.02%
002354.SZ	天神娱乐	2010-02-09	29.15%	33.27%	43.67%	42.32%	37.10%

002400.SZ	省广股份	2010-05-06	11.04%	-1.95%	-3.50%	0.17%	1.44%
002712.SZ	思美传媒	2014-01-23	30.25%	54.49%	53.26%	51.60%	47.40%
002739.SZ	万达院线	2015-01-22	30.53%	76.73%	78.62%	80.77%	66.66%
300027.SZ	华谊兄弟	2009-10-30	59.37%	54.07%	52.83%	50.85%	54.28%
300043.SZ	互动娱乐	2010-01-20	12.93%	2.90%	3.70%	1.10%	5.16%
300052.SZ	中青宝	2010-02-11	16.52%	20.57%	19.82%	10.22%	16.78%
300058.SZ	蓝色光标	2010-02-26	16.14%	26.32%	25.73%	17.03%	21.30%
300059.SZ	东方财富	2010-03-19	32.26%	46.55%	44.00%	40.98%	40.95%
300071.SZ	华谊嘉信	2010-04-21	40.18%	35.01%	31.23%	28.60%	33.76%
300104.SZ	乐视网	2010-08-12	36.81%	30.38%	28.36%	36.50%	33.01%
300113.SZ	顺网科技	2010-08-27	34.28%	40.31%	40.33%	40.16%	38.77%
300133.SZ	华策影视	2010-10-26	35.33%	38.57%	38.96%	37.49%	37.59%
300148.SZ	天舟文化	2010-12-15	33.66%	28.36%	24.00%	21.52%	26.88%
300226.SZ	上海钢联	2011-06-08	18.12%	16.03%	20.34%	20.89%	18.84%
300251.SZ	光线传媒	2011-08-03	27.69%	30.60%	28.02%	26.92%	28.31%
300288.SZ	朗玛信息	2012-02-16	43.96%	49.74%	50.09%	49.61%	48.35%
300291.SZ	华录百纳	2012-02-09	17.57%	21.09%	20.53%	20.82%	20.00%
300295.SZ	三六五网	2012-03-15	40.60%	30.56%	28.47%	28.18%	31.95%
300315.SZ	掌趣科技	2012-05-11	37.07%	33.00%	30.11%	32.85%	33.26%
300336.SZ	新文化	2012-07-10	18.06%	10.15%	9.68%	8.35%	11.56%
300359.SZ	全通教育	2014-01-21	29.52%	44.73%	43.81%	40.32%	39.60%
300364.SZ	中文在线	2015-01-21	30.28%	88.31%	90.28%	92.32%	75.30%
300383.SZ	光环新网	2014-01-29	29.78%	59.72%	54.05%	45.95%	47.38%
300392.SZ	腾信股份	2014-09-10	30.14%	75.20%	79.19%	78.69%	65.81%
300418.SZ	昆仑万维	2015-01-21	30.33%	69.72%	75.58%	76.78%	63.10%
300426.SZ	唐德影视	2015-02-17	29.48%	74.45%	78.14%	80.86%	65.73%
300431.SZ	暴风科技	2015-03-24	30.16%	94.96%	96.83%	96.56%	79.63%
600959.SH	江苏有线	2015-04-28	30.26%	89.80%	86.09%	83.94%	72.52%
601098.SH	中南传媒	2010-10-28	23.94%	21.88%	20.20%	17.33%	20.84%
601801.SH	皖新传媒	2010-01-18	35.68%	29.95%	28.72%	26.27%	30.15%
601928.SH	凤凰传媒	2011-11-30	27.29%	14.12%	9.62%	8.88%	14.98%
601929.SH	吉视传媒	2012-02-23	38.55%	39.46%	36.04%	32.83%	36.72%
601999.SH	出版传媒	2007-12-21	73.05%	76.89%	75.66%	73.06%	74.66%
603000.SH	人民网	2012-04-27	38.28%	50.78%	50.95%	50.00%	47.51%
603598.SH	引力传媒	2015-05-27	28.85%	86.49%	85.05%	83.67%	71.02%
603729.SH	龙韵股份	2015-03-24	30.46%	73.16%	77.79%	75.86%	64.32%
平均值			36.49%	47.80%	47.37%	46.07%	44.43%

以 2005 年 1 月 1 日至评估基准日期间首发上市的传媒行业（申银万国分类）股票，新股发行前后价格折扣率平均值作为流动性折扣率，即流动性折扣率为 44.43%。

则：流动性折扣后之后的每股价值=162.48×（1-44.43%）=90.29 元

（3）其他修正系数

除了流动性折扣外，影响企业价值的因素主要包括风险因素和增长率。所谓风险修正实际是由于可比上市公司和目标企业由于风险因素而导致的折现率 r 的差异而需要进行的修正。增长率是由于目标公司与选择的可比公司可能会处在不同的发展时期，因此预期的未来增长率可能不一致，需要进行预期增长率差异修正，该增长率是指未来长期增长率。

根据单期资本化模型 $P=A/r$ ，如果 A 相同，可以得到 $P_1/P_2=r_2/r_1$

即风险因素可以采用折现率比值进行修正。

我们对折现率修正采用的是目标企业（华图教育）的折现率（股权收益率 r_1 ）与对比公司行业平均折现率 r_2 相除所得系数作为修正系数；预期增长率由于是预计长期增长率，假设目标企业预期增长率为 g_1 ，对比公司行业平均预期增长率为 g_2 ，修正系数= $1/(1+g_2-g_1)$ 。

其他修正系数= $r_2/r_1*1/(1+g_2-g_1)$

1) 风险因素 r 修正

折现率估算模型（公式与参数定义）

折现率亦称期望投资回报率，是采用收益法评估所使用的重要参数。本次评估所采用的折现率的估算，是在考虑评估基准日的利率水平、市场投资回报率、公司特有风险收益率（包括规模超额收益率）和被评估单位的其他风险因素的基础上运用资本资产定价模型（Capital Asset Pricing Model 或 CAPM）综合估算其权益资本成本，并参照对比公司的资本结构等因素，综合估算被评估单位的股权收益率，进而综合估算全部资本加权平均成本（Weighted Average Cost of Capital 或 WACC），并以此作为评估对象的全部资本的自由现金流净流量的折现率。其估算过程及公式如下：

权益资本成本按资本资产定价模型的估算公式如下：

$$\begin{aligned} \text{CAPM 或 } R_e &= R_f + \beta (R_m - R_f) + R_c \\ &= R_f + \beta \times \text{ERP} + R_c \end{aligned}$$

上式中： R_e ：权益资本成本；

R_f ：无风险收益率；

β ：Beta系数；

R_m ：资本市场平均收益率；

ERP：即市场风险溢价（ $R_m - R_f$ ）；

R_c ：特有风险收益率。

有关参数的估算过程如下：

①估算无风险收益率

通常认为国债收益是无风险的，因为持有国债到期不能兑付的风险很小，小到可以忽略不计，故评估界一般以国债持有期收益率作为无风险收益率。考虑到股权投资一般并非短期投资行为，我们在中国债券市场选择从评估基准日至“国债到期日”的剩余期限超过 10 年的国债作为估算国债到期收益率的样本，经计算，评估基准日符合上述样本选择标准的国债平均到期收益率为 4.2472%，以此作为本次评估的无风险收益率。

②估算资本市场平均收益率及市场风险溢价 ERP

股市投资收益率是资本市场收益率的典型代表，股市风险收益率是投资者投资股票市场所期望的超过无风险收益率的部分，亦可认为是市场风险溢价的典型代表。正确地估算股市风险收益率一直是许多股票分析师的研究课题。例如：在美国，Ibbotson Associates 的研究发现：从 1926 年到 1997 年，股权投资到大企业的年均复利回报率为 11.0%，超过长期国债收益率约 5.8% 左右；这个差异的几何平均值被业界认为是成熟市场股权投资的风险收益率 ERP。

参照美国相关机构估算 ERP 的思路，我们按如下方式估算中国股市的投资收益率及风险收益率 ERP（以下简称 ERP）：

选取衡量股市 ERP 的指数：估算股票市场的投资回报率首先需要确定一个衡量股市波动变化的指数，中国目前沪、深两市有许多指数，但是我们选用的指数应该是能最好反映市场主流股票变化的指数，参照美国相关机构估算美国股票市场的 ERP 时选用标准普尔 500（S & P500）指数的思路和经验，我们在估算中国股票市场的 ERP 时选用沪深 300 作为衡量股市 ERP 的指数。

指数年期的选择：众所周知，中国股市始于上世纪 90 年代初期，最初几年发展较快但不够规范，直到 1996 年之后才逐渐走上正规，考虑到上述情况，我们在测算中国股市 ERP 时的计算年期从 1998 年开始，即指数的时间区间选择为 1997-12-31 到 2014-12-31 之间。

指数成分股及其数据采集：沪深 300 指数的成分股每年是发生变化的，因此我们在估算时采用每年年底的沪深 300 指数的成分股。对于沪深 300 指数没有推出之前的 1999~2003 年，我们采用外推的方式推算其相关数据，即采用 2004 年年底沪深 300 指数的成分股外推到上述年份，亦即假定 1997~2003 年的成分股与 2004 年年末一样。在相关数据的采集方面，为简化本次评估的 ERP 测算中的测算过程，我

们借助 Wind 资讯的数据系统选择每年末成分股的各年末交易收盘价作为基础数据进行测算。由于成分股收益中应该包括每年分红、派息和送股等产生的收益，因此我们选用的成份股年末收盘价是包含了每年分红、派息和送股等产生的收益的复权年末收盘价，以全面反映各成份股各年的收益状况。

年收益率的计算采用算术平均值和几何平均值两种计算方法：

A、算术平均值计算方法：

设：每年收益率为 R_i ，则：

$$R_i = \frac{P_i - P_{i-1}}{P_{i-1}} \quad (i=1, 2, 3, \dots)$$

上式中： R_i 为第 i 年收益率

P_i 为第 i 年年末收盘价（复权）

P_{i-1} 为第 $i-1$ 年年末收盘价（复权）

设第 1 年到第 n 年的算术平均收益率为 A_i ，则：

$$A_i = \frac{\sum_{i=1}^n R_i}{N}$$

上式中： A_i 为第 1 年（即 1998 年）到第 n 年收益率的算术平均值， $n=1, 2, 3, \dots$

N 为项数

B、几何平均值计算方法：

设第 1 年到第 i 年的几何平均收益率为 C_i ，则：

$$C_i = \sqrt[i]{\frac{P_i}{P_0}} - 1 \quad (i=1, 2, 3, \dots)$$

上式中： P_i 为第 i 年年末收盘价（复权）

P_0 为基期（1997 年）年末收盘价（复权）

计算期每年年末的无风险收益率 R_{fi} 的估算：为了估算每年的 ERP，需要估算计算期内每年年末的无风险收益率 R_{fi} ，本次评估我们采用国债的到期收益率（Yield to Maturate Rate）作为无风险收益率；样本的选择标准是每年年末距国债到期日的剩余年限超过 10 年的国债，最后以选取的全部国债的到期收益率的平均值作为每年年

末的无风险收益率 R_{fi} 。

估算结论：

经上述计算分析，得到沪深 300 成份股的各年算术平均及几何平均收益率，以全部成份股的算术或几何平均收益率的算术平均值作为各年股市收益率，再与各年无风险收益率比较，得到股票市场各年的 ERP。估算公式如下：

A、算术平均值法：

$$ERP_i = A_i - R_{fi} \quad (i=1, 2, \dots)$$

B、几何平均值法：

$$ERP_i = C_i - R_{fi} \quad (i=1, 2, \dots)$$

C、估算结果：

按上述两种方式的估算结果如下：

序号	年分	算术平均收益率 R_m	几何平均收益率 R_m	无风险收益率 R_f (距到期剩余年限超过 10 的国债到期收益率)	ERP (算术平均收益率- R_f)	ERP (几何平均收益率- R_f)
1	2005	2.88%	-3.15%	3.56%	-0.68%	-6.71%
2	2006	24.54%	10.91%	3.55%	20.99%	7.36%
3	2007	55.81%	27.10%	4.30%	51.51%	22.80%
4	2008	44.51%	9.28%	3.80%	40.71%	5.48%
5	2009	53.96%	15.62%	4.09%	49.87%	11.53%
6	2010	46.04%	12.79%	4.25%	41.79%	8.54%
7	2011	33.49%	4.51%	3.98%	29.51%	0.53%
8	2012	30.95%	5.65%	4.16%	26.79%	1.49%
9	2013	37.47%	10.32%	4.29%	33.18%	6.03%
10	2014	44.18%	17.76%	4.31%	39.87%	13.45%
平均值		37.38%	11.08%	4.03%	33.35%	7.05%

由于几何平均收益率能更好地反映股市收益率的长期趋势，故采用几何平均收益率 11.08%与剩余年限超过 10 的国债到期收益率平均值 4.03%的差额 7.05%作为本项目的市场风险溢价，即本项目的市场风险溢价（ERP）为 7.05%。

③Beta 系数的估算

通过 Wind 资本终端计算申银万国传媒行业具有财务杠杆的 Beta 系数（计算期间：评估基准日起前 1 年；周期：周；参考指标：沪深 300；收益计算方式：普通收益率；剔除财务杠杆不作剔除）。

采用布鲁姆调整模型（预期的 Beta 系数=原始 Beta*0.65+0.35）将参考企业历史 Beta 调整为预期的 Beta 系数，采用基准日或最近一期参考企业财务杠杆 (D/E) 及所得税率计算参考企业剔除资本结构 Beta。

被评估单位目标资本结构的估算：参考企业的资本结构采用行业平均 D/E。

④估算被评估单位特有风险收益率（包括企业规模超额收益率） R_c

注册资产评估师在估算被评估单位特有风险收益率时，通常分规模超额收益率和其他特有风险收益率两部分来估算。对于特有风险回报率(超额规模风险)模型为基于总资产规模、总资产报酬率与超额规模回报率之间的关系。对于规模超额收益率，国内评估界参考国际研究的思路，对沪、深两市的 1000 多家上市公司多年来的数据进行了分析研究，采用线性回归分析的方式得出资产规模超额收益率与总资产规模、总资产报酬率之间的回归方程如下：

$$R_s = 3.73\% - 0.717\% \times \ln(S) - 0.267\% \times ROA$$

其中：

R_s : 公司特有风险超额回报率；

S : 公司总资产账面值（按亿元单位计算）；

ROA : 总资产报酬率；

\ln : 自然对数。

对于其他特有风险回报率，目前国内没有一个定量的估算模型，一般采用定性分析的方法估算，考虑的因素包括：（1）客户聚集度过高特别风险；（2）产品单一特别风险；（3）市场过于集中特别风险；（4）管理者特别风险。这类特别风险，如果没有充分理由，一般情况不予特别考虑。

序号	对比公司名称	债权比例	股权价值比例	含资本结构因素的	剔除资本结构因素的	无风险收益率 (R_f)	超额风险收益率 ($R_f - R_m$)	公司特有 风险超额 收益率 (R_c)	股权收益率 (R_e)
1	华数传媒	0.00%	100.00%	1.0857	1.0857	4.2472%	7.05%	0.002624	12.1636%
2	华媒控股	0.11%	99.89%	1.0514	1.0505	4.2472%	7.05%	0.0152342	13.1767%
3	湖北广电	3.18%	96.82%	0.6169	0.5973	4.2472%	7.05%	0.0063546	9.0933%
4	视觉中国	1.35%	98.65%	1.0302	1.0163	4.2472%	7.05%	0.0142015	12.8320%
5	大地传媒	0.10%	99.90%	1.1093	1.1085	4.2472%	7.05%	0.0047865	12.5406%
6	华闻传媒	7.48%	92.52%	0.5652	0.5329	4.2472%	7.05%	0.0028916	8.2935%
7	长城动漫	22.79%	77.21%	1.5292	1.2520	4.2472%	7.05%	0.0178106	14.8550%
8	生意宝	0.00%	100.00%	1.0617	1.0617	4.2472%	7.05%	0.0244419	14.1763%
9	粤传媒	0.64%	99.36%	1.0865	1.0813	4.2472%	7.05%	0.0092045	12.7910%
10	拓维信息	0.49%	99.51%	1.0658	1.0610	4.2472%	7.05%	0.015217	13.2493%
11	奥飞动漫	3.87%	96.13%	0.4554	0.4403	4.2472%	7.05%	0.0088743	8.2387%
12	焦点科技	0.10%	99.90%	1.0725	1.0716	4.2472%	7.05%	0.0147863	13.2805%
13	天神娱乐	1.79%	98.21%	1.1879	1.1692	4.2472%	7.05%	0.0170414	14.1943%
14	省广股份	2.82%	97.18%	0.8610	0.8426	4.2472%	7.05%	0.0069418	10.8820%

15	顺荣三七	0.08%	99.92%	1.2246	1.2238	4.2472%	7.05%	0.0096539	13.8407%
16	思美传媒	0.00%	100.00%	0.6047	0.6047	4.2472%	7.05%	0.0188574	10.3959%
17	互动娱乐	4.94%	95.06%	1.0839	1.0380	4.2472%	7.05%	0.0107424	12.6390%
18	东方财富	0.00%	100.00%	1.3783	1.3783	4.2472%	7.05%	0.0070083	14.6650%
19	乐视网	8.83%	91.17%	0.8829	0.8157	4.2472%	7.05%	0.0014157	10.1397%
20	顺网科技	0.00%	100.00%	0.6610	0.6610	4.2472%	7.05%	0.0169346	10.6009%
21	华策影视	4.60%	95.40%	0.6810	0.6573	4.2472%	7.05%	0.007887	9.6695%
22	光线传媒	0.25%	99.75%	0.7488	0.7472	4.2472%	7.05%	0.0064306	10.1582%
23	朗玛信息	1.30%	98.70%	1.0865	1.0737	4.2472%	7.05%	0.0194801	13.7651%
24	华录百纳	2.62%	97.38%	0.8474	0.8307	4.2472%	7.05%	0.0096602	11.0697%
25	三六五网	0.00%	100.00%	1.2674	1.2674	4.2472%	7.05%	0.0201618	15.1986%
26	掌趣科技	1.46%	98.54%	1.2493	1.2328	4.2472%	7.05%	0.0092377	13.8622%
27	新文化	3.27%	96.73%	0.8996	0.8774	4.2472%	7.05%	0.0112675	11.5593%
28	全通教育	0.01%	99.99%	0.9943	0.9942	4.2472%	7.05%	0.0232342	13.5800%
29	腾信股份	0.40%	99.60%	0.8427	0.8398	4.2472%	7.05%	0.0187584	12.0437%
30	歌华有线	0.00%	100.00%	1.1758	1.1758	4.2472%	7.05%	0.0038117	12.9179%
31	中视传媒	0.00%	100.00%	0.8866	0.8866	4.2472%	7.05%	0.0180454	12.3025%
32	中文传媒	4.54%	95.46%	0.9165	0.8849	4.2472%	7.05%	0.0004015	10.5258%
33	北巴传媒	13.58%	86.42%	1.1353	1.0156	4.2472%	7.05%	0.0118331	12.5903%
34	时代出版	2.94%	97.06%	0.9554	0.9273	4.2472%	7.05%	0.0072167	11.5066%
35	东方明珠	2.85%	97.15%	1.2287	1.2022	4.2472%	7.05%	0	12.7231%
36	新南洋	1.73%	98.27%	1.0244	1.0111	4.2472%	7.05%	0.0168939	13.0649%
37	长江传媒	2.27%	97.73%	1.0351	1.0116	4.2472%	7.05%	0.0053606	11.9154%
38	鹏博士	4.48%	95.52%	0.9499	0.9134	4.2472%	7.05%	0.0001955	10.7065%
39	新华传媒	4.06%	95.94%	1.0111	0.9800	4.2472%	7.05%	0.0102023	12.1761%
40	广电网络	16.15%	83.85%	0.8495	0.7123	4.2472%	7.05%	0.0088422	10.1531%
41	中南传媒	0.02%	99.98%	0.9349	0.9347	4.2472%	7.05%	0.0006136	10.8980%
42	皖新传媒	0.00%	100.00%	0.9983	0.9983	4.2472%	7.05%	0.0054812	11.8334%
43	凤凰传媒	1.42%	98.58%	1.0846	1.0692	4.2472%	7.05%	0	11.7851%
44	吉视传媒	10.96%	89.04%	1.0171	0.9056	4.2472%	7.05%	0.0045933	11.0912%
45	出版传媒	0.00%	100.00%	1.1252	1.1252	4.2472%	7.05%	0.0130085	13.4806%
46	人民网	0.00%	100.00%	0.9696	0.9696	4.2472%	7.05%	0.0116789	12.2506%
平均值					0.9638				12.0625%
	华图教育				0.9638	4.2472%	7.05%	0.0202641	13.0687%

风险因素修正系数=12.06%/13.07%=92.27%

2) 预期长期增长率 g 修正

经查询 WIND 资讯终端,上市公司的 WIND 一致预测未来 2 年净利润复合增长率中位数为 45.69%, WIND 一致预测华图教育为 31.06%, 二者差异为 14.63%。由于这是 2 年复合增长率,是短期的增长率,而我们修正的是长期增长率,随着经营期限拉长,增长率差距会缩小,本次取增长率差异为 10%, 则

增长率修正系数=1/(1+10%)=91%。

(4) 最终评估单价和评估值

经以上修正后，

评估单价=90.29×92.27%×91%=75.81 元

评估值=每股价值×持股数量

=75.81×560

=42,453.60 万元

(5) 评估结论合理性分析

由于本次评估的是华图教育小股权，我们能够获取的资料有限，不适用资产基础法和收益法；由于 A 股上市公司中与华图教育处于一致细分行业的对比公司几乎没有，难以找到足够数量的合适的对比公司采用传统的上市公司比较法进行评估；此次交易双方为创投公司，持有股权的目的是为了获取资本收益，而非公司经营控制权和经营收益。基于上述情况，我们采用了回归分析的方法进行评估，并对结果进行分析验证。

① 样本分析

由于 A 股上市公司中与华图教育处于一致细分行业的对比公司很少，我们进行回归采用的数据样本是 WIND-SW 传媒行业全行业（剔除特殊公司）公司，其中既包括全通教育、新南洋、拓维信息等教育概念的上市公司，也包括中南传媒、吉视传媒、皖新传媒等十一家传统的出版传媒公司。众所周知，目前教育行业属于较热门行业和板块，教育概念也备受追捧，选定样本公司中包含传统传媒公司，不会高估其价值，本次选定的样本相对来说是谨慎的。

② 教育概念公司分析

证券代码	证券简称	上市日期	总股本 万股	总市值 亿元	市盈率 PE	营业收入万 元 2015 三 季	归属母公司股东 的净利润万元 2015 第三季	净利率
300359.SZ	全通教育	2014-01-21	21,384.00	167.61	508.05	21,715.53	3,299.02	15.19%
002261.SZ	拓维信息	2008-07-23	44,326.97	119.24	84.64	42,687.90	14,088.23	33.00%
600661.SH	新南洋	1993-06-14	25,907.65	71.56	148.81	84,191.45	4,808.51	5.71%
300235.SZ	方直科技	2011-06-29	15,840.00	33.96	145.15	8,172.64	2,339.80	28.63%
300010.SZ	立思辰	2009-10-30	68,457.75	177.17	1029.29	57,758.26	1,721.28	2.98%
平均值					383.19			17.10%
	华图教育		12,300.00			105,484.16	30,813.62	29.21%

从上表可以看出，A 股与华图教育接近的教育类上市公司市盈率平均值为 383 倍，最低的 85 倍，收入和净利润最高的是拓维信息，收入为 4.3 亿元，利润为 1.4

亿元，净利率 33%。

华图教育 2015 年前三季度营业收入为 105,484.16 万元，净利润为 30,813.62 万元，净利率为 29%。

从我们前面回归过程得到的方程每股价值=64.735×每股收益来看，相当于市盈率 65 倍，抛开概念热炒等因素外，与最低的拓维信息比，其倍数也是适宜的。

③修正因素分析

利用回归分析得到方程后，本次评估还扣除了流动性折扣、考虑了风险因素（折现率）和成长性因素（预期长期增长率）修正。单纯的回归方程只是一个机械的数据模型，本次的拟合优度是 0.67，有 30%左右的股价变化无法通过 X（每股净利润）来简单解释，而我们所做的这些修正对于回归方程来说正是一个有力的补充和完善。修正前回归方程为每股市价=64.735×每股收益，简单理解相当于修正前 PE 约为 65 倍，修正后每股价格 75.81 元，前三季度每股净利润 2.51 元，即修正后 PE 约为 30 倍。

综上，本次采用了回归方程的方法进行评估，虽然不同于常规、传统的评估方法，评估行业在回归方程方面的研究也不够深入、普及，在理论、测算模型、检验等方面可能存在一些不足，但其结果与华图教育所展现出来的经营业绩是相符的，评估结论是合理的。

四、评估结论及分析

一）评估结论及其分析

截至评估基准日，天津达晨创富股权投资基金中心拥有的北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司的 560 万股股权评估值为 42,450.00 万元（大写为人民币肆亿贰仟肆佰伍拾万元整）

评估结论根据以上评估工作得出。

二）评估结论成立的条件

1、评估对象所包含的资产在现行的法律、经济和技术条件许可的范围内处于正常、合理、合法的运营、使用及维护状态。

2、本评估结论是在本报告载明的评估假设和限制条件下，为本报告列明的评估目的而提出的委估资产的市场价值的参考意见。

3、本评估报告的评估结果是反映评估对象在本报告书载明的评估目的之下，根据持续经营假设、公开市场假设和本报告书载明的“评估假设和限制条件”确定的

市场价值，没有考虑以下因素：

(1)特殊的交易方或交易方式可能追加付出的价格等对评估价值的影响；

(2)评估基准日后遇有自然力和其他不可抗力对资产价格的影响。

(3)如果该等资产出售，所应承担的费用和税项等可能影响其价值净额的相关方面。

(4)评估增值额的纳税对评估结论的影响。

当前述评估目的、评估假设和限制条件以及评估中遵循的持续经营假设和公开市场假设等发生变化时，本评估报告的评估结果即失效。

三) 评估结论的效力

1、本评估结论系评估专业人员依照国家有关规定出具的意见，依照法律法规的有关规定发生法律效力。

2、本评估报告的评估结论是在与评估对象相关的资产于现有用途不变并持续经营、以及在评估基准日的外部经济环境前提下，为本报告所列明的评估目的而提出的公允价值意见，故本评估报告的评估结论仅在仍保持现有用途不变并持续经营、以及仍处于与评估基准日相同或相似的外部经济环境的前提下有效。

附件 企业关于进行资产评估有关事项的说明

一、委托方与产权持有单位概况

委托方为深圳市达晨创业投资有限公司，产权持有单位为天津达晨创富股权投资基金中心。

（一）委托方

单位全称：深圳市达晨创业投资有限公司（以下简称“达晨创业”或“委托方”）

注册地址：深圳市福田区深南大道特区报业大厦 23 楼 D 座

注册资本：10000

企业性质：有限责任公司

法定代表人：刘昼

经营范围：直接投资高新技术产业和其他技术创新产业；受托管理和经营其他创业投资公司的创业资本；投资咨询；直接投资或参与企业孵化器的建设。

（二）产权持有单位

单位全称：天津达晨创富股权投资基金中心（以下简称“达晨创富”或“产权持有单位”）

注册地址：天津市空港经济区环河南路 88 号 2-3209 室

注册资本：46300 万元

企业性质：有限合伙企业

执行事务合伙人：深圳市达晨财智创业投资管理有限公司（委派代表：刘昼）

经营范围：从事对未上市企业的投资；对上市公司非公开发行股票的投资以及相关咨询服务。

（三）委托方与产权持有单位的关系

委托方系本次股权收购方，产权持有单位系股权转让方。产权持有单位的执行事务合伙人深圳市达晨财智创业投资管理有限公司系委托方的子公司。

二、关于经济行为的说明

本次评估目的系为委托方深圳市达晨创业投资有限公司提供其拟收购的华图教育 560 万股股权于评估基准日的市场价值作价参考依据。

三、关于评估对象与评估范围的说明

（一）评估对象与评估范围

1、评估对象

本次评估的评估对象为华图教育 560 万股股权价值。

委托评估对象与经济行为涉及的评估对象一致。

2、评估范围

评估范围为天津达晨创富股权投资基金中心持有的华图教育 560 万股股权，持股比例为 4.55%。

委托评估范围与经济行为涉及的评估范围一致。

3、华图教育相关介绍

(1) 基本信息

单位全称：北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司

住 所：北京市海淀区中关村大街 28-1（二层）

股 本：人民币 12300 万元

法定代表人：易定宏

企业性质：股份有限公司（非上市、自然人投资或控股）

经营范围：组织文化交流；出版策划；编辑服务；技术服务、技术培训；企业形象设计；销售文化用品、电子计算机；互联网信息服务业务（除新闻、出版、教育、医疗保健、药品、医疗器械以外的内容）；销售图书、期刊、报纸、电子出版物。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动。）

(2) 历史沿革

① 有限公司的设立

2003 年 2 月，易定宏、易智利分别以现金出资 40.00 万元、10.00 万元共同设立北京华图宏阳教育文化发展有限公司（简称“华图有限”），注册资本 50.00 万元。2003 年 2 月 12 日，华图有限领取了北京市工商行政管理局颁发的《企业法人营业执照》，注册号为 1101012529580，法定代表人为易定宏，住所为北京市东城区灯市口大街 50 号 203 室。华图有限经营范围为：组织文化交流，出版策划，编辑服务，网络信息技术开发，技术服务，技术培训，企业形象设计。

2003 年 2 月 10 日，北京市华颂会计师事务所有限公司出具《验资报告》（（2003）华会验字第（80）号）。根据该验资报告，公司股东易定宏、易智利已足额缴纳公司章程中规定的各自所认缴的出资额，均为货币出资。

② 有限公司第一次增资

2006 年 1 月 6 日，华图有限通过股东会决议，决定增加注册资本 150 万元，新增注册资本由易定宏出资 120 万元，由易智利出资 30 万元；决定在经营范围中增加“销售图书、期刊、报纸、电子出版物”。股东会决议一并对公司章程进行了

相应修改。2006年1月17日，北京中仁信会计师事务所出具中仁信验字(2006)第1017号《验资报告》，验证截至2006年1月17日止，华图有限已收到股东易定宏、易智利缴纳的新增注册资本合计人民币150万元，各股东均以货币出资，其中易定宏出资120万元，易智利出资30万元。

根据变更后的公司章程，本次增资完成后，各股东名称及出资比例为：易定宏出资160.00万元，持股比例80%；易智利出资40万元，持股比例20%。

③有限公司第二次增资

2009年12月28日，华图有限召开股东会，全体股东形成如下决议：1、同意由易智利、易定宏、天津达晨创富股权投资基金中心（有限合伙）组成新股东会；2、同意华图有限注册资本由200.00万元增至2,000.00万元，新增注册资本中，易智利货币出资340.00万元，易定宏货币出资1,360.00万元，达晨创投货币出资100.00万元。3、同意修改公司章程。本次增资中，易定宏、易智利均以每股1.00元价格认购华图有限的股权；依据《关于北京华图宏阳教育文化发展有限公司之增资协议》，达晨创投以每股22.60元认购华图有限的股权。

2010年1月25日，北京伯仲行会计师事务所有限公司出具《验资报告》（京仲变验字[2010]0125Z-G号）。根据该验资报告，截至2010年1月25日，公司变更后的累计注册资本2,000.00万元，实收资本2,000.00万元。各股东名称及出资比例为：易定宏出资1,520.00万元，持股比例76%；易智利出资380.00万元，持股比例76%；天津达晨创富股权投资基金中心（有限合伙）出资100万元，持股比例5%。

④显化代持股权并增加股东至44人

2011年2月10日，华图有限召开股东会，全体股东一致同意将公司原股权代持进行清理，增加41位自然人股东。

⑤有限公司整体变更为股份公司

2011年9月29日，华图有限召开股东会，全体股东一致同意以华图有限全体股东作为发起人，将北京华图宏阳教育文化发展有限公司变更为北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司。以截至2011年4月30日的经中准会计师事务所有限公司出具的《审计报告》（中准审字[2011]1432号）确认的净资产67,944,428.82元折合56,000,000.00股股本。股份公司的注册资本为56,000,000.00元，各股东持股比例保持不变。

2011年10月14日，中准会计师事务所有限公司出具《验资报告》（中准验字

[2011]第 1030 号)。根据该报告,截至 2011 年 10 月 8 日止,公司以截至 2011 年 4 月 30 日华图有限净资产中的 56,000,000.00 元为基准折合成股份 56,000,000.00 股,每股面值 1 元,其余净资产计入资本公积。

⑥股份公司第一次增资扩股

2011 年 12 月 16 日,华图股份召开 2011 年第一次临时股东大会,审议通过了《关于公司增资扩股的议案》,同意向 121 名自然人增发 550 万股股票,本次增资发行股票的种类为人民币普通股,每股面值为人民币 1.00 元,发行价格为 1.30 元。

2011 年 12 月 26 日,中准会计师事务所有限公司出具《验资报告》(中准验字[2011]1046 号)。根据该《验资报告》,该货币增资已全部缴纳。

⑦股份公司第一次股权转让

2011 年 12 月至今,周鲁峰、杨博、王玉、张伟、易丽梅、周建龙、郝文魁、刘霁、黄铤、王永恒、柏楷、王怡、贾柱保、张文龙、张军伟、徐永发、王明、关丽华、李显等 19 位自然人股东分别与易定宏签署《股权转让协议》,将其持有公司的股份共计 1,164,108.00 股转让给易定宏;杨桂萍与张永锋签署《股权转让协议》,将其持有公司的 8,680.00 股股份转让给张永锋;张超与陈永英签署《股权转让协议》,将其持有公司的 80,640.00 股股份转让给陈永英;易海波与莫燕玲签署《股权转让协议》,将其持有的 599,872.00 股股份转让给莫燕玲;易智利与易翠英签署《股权转让协议》,将其持有的 3,408,104 股股份转让给易翠英;黄莉莎与李曼卿签署《股权转让协议》,将其持有的 8,680 股股份转让给李曼卿。

⑧转增股本分配股利

公司 2014 年度权益分派方案为:以公司总股本 61,500,000 股为基数,向全体股东每 10 股送红股 10 股,派 1.5 元人民币现金。本次权益分派前公司总股本为 61,500,000 股,分红后总股本增至 123,000,000 股。

截至评估基准日,前十大股东持股情况如下表:

序号	股东名称	持有数量(股)	持股比例
1	易定宏	52,786,996.00	42.92%
2	易翠英	9,592,568.00	7.80%
3	天津达晨创富股权投资基金中心(有限合伙)	5,600,000.00	4.55%
4	李品友	3,564,480.00	4.55%
5	于洪泽	2,880,512.00	2.34%
6	伍景玉	2,782,080.00	2.26%
7	易刚权	2,600,600.00	2.11%

8	张协云	2,299,200.00	1.87%
9	易定友	2,200,168.00	1.79%
10	李伟明	2,180,176.00	1.77%

(3) 公司简介

北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司创始人易定宏 2001 年来京创业，2003 年 2 月创办北京华图宏阳教育文化发展有限公司(公司前身)。2011 年 10 月，公司整体变更设立为股份有限公司。历经十余年的发展，华图教育已成为集面授培训、网络教学、公共管理服务于一体，下设 100 余家分支机构，拥有专兼职教师、研究员及员工数千人的综合性教育培训企业。2014 年 7 月 24 日，华图教育在全国中小企业股份转让系统挂牌上市。华图教育是首家登陆国内资本市场的教育培训企业，也成为新三板挂牌的龙头企业。

华图教育下设教育培训平台、网络教育平台、公共管理平台、商学院、投资平台等几大产业平台，专业从事包括公职人员选拔在内的各类人才招录培训、公共管理服务、企业管理培训、大学生就业指导、口才与沟通、会计考试培训等项目，是国内公认的公职培训行业标准制定者和教育培训标杆企业，是国务院机关事务局后勤干部培训中心、中国社会科学院、红旗出版社等单位的合作伙伴。公司拥有遍布全国的近 150 家分公司、25 家全资及控股子公司，拥有培训师近千人。拥有“华图教育”、“华图”、“华图政信”、“优职”等 29 个注册商标，在国内人才培训市场具有较高的品牌知名度。

十四年来，华图教育秉承“以教育推动社会进步”的使命、“德聚最优秀人才，仁就基业长青的教育机构”的愿景，践行“诚信为根、质量为本、知难而进、开拓创新”的核心价值观，为政府部门和企事业单位提供公共管理服务，并助无数学子实现了人生理想。

(4) 近三年一期合并资产、财务状况

单位：万元

项 目	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	2015-9-30
总资产	31,586.58	47,972.78	56,313.08	86,484.80
总负债	15,923.87	24,223.43	22,231.69	37,887.29
归属于母公司所有者权益	15,645.51	23,613.52	56,313.08	48,691.46
项 目	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	42,277.00
营业收入	63,280.30	98,438.48	115,542.61	105,484.16
归属于母公司所有者的净利润	4969.97	12043.01	10628.37	30,813.62
审计意见类型	无保留意见	无保留意见	无保留意见	未审计

(二) 被评估单位无经营租入资产、特许使用的资产、没有会计记录的无形资产等特殊情况的资产负债。

(三) 评估基准日，被评估单位与别的单位共同持有的资产无。

(四) 评估基准日资产账面价值根据以往评估结果调帐情况无。

(五) 评估基准日前不良资产核销及资产剥离情况无。

四、关于评估基准日的说明

本次评估选取的评估基准日为 2015 年 9 月 30 日。

此基准日是委托方在综合考虑评估目的与经济行为日期接近的原则、被评估单位的资产规模、工作量大小、预计所需时间、合规性、会计期末等因素的基础上确定的。

五、可能影响评估工作的重大事项说明

(一) 曾经进行过清产核资或者资产评估的情况，调账情况无。

(二) 影响生产经营活动和财务状况的重大合同、重大诉讼事项无。

(三) 抵（质）押及其或有负债、或有资产的性质、金额，及其对应资产、负债情况。

无。

(四) 账面未记录的资产、负债的类型及其估计金额无。

(五) 本次评估对象为天津达晨创富股权投资基金中心持有的北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司 560 万股股权，持股比例为 4.55%。因持股比例较小，委托方和产权持有单位对华图教育既无控制或共同控制，也没有重大影响。在本次评估过程中，华图教育未予接受评估师对其进行全面资产清查核实和整体评估。

六、资产负债情况说明

1、列入清查范围的资产负债的种类、账面金额，产权状况，实物资产分布地点及特点

(1)、列入清查范围的资产负债的种类、账面金额

本次评估列入清查范围的资产为天津达晨创富股权投资基金中心持有的北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司 560 万股股权，持股比例为 4.55%。

(2) 产权状况

本次申报评估的资产的产权均属产权持有单位所有。

(3) 实物资产分布地点及特点

不涉及实物资产。

2、清查工作的组织如时间计划、实施方案。

为确保评估工作顺利地进行，公司根据评估机构的要求于 2015 年 11 月 10 日进行了资产清查及申报。

3、清查所采取的措施，待处理、待报废固定资产，高、精、尖设备和特殊建筑物以及毁损、变质存货检测或者鉴定的情况。

清查采取的主要措施是按照职责将委估资产与有关财务记录数据进行核对，检查有关合同和协议，按照清查后的结果进行申报。清查中未涉及实物资产。

4、清查中发现的盘盈、盘亏、毁损、变质、报废存货的数量和金额的确定情况、呆坏账损失及无需偿付负债的判断及原因分析。

无。

七、资料清单

- (一) 资产评估申报表（由评估机构出具样式）；
- (二) 财务资料；
- (三) 公开转让说明书；
- (四) 其他资料。

(此页无正文)

委托方（盖章）：

法定代表人（签字）：

产权持有单位（盖章）：

法定代表人（签字）：

二〇一五年十一月十日