

光大证券股份有限公司

关于深圳证券交易所

〈关于对大连天神娱乐股份有限公司的重组问询函〉

之专项核查意见

深圳证券交易所中小板公司管理部：

大连天神娱乐股份有限公司（以下简称“天神娱乐”或“公司”）于2016年6月16日收到贵部下发的《关于对大连天神娱乐股份有限公司的重组问询函》

（【2016】第53号）（以下简称“问询函”）。本公司作为本次重大资产重组的独立财务顾问，根据问询函对《大连天神娱乐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“重组报告书”或“草案”）等相关文件进行了相应的补充和完善。本公司现对问询函所涉问题进行核查后进行补充说明和解释，具体内容如下：

如无特别说明，本核查意见中的简称与草案中“释义”所定义的简称具有相同含义。

1、结合幻想悦游、合润传媒的盈利预测与商誉减值测试方法，就商誉减值可能对上市公司未来经营业绩产生的影响进行敏感性分析，请独立财务顾问、会计师核查并发表明确意见。

独立财务顾问意见：

每报告期末对商誉进行减值测试，如发生减值，计提资产减值准备的金额即对归属于母公司的净利润的影响金额。

对幻想悦游、合润传媒商誉的敏感性分析如下表所示：

单位：万元

预测净利润下降幅度	商誉减值		对利润总额影响
	幻想悦游	合润德堂	
1%	3,741.67	700.00	-4,441.67
2%	7,483.34	1,500.00	-8,983.34

3%	11,225.00	2,200.00	-13,425.00
4%	14,873.13	2,900.00	-17,773.13
5%	18,521.26	3,600.00	-22,121.26
6%	22,262.92	4,400.00	-26,662.92
7%	26,004.59	5,100.00	-31,104.59
8%	29,746.26	5,800.00	-35,546.26
9%	33,394.39	6,600.00	-39,994.39
10%	37,229.60	7,300.00	-44,529.60

独立财务顾问经核查后认为，天神娱乐对商誉的会计政策是合理、谨慎的，符合《企业会计准则》的规定；对商誉的减值风险已合理估计。

2、幻想悦游 2014 年、2015 年归属于母公司股东的净利润（以下简称“净利润”）分别为 5,686.02 万元、7,842.65 万元，相关交易对方承诺幻想悦游 2016 年、2017 年和 2018 年经审计后的扣除非经常性损益后净利润（以下简称“扣非净利润”）分别不低于 2.69 亿元、3.50 亿元、4.37 亿元；合润传媒 2014 年、2015 年的净利润分别为 3,560.66 万元、3,754.39 万元，相关交易对方承诺合润传媒 2016 年、2017 年和 2018 年扣非净利润分别不低于 5,500 万元、6,875 万元、8,594 万元。请补充说明以下事项：

（1）结合行业情况、标的公司业务开展情况、游戏产品未来三年的预计流水或储备的订单情况等补充说明业绩承诺的合理性，请独立财务顾问核查并发表意见。

独立财务顾问意见：

① 幻想悦游业绩承诺的合理性说明

A. 行业发展情况

a. 游戏行业情况

近年来，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《2015 年中国游戏产业报告》，2015 全年中国游戏（包括客户端游戏、网页游戏、社交游戏、移动游戏、单机游戏、电视游戏等）市场实际销售收入达到 1407 亿元人民币，同比增长 22.0%。其中网页游戏市场实际销售收入达到 219.6 亿元人民币，同

比增长8.3%；中国移动游戏市场实际销售收入达到514.6亿元人民币，同比增长87.2%。

在海外市场方面，根据Newzoo发布的《2015全球游戏市场报告》，北美地区整体市场规模达到238亿美元，同比增长3%。欧洲、中东和非洲市场规模达到205亿美元，同比增长5%。拉丁美洲市场规模达到了40亿美元，同比增长18%。各主要新兴国家游戏市场均有较快速的增长。

2015年，中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入达到53.1亿美元，同比增长72.4%。国产自主研发游戏海外市场高速增长，海外市场开拓前景非常广阔。

b. 移动互联网广告行业情况

移动互联网快速发展，在国内，根据CNNIC发布的数据，截至2015年12月，我国网民规模达6.88亿，全年共计新增网民3951万人。全国手机网民规模达6.20亿，较2014年底增加6,303万人；网民中使用手机上网人群的占比由2014年85.8%提升至90.1%。

在海外，根据Marinsoftware发布的《2015年全球移动广告报告》数据显示，2015年全球智能手机的使用量20.4亿台，约1/4的人拥有并使用智能手机，并且这一数字将保持每年约10%的增长。在移动互联网广告支出金额方面，2014年全年，美国的广告主支出达到189.11亿美元，到2016预计年将支出402.41亿美元，相比2014年增长一倍以上。中国市场将会出现更大规模的增长，2014年底，中国的移动广告支出为75.37亿美元，预计到2018年，移动广告支出将为406亿美元，保持年均50%以上的复合增长率。

B. 幻想悦游的盈利预测及业绩承诺情况

幻想悦游以游戏业务及互联网广告业务历史运营表现为基础，综合考虑目标市场的经济发展状况、行业增长趋势及自身运营能力等因素，对三年承诺期内的收入进行预测如下：

单位：万元

业务名称（类别）	2016年度	2017年度	2018年度
游戏	50,335.81	74,690.34	108,508.77

广告	21,387.73	29,573.37	39,484.91
主营业务收入合计	71,723.53	104,263.72	147,993.68

在对营业收入进行预测的基础上，幻想悦游对净利润的预测情况如下：

项目	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业收入	71,723.53	104,263.72	147,993.68
减：营业成本	28,997.28	44,721.21	63,523.07
销售费用	17,554.60	24,923.98	33,906.85
管理费用	6,652.30	9,057.65	11,634.06
营业利润	27,207.97	35,335.61	50,488.98
利润总额	27,207.97	35,335.61	50,488.98
减：所得税费用	244.87	353.36	6,752.90
净利润	26,963.10	34,982.25	43,736.08

2016 年至 2018 年，幻想悦游承诺业绩分别为不低于 26,900 万元、34,970 万元、43,712.50 万元。按照幻想悦游管理层的预计，2016 年的整体业绩承诺可以拆分为游戏业务及互联网广告业务两部分。游戏业务 2016 年预计实现利润为 1.59 亿元，互联网广告业务 2016 年预计实现利润为 1.1 亿元。根据幻想悦游管理层的预测，幻想悦游 2016 年将在游戏业务领域出现较大幅度的增长，主要原因因为公司在手游领域的持续发力以及新款重量级页游产品的上线。

a. 业绩承诺期拟发行运营的主要移动网络游戏产品：

单位：美元

类型	游戏名称	上线日期	预测 2016 年流水	预测 2017 年流水	预测 2018 年流水
手游	战舰帝国	2015.9	6,611,780	7,874,205	4,825,725
手游	觉醒吧麦伦	2016.1	2,978,345	8,756,782	1,365,621
手游	开炮吧坦克	2016.1	1,561,568	6,516,555	1,629,069
手游	超级舰队	2016.1	2,230,260	5,463,000	4,144,047
手游	经典神曲	2014.8	1,293,503	61,877	0
手游	手游新 1	2017.6		1,714,266	5,583,490
手游	手游新 2	2018.1			8,217,995
手游	手游新 3	2018.1			8,087,780
手游	手游新 4	2018.2			8,377,778
手游	手游新 5	2018.4			8,703,080
手游	手游新 6	2018.5			3,542,754
手游	手游新 7	2018.6			1,759,018
	小计		14,675,458	30,386,685	56,236,357

在业绩承诺期内，幻想悦游在综合考虑移动网络游戏生命周期，在公司稳健、

持续发展的前提下，预测公司在 2016 年主要上线运营 5 款手机游戏，2017 年新上线运营 1 款手游，2018 年新上线运营 6 款手游。业绩承诺期内，幻想悦游的拟发行运营手游数量的增量及存量较为合理，对三年业绩承诺的顺利完成起到重要的支撑作用。

b. 业绩承诺期拟发行运营的主要网页游戏产品：

单位：美元

类型	游戏名称	上线日期	预测 2016 年流水	预测 2017 年流水	预测 2018 年流水
页游	神曲	2012.7	37,081,108	30,368,582	21,203,267
页游	火影忍者	2016.5	15,547,951	42,754,459	24,130,502
页游	核金弹头	2016.2	10,683,528	13,727,374	4,121,528
页游	众神之神	2016.5	7,465,111	15,642,208	39,416,273
页游	怒火燎原	2014.12	309,069	37,326	
页游	傲剑	2013.12	429,286	14,560	
页游	女神联盟	2014.4	244,353		
页游	生死狙击	2014.5	776,600	267,731	
页游	弹弹堂	2015.8	118,506	751	
页游	页游新 1	2017.12		125,000	7,820,887
页游	页游新 2	2018.1			5,704,525
页游	页游新 3	2018.1			9,544,274
页游	页游新 4	2018.1			6,838,546
页游	页游新 5	2018.4			5,180,000
页游	页游新 6	2018.4			4,318,612
页游	页游新 7	2018.4			5,095,947
页游	页游新 8	2018.6			3,025,210
页游	页游新 9	2018.1			2,581,896
页游	页游新 10	2018.6			2,185,028
合计			72,655,512	102,937,991	141,166,495

在业绩承诺期内，幻想悦游在综合考虑网页游戏生命周期，在公司稳健、持续发展的前提下，预测公司在 2016 年主要上线运营 9 款网页游戏，2017 年新上线运营 1 款网页游戏，2018 年新上线运营 9 款网页游戏。业绩承诺期内，幻想悦游的拟发行运营的网页游戏数量的增量及存量较为合理，对三年业绩承诺的顺利完起到重要的支撑作用。

C. 幻想悦游的实际业务发展情况

在手游方面，幻想悦游于 2015 年与多家知名国内手游开发商签署了产品代理

游戏，包括华清飞扬的《战舰帝国》、雷尚科技的《超级舰队》、《开炮吧坦克》等多款适合欧美市场的SLG策略型手游。除《战舰帝国》已于2015年四季度上线外，其余产品均于2016年年初如期上线。根据幻想悦游2016年1-5月的实际运营状况，上述几款手游产品在2016年1-5月的实际运营流水均已达到预测值。除上述详细预测的5款游戏，幻想悦游在2016年已经发行并上线运营的手游还有《巅峰战记》、《飞人》、《奋斗传奇》等，上述多款手游的成功发行运营将为幻想悦游业绩承诺的实现提供坚实的基础。

在页游方面，幻想悦游代理了由腾讯旗下魔方工作室出品的《火影忍者》。《火影忍者》是一款回合制MMORPG页游，该游戏具备正版IP版权，高度还原漫画的场景、人物、战技、音乐等设定，在全世界范围内均具有较为强大的吸引力。2014年，腾讯运营的国内版《火影忍者》曾取得单月流水突破8000万元人民币的运营佳绩。腾讯与幻想悦游均为《火影忍者》海外版的上线运营投入了大量的人力及资源。《火影忍者》已于2016年4月上线，其已取得的流水表现已经超过《神曲》同期水平。

同时，幻想悦游2016年将陆续推出由广州御和信息制作开发的《众神之神》游戏。《众神之神》是一款魔神风格的策略类角色扮演网页游戏。《众神之神》的游戏背景、玩法等均与欧美等海外市场的用户偏好高度契合。《众神之神》预计将在欧美市场的运营取得较好的业绩表现。

幻想悦游自成立以来，经过多年积累，其渠道建设、品牌影响力、区域市场壁垒、团队建设及数据分析能力均已经基本完善，具备在海外优质市场进行游戏发行及推广的能力。同时，幻想悦游与国内多家知名网络游戏研发商均建立了良好的合作关系，通过代理运营其研发的主力游戏，不断探索适合海外特定市场的游戏数值模型、玩法、推广方式等，并持续与研发厂商合作，帮助厂商对其游戏产品进行海外版本优化，以实现海外市场发行。幻想悦游在特定市场建立的先发优势及品牌影响，使其成为国内厂商进军海外市场的不可忽视的合作伙伴。因此，幻想悦游具备持续取得优质国产游戏产品，并将其成功发行、推广，获得良好业绩表现的潜力。

在互联网广告业务方面，北京初聚在移动精准广告领域的具备一定的技术优

势。随着时间的推移，北京初聚 DMP 平台积累的用户数据更加庞大，将使北京初聚对用户画像的能力更加精准，其基于深度学习的算法随着训练次数的增加，也将进一步提升其精准定位及投放能力。随着北京初聚接入的 Exchange 平台的增加，其获得优质、低成本流量的渠道将得到拓宽，并进一步提升其投放及转化效果。在此背景下，北京初聚将能够持续拓展其与广告主及广告代理机构的合作基础，并争取到新的广告客户，因此，北京初聚的互联网广告业务具备较好的增长前景。

2016 年 1-4 月，根据未经审计的管理层报表，幻想悦游实现营业收入合计为 18,214.83 万元，实现净利润 7,040.55 万元。

综上所述，鉴于幻想悦游的游戏平台具备海外优质市场的先发优势，其已规划有多款重量级游戏将在未来陆续上线，且《火影忍者》等已上线重量级精品游戏将逐步实现爆发，幻想悦游游戏业务具备快速增长的空间及能力。在互联网广告方面，北京初聚以技术优势带动互联网广告业务持续增长，网络游戏业务与移动互联网精准广告预期将产生较好的协同效应，为幻想悦游带来更大的业绩增长助力，故幻想悦游的业绩承诺具备合理性。

②合润传媒业绩承诺的合理性

A、总体思路

合润传媒之业绩承诺是合润传媒管理层在参考本次交易之评估结果的基础上审慎作出的。本次评估中，合润传媒利润规模的预测思路为，根据已签约合同金额统计与业务发展情况预测 2016 年收入规模，并以公司各项业务过往业绩为参考基准，综合公司业务发展情况、行业总体环境预测之后各年业务增长率，进而预测未来各年收入规模。再基于收入预测情况，在假定未定来年度主营业务成本占主营业务收入的比例与历史水平基本相等的情况下，推算未来年度之业务成本、费用等，进而得出利润水平。故公司业绩承诺的合理性主要取决于对未来三年收入预测的合理性。

合润传媒 2016-2018 年各类业务收入预测过程表如下：

单位：万元、%

产品类别	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年

电视剧制作	8,924.63	10,592.40	16,201.10	22,033.49	29,304.54
电影制作	6,786.86	8,553.87	11,559.01	15,604.66	21,066.29
电视栏目制作	9,099.06	11,893.50	12,547.17	13,550.94	14,364.00
其他类型制作	469.17	1,160.37	2,300.06	3,082.08	4,068.34
影视剧合作	-	-	4,200.00	4,200.00	4,200.00
主营业务收入合计	25,279.72	32,200.13	46,807.33	58,471.17	73,003.18
增长率	-	27.38%	45.36%	24.92%	24.85%

B、2016 年已有合同统计及已实现业绩

由于公司几项主要业务运作周期均较长，因此 2016 年确认收入相关的合同的较大部分在 2015 年及之前年度签订。合润传媒 2016 年 1-5 月已实现的未经审计的营业收入及净利润分别为 12,354.89 万元、2,233.95 万元，净利润已达到 2016 年承诺净利润的 40.62%。根据公司各项业务截至本回复出具之日起已签约的具体项目情况进行划分统计及预测，2016 年完成盈利预测的可能性较高。

C、行业成长情况

a. 影视剧制作、电影制作、电视栏目制作业务

从过往业绩来看，合润传媒在影视剧制作、电影制作、电视栏目制作业务领域都保持了持续的增长态势。合润传媒在电影、电视剧及电视栏目广告植入业务领域的多年耕耘为其获得了行业最为领先的品牌效应及资源覆盖优势，同时其在核心客户（如年度合作唯品会、红牛、京东、光明乳业等）的维护上始终倾注着较大的公司资源，客单价与客户集中度都有提升趋势，以上优势在未来的业务竞争中都有望持续保持。

公司在行业内的领先优势明显，目前主要竞争对手为世纪鲲鹏，除此以外无具备足够实力的竞争方，且随着公司产品开发模式的丰富与整体型营销策略的进一步巩固，公司在行业内的领先地位有望进一步保持。

根据 pqMedia 发布的行业研究报告显示，2014 年，我国品牌内容整合营销市场规模约 1.66 亿美元，行业增速约 27.50%，仍处于高速增长时期，未来数年内有望保持 20%-27.5%之间的增长率。

具体到相关行业数据，我国电视剧行业市场规模在 2015 年保持了 25% 的增长率，随着消费者对文化消费需求的增长，未来数年有望保持这一增长水平。综合以上各方面考虑及公司电视剧制作业务 2016 年预计收入金额，预测 2017-2020

年收入增长速度在 36%-22%之间，且逐年下降。相比于电视剧行业，我国电影行业成长更为迅速，2015 年票房保持了增长 48.7%的超高速增长，且呈现加速增长态势，合润传媒电影制作业务有望跟随行业规模的快速扩容而迅速成长。根据 2016 年预测收入金额，公司电影制作业务有望在 2016 年取得 35%左右的增速。综合以上各项因素，预测电影制作业务在 2017-2020 年收入增长速度在 35%-22%之间，且逐年递减。电视栏目行业市场表现较好，未来增长空间较大，系内容产业最近数年增长最快的子行业之一。且合润传媒未来将有计划的在电视栏目领域开发深度合作模式，如与当红综艺栏目《欢乐喜剧人》进行深度联合开发，该类业务未来成长可期。但考虑到公司电视栏目制作业务 2016 年预测收入增长率为 5%，出于谨慎性考虑，预测电视栏目制作业务在 2017-2020 年收入增长速度将维持 5%-8%的水平，具有一定保守性。

b. 其他类型制作

作为公司新模式的重点开放方向之一，其他类型合作在近两年取得了极高的增长速度，2015 年收入增长率及 2016 年预测增长率均超过 100%。合润传媒目前正积极向产品端沉淀，不断试验和拓展新型的整合营销模式，逐渐由中介商向主动的产品运营商转型，不断与新平台对接，体现自身作为“变现机构”的价值，盈利点不断增多，如与“微票”等在线票务平台的合作营销。该类型业务未来有望为公司业务实现突破式的增长。但出于谨慎性原则及考虑到新模式开发的不可预测性，故预测其他类型制作业务在 2017-2020 年收入增长速度在 34%-22%之间，且逐年递减。

c. 影视剧合作

根据相关业务访谈及签约情况，2016 年影视剧合作业务收入预测值为 4,200 万元。合润传媒未来的影视剧投资将以跟投为主，投资规模会有一定控制，主要集中于电视剧及栏目等。影视剧投资主要目的为确保植入权获得，其次为投资收益。根据目前投资项目签约情况做保守估计，预测影视剧合作业务在 2017-2020 年收入规模与 2016 预测值持平。

D、业绩承诺分析结论

综上所述，合润传媒各类业务未来收入预测是基于公司历史数据、行业情况、竞争态势、业务发展方向等多因素综合考虑而得出的，具备预测合理性与可信性。

根据收入预测结果，并参照2015年度主营业务成本占主营业务收入的比例对未来年度成本水平进行预测，各类费用、税费等科目参照历史数据以适当增幅或比例进行预测，且总量随着收入的增加而增加，进而推算出2016-2018年公司净利润预测值为5,397.50万元、6,709.19万元、8,345.37万元。公司管理层在上述预测基础上，基于对公司未来发展的信心，在与多方讨论后，作出了2016-2018年扣非后净利润不低于5,500万元、6,875万元、8,594万元的业绩承诺。

独立财务顾问核查后认为，标的公司的业绩承诺具备合理性。

(2) 请补充披露相关交易对方是否具有完成业绩补偿承诺的履约能力及相关风险，当触发补偿义务时，为确保交易对方履行业绩补偿协议所采取的保障措施，并请独立财务顾问对该利润补偿方案及保障措施的可行性进行核查并发表专业意见。

独立财务顾问意见：

①幻想悦游业绩承诺方的履约能力

就各业绩承诺方在本次交易中获得的对价占交易金额的比例来看，幻想悦游业绩承诺方的覆盖程度为80.8750%。本次交易中，幻想悦游经营管理团队所获得上市公司股票的解锁节奏为46%，82%和100%，北京初聚经营管理团队所获得上市公司股票的解锁节奏为0%，0%，100%。各业绩承诺方获得的现金支付节奏为资产过户后支付60%现金对价，2016年审计报告出具后支付40%现金对价。

在假设幻想悦游各年业绩未能完成的极端情况下，留存对价作为履约保证的覆盖情况如下：

单位：万元

序号	幻想悦游	2016年	2017年	2018年
1	业绩承诺	26,900.00	34,970.00	43,712.50
2	未实现业绩承诺占比	100%	74.52%	41.40%
3	业绩承诺需补偿金额	367,618.88	273,958.02	152,198.90
4	未解锁股票对价总额	171,869.40	92,809.48	30,936.49
5	未解锁股票占比	100.00%	54.00%	18.00%
6	上市公司未支付现金对价金额	60,059.74	0	0

7	未支付现金对价占比	40.00%		
8	总体留存对价	231,929.15	92,809.48	30,936.49
9	当年留存对价覆盖（8/3）	63.09%	33.88%	20.33%

注：2016年覆盖度系假设幻想悦游2016、2017及2018年三年实现业绩总和为0计算得出；2017年覆盖度系假设幻想悦游2016年完成业绩承诺，但2017及2018年实现业绩总和为0计算得出；2018年覆盖度系假设幻想悦游2016、2017年完成业绩承诺，但2018年实现业绩总和为0计算得出。

②合润传媒业绩承诺方的履约能力

合润传媒业绩承诺方合计持有合润传媒股权比例为48.27%。本次交易中，合润传媒业绩承诺方所获得上市公司股票的解锁节奏为40%，70%和100%，各业绩承诺方获得的现金支付节奏为资产过户后支付50%现金对价，2016年审计报告出具后支付50%现金对价。

在假设合润传媒各年业绩未能完成的极端情况下，留存对价作为履约保证的覆盖情况如下：

单位：万元

序号	项目	2016年	2017年	2018年
1	业绩承诺	5,500	6,875	8,594
2	未实现业绩承诺占比	100%	73.77%	40.98%
3	业绩承诺需补偿金额	74,200.00	54,737.94	30,410.36
4	未解锁股票对价总额	16,053.59	9,632.15	4,816.08
5	未解锁股票占比	100.00%	60.00%	30.00%
6	上市公司未支付现金对价金额	11,542.28	0	0
7	未支付现金对价占比	50.00%		
8	总体留存对价	27,595.87	9,632.15	4,816.08
9	当年留存对价覆盖（8/3）	37.19%	17.60%	15.84%

注：2016年覆盖度系假设合润传媒2016、2017及2018年三年实现业绩总和为0计算得出；2017年覆盖度系假设合润传媒2016年完成业绩承诺，但2017及2018年实现业绩总和为0计算得出；2018年覆盖度系假设合润传媒2016、2017年完成业绩承诺，但2018年实现业绩总和为0计算得出。

综上，在假设本次交易的业绩承诺方仅以其所留存的的对价作为业绩补偿的履约保证，且标的资产经营状况出现极端不利情况下，幻想悦游业绩承诺方的履约

保证能力相对较好，合润传媒业绩承诺方的履约保证能力相对较弱。但幻想悦游与合润传媒目前经营情况良好，极端情况出现的可能性非常低，同时，本次交易完成后，上市公司将对标的公司实施充分的整合，充分发挥与标的公司的协同效应。幻想悦游与合润传媒均具备良好的盈利前景，因此，各业绩承诺方的履约能力预计将能够得到保证。但是，本公司也不能排除各业绩承诺方存在不履行其业绩补偿承诺义务的风险。

③当触发补偿义务时，为确保交易对方履行业绩补偿协议所采取的保障措施

当触发补偿义务时，为确保交易对方履行业绩补偿协议，上市公司将采取下列保障措施：

I、上市公司将积极督促各业绩承诺方履行业绩补偿协议；

II、上市公司将严格执行业绩补偿条款，在上市公司董事会批准后，及时回购注销相应的股份数量，或冻结尚未支付的现金金额；

III、上市公司将加强对标的公司的管理，对业绩承诺方中的经营管理团队人员采取暂停发放奖金，暂停其获得股权激励的资格，不允许其离职等措施，同时加强对标的公司费用报销程序的控制；

IV、上市公司将积极采取诉讼等方式寻求业绩补偿的实现。

独立财务顾问经核查后认为，本次交易的利润补偿方案及保障措施具备可行性。

(3) 你公司与幻想悦游相关股东签订的业绩补偿协议中约定，若幻想悦游未完成业绩承诺，幻想悦游的业绩承诺方可以选择先以其各自在本次交易中取得但尚未出售的对价股份进行补偿，仍不足补偿的部分由其以现金补偿，或选择先以现金补偿，无足够现金进行补偿的部分由其各自在本次交易中取得但尚未出售的对价股份进行补偿。请补充说明该补偿方式的合理性，并明确当业绩承诺方与上市公司就补偿方式出现分歧时的解决办法，请独立财务顾问发表意见。

独立财务顾问意见：

①补偿方式的合理性

根据《上市公司重大资产重组管理办法(2014年修订)》第三十五条的规定,采取收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的方法对拟购买资产进行评估或者估值并作为定价参考依据的…交易对方应当与上市公司就相关资产实际盈利数不足利润预测数的情况签订明确可行的补偿协议。

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。

根据中国证监会《关于并购重组业绩补偿相关问题与解答》,无论标的资产是否为其所有或控制,也无无论其参与此次交易是否基于过桥等暂时性安排,上市公司的控股股东、实际控制人或者其控制的关联人均应以其获得的股份和现金进行业绩补偿。

根据《上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》,交易对方为上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人,应当以其获得的股份和现金进行业绩补偿。如构成借壳上市的,应当以拟购买资产的价格进行业绩补偿的计算,且股份补偿不低于本次交易发行股份数量的90%。业绩补偿应先以股份补偿,不足部分以现金补偿。

在本次交易中,幻想悦游的交易对方不属于上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联方。本次交易属于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,未构成借壳上市。本次交易的业绩补偿条款系由上市公司与标的公司交易对方经过多次慎重的谈判协商确定,充分体现了市场化的原则,业绩补偿的金额通过明确的公式计算确定,业绩补偿的执行方式明确可行,符合修订后的《重大资产重组管理办法》及中国证监会关于业绩补偿相关问答的规定,具备合理性。

②业绩承诺方之间就补偿方式出现分歧时的解决方式

根据《发行股份及支付现金购买资产协议》的约定,幻想悦游的业绩承诺方

可以选择先以其各自在本次交易中取得但尚未出售的对价股份进行补偿，仍不足补偿的部分由其以现金补偿，或选择先以现金补偿，无足够现金进行补偿的部分由其各自在本次交易中取得但尚未出售的对价股份进行补偿。

在《购买资产协议》中，并未要求业绩承诺方之间就补偿方式达成统一意见后方可实施。在各业绩承诺方需补偿金额确定的前提下，业绩承诺方可以各自选择以股份或者现金方式进行补偿，或者以股份和现金结合的方式进行补偿。如各业绩承诺方就补偿方式的选择出现分歧，上市公司将分别按照其选择的补偿方式落实业绩补偿承诺，而无需其达成一致意见。

独立财务顾问核查后认为，幻想悦游的业绩承诺方的补偿方式具备合理性。如各业绩承诺方就补偿方式的选择出现分歧，上市公司将分别按照其选择的补偿方式落实业绩补偿承诺，而无需其达成一致意见。

3、根据报告书，本次重组标的幻想悦游和合润传媒的交易对方各有 14 个，其中包含德清时义投资合伙企业（有限合伙）、北京嘉合万兴投资管理中心（有限合伙）、深圳市同威成长创业投资合伙企业（有限合伙）等有限合伙企业，请补充披露以下内容：

（1）补充披露交易对方穿透计算后的合计人数，若超过 200 人，且合伙企业取得交易标的资产股权、合伙人取得合伙权益的时点在本次交易停牌前六个月内，补充披露是否符合发行对象数量原则上不超过 200 名等相关规定；若上述取得股权或权益的时点均不在停牌前六个月内，补充披露是否符合《非上市公司公众公司监管指引第 4 号——股东人数超过 200 人的未上市股份有限公司申请行政许可有关问题的审核指引》等相关规定，请独立财务顾问和律师核查并发表专业意见。

独立财务顾问意见：

本次重组的全部交易对方进行穿透（直至自然人、全民所有制单位、国有事业单位、上市公司、国资委）计算后，合计 76 人，其中幻想悦游的交易对方 31 人，合润传媒的交易对方 45 人。交易对方穿透计算后具体情况如下：

①幻想悦游的交易对方穿透计算后具体情况如下：

序号	合伙人名称/姓名	穿透、剔除重复后合计数量（至自然人、全民所有制单位、国有事业单位、上市公司、国资委）
1	王玉辉	1
2	丁杰	1
3	彭小澎	1
4	陈嘉	1
5	林莹	1
6	张飞雄	1
7	周茂媛	1
8	邵泽	1
9	徐沃坎	1
10	德清时义	2
11	德清初动	6
12	光大资本	1
13	嘉合万兴	7
14	文投基金	6
	合计	31

②合润传媒的交易对方穿透计算后具体情况如下：

序号	合伙人名称/姓名	穿透、剔除重复后合计数量（至自然人、全民所有制单位、国有事业单位、上市公司、国资委）
1	王倩	1
2	王一飞	1
3	陶瑞娣	1
4	丁宝权	1
5	周永红	1
6	罗平	1
7	陈纪宁	1
8	牛林生	1
9	华策影视	1
10	刘涛	16
11	同威创投	
12	同威成投	
13	同安创投	20
14	智合联	
	合计	45

本次重组的全部交易对方进行穿透（直至自然人、全民所有制单位、国有事业单位、上市公司、国资委）计算后，合计76人，符合发行对象原则上不超过200人的相关规定。

4、本次交易幻想悦游估值 39.3 亿元人民币，与 2015 年 11 月及 2015 年 7 月的估值存在差异，请结合幻想悦游的游戏发行及运营数据、储备的在海外地区独家发行和运营的游戏产品，以及幻想悦游子公司北京初聚的业务开展情况，说明幻想悦游本次交易估值与 2015 年 11 月及 2015 年 7 月估值存在差异的原因及合理性，请独立财务顾问发表明确意见。

独立财务顾问意见：

2015年7月，第四次股权转让，估值24亿元人民币，转让给中国文化产业投资基金、光大资本等外部股东。

2015年11月，股权增资，幻想悦游自身估值30亿元人民币，北京初聚以6亿元股权对其增资，增资完成后幻想悦游整体估值36亿元人民币。

本次重大资产重组评估，幻想悦游整体估值39.3亿元人民币。

幻想悦游游戏发行及运营业务2014年全年实现净利润约5,700万元，2015年上半年已实现近3,000万元净利润，因此，2015年7月，中国文化产业投资基金、光大资本等外部股东看好幻想悦游游戏发行及运营业务的发展前景，以24亿元的估值入股（以当时预测幻想悦游2015年全年净利润6,000万元的40倍市盈率入股）。

2015年11月，幻想悦游自身估值30亿元人民币，较2015年7月有一定程度的提升，主要由于在2015年11月，幻想悦游的游戏发行及运营业务实际运行情况比2015年7月的预测已经有更好的表现，当时，幻想悦游已与腾讯开始接触谈判《火影忍者》等重量级精品游戏的海外代理权并达成初步意向，故估值从24亿元提高到30亿元，北京初聚以6亿元股权对其增资，增资完成后幻想悦游整体估值36亿元人民币。

本次重大资产重组评估，幻想悦游整体估值39.3亿元人民币，较2015年幻想悦游整体估值36亿元人民币略有提高。估值有一定差异（约3.3亿元），主要为幻想悦游在重组评估报告出具日已储备并锁定了一系列国内著名的网络游戏产品在海外地区的独家发行和运营权，例如《火影忍者》已签署合作协议并确定上线日期，其他如《超级舰队》、《开炮吧坦克》等手机游戏也已开始上线运营。幻想悦游2016年1-3月所运营的游戏总流水为1,466.67万美元，手游流水达到

540.64万美元，占比超过1/3，发展前景进一步向好。同时，北京初聚的数字营销广告业务发展势头良好，业绩水平再度实现增长。2016年1-3月，根据未经审计的管理层报表，北京初聚实现收入5,072.06万元，实现净利润2,810.05万元，业绩增长预期进一步明确。

本次重大资产重组评估时，与幻想悦游在2015年11月估值的时点相比，其游戏发行及运营业务已更加扎实，储备的知名游戏资源数量更丰富，未来业绩更加具备增长潜力及确定性。此外，收购的北京初聚的互联网广告业务发展亦非常迅速。同时，北京初聚的精准营销业务从一定程度上，能够提升幻想悦游广告投放的效率，从而节省推广成本，产生协同效应。故上市公司给予其一定的估值提升。

独立财务顾问经核查后认为，幻想悦游本次交易估值与2015年11月及2015年7月估值存在差异的主要原因是其游戏业务产品储备更加丰富，广告业务增长迅速，且具备整合提升空间，其估值差异具备合理性。

5、本次交易对方王玉辉将持有的幻想悦游 50.52%股权质押给光大富尊投资有限公司，用于借款的担保。请补充说明截至目前该股权的质押状态，上述质押是否对本次交易构成实质影响，请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

独立财务顾问意见：

截止本回复出具之日，交易对方王玉辉持有的幻想悦游50.5158%股权仍然处于质押状态。根据王玉辉与光大富尊签署的《借款协议》及《股权质押协议》，上市公司本次发行股份及支付现金购买资产并配套募集资金项目经中国证监会批准且根据相关重组交易文件需要进行重组标的资产交割时，光大富尊同意解除王玉辉持有的幻想悦游50.5158%股权的质押，不论王玉辉是否完全按照《借款协议》的约定全部支付借款本金及利息。因此，目前王玉辉将其持有的幻想悦游50.5158%股权质押给光大富尊的事项，不会影响本次交易中各交易对方将其持有的幻想悦游股权转让给上市公司。

独立财务顾问核查后认为，鉴于光大富尊已同意于中国证监会批准本次交易且根据相关重组交易文件需要进行重组标的资产交割时，解除王玉辉持有的

幻想悦游50.5158%股权的质押，而不论王玉辉是否完全按照《借款协议》的约定全部支付借款本金及利息，因此，上述质押不会对本次交易构成实质影响。

6、本次重组的交易对方德清时义投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“德清时义”）于2014年9月28日成立，截至目前，各合伙人的实缴出资为0；德清初动信息科技合伙企业（有限合伙）（以下简称“德清初动”）于2015年4月9日成立，截至目前，除丁杰实缴出资外，其他合伙人的实缴出资为0。请补充披露德清时义和德清初动关于缴纳出资期限的约定、大部分合伙人实缴出资为0的原因，说明上述情况是否对本次交易存在影响，请独立财务顾问核查并发表明确意见。

独立财务顾问意见：

经核查，德清时义为幻想悦游的员工持股平台，未开展任何业务，其所拥有的资产仅为幻想悦游8.3333%的股权。而德清时义系无偿取得该等股权资产，不需要支付任何对价。因此，作为单纯的员工持股平台，德清时义既不需要为经营活动提供流动资金，也不需要为购买资产支付对价，故德清时义全体合伙人尚未实缴出资。

德清初动亦为幻想悦游的员工持股平台，未开展任何业务，其所拥有的资产仅为幻想悦游4.1667%的股权。德清初动取得该等股权资产，是通过以其持有的北京初聚的股权，经评估作价后，向幻想悦游增资而取得的。而德清初动取得北京初聚股权的资金来源于合伙人丁杰的24万元出资和1万元借款。同时，由于德清初动也是幻想悦游的员工持股平台，不需要开展业务。因此，其他合伙人未实缴出资。

根据《中华人民共和国合伙企业法》第十七条的规定，“合伙人应当按照合伙协议约定的出资方式、数额和缴付期限，履行出资义务。”经查阅德清时义全体合伙人签署的《合伙协议》，全体合伙人缴付出资期限为2034年6月30日；经查阅德清初动全体合伙人签署的《合伙协议》，全体合伙人缴付出资期限为2035年3月18日。因此，德清时义全体合伙人以及德清初动除丁杰以外的合伙人目前

实缴出资为0，既符合《合伙协议》的约定，也符合《中华人民共和国合伙企业法》的规定。

德清时义和德清初动均为依法设立并有效存续的有限合伙企业，不存在需要终止或清算的情形。同时，德清时义和德清初动均系幻想悦游的员工持股平台，未实际开展任何业务，对运营资金没有要求，故其合伙人未实缴出资并不影响德清时义和德清初动的有效存续。

综上，德清时义和德清初动大部分合伙人实缴出资为0不影响德清时义和德清初作为本次重组交易对方的主体资格，对本次交易不会构成影响。

独立财务顾问核查后认为：德清时义和德清初动大部分合伙人实缴出资为0不影响德清时义和德清初作为本次重组交易对方的主体资格，对本次交易不会构成影响。

7、2015年12月8日，作为幻想悦游收购北京初聚交易的一部分，孙瑶将其代丁杰持有的Bidstalk股权转让予Fantasy Network，解除了代持关系。请补充披露上述代持关系解除是否存在争议、纠纷或潜在的争议、纠纷，对本次交易是否造成影响，请独立财务顾问核查并发表明确意见。

独立财务顾问意见：

根据丁杰及孙瑶签署的《代持解除协议》及双方出具的《声明》，丁杰与孙瑶的股权代持关系已解除，各方确认不存在任何争议、纠纷或潜在的争议、纠纷。今后各方也不会提出任何有关上述拟转让出资的异议、索赔或权利主张；出资转让完成后，Fantasy真实持有Bidstalk100%股权，丁杰、孙瑶均不再持有Bidstalk出资，也未委托他人代其持有，亦未代他人持有Bidstalk出资。

独立财务顾问对丁杰及孙瑶进行了访谈，双方分别确认本次股权代持关系的解除不存在任何争议、纠纷或潜在的争议、纠纷。

独立财务顾问经核查后认为，丁杰及孙瑶之间关于Bidstalk股权的代持关系已解除，各方已确认不存在任何争议、纠纷或潜在的争议、纠纷，不会对本

次交易造成影响。

（本页无正文，为《光大证券股份有限公司关于深圳证券交易所〈关于对大连天神娱乐股份有限公司的重组问询函〉之专项核查意见》之签署页）

财务顾问主办人：

邱 屿

单 谦

光大证券股份有限公司

2016年6月 日