

北京中同华资产评估有限公司关于深圳证券交易所《关于对神州数码集团股份有限公司的重组问询函》
(许可类重组问询函[2017]第 27 号)之回复



北京中同华资产评估有限公司

China Alliance Appraisal Co.,Ltd.

二〇一八年一月四日

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院中海地产广场西塔 3 层

邮编：100077 电话： 010-68090001 传真：010-68090099

深圳证券交易所：

就贵所于 2017 年 12 月 19 日下发的《关于对神州数码集团股份有限公司的重组问询函》（许可类重组问询函[2017]第 27 号）中的相关要求，神州数码集团股份有限公司（简称“神州数码”）及相关中介机构对有关问题进行了认真分析及回复，评估师就问询函中涉及评估部分的问题进行了核查，发表意见内容如下。

审核意见 15. 报告书显示，标的资产收益法评估折现率为 12.64%。请你公司结合同行业可比案例，补充披露标的资产折现率取值的合理性。请独立财务顾问、评估师进行核查并发表明确意见。

答复：

一、资产折现率取值的合理性分析

根据中同华《资产评估报告》，本次交易中，启行教育 100%股权价值收益法折现率取值为 12.64%。经查询，报告期内与标的公司业务相同或相近且通过证监会审核的同行业并购交易案例中，相关收益法评估折现率取值具体如下：

上市公司	标的公司	评估基准日	折现率	无风险报酬率	股权风险收益率	β	特定风险	D/E	债务成本
百洋股份	火星时代	2016/12/31	14.03%	4.00%	6.65%	1.30	1.50%	0.84%	4.42%
开元股份	中大英才	2016/03/31	13.38%	4.20%	7.78%	0.88	2.50%	2.59%	4.75%
开元股份	恒企教育	2016/03/31	12.90%	4.20%	7.78%	0.88	2.00%	2.59%	4.75%
盛通股份	乐博教育	2015/12/31	12.89%	3.68%	6.43%	1.04	2.50%	0.00%	不适用
平均			13.30%	4.02%	7.16%	1.02	2.13%	2.01%	4.64%
神州数码	启行教育	2017/08/31	12.64%	4.07%	6.02%	0.96	2.80%	0.00%	不适用

注：上述公司数据来源于巨潮资讯

通过上表可以看出，启行教育收益法评估时采用的折现率 12.64%略低于可比交易案例中采用的折现率的平均值 13.30%，原因分析如下：

标的公司收益法折现率的计算公式如下：

$$WACC = R_e \frac{E}{D+E} + R_d \frac{D}{D+E} (1-T)$$

由上述公式可以看出，折现率主要取决于被评估单位股权回报率 R_e 、资本结构和债权期望回报率 R_d 。鉴于启行教育与可比案例中，D/E 均较小，因此启行教育收益法折现率与可比案例的差异主要体现在股权回报率。根据资本定价模型（CAPM），股权回报率的计算公式如下：

$$R_e = R_f + \beta \times ERP + R_s$$

即股权回报率取决于无风险报酬率、 β 、股权风险收益率（ERP）和 R_s （特定风险）。

经对比可比案例，启行教育评估所选取的无风险报酬率、 β 值、特定风险系数均高于或接近于同行业可比案例的平均值，导致启行教育收益法折现率偏低的主要原因是与启行教育自身无关的股权风险收益率不同导致。

股权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。通过估算评估师分别计算出 2007 至 2016 年每年的市场风险超额收益率 ERP 如下（通过沪深 300 指数及其成本股进行测算而得）：

2016年市场超额收益率ERP估算表

序号	年份	Rm算术平均值	Rm几何平均值	无风险收益率Rf(超过10年)	ERP=Rm算术平均值-Rf	ERP=Rm几何平均值-Rf	无风险收益率Rf(超过5年但小于10年)	ERP=Rm算术平均值-Rf	ERP=Rm几何平均值-Rf
1	2007	55.92%	37.39%	4.30%	51.62%	33.09%	3.85%	52.07%	33.54%
2	2008	27.76%	0.57%	3.80%	23.96%	-3.23%	3.13%	24.63%	-2.56%
3	2009	45.41%	16.89%	4.09%	41.32%	12.80%	3.54%	41.87%	13.35%
4	2010	41.43%	15.10%	4.25%	37.18%	10.85%	3.83%	37.60%	11.27%
5	2011	25.44%	0.12%	3.98%	21.46%	-3.86%	3.41%	22.03%	-3.29%
6	2012	25.40%	1.60%	4.15%	21.25%	-2.55%	3.50%	21.90%	-1.90%
7	2013	24.69%	4.26%	4.32%	20.37%	-0.06%	3.88%	20.81%	0.38%
8	2014	41.88%	20.69%	4.31%	37.57%	16.37%	3.73%	38.15%	16.96%
9	2015	31.27%	15.55%	4.12%	27.15%	11.43%	3.29%	27.98%	12.26%
10	2016	17.57%	6.48%	3.91%	13.66%	2.57%	3.09%	14.48%	3.39%
11	平均值	33.68%	11.86%	4.12%	29.55%	7.74%	3.52%	30.15%	8.34%
12	最大值	55.92%	37.39%	4.32%	51.62%	33.09%	3.88%	52.07%	33.54%
13	最小值	17.57%	0.12%	3.80%	13.66%	-3.86%	3.09%	14.48%	-3.29%
14	平均值	32.91%	10.14%	4.17%	28.78%	6.02%	3.59%	29.37%	6.64%

由于几何平均值可以更好表述收益率的增长情况，以及本次被评估单位理论上的寿命期为无限年期，因此本次评估认为采用包括超过 10 年期的 ERP=6.02% 比较恰当。

其他可比案例中，股权风险收益率与启行教育不同主要是因为评估时点不同，市场对风险整体回报要求不同。即随着我国近几年来股票市场的波动情况，市场风险超额收益率 ERP 呈现下降趋势，导致本次评估选取的市场风险超额收益率低于以前年度可比交易案例。

二、评估师核查意见

经核查，评估师认为本次评估最终选取的折现率的各项参数符合启行教育的基本特性，市场公开参数选取合理，本次评估折现率是合理的。

审核意见 18. 报告书中，“重大事项提示”之“五、业绩承诺与补偿安排”之“（一）启行教育业绩承诺”显示：“为避免争议，上市公司与业绩承诺方均

同意在计算承诺净利润中的有关事项时，按如下约定处理：”对标的资产无形资产摊销等六个事项进行了约定，请你公司：（1）结合标的公司 2016 年的净利润情况和上述约定，对标的公司 2016 年的实现净利润进行测算，补充披露整个测算过程及测算结果；（2）假设上述约定不存在，按照本次评估方法对标的资产重新进行评估，补充披露整个评估过程及评估结果；（3）补充披露业绩测算的整体测算过程，是否考虑了特殊安排的相关内容，是否与特殊安排相匹配；（4）补充披露本次评估过程是否充分考虑了特殊安排的相关内容，评估结果与特殊安排内容是否匹配；（5）请独立财务顾问、评估师进行核查并发表明确意见。

答复：

一、业绩补偿安排中的特殊约定对标的公司净利润的影响

根据重组报告书“重大事项提示”之“五、业绩承诺与补偿安排”，为避免争议，上市公司与业绩承诺方均同意在计算实现净利润中的有关事项时，按如下 7 点约定处理，结合 2016 年标的公司的情况，对标的公司扣除非经常损益后的合并备考税前利润的影响如下表所示：

序号	约定事项	对启行教育 2016 年备考税前扣非利润调整的影响（万元）
1	启行教育无形资产摊销：关于启行教育因收购下属子公司而在编制合并财务报表时形成的可辨认无形资产 26,000.00 万元，该等无形资产的摊销在计算实现净利润时应予以扣除（具体数字以评估机构出具的《启行教育合并对价分摊项目资产评估报告书》（中同华评报字（2017）第 818 号）为准。	+2,600.00
2	在启行教育业绩承诺期间，经启行教育董事会批准后，启行教育以闲置资金进行资金管理取得的投资收益，应纳入业绩承诺方的业绩承诺范围。	+88.60
3	本次交易完成后，启行教育为加快业务布局会在重点城市新设留学咨询、考试培训业务分支机构或子公司，该等新增投入将会形成业绩承诺期的亏损，而该等投入的回报大部分会在业绩承诺期后予以实现。上市公司及业绩承诺方同意若经重组后启行教育董事会审议通过的以独立法人主体形式存在的新设子公司的投入而在业绩承诺期内形成的净亏损应在启行教育实现净利润中扣除。	-

4	本次交易完成后，在启行教育业绩承诺期间，若上市公司以贷款或其他形式为启行教育提供资金支持，启行教育获得的支持资金，需要参照中国人民银行同期贷款基准利率基础上双方协商确定利息，在计算启行教育实现净利润时，应将前述利息在启行教育实现净利润中予以扣除。但如由上市公司为启行教育向银行等第三方机构申请贷款提供担保或其他信用支持，则由启行教育直接向第三方机构机构支付利息，启行教育无需向上市公司支付利息及其他费用。	-
5	上市公司与业绩承诺方均同意，若发生《业绩预测补偿协议》约定的不可抗力事件，应客观评估不可抗力事件对业绩承诺的影响，在业绩补偿中相应扣除不可抗力因素的影响。	-
6	上市公司与业绩承诺方同意，在业绩承诺期间，计算启行教育的实现净利润时扣除汇兑损益的影响。	-1,747.87
7	如果本次交易中交易对方取得的交易对价构成股份支付，则在计算实现净利润时扣除该等股份支付的影响。	-

业绩承诺方对启行教育在启行教育业绩承诺期间应当实现的经审计的合并报表口径下归属于母公司所有者的扣除非经常性损益后的净利润进行承诺。根据《启行教育备考合并财务报表及审计报告》，2016年标的公司归属于母公司股东的净利润为16,296.93万元，税后非经常性损益为333.76万元。

2016年标的公司实现净利润为：

归属于母公司股东的净利润-税后非经常性损益+（约定事项1+约定事项2）*（1-所得税率）+约定事项6（汇兑损益主要在启德香港形成，不是香港所得税征税项目）=16,296.93万元-333.76万元+（2,600.00万元+88.60万元）*（1-25.00%）-1,747.87万元=16,231.8万元。

二、本次评估过程中对业绩补偿条款的考虑

本次交易中，评估预测为标的公司管理层根据国内经济发展状况、国际教育行业的发展趋势、标的公司未来发展规划等因素做出的合理预测。本次交易中，业绩承诺的特定安排，则为上市公司与交易对方经过商业谈判确定的相关事项。针对该等特定事项对评估预测的影响，说明如下：

（一）启行教育合并口径的无形资产摊销

该等启行教育合并口径无形资产的形成主要系启行教育收购启德教育集团构成非同一控制下企业合并，在启行教育合并报表层面对启德教育集团可辨认

无形资产按照公允价值计量而形成的，该无形资产是在合并口径报表中该摊销额虚拟的无形资产，不是实际会计主体的无形资产。该无形资产的摊销亦非启行教育对外购置或自主研发形成，不会影响启行教育的现金流。且在本次交易启行教育采用收益法评估的过程中，启行教育的企业自由现金流量=净利润+折旧/摊销+税后利息支出-营运资金增加-资本性支出，该等无形资产的摊销在启行教育实现净利润的基础上予以加回并计算企业自由现金流量。因此业绩承诺条款中对于无形资产摊销的约定并未影响评估结果。

（二）闲置资金投资收益的约定

根据评估准则的规定，本次评估已将闲置资金视为溢余资产加回，预测的未来经营收益不包括闲置资金进行资金管理可能取得的投资收益。本次业绩承诺条款之所以约定该项，主要为鼓励启行教育合理利用闲置资金，提高资产的回报率和上市公司的业绩。

（三）启行教育新设子公司而产生的亏损

本次评估采用收益法评估结果作为启行教育股东全部权益最终评估价值。收益法是从未来收益的角度出发，以被评估单位现实资产未来可以产生的收益，经过风险折现后的现值和作为被评估单位股权的评估价值。启行教育的未来收益预测，已涵盖经营业务未来市场的拓展收益和成本开支。但考虑到新设子公司会有一定资本支出且业绩承诺内会产生亏损，为避免标的资产管理层为了短期业绩而忽视标的资产未来业务拓展，上市公司基于未来业绩尤其是承诺期满后业绩的稳定增长与业绩承诺方商讨确定该约定。鉴于本次交易为整体预测收入、成本及费用的增长，因次无法量化该因素对评估的影响。

（四）业绩承诺期内，标的资产与上市公司的资金拆借费用

启行教育提供的国际教育业务一般是先收款再提供服务，营业收入结算根据提供咨询服务的进度结转，因此，现金流充裕。评估基准日启行教育没有负息负债，未来随营业收入的增长预收账款的增加，预计也不会有负息负债，因此，本次评估最终确定启行教育目标资本结构中负息负债的为 0。因此，本次评估没有考虑启行教育会发生贷款或其他形式的资金支持，也没有考虑因要获得支持资金所需承担的利息支出。如果未来实际经营期内，启行教育自行向金融机构借款，则需要自行支付利息，如果向上市公司融资，包括上市公司对其

增资等，如果按照同期银行利息从承诺利润中扣除，也不会对评估结果产生实质影响。

（五）汇兑损益

汇兑损益是属于货币市场风险因素导致，资产评估师无法对未来人民币汇率变动的幅度进行合理预测，因此，本次评估按行业惯例没有考虑汇率变动因素。即启行教育预测的未来营业收入中所涉及的外币收入，是以未来外币收入的原币收入为基础，按基准日不变汇率确定，没有考虑汇率变动对估值的影响。

考虑到货币市场汇率变动的实际情况，对评估结果的影响测算分析如下：

单位：万元

汇率变动幅度（%）	收益法评估值	增减值变动额	增减值率（%）
10.00	484,300.00	17,600.00	3.77%
5.00	475,500.00	8,800.00	1.89%
0.00	466,700.00	-	-
-5.00	457,900.00	-8,800.00	-1.89%
-10.00	449,100.00	-17,600.00	-3.77%

由于未来汇率差异是无法合理预测的，因此汇兑损益也是无法合理预计的，对汇兑损失的预测超过评估师的能力，实际也是一种不可抗力，因此在确定未来业绩承诺时，锁定汇率为评估报告中所采用的汇率也是合理的一种处置方式。

（六）不可抗力

不可抗力事件指不可抗力受影响一方不能合理控制的，无法预料或即使可预料到也不可避免且无法克服，不可抗力包括但不限于与中国有关的外交事件导致中国与其他相关国家外交关系受到巨大影响、水灾、火灾、旱灾、台风、地震、及其他自然灾害、交通意外、罢工、骚动、暴乱及战争以及政府部门的作为及不作为、黑客袭击等。

鉴于不可抗力发生的概率极低，评估中已经做出了相关假设，内容为：“假设被评估单位在现有的管理方式和管理水平的基础上，无其他人力不可抗拒因素

及不可预见因素对企业造成重大不利影响。”

（七）股份支付

上市公司产业并购中，均会采取一些管理团队奖励措施，以保证标的资产业绩的稳定性，该等奖励措施，既可以保持标的资产管理的稳定性和并购整合的平稳过渡，又可以促进标的资产业绩的实现和未来的可持续发展。该等条款的约定一般为交易对方做出一定的让步，根据《企业会计准则》的规定，该等条款可能会构成股份支付，但并不影响标的资产的现金流，亦不需要上市公司额外的付出。本次交易中，针对启行教育管理团队持股平台启仁投资和同仁投资持有的标的资产股权进行了差异化定价，亦出于上述目的。该等股份支付是一种即不影响经营活动的现金流也不影响企业净资产的一种事项，该事项仅影响权责发生制下的经营利润，如果本次交易中交易对方取得的交易对价构成股份支付，也不会对评估结果产生影响。

综上所述，上述关于业绩对赌的约定中，除了关于“启行教育董事会审议通过的以独立法人主体形式存在的新设子公司的投入而在业绩承诺期内形成的净亏损应在启行教育实现净利润中扣除”和预期汇率变化之外，其他约定均没有，也不会对本次评估结果产生直接影响。因此交易双方在业绩承诺协议中的相关约定不影响评估结果。（1）汇率变化引起的汇兑损益实际属于不可抗力，因此交易双方的约定在业绩承诺中“锁定”汇率差异也是符合评估报告所采用的汇率，因此也是合理的；（2）本次启行教育预测的未来收益考虑了启行教育未来业务发展可能新设的分、子公司的收入与支出所形成的收益，由于本次未来收益预测没有对启行教育及其所属分、子公司分别独立预测，因此，无法估算未来以独立法人主体形式存在的新设子公司的投入而在业绩承诺期内形成的净亏损对估值的影响。但该等约定的存在是为避免标的资产管理层为了短期业绩而忽视标的资产未来业务拓展，符合上市公司的利益。

三、评估师意见

经核查，评估师认为上述关于业绩对赌的约定中，除了关于“启行教育董事会审议通过的以独立法人主体形式存在的新设子公司的投入而在业绩承诺期内形成的净亏损应在启行教育实现净利润中扣除”和预期汇率变化之外，其他约定均没有，也不会对本次评估结果产生直接影响。因此交易双方在业绩承诺

协议中的相关约定不影响评估结果。

【本页无正文，为北京中同华资产评估有限公司关于深圳证券交易所《关于对神州数码集团股份有限公司的重组问询函》（许可类重组问询函[2017]第 27 号）之回复》的盖章页】

北京中同华资产评估有限公司

年 月 日