

中水致远资产评估有限公司

《关于对时代出版传媒股份有限公司发行股份购买资产并  
募集配套资金暨关联方交易预案信息披露的问询函》

上证公函【2017】0445 号的答复

上海证券交易所：

根据贵所下发的《关于对时代出版传媒股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联方交易预案信息披露的问询函》的要求，本次交易的评估机构中水致远资产评估有限公司（以下简称“中水致远”、“评估机构”）对其中涉及评估的相关问题进行了整理，现答复说明如下：

**问题 5、预案披露，江苏名通存在游戏开发失败的风险。请公司量化披露江苏名通的研发失败率和纳入收益法预测期预估范围的具体在研项目，并结合研发失败率的情况，说明预估折现率、风险系数取值的合理性。请财务顾问和评估师发表意见。**

回复：

**一、量化披露江苏名通的研发失败率**

自涉足游戏研发以来，江苏名通共投入研发 15 款游戏产品，其中 13 款游戏成功上线运营，且《热血江湖传》和《奇迹来了》2 款游戏最高月流水均达到千万级别，《诸神之战》和《全民星座》2 款游戏未能上线运营、研发失败。江苏名通整体研发失败率为 13.33%。

未来年度，江苏名通将通过加强对游戏研发过程管理及质量控制、

对游戏市场需求的把控及优质 IP 资源的积累等多种方式，提高游戏研发成功率，提高江苏名通盈利能力和竞争优势。

## 二、纳入收益法预测期预估范围的具体在研项目

纳入收益法预测期预估范围内在研游戏预计推出时点及试运营情况如下表：

序号	项目名称	类型	题材	本次反馈日 研发进度	预计上线时间	实际运营情况
1	墨香	页游	知名端游武侠 题材 MMORPG	已上线	2017年 2月	已上线运营
2	墨香	手游	知名端游武侠 题材 MMORPG	测试完成	2017年 3月	已上线运营
3	新热血江湖	页游	知名端游武侠 ARPG	即将测试	2017年 5月	收费测试阶段
4	热江	手游	知名端游武侠 ARPG	测试完成	2017年 5月	已完成收费测试、外文翻译阶段
5	劲舞团	页游	著名休闲端游	在研	2018年 第一季度	委托开发

6	新天上碑	页游	知名端游武侠 题材 MMORPG	在研	2018年 第一季 度	已完成第一 阶段开发
7	新天上碑	手游	知名端游武侠 题材 MMORPG	在研	2018年 第一季 度	已完成第一 阶段开发
8	Asgard	页游	知名端游西方 魔幻 MMORPG	准备阶段	2018年 第一季 度	确定产品的 游戏方向和 设计定位
9	Asgard	手游	知名端游西方 魔幻 MMORPG	准备阶段	2018年 第一季 度	确定产品的 游戏方向和 设计定位
10	A3	页游	知名端游西方 魔幻 MMORPG	准备阶段	2018年 第一季 度	确定产品的 游戏方向和 设计定位
11	A3	手游	知名端游西方 魔幻 MMORPG	准备阶段	2018年 第一季 度	确定产品的 游戏方向和 设计定位
12	Luna Online	页游	知名端游西方 魔幻 MMORPG	准备阶段	2018年 第一季 度	确定产品的 游戏方向和 设计定位

### 三、结合研发失败率的情况，说明预估折现率、风险系数取值的合理性

#### (一) 江苏名通折现率计算的过程

对于折现率，采用加权平均资本成本。由于自由现金流量代表了公司的现金流量在未扣除任何有关融资的资金流前的量。加权平均资本成本是反映公司可获得的资金成本( 负债和股本 ) 以及对债权人和股东不同回报率上的杠杆影响的指标。所以一般采用加权平均资本成本 ( WACC ) 作为评估公司价值的折现率。

##### 1. 加权平均资本成本

通常用于资产适合的整体回报率的方法为加权平均资本成本方法，定义如下：

$$WACC = K_e \times E / ( D + E ) + K_d \times ( 1 - T ) \times D / ( D + E )$$

其中：K<sub>e</sub> = 权益资本成本

$$K_d \times ( 1 - T ) = \text{税后债务成本}$$

$E / ( D + E )$  = 所有者权益占总资本 ( 有息债务与所有者权益之和 ) 的比例

$$D / ( D + E ) = \text{有息债务占总资本的比例 ( 财务杠杆比率 )}$$

T 为所得税税率

##### 2. 权益资本成本

运用CAPM模型计算权益资本成本

$$K_e = R_f + \beta \times R_{pm} + R_c$$

其中:  $K_e$  = 权益期望回报率 , 即权益资本成本

$R_f$  = 无风险收益率

$\beta$  = 权益系统风险系数

$R_{pm}$  = 市场风险溢价

$R_c$  = 企业特定风险调整系

#### ( 1 ) 无风险报酬率( $R_f$ )的确定

国债收益率通常被认为是无风险的 , 因为持有该债权到期不能兑付的风险很小 , 可以忽略不计。评估机构通过同花顺iFinD资讯系统选择从评估基准日到国债到期日剩余期限超过5年期的沪、深两市国债 , 并计算其到期收益率 , 取所有国债到期收益率的平均值作为本次评估无风险收益率 , 经过汇总计算取值为3.77%。

#### ( 2 ) 权益系统风险系数 ( $\beta$ ) 的确定

通过同花顺 iFinD 资讯分析系统 , 在证监会行业分类软件和信息技术服务业上市公司中 , 评估机构选取了与江苏名通经营业务相同或类似的 5 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 周采用周指标计算归集的相对与沪深两市( 采用沪深 300 指数 ) 的无财务杠杆风险系数  $\beta_u$  , 计算得出可比上市公司无财务杠杆  $\beta_u$  的平均值为 0.7778 , 计算过程如下表。

序号	证券代码	单位名称	无财务杠杆 $\beta_u$
1	002555.SZ	三七互娱	0.8050
2	300315.SZ	掌趣科技	0.9775
3	300113.SZ	顺网科技	0.7533

4	002174.SZ	游族网络	0.6750
5	002354.SZ	天神娱乐	0.6783
平均			0.7778

数据来源：同花顺iFinD

### 3. 市场风险溢价 Rpm

市场风险溢价是对于一个充分风险分散的市场投资组合，投资者所要求的高于无风险利率的回报率。

由于目前国内 A 股市场是一个新兴而且相对封闭的市场，一方面，历史数据较短，并且在市场建立的前几年中投机气氛较浓，投资者结构、投资理念在不断的发生变化，市场波动幅度很大；另一方面，目前国内对资本项目下的外汇流动仍实行较严格的管制，再加上国内市场股权割裂的特有属性，因此，直接通过历史数据得出的股权风险溢价不具有可信度。而在成熟市场中，由于有较长的历史数据，市场总体的股权风险溢价可以直接通过分析历史数据得到，因此国际上新兴市场的风险溢价通常也可以采用成熟市场的风险溢价进行调整确定。即：

市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家风险补偿额

式中：成熟股票市场的基本补偿额取 1928-2016 年美国股票与国债的算术平均收益差 6.24%；国家风险补偿额取 0.86%。

则： $Rpm=6.24\%+0.86\%=7.10\%$

故本次市场风险溢价取值 7.10%。

### 4. 企业特定风险调整系数 ( Rc ) 的确定：

由于测算风险系数时选取的为上市公司，相应的证券或资本在资本市场上可流通，而纳入本次评估范围的资产为非上市资产，与同类上市公司比，该类资产的权益风险要大于可比上市公司的权益风险。

与同行业上市公司相比，综合考虑江苏名通经营规模、发展阶段、市场知名度、竞争优劣势、研发失败率等，分析确定企业特定风险调整系数为4.50%。

#### 5. 权益资本成本的确定

根据上述的分析计算，可以得出：

$$\begin{aligned} K_e &= R_a + \beta \times R_{pm} + R_c \\ &= 3.77\% + 0.7778 \times 7.10\% + 4.50\% \\ &= 13.79\% \end{aligned}$$

#### 6. 债务成本 ( Kd )

债务资本成本Kd采用基准日适用的一年期贷款利率4.35%。

#### 7. 折现率 ( WACC ) 的确定

根据上述资本结构、权益资本成本和债务资本成本计算加权平均资本成本，具体计算公式为：

$$\begin{aligned} WACC &= K_e \times E / ( D + E ) + K_d \times ( 1 - t ) \times D / ( D + E ) \\ &= 13.79\% \end{aligned}$$

### (二) 江苏名通折现率、风险调整系数取值的合理性

通过公开信息搜集的近年经证监会核准的可比交易案例中的折现率和特定风险调整系数取值情况（见下表），可比交易案例的折现率

在 12.62%—14.01%之间，平均值为 13.52%；特定风险调整系数在 3%-5%之间，平均值为 3.86%。本次评估的折现率为 13.79%，特定风险系数为 4.50%，均大于平均值，具有谨慎性。

股票代码	收购方	收购标的	评估基准日	折现率	特定风险调整系数
300299	富春通信	摩奇卡卡 100%股权	2016/9/30	13.07%	3.00%
002425	凯撒股份	天上友嘉 100%股权	2015/4/30	14.01%	5.00%
002517	泰亚股份	恺英网络 100%股权	2015/2/28	13.44%	3.00%
002354	天神娱乐	雷尚科技 100%股权	2014/10/31	13.50%	4.00%
002354	天神娱乐	妙趣横生 95%股权	2014/10/31	14.00%	4.50%
300299	富春通信	上海骏梦 100%股权	2014/7/31	12.62%	3.00%
600373	中文传媒	智明星通 100%股权	2014/3/31	14.00%	4.49%
<b>平均值</b>				<b>13.52%</b>	<b>3.86%</b>
600551	时代出版	江苏名通 100%股权	2016/12/31	13.79%	4.50%



综上，本次预估折现率、风险系数的取值充分考虑了江苏名通自研游戏的失败率等风险因素的影响，预估折现率、风险系数取值具有谨慎性、合理性。

#### **四、中介机构核查意见**

经核查，评估师认为：收益法评估中折现率的取值，已充分考虑了预测期自研项目研发失败率等风险因素的影响，江苏名通折现率、风险系数取值与市场可比交易案例的折现率、风险系数相比，具有谨慎、合理性。

**问题 6、预案披露，江苏名通于 2015 年末收购了无锡游人，使得江苏名通整体研发能力和客户资源得到进一步提升。请公司补充披露 2015 年江苏名通收购无锡游人的交易作价和增值率，对比本次交易作价中对于无锡游人的预估值，说明作价差异、增值率差异、差异原因及其合理性。请财务顾问和评估师发表意见。**

回复：

**一、请公司补充披露 2015 年江苏名通收购无锡游人的交易作价和增值率**

2015 年 12 月 28 日，无锡游人股东会作出决议，同意肖肖和陈喜分别将 51%、49% 的股权转让给江苏名通。2015 年 12 月 28 日，江苏名通分别与肖肖、陈喜签署股权转让协议，受让肖肖和陈喜持有

的无锡游人 100%股权，收购价为人民币 1000 万元，购买日无锡游人账面净资产为 528.07 万元，增值 471.93 万元，增值率为 89.37%，增值的主要原因是无锡游人从事游戏研发业务且成立时间较短，资产规模较小，但其拥有多款优质的游戏 IP 授权，如热血江湖、新天上市、墨香等。

## 二、对比本次交易作价中对于无锡游人的预估值

本次重组的交易标的为江苏名通 100%股权，截至评估基准日，江苏名通拥有包括无锡游人在内的 5 家全资子公司。本次交易中，评估机构仅对江苏名通 100%股权进行预评估，未对其下属子公司进行单独预评估。

在实际经营过程中，江苏名通母子公司内部实行统一组织管理并调配各项资源，技术和研发团队也在公司内实行统一调配，因此母子公司之间的业务具有不可分割性。同时江苏名通在经营过程中对资金和人员的调动、业务承接、技术服务也采用统筹安排的模式，母子公司共同形成完整的经营体系。因此，收益法下，评估机构本次采用合并口径进行评估，未单独对子公司无锡游人进行预评估，无锡游人未来年度的经营收益体现在本次交易整体作价中。

## 三、说明作价差异、增值率差异、差异原因及其合理性

本次重组的标的资产为江苏名通 100%股权，标的资产的交易作价已经包括其下属子公司。因此，在交易双方谈判过程中未对江苏名通子公司无锡游人 100%股权的交易价格进行单独约定。同时，评估

机构在对江苏名通 100%股权进行预评估时，也未单独对子公司无锡游人进行预评估。

根据本次评估对于标的公司的预估值，江苏名通经审计后的合并口径归属于母公司股东全部权益账面值为 10,974.98 万元，预估值为 150,686.66 万元，增值率为 1273.00%，高于 2015 年江苏名通收购无锡游人的交易作价对比账面净资产的增值率 89.37%。主要原因有：

(1) 本次重组预估值系评估师基于江苏名通及其子公司整体经营状况做出的合理预估，充分考虑了江苏名通各业务板块之间的协同作用；而收购无锡游人 100%股权时未经评估师评估，且业务较为单一，不具有明显的协同优势。(2) 本次重组预估值系评估师基于对企业及行业现状及发展趋势所做出的合理预估，充分考虑了江苏名通及其子公司的未来发展状况；(3) 本次重组将引入盈利补偿条款，交易对方将对江苏名通未来三年的经营业绩进行承诺，并负有潜在的补偿义务，与收购无锡游人相比，本次重组的交易对方所承担的交易风险较高；(4) 本次重组交易对方所取得交易对价为上市公司新发行股份且具有一定的锁定期，与收购无锡游人的支付方式相比，流动性较低。

#### **四、中介机构核查意见**

经核查，评估师认为：根据江苏名通的业务经营情况，本次重组对于江苏名通 100%股权采用合并口径收益法评估符合评估规范与企业的经营实际，未单独对子公司无锡游人进行预评估，无锡游人未来年度的经营收益体现在收益法整体评估作价中。



( 本页无正文 ,为中水致远资产评估有限公司《关于对时代出版传媒股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联方交易预案信息披露的问询函》上证公函【2017】0445 号有关评估问题答复之盖章页 )

中水致远资产评估有限公司

日期 : 2017 年 5 月 5 日