

北京国融兴华资产评估有限责任公司

关于《关于对湖南天润数字娱乐文化传媒股份有限公司的重组问询函》回复

深圳证券交易所中小板公司管理部：

湖南天润数字娱乐文化传媒股份有限公司于 2018 年 7 月 20 日收到深圳证券交易所中小板公司管理部下发的《关于对湖南天润数字娱乐文化传媒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）【2018】第 23 号）（以下简称“《问询函》”）。我公司对《问询函》予以高度重视，并立即组织项目组人员进行核实回复，具体如下：

一、工作计划和预计进度

北京国融兴华资产评估有限责任公司接受上市公司的委托，开展对凯华教育 100% 股权收购的相关评估工作。

根据项目的时间安排，我公司派员赴标的公司现场参加了第一次中介协调会，商讨本次重组方案并提交尽职调查清单，期间持续与标的公司沟通资料准备情况。2018 年 6 月，我公司派员赴现场开展资产清查核实工作。

在现场工作期间，评估人员根据资产特点及本次股权收购工作的要求，首先对标的公司的法定代表人、财务负责人等进行了访谈，了解公司经营性资产的现状、生产条件和能力以及历史年度的经营状况及财务状况。其次根据标的公司申报的资产内容，对标的企业的主要资产逐一进行了现场勘查，取得了部分购置合同、租赁合同及发票，并完善了实物资产的相关信息。对于非实物资产及负债，评估人员查阅了相关的会计报表、账册等财务数据资料、重要购销合同协议等，完成了部分资产的清查核实工作。

截至目前我公司尚需对标资产及经营状况继续尽调，在全面资产清查核实的基础上，根据资产评估准则要求，按照上市公司规定的时间进度完成评估工

作。”

二、预案显示，截至预估基准日 2018 年 3 月 31 日，标的公司未经审计的归属于母公司股东全部权益的账面值 2,092.98 万元，预估值为 2.30 亿元，评估增值 20,907.02 万元，增值率 998.91%。请你公司：

1. 请结合标的资产历史业绩情况、未来业务发展规划、核心竞争优势、客户可持续性、可比公司估值等情况，说明评估增值的原因和合理性，并说明本次交易对商誉的影响以及相关依据。

2. 补充披露评估假设的合理性、预估过程、预估主要参数及取得过程，包括但不限于收益法涉及的具体模型、未来预期收益现金流、折现率确定方法、估值测算过程等；资产基础法涉及的主要资产的评估、估值方法及选择理由、评估或估值结果等。请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

【回复】

1.请结合标的资产历史业绩情况、未来业务发展规划、核心竞争优势、客户可持续性、可比公司估值等情况，说明评估增值的原因和合理性，并说明本次交易对商誉的影响以及相关依据。

(1)历史业绩

凯华教育 2017 年、2018 年 1-6 月的营业收入和营业成本分类如下：

项目	2017 年度	2018 年 1-3 月	2018 年 1-6 月
电子设备及装修装饰材料销售收入	31,313,119.01	1,028,964.11	4,362,985.82
招生培训咨询服务收入			1,263,963.96
收入合计	31,313,119.01	1,028,964.11	5,626,949.78
电子设备及装修装饰材料销售成本	29,836,352.20	980,002.50	4,128,121.29
招生培训咨询服务成本	-	-	252,792.79
销售成本合计	29,836,352.20	980,002.50	4,380,914.08

2017 年和 2018 年 1-3 月份，凯华教育收入来自于电子设备及装修装饰材料销售，销售客户是恒润实验学校。学校处在建设中，需要采购大量电子设备，及需要装修材料等，通过凯华教育进行采购这些电子设备及装修装饰材料。

2018年1-6月份，凯华教育招生培训咨询服务收入为126.40万元。招生培训咨询服务业务的盈利来源于凯华教育向学生收取的咨询费。随着恒润实验学校知名度的提高和优质教师的不断补充，稀缺的中小学教育资源必定会成为家长争取的对象。恒润实验具有广州地区大量优秀的名师资源，基于凯华教育与恒润实验学校深度的合作优势、恒润实验学校与凯华教育归于同一实际控制人的优势等，凯华教育会在广州地区学校招生信息、招生偏好、面笔试特点等方面具有天然优势，因此未来凯华教育针对拟备考广州地区学校的学生在进行应试技巧、面试技巧等培训咨询方面具有较大的影响力。

(2) 未来发展规划

公司未来三年将紧密围绕公司战略目标，以教育培训业务为核心，持续做大做强，快速增强公司整体实力。具体来看，在未来的三年内，凯华计划再和国内2-3家定位高端的学校建立深度合作，资源共享，扩大业务规模，继续拓展能够促进学生发展的业务类型，将会采用建立培训基地、与国内外知名体育类企业合作、引进国外先进的教学体系建立特色班等方式多元化经营。

(3) 核心竞争优势

凯华教育的核心竞争力如下：

1) 依托恒润实验学校，建立与具有良好发展前景的恒润实验学校进行深度战略合作。随着恒润实验学校的快速发展，凯华教育深度合作的优势越发明显。

恒润实验学校具有良好的发展前景，主要原因为：

优秀的师资队伍：优秀的教师队伍是学校发展的根本保证。恒润实验学校与中大附中师资共建，第一批到任教师60%有在中大附中工作的经历。优秀的师资队伍将助恒实驶向迅速发展的快车道。

高质量的教学内容：质量是学校发展的生命线，学校大力推行“研学后教”的教学理念和教学方式，校内定期举办教研活动，鼓励教师积极参加市、区教研活动，聘请专家来校讲座，开展“研学后教”理念指导下的研学案编写、课件制作、论文撰写和优质课竞赛。努力做到“把时间还给学生，让问题成为中心，使过程走向成功”，努力打造高效课堂、人文课堂、学生思维活跃的课堂。

系统的课程建设。课程建设是学校的核心竞争力，学校基于学生的核心素养发展，除开齐开足国家规定课程外，还创新开设“恒润特色课程”，以“促进生命完整发展”为课程目标，培养学生的思维力、学习力、团队合作力、跨文化交际能力等核心品格和核心素养，使学生具有“中国心 世界情”，让孩子更好地在世界舞台成长发展。

学校开设的特色课程有日语、德语、英语拓展、数学拓展、TNS 音乐剧（教师来自美、英、澳等国家的一线演员）和中华经典素读六大项。这些特色课程不仅能传承中华优秀传统文化，还能提升学生的国际化意识、跨文化交际能力及思辨能力，学科知识更加丰富多元，国际化成才渠道不断拓展。

恒润实验学校健康快速发展保证了公司业务具备快速发展的基础。

2) 完善的组织架构和优秀的人才团队

开展国际班、特色班以及夏令营等业务需要有对教育市场有着深刻理解，准确把握教育行业的发展趋势和学生的需求。凯华教育创始人在行业有着较多的经验，熟悉教育服务相关领域，能够根据学生的需求及实际情况设计出符合学生全面发展和个性化需求的活动和内容，满足学生的全面发展和个性化发展需求。

3) 与业内领先的联合运营渠道保持密切合作关系

凯华教育已经与世纪桥国际教育文化交流有限公司、广州好动体育科技公司、广州优沛文化教育公司等建立了深度的合作关系，通过与上述渠道合作，可以将最优质的国际教育资源和特色班教育资源带给恒润实验学校的学生以及恒润实验学校外部的学生，满足学生对国际班、特色班（如网球、排球）的需求，帮助学生实现全面发展和个性化发展。

基于恒润实验学校良好的发展前景和凯华教育自身的优势，凯华教育自身的优势并且依托恒润实验学校排他性的资源优势，恒润实验与凯华教育亦签订了长期战略合作协议，凯华教育向其租用场地以开展冬夏令营业务、特色班业务及国际版业务，本次估值较为合理。

(4) 客户可持续性

根据与恒润实验学校、世纪桥国际教育文化交流有限公司、广州好动体育科技公司、广州优沛文化教育公司等达成的战略合作协议，结合教育行业的发展前景，客户可持续性较好。

(5) 可比公司估值

本次交易中，评估机构对标的资产拟以收益法评估结果作为评估结论。截至预估基准日 2018 年 3 月 31 日，标的公司未经审计的归属于母公司股东全部权益的账面值 2,092.98 万元，预估值为 2.30 亿元，评估增值 20,907.02 万元，增值率 998.91%，PE 为 240.11。

经整理了 2016 年至今上市公司并购教育服务类标的案例，剔除两个失败案例四通股份和凯文教育，共有 6 个以收益法评估的案例，平均增值率 2035.32%，平均 PE 为 199.69，具体如下：

股票名称	重组进度	重组事件	重组形式	交易总价值(万元)	注入资产净资产账面值(万元)	注入资产净资产评估值(万元)	评估增值率(%)	最后采用评估方法	标的方 PE	交易标的所属行业
三垒股份	董事会预案	三垒股份收购美杰姆 100% 股权	协议收购	330,000.00	8,554.50	330,720.48	3766.04	收益法	38.87	教育服务
文化长城	完成	文化长城定增收购翡翠教育 100% 股权	发行股份购买资产	157,500.00	19,765.46	140,400.00	610.3	收益法	401.11	教育服务
科斯伍德	完成	科斯伍德收购龙门教育 49.22% 股权	协议收购	74,936.08	12,571.35	77,986.40	520.35	收益法	22.54	教育服务
开元股份	完成	开元仪器定增收购恒企教育 100% 的股权和大英才 70% 的股权	发行股份购买资产	138,200.00	6,693.86	139,200.74	1979.53	收益法	57.34	教育服务

盛通股份	完成	盛通股份定增收购乐博教育100%股权	发行股份购买资产	43,000.00	949.71	43,005.44	4428.28	收益法	60.88	教育服务
文化长城	完成	文化长城发行股份购买联讯教育80%股权	发行股份购买资产	57,600.00	5,718.65	57,609.64	907.40	收益法	617.39	教育服务

综上，本次收购标的评估增值率低于行业平均值，PE 略高于行业平均值，主要系公司处于成立初期，具有较好的成长性，整体估值基本合理。

2.补充披露评估假设的合理性、预估过程、预估主要参数及取得过程，包括不限于收益法涉及的具体模型、未来预期收益现金流、折现率确定方法、估值测算过程等；资产基础法涉及的主要资产的评估、估值方法及选择理由、评估或估值结果等。请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

(1) 评估假设

在评估过程中，评估师所依据和使用的评估假设是评估报告撰写的基本前提，同时提请评估报告使用人关注评估假设内容，以正确理解和使用评估结论。如评估报告日后评估假设发生重要变化，将对评估结论产生重大影响，本资产评估报告分析估算采用的假设条件如下：

1) 基本假设

A、公开市场假设，即假定在市场上交易的资产或拟在市场上交易的资产，资产交易双方彼此地位平等，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，以便于对资产的功能、用途及其交易价格等作出理智的判断；

B、交易假设，即假定所有待评估资产已经处在交易的过程中，评估师根据待评估资产的交易条件等模拟市场进行估价。交易假设是资产评估得以进行的一个最基本的前提假设；

C、持续经营假设，即假设被评估单位以现有资产、资源条件为基础，在

可预见的将来不会因为各种原因而停止营业，而是合法地持续不断地经营下去。

2) 一般假设

A、假设国家现行的有关法律法规及政策、国家宏观经济形势无重大变化，本次交易各方所处地区的政治、经济和社会环境无重大变化；

B、除评估基准日政府已经颁布和已经颁布尚未实施的影响被评估单位经营的法律、法规外，假设收益期内与被评估单位经营相关的法律、法规不发生重大变化

C、假设评估基准日后被评估单位经营所涉及的汇率、利率、税赋及通货膨胀等因素的变化不对其收益期经营状况产生重大影响；

D、假设评估基准日后被评估单位的管理层有能力担当其责任，在未来收益期内被评估单位主要管理人员不发生影响其经营变动的重大变更，管理团队稳定发展，管理制度不发生影响其经营的重大变动；

E、假设被评估单位预测期所租赁资产、场地，与合作单位所达成的战略合作协议均可顺利完成交割或得以执行；

F、假设公司完全遵守所有有关的法律法规；

G、假设委托人和被评估单位提供的资料真实、完整、可靠，不存在应提供而未提供、评估专业人员已履行必要评估程序仍无法获知的其他可能影响评估结论的瑕疵事项、或有事项等；

H、假设被评估单位未来收益期不发生对其经营业绩产生重大影响的诉讼、抵押、担保等事项；

I、假设本次评估测算的各项参数取值是按照现时价格体系确定的，未考虑基准日后通货膨胀因素的影响；

G、假设评估基准日后无不可抗力及不可预见因素对被评估单位造成重大不利影响。

3) 特殊假设

A、假设评估基准日后被评估单位采用的会计政策和编写本资产评估报告时所采用的会计政策在重要方面保持一致，具有连续性和可比性；

B、假设被评估单位未来收益期应纳税所得额的金额与利润总额基本一致，不存在重大的永久性差异和时间性差异调整事项；

C、假设被评估单位未来收益期不发生重大回款情况；

(2) 预估模型

收益法模型

根据标的公司实际情况，在持续经营前提下，本次评估的基本模型为：

股东全部权益价值 = 企业整体价值 - 付息债务价值

企业整体价值是指股东全部权益价值和付息债务价值之和。根据被评估单位的资产配置和使用情况，企业整体价值的计算公式如下：

企业整体价值 = 经营性资产价值 + 溢余资产价值 + 非经营性资产负债价值 - 非经营性负债价值

1) 经营性资产价值的确定过程如下：

经营性资产是指与被评估单位生产经营相关的，评估基准日后企业自由现金流量预测所涉及的资产与负债。经营性资产价值的计算公式如下：

$$P = \sum_{i=1}^{N_1} A_i (1+R)^{-i} + \frac{A_{i0}}{R} (1+R)^{-N_1}$$

式中：P：评估基准日的企业经营性资产价值；

A_i ：评估基准日后第 i 年预期的企业自由现金流量；

A_{i0} ：预测期末年预期的企业自由现金流量；

R：折现率(此处为加权平均资本成本,WACC)；

N：预测期；

i：预测期第 i 年。

本次评估以被评估单位的未来收益分为前后两个阶段进行预测。首先，逐年预测前阶段（2018年3月31日至2023年12月31日）各年的权益现金流量；其次，预测后阶段被评估企业进入稳定期（2024年至永续年限），保持前阶段最后一年（2023年）的预期收益额水平，估算预测期后阶段稳定的权益现金流量。最后，将两部分的现金流量进行折现处理加和，得到凯华投资经营性资产价值。

2) 折现率的确定

本次评估折现率模型如下：

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E + D} + K_d \times (1 - t) \times \frac{D}{E + D}$$

其中： K_e ：权益资本成本；

K_d ：付息债务资本成本；

E：权益的市场价值；

D：付息债务的市场价值；

t：所得税率。

其中，权益资本成本采用资本资产定价模型(CAPM)计算。计算公式如下：

$$K_e = K_f + MRP \times \beta + \Delta$$

式中： K_f ：无风险利率；

β ：权益的系统风险系数；

MRP：市场风险溢价；

Δ ：企业特定风险调整系数。

上式中，无风险利率取 3.67%， β 权益取 0.7476，个别风险利率取值 3%，市场风险溢价取值 7.19%。

(3) 预估过程

1) 凯华教育收入预测

产品类别	参数	2018.4-12	2019年	2020年
招生培训咨询收入	培训人次 测算	60	100	100
	销售单价	23,000.00	29,900.00	38,870.00
	销售收入	1,380,000.00	2,990,000.00	3,887,000.00
冬夏令营服务收入	服务人次	700	1960	2744
	销售单价	2,093.22	2,721.19	3,537.54
	销售收入	1,450,000.00	5,333,524.56	9,707,014.70
特色班（含网球特色班、篮球特色班、足球特色班等）	招录人次	50	100	150
	销售单价	3600	7200	7200
	销售收入	180,000.00	720,000.00	1,080,000.00
国际班	招录人次	50	250	400
	销售单价	18,425.00	39,500.00	39,500.00
	销售收入	921,250.00	9,875,000.00	15,800,000.00
场馆经营运营、后勤、洗衣房、物业等收入		1,000,000.00	2000,000.00	4,000,000.00
主营业务收入合计		4,931,250.00	20,918,524.56	34,474,014.70

2) 成本预测:

凯华教育根据各收入预计投入和规模效应，预测招生培训咨询收入的毛利率基本上 80-85%之间，冬夏令营的毛利率基本上在 50%左右，特色班的毛利在 80%左右；国际班的毛利率 80-85%左右；综合考虑得出成本情况。

3) 费用情况:

费用的预测主要是基于未来人员需求和待遇水平；差旅费用等暂估得出。

4) 现金流预测情况:

初步估算，标的公司的现金流预测如下:

年份	2018年4-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	永续期
企业自由现金流量	156.93	843.23	1,654.70	2,517.07	3,266.14	4,289.73	3,978.16
折现系数	0.92	0.82	0.73	0.65	0.58	0.52	4.35
企业自由现金流量折现	144.15	691.79	1,212.23	1,646.67	1,908.08	2,237.95	17,324.11

5) 折现率确定方法

结合地域因素，如基期中国市场无风险利率，通过对比同行业可比公司的

beta 权益，结合标的公司自身特有的风险，选用了符合公司特征的折现率，根据无风险利率取 3.67%， β 权益取 0.7476，个别风险利率取值 3%，市场风险溢价取值 7.19%，计算得到折现率为 11.98%。

6) 估值测算过程等

上表中标的方自由现金流量折现累加，减有息负债现值，加上非经营性资产，就得到公司股东权益评估值。

(4) 资产基础法涉及的主要资产的评估、估值方法及选择理由、评估或估值结果等。

标的公司主要资产包括货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款、存货、固定资产、短期借款、应付账款、应付职工薪酬、应交税费等。本次预估因审计机构尚未对账面资产、负债等数据进行审计，在预估时尚未采用资产基础法进行预估。

核查意见：

目前，审计评估工作尚未完成，预评估工作系在未经审计的报表和历史数据上完成，经核查，评估假设、预估过程、预估主要参数及取得过程，包括但不限于收益法涉及的具体模型、未来预期收益现金流、折现率确定方法、估值测算过程等是合理的。

北京国融兴华资产评估有限责任公司

2018 年 9 月 25 日