

## 亚洲（北京）资产评估有限公司

# 关于《深大通重组报告书反馈意见》中 有关资产评估相关问题的回复

8.请你公司补充披露收益法评估预测的现金流是否包含募集资金投入带来的收益。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、收益法评估中未包含本次配套募集资金投入项目对标的公司未来经营的所带来的利润

### （一）本次评估未考虑募集配套资金投入带来的收益

本次采用收益法评估时，评估机构只基于基准日的资产和经营能力，未考虑募集资金投入带来的收益。评估机构基于审慎性的考虑，在收益法评估中，未将配套募集资金投入纳入评估范围，仅以现有业务基础在未来经营期间产生的收益作为测算依据，以报表揭示的历史营业收入、成本和财务数据的核实以及对行业的市场调研、分析的基础上，根据其经营历史、市场未来的发展等综合情况作出专业判断，未考虑配套募集资金投资项目在未来期间的收入、成本、净利润及现金流等对标的未来现金流的影响。

### （二）募集配套资金成功与否不影响本次评估结果

本次配套融资需要获得监管机构的核准，本次评估未以配套募集资金成功实施作为假设前提，本次配套募集资金不会直接影响被评估单位在评估基准日的经营状况，亦不直接影响其未来现金流，因此预测现金流中未包含募集配套资金投入带来的收益。

因此，评估机构在评估时，未考虑配套募集资金投入对收益法评估结果的影响，本次配套募集资金成功与否并不影响评估值。

如果本次募集配套资金失败，公司将自行筹集资金，主要是利用公司自有资金和银行贷款相结合的方式解决。

综上所述，本次收益法评估时是基于标的公司在盈利预测期间具备独立经营能力为前提的基础上进行预测的，预测现金流时不以上市公司募集配套资金的投入为前提，未包含募集配套资金投入带来的收益。

## 二、中介机构核查意见

经核查，评估师认为，本次收益法评估时是基于标的企业评估基准日的资产规模和业务发展计划进行预测的，评估师对标的企业未来收益的预测未考虑募投资项目对未来收益预测的影响，未以配套募集资金成功实施作为假设前提，收益法评估中预测现金流未包含募集配套资金投入带来的收益。

15.申请材料显示，以 2015 年 4 月 30 日为评估基准日，冉十科技 100% 股权的收益法评估值为 105,481.00 万元，增值率 2,586.63%；视科传媒 100% 股权的收益法评估值为 170,203.00 万元，增值率 659.15%。请你公司结合行业发展、竞争状况、业务发展情况、产品可替代性、核心竞争优势、市场占有率及近期市场可比交易情况等，补充披露冉十科技和视科传媒收益法评估增值的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

### 一、冉十科技收益法评估增值的合理性分析

#### （一）行业发展情况

伴随着互联网行业的发展以及网民数量的增长，互联网广告市场规模逐年递增。2009 年，中国互联网广告收入超越户外广告收入；2011 年，中国互联网广告收入超越报纸广告收入；2013 年，国内网络广告市场规模达到 1,100 亿元，同比增长 46.1%；2014 年国内网络广告市场规模达到 1,540 亿元，同比增长 40.0%，与去年保持相当的增长速度。在持续几年保持高速发展之后，未来两年国内网络广告市场规模仍将保持较高水平，但规模增速将略缓，至 2015 年整体规模有望超过 2,000 亿元。

互联网广告包括 PC 端网络广告和移动端互联网广告两大部分。近年来，随着智能手机、平板电脑等移动端互联网接入设备的兴起及普及，网民越来越多的互联网接入是通过移动端设备完成的，传统的新闻资讯、天气、社交娱乐、购物

等许多互联网应用已经由 PC 端向移动端移植与过渡。互联网广告终端出现由 PC 端向手机端拓展的市场趋势，移动营销市场呈现蓬勃发展态势，移动互联网逐渐成为广告主客户广告投放的新增长点。从用户量方面看，中国的移动网民于 2010 年开始爆发，截至 2014 年 6 月，中国移动网民已经超过了 PC 网民，手机已逐渐取代了 PC,成为了中国网民上网的第一大终端。根据艾瑞咨询统计，截至 2014 年 12 月，我国手机网民规模达 5.8 亿。

在手机网民数量增长的同时，国内智能手机出货量以及保有量亦呈现递增趋势。智能手机的普及也将进一步带动移动网民的增长和手机上网程度的加深，加上移动应用开发者和 App 数量的增多，移动广告市场规模未来增长空间可期。移动网民的增长、智能终端设备的普及、移动广告技术的发展和的提升移动互联网市场规模持续增长。2014 年中国移动互联网市场规模达到 2134.8 亿元人民币，同比增长 115.5%，同时未来依旧会保持高速增长，预计到 2018 年整体移动互联网市场规模将突破 1 万亿大关。

因此，整体行业发展非常迅速，再十科技作为其中一员，未来的收入增长空间巨大。

## （二）行业竞争状况

### 1、移动互联网营销市场前景广阔

随着企业营销传播活动由线下向线上持续转移、PC 端流量向移动端转移，国内企业对移动互联网营销服务的需求呈现高速增长趋势。移动互联网市场规模的扩张、智能手机出货量的增加以及 4G 网络的普及，都推动着移动广告行业的发展。移动数字营销是新兴的移动互联网业务，近年来在移动互联网高速发展推动下获得快速增长，2014 年移动广告市场规模达到 296.9 亿元，同比增长超过 100%，未来市场发展潜力巨大。在广告营销层面，移动数字营销以其营销精确性、互动性、实时性、便捷性的特点，成为营销领域新潮流，并将逐步扩大其在广告营销领域的地位和市场占比。在客户层面，移动数字营销行业的客户结构正不断丰富，品牌广告主加速加入，由于品牌广告主追求营销多样性和有效性，势必尝试具有精准投放、互动营销的新型营销方式，促使移动数字营销行业的加速发展，带动行业潜在市场规模增长 10 倍以上。

## 2、整合式服务将成为移动互联网营销服务行业的主要发展趋势

随着移动互联网的高速发展和移动数字营销行业的快速成长，单一的移动广告代理服务将无法满足不同客户日益多元化的需求。为适应市场变化、维护市场地位，各服务商将逐步整合移动数字营销服务产业链节点，向整合式营销服务商发展。移动数字营销服务商通过客户平台以及广告交易平台的发展，并结合大数据数据库的建设，实现全产业链的打通，以满足广告主广告投放的多元化需求。

## 3、提升营销效果将成为移动互联网营销服务商之间争夺话语权的关键

在日趋复杂的网络环境下，我国网络用户的行为和偏好呈现“多样化、分散化”态势，传统的粗放型移动互联网营销方式正逐渐被市场淘汰，而符合个性化需求的营销才是移动互联网营销的趋势。在未来移动互联网营销服务市场中，提升营销效果的能力将成为客户选择移动数字营销服务商的一个重要参考指标，也是移动数字营销服务商之间争夺市场的重要武器。从国外移动互联网营销服务行业的发展经验来看，实现提升营销效果主要是依靠移动互联网技术平台工具，技术手段是其核心要素。

## 4、大数据时代下的精准投放

在用户即数据，数据即价值的大数据时代，移动数字营销服务商对于用户数据的采集和分析能力将成为移动数字营销行业的核心竞争力。随着用户数字化、标签化程度加深，用户行为数据、用户属性数据以及用户心理数据等形成用户画像。用户不仅具有性别、年龄、地域、职业、收入等属性特征，还具有浏览行为、活跃频率、使用习惯等行为数据。通过对用户的触点研究，以数据的形式更为准确地了解用户的消费动机和过程体验，可以更好地监测和反馈营销效果。收集、整合、共享、分析数据成为移动数字营销服务商充分挖掘大数据营销价值的核心内容。精准化、专业化、数字化将成为移动数字营销行业发展的主要趋势。

## 5、多屏时代下的跨屏精准营销

随着智能手机的普及、4G 网络环境的改善和海量应用的出现，移动广告的价值被迅速激发，移动广告也逐渐为更多的广告主所认可并应用。与此同时，视频行业、数字电视等市场也在快速发展，手机、电视、电脑等已经呈现多屏时代

局面，跨屏精准营销将成为未来发展重要的趋势之一。目前，国内精准营销投放主要集中在 PC 端，移动 DSP 正处在起步阶段，并逐步稳健地进入市场。一项跨屏行为研究发现：86.3%的网民在看电视时，会使用智能手机作为电视的跨屏搭配，而在看电视时，人们使用手机最常进行的活动包括聊天（比如使用微信或者即时通讯）、查询信息、上微博、使用社交网站等等。在美国和英国，每天 60% 成年人至少使用 2 台网络设备，其中，25% 的英国用户和 20% 的美国用户会每天使用 3 台网络设备。未来融合 PC、移动设备、电视等多种终端的跨屏精准营销将进入快速发展阶段。

从竞争的态势上看，移动互联网广告未来将是一个细分精准服务行业，以客户需求为导向，重视广告效果和广告投放质量。2014 年，冉十科技已经开始布局无线整合营销业务，提升广告主广告投放的效果和质量。并且在无线整合营销业务方面，冉十科技已经与部分银行机构建立了合作关系，为后续的业务拓展提供了有效的关系支撑，也进一步提升了冉十科技的市场竞争力。

### （三）冉十科技业务发展情况

冉十科技自成立以来，一直秉承“专注移动广告，用心服务客户”的核心价值，致力于开拓移动互联网广告市场，发展移动互联网广告营销服务。在移动互联网行业高速发展之际，冉十科技管理层凭借敏锐的行业判断力，抓住行业发展契机，利用优质的媒体资源、多元化的客户资源、高效的营销策略以及优秀的资源整合能力，迅速进入移动互联网营销领域，成为国内优秀的移动广告整合营销平台。冉十科技主营业务为移动互联网广告业务，包括移动互联网网页广告（以 Wap 广告为主）和移动互联网应用广告（App 广告）业务，同时，冉十科技亦为客户提供无线整合营销业务。

### （四）产品的可替代性

在媒体资源方面，冉十科技与多家优质媒体进行强强联合，目前合作的媒体资源包括：手机移动终端四大门户媒体资源（新浪、凤凰、搜狐、3G 门户）、赶集、58、环球、网易以及乐视、爱奇艺、PPTV、WIFI 万能钥匙等海量优质媒体资源。在客户方面，冉十科技坚持以用户需求为核心，服务过的广告主已经横跨汽车行业、快消行业、金融行业、电子商务行业等多个领域。

无线整合营销业务，即冉十科技根据客户需求进行个性化营销方案设计。在对客户需求进行分析后，冉十科技利用公司技术、策划创意、自有媒体资源和宣传渠道，为客户量身定制无线媒体整合营销方案。目前，冉十科技主要通过银行渠道进行移动互联网跨界营销服务，例如中国农业银行与进口大众汽车的跨界营销项目。

冉十科技在移动互联网广告业务领域内能够具有较好的盈利能力系公司经营团队在移动互联网广告业务的优秀业务经营能力，包括媒体资源和客户资源的开拓能力、无线整合营销服务的策划与执行能力，以及公司团队在移动数字营销中的技术服务能力、公司媒体资源优势等。也正是基于上述因素，冉十科技在移动数字营销领域具有较强的竞争能力和优势地位，业务的可替代性较小。而且冉十科技所从事移动数字营销业务近年来快速发展，行业规模大幅增加，在行业市场竞争的环境下，目前行业已经形成了行业进入壁垒，包括但不限于技术壁垒、媒体资源壁垒、数据资源壁垒、人才壁垒等。综上所述，冉十科技目前所从事移动数字营销业务的可替代性较小。

## （五）核心竞争优势

### 1、丰富的媒体资源优势

冉十科技与多家 Wap 媒体资源供应商搭建了良好合作关系，并与网易、新浪、凤凰、3G 门户等大流量门户媒体建立了良好合作关系。借助优质媒体资源，冉十科技能够帮助客户大幅提高移动广告转化率，为客户创造更好的广告投放效果。而且，优质媒体资源能够有效保障冉十科技的广告投放效果，是冉十科技开拓新客户、维系老客户的核心竞争力。

### 2、优质跨界资源优势

冉十科技目前与中国农业银行、中国民生银行等银行机构建立了良好合作关系，并已利用既有平台资源和团队项目经验，为银行和广告主客户策划跨界营销合作方案，发挥各自资源优势，提升双方客户体验和市场宣传效果。截至本报告书签署日，冉十科技成功策划多次跨界营销合作项目，包括“中国民生银行 VS 进口大众”项目、“中国民生银行 VS 奔驰中国”项目、“中国农业银行 VS 进口

大众”项目，拥有成熟的跨界营销项目策划经验。未来，冉十科技将整合更丰富的跨界合作资源，为客户提供更加优质的跨界营销服务，创造更好的广告投放效果。

### 3、技术服务优势

冉十科技拥有较为成熟的技术服务团队，技术人员覆盖了前期的用户界面设计、前期的需求沟通、用户界面设计，中期 HTML5 技术以及后期的广告效果跟踪。在移动广告策划、方案设计以及执行阶段，冉十科技都可保证客户投放效果的最优化。以冉十科技 H5 技术团队为例：冉十科技 H5 技术团队可以对营销方案中整个 H5 互动活动给予支持，通过 H5 的绘图功能（Canvas、SVG）、三维效果功能（CSS3 3D）、离线储存功能（HTML5 Web Storage）等，对互动效果进行呈现。

### 4、无线端整合式营销服务能力，为客户提供“一站式”的移动营销服务

冉十科技致力于为客户提供契合自身的移动互联网营销解决方案，以不断的技术创新和无线端整合营销能力带动服务品质提升。经过长期的发展与积累，冉十科技目前拥有专业的策划团队，可以配合客户整体宣传策略，深入了解客户、了解市场、了解消费者，结合渠道资源、技术、新颖的创意，多维度的为客户量身定制无线整合营销宣传策略，实现广告投放的精准性和高效性。冉十科技可提供无线端整合式营销服务，设计并执行整体营销方案，直接对客户负责，以客户的销售目标为导向，服务效果更为显著，更容易获得客户认可。

而且，冉十科技可以为客户提供包括营销策划、媒介渠道、技术与制作、项目支持与运营等“一站式”的移动营销整合服务，并可以对客户投放各环节做到快速响应，实时反馈，及时调整，力保营销效果的最大化。

### 5、经营团队优势

冉十科技营销团队成员均拥有多年移动广告经验，对移动数字营销广告主的产品特征和营销诉求、移动互联网媒体的属性和受众特征非常熟悉，在广告主及媒体商务谈判、移动互联网传播的创意策划、传播方式和传播节奏把控等方面，均具有丰富的经验。以冉十科技目前销售团队为例，该团队成员均曾就职于安沃

传媒、3G 门户、暴风影音等知名互联网广告公司，具有扎实的客户基础及谈判能力，具备品牌客户的开发维护管理能力，积累了丰富的品牌客户资源，可以有力支撑冉十无线整合营销业务的开展。

## （六）市场占有率

冉十科技主营业务为移动互联网广告业务。随着移动互联网行业规模的增长以及手机网民用户的增加，移动端已经成为广告主进行广告投放的重要渠道，移动互联网逐渐成为广告主广告投放的新增长点。根据艾瑞咨询统计数据显示，2014 年，中国移动广告市场规模达 296.9 亿元，同比增长 122.1%。随着广告主逐渐认识到移动营销的重要性，并伴随着移动广告产品展现形式、互动形式的创新与丰富，预计移动营销市场规模将继续保持较快增长，预计 2018 年移动广告市场规模将超过 2,000 亿。冉十科技以资源整合、技术整合、策略整合以及服务整合为客户量身定制移动端品牌跨界营销，为各广告主提供专业高效优质的服务，促进广告价值最大化，深受广大客户的认可，在整个行业逐渐树立起良好口碑。

冉十科技所属的互联网广告行业属于媒体行业中的新兴行业，从公开市场尚无法获取市场占有率的权威数据统计。

在媒体资源方面，冉十科技与多家优质媒体进行强强联合，在优质媒体资源中有着一定的占有率，目前合作的媒体资源包括：手机移动终端四大门户媒体资源（新浪、凤凰、搜狐、3G 门户）、赶集网、58 同城、环球、网易以及乐视网、爱奇艺、PPTV、WIFI 万能钥匙等海量优质媒体资源。此外，在无线整合营销领域，冉十科技率先开展了与银行间的跨界合作，为未来的业务拓展奠定了良好的媒体资源基础。因此，冉十科技具有较强的市场竞争力。

## （七）近期市场可比交易情况及冉十科技收益法评估增值的合理性

近期上市公司收购移动营销行业标的公司的估值情况如下：

公司名称	收购方	基准日	净资产 (万元)	评估值 (万元)	增值率
西藏山南灵云传媒有限公司	广博集团股份有限公司	2014/9/30	3,644.92	80,060.86	2096.51%
北京金源互动科技有限公司	广东明家科技股份有限公司	2014/5/31	3,696.70	42,934.80	1061.44%



北京百思孚广告有限公司	科达集团股份有限公司	2014/12/31	5,593.20	60,834.79	987.66%
上海同立广告传播有限公司		2014/12/31	9,019.65	44,704.59	395.64%
广州华邑众为品牌策划有限公司		2014/12/31	4,079.93	40,500.82	892.68%
北京派瑞威行广告有限公司		2014/12/31	7,806.15	94,538.75	1111.08%
广东雨林木风计算机科技有限公司		2014/12/31	8,414.05	54,234.31	544.57%
互众广告（上海）有限公司	江苏吴通通讯股份有限公司	2014/10/31	4,042.42	135,013.25	3239.91%
广州橙果广告有限公司	广东天龙油墨集团股份	2014/6/30	600.88	10,290.00	1612.49%
北京智创无线广告有限公司		2014/12/31	600.53	23,540.00	3819.87%

上述近期市场可比交易中标的资产均采用收益法评估结果作为最终评估结论，平均增值率为1,576.19%。本次交易中冉十科技100%股权的评估价值为105,481.00万元，较账面净资产增值101,554.85万元，增值率2,586.63%。收益法评估增值的主要原因系：

#### 1、冉十科技采取轻资产运营模式

与传统制造企业相比，冉十科技具有明显“轻资产”的特点。业务开展对固定设备的投入需求较小，同时公司经营场地采取租赁方式，另外，冉十科技的高速成长始于2014年，前期业务规模较小，使得冉十科技留存利润较少，账面净资产偏低，截至2014年末，标的公司账面净资产为2,069.38万元，导致收益法评估增值金额较大、增值率较高。

#### 2、冉十科技业绩成长性突出

随着冉十科技移动互联网媒体资源的增加，以及公司销售能力的加强，冉十科技2014年实现营业收入7,686.18万元，较2013年同比大幅增长466.06%，净利润则从2013年的6.78万元攀升至2014年的1,562.55元，增幅高达22946.46%，并且，根据交易双方签订的《业绩承诺补偿协议》，冉十科技2015年净利润不低于人民币7,000.00万元、2016年净利润不低于人民币8,750.00万元、2017年净利润不低于

人民币10,937.00万元。按照业绩承诺并以2014年为基期测算，业绩承诺期内标的公司净利润年复合增长率为91.29%，业绩成长性突出，盈利能力较强。而收益法是在对企业未来收益预测的基础上测算企业价值，能够比较客观、全面地体现被评估企业的整体的成长性和盈利能力，本次收益法评估值是冉十科技高成长性、高盈利能力的体现，因此，本次评估中收益法评估增值额较大，增值率较高具有合理性。

### 3、冉十科技未来发展潜力较大

《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》和《中国移动互联网广告标准》等行业政策的出台，促进移动互联网广告市场的健康发展和不断成熟。移动互联网用户增长迅速和智能手机保有量的规模扩大，使得移动广告行业空间可期，精准营销将使移动端广告投放产生更高效益。冉十科技可以全方位满足客户品牌传播和产品推广的需求，配合客户整体宣传策略，深入了解客户、了解市场、了解消费者，结合渠道资源、技术，帮助客户寻找广告信息传播的目标受众群，以适当的媒介及广告位置组合、恰当的互动形式为客户量身定制无线整合营销宣传策略。依托碎片化的沟通和互动，实现广告投放精准性、高效性品牌传播，让客户的营销更有价值，冉十科技未来发展潜力较大。收益法评估结果也在一定程度上反映了冉十科技的未来发展潜力，评估增值具有合理性。

## 二、视科传媒收益法评估增值的合理性分析

### （一）行业发展情况

#### 1、户外广告发展概况

近年来，户外广告市场发展迅速，不仅体现为行业规模的不断扩大，还体现为新兴户外媒体形式的快速推出及被市场认可与接受。户外广告突破了形式单一的广告牌类型，产生了更多的新型户外媒体——公交广告、候车亭广告、地铁站广告、电梯广告、高立柱广告、LED 大屏幕广告等。

据《2014-2018 年中国户外广告市场发展分析及投资前景预测报告》显示：2012 年我国户外广告媒体投放量成为仅次于电视的第二大广告投放媒体，整体投放量较 2011 年有 10%-15% 的增长，其增长速度大大高于传统电视、报纸和杂

志媒体。2013 年，传统户外广告（不含地铁）小幅增长，城市户外广告继续大面积调整。2014 年，传统户外广告开始回升，根据 CTR 媒介智讯的最新研究，2014 前三季度传统户外广告同比增长 10%。预计 2018 年中国户外广告市场规模将达到 293.7 亿美元。

## 2、户外 LED 显示屏媒体发展概况

户外广告当前包括传统户外媒体广告和户外新媒体广告。户外新媒体是有别于传统户外媒体（如霓虹灯、传统大牌、灯箱、车体等）的新型户外媒体形式。户外新媒体采用 LED 显示屏等新的媒介载体，通过商务楼宇、公共地铁、户外大屏幕等新的传播渠道进行广告信息的发布。户外新媒体具备灵活、互动、费用较低、定向传播、及时反馈和方案定制等优势，较好的满足了广告主对于广告传播精准化和差异化的要求，近年来日益受到广告主的青睐，市场规模不断提升。根据易观智库产业数据库《中国户外电子屏广告市场监测报告2014年第4季度》显示，2011年至2014年我国户外电子屏广告市场规模分别为85.51亿元、88.31亿元及90.90亿元及101.30亿元。

### （二）行业竞争状况

相比于大牌、灯箱、单立柱等传统户外广告媒体可视距离有限、画面单一固定的不足，户外 LED 显示屏媒体具备可视范围广、便于更替的动态画面、色彩艳丽和视觉效果震撼的优势，可以有效地吸引受众群体注意，广告表现效果较好。近年来，户外 LED 显示屏媒体行业发展态势良好，这一新兴媒体类型得到了广告主越来越多的关注和认可。同时，客户数量的增多和客户结构的丰富也对行业的服务内容和服务水平提出了更高的要求。为了满足客户多元化的广告投放需求，构建一张覆盖全国的屏幕媒体网络成为了媒体运营商们努力实现的目标。

从各细分市场的情况来看，2014年第4季度商业楼宇电子屏广告市场份额继续保持市场领先地位，占比为40.3%；公交地铁电子屏广告细分市场所占市场份额为19.4%，公交地铁广告屏运营厂商通过继续布局覆盖公交场景的 Wi-Fi 网络，引导用户完成体验和消费行为，向广告主提供品牌宣传及用户导入的广告营销；超大 LED 户外电子屏广告市场的市场份额为17.0%。受益于城市化发展以及智慧城市的建设，中国超大 LED 户外电子屏安装数量不断增长，驱动 LED 户外电子

屏广告市场规模增长，另一方面，技术与创新也持续推动超大 LED 户外电子屏广告市场的发展。

在城镇化进程不断加速的大背景下，一方面，新兴商圈的形成和新老商圈的更替为行业可供开发媒体资源的规模提供了广阔的空间；另一方面，户外 LED 显示屏媒体数量增长迅速，杭州市核心商圈的优质点位已大都被包括视科传媒在内的几家大型媒体运营商所控制，二三线城市屏幕媒体数量高速增长，地方性小型媒体运营商不断涌现。

随着数字营销变革的加深，户外媒体的数字化已经成为业界的共识，特别是户外 LED 显示屏媒体以其精准的媒体投放、多元的营销方式、即时的促进销售等特征，得到越来越多广告主的认可。从我国户外 LED 显示屏广告市场的广告主行业构成来看，除了已有的汽车、金融保险、中高档化妆品之外，其他行业的投放规模也呈逐年增长趋势。广告主行业板块的丰富印证了客户对此类新兴媒体的关注程度和认可程度不断提高，并最终带动行业市场规模稳定增长。

户外 LED 大屏幕优秀的表现力深受广告主青睐是其市场规模高速增长的首要原因，而未来该市场规模能够持续增长则有赖于对于现有 LED 大屏的深度利用。视科传媒当前在工联大厦、现代国际大厦等地均有 LED 显示屏，占据杭州市各大商圈的优质地段。未来，视科传媒将在长春、芜湖、北京等地通过自营或代理方式获得 LED 显示屏资源，并进一步拓展 LED 显示屏点位的布局，来应对激烈的行业竞争。

### （三）视科传媒业务发展情况

自 2008 年成立以来，视科传媒一直致力于 LED 显示屏商务活动业务的开拓，2012 年以来，视科传媒逐步向户外媒体运营商转型。在原有业务的基础上，视科传媒积极布局户外 LED 显示屏、LCD 数字屏及公共自行车亭灯箱广告业务。目前，视科传媒拥有的广告媒体资源覆盖了杭州市主流办公、生活、消费场所，户外广告发布量逐年上升，视科传媒成为杭州地区主要的户外媒体运营商之一。未来，视科传媒致力于成为杭州乃至整个浙江地区领先的跨屏幕媒体运营商。为进一步配合线下广告营销，抢占线上广告市场，视科传媒通过自主研发与外部技术采购的形式，积极布局线上广告投放平台建设。

经过三年多时间的布局，视科传媒的广告媒体资源深入杭州地区的各个角落，广泛覆盖了杭州地区的都市商圈及人流密集的办公场所。得益于视科传媒在核心商圈构建的多区域、多屏互动的媒体资源网络，越来越多的优质客户与视科传媒签订了广告发布合同，使得视科传媒户外广告业务呈现大幅增长趋势。

#### （四）产品的可替代性

由于户外媒体运营商行业的核心商圈优质广告位的资源排他性强，一线城市的行业竞争格局基本稳定，行业内少数有实力的公司通过与地方签署长期的合作协议，构建了较为稳定的合作关系，从而掌握了较多的优质广告位资源，并形成了覆盖范围广、层次丰富的广告发布网络，具备了较为明显的先发优势。缺乏优质的媒体资源是行业新进入者的主要壁垒。而视科传媒拥有杭州最多的公共自行车亭圆弧和方形灯箱广告点位，广告点位覆盖广，投放灵活；在工联大厦、现代国际大厦等地均有 LED 显示屏，占据杭州市各大商圈的优质地段；在大杭州繁华商圈内的大型商场、银行、医院、热门餐饮、娱乐、影剧院、写字楼等人流密度高的公共场所能够广泛布点 LCD 电子屏幕。视科传媒现已在浙江省户外广告行业拥有较强的竞争优势，同时通过强强联合，与大连、长春、南京、北京、上海等城市的优质媒体公司合作，打造视科传媒全国优质媒体资源库。

视科传媒经营户外广告多年，拥有丰富的行业经验，能提供全方位的广告服务，给予客户优质的体验，积累了许多优质的客户资源。目前合作的主要客户有修正饮品、皇台酒业、康宏理财、杭州银行、必胜客、肯德基、康师傅、中国联通、中国电信、中国移动、可口可乐、优衣库，东风日产、奥迪等等。

视科传媒拥有个体化的广告投放服务和定价体系，可以为高、中、低端的广告主提供合适的投放地点和价格，可满足不同类型广告主的广告需求。客户还可选择在城市视窗 LCD 屏与视科传媒拥有的其他媒体资源进行整合发布，“城市视窗 LCD 数字屏+公共自行车亭广告+LED 大屏”连横贯通广告投放服务，从而显著增强广告投放价值。

基于上述因素，视科传媒在户外广告领域具有较强的竞争能力和优势地位，业务的可替代性较小。而且视科传媒所从事户外广告业务近年来快速发展，行业规模大幅增加，在行业市场竞争的环境下，目前行业已经形成了行业进入壁垒，

包括但不限于媒体资源壁垒、客户资源壁垒等。综上所述，视科传媒目前所从事户外广告业务的可替代性较小。

## （五）核心竞争优势

### 1、丰富的公共自行车亭点位、LED 显示屏以及 LCD 数字屏媒体资源

杭州地铁开通之后，作为无缝交通对接最后一环节的重要交通工具，异型位的公共自行亭将为广告媒体的重要载体；目前杭州公共自行车普及、亭点位众多，深入杭城的各个角落，广泛覆盖到户外受众群体，媒体认可度高，是未来杭城最具规模和影响力的户外媒体之一。视科传媒拥有杭州最多的公共自行车亭圆弧和方形灯箱广告点位，广告点位覆盖广，投放灵活。目前，视科传媒的公共自行车亭点位主要分布在杭州市区、下沙区和滨江区，视科传媒将在合作期限届满时通过招标获得更多的点位资源。

视科传媒当前在工联大厦、现代国际大厦等地均有 LED 显示屏，共计9块，占据杭州市各大商圈的优质地段。未来，视科传媒将在长春、芜湖、北京等地通过自营或代理方式获得 LED 显示屏资源，并进一步拓展 LED 显示屏点位的布局。

视科传媒与杭州市消防系统建立了良好的合作关系，搭建了“杭州消防宣传网”。视科传媒在大杭州繁华商圈内的大型商场、银行、医院、热门餐饮、娱乐、影剧院、写字楼等人流量密集的公共场所能够广泛布点 LCD 电子屏幕，目前拥有609个 LCD 传媒终端，并且在杭州、北京等地新增167处裸眼3D 数字屏点位，根据市场需求，未来视科传媒将进一步增加对裸眼3D 数字屏的布局。裸眼3D 数字屏将带来强烈的视觉冲击力，近似零距离的视觉，无疑使它具有极大的画面冲击力，增加广告投放效果，获得广告主、广告代理商的认可。

### 2、户外媒体资源不受城市改建所影响

杭州市是浙江省的省会，经常会有城市整改现象，所有户外广告都会面临被拆迁的危险，但视科传媒的户外媒体不会面临这样的风险。

公共自行车亭作为便民的公益类设施，政府将会给予最大的支持，服务百姓，是杭州市争做文明城市的主要标志。户外 LED 显示屏是一种新型媒体，拥有简洁的外形、超强的视听冲击力，多集中在地段繁华的商业区，不会有因为影响城

市美观而被拆迁的风险。LCD 屏主要分布在商务楼宇、宾馆酒店、各类商城、学校医院、住宅社区等场所，不会受城市改建的影响。

### 3、优质的客户资源

视科传媒经营户外广告多年，拥有丰富的行业经验，能提供全方位的广告服务，给予客户优质的体验，积累了许多优质的客户资源。目前合作的主要客户有修正饮品、皇台酒业、康宏理财、杭州银行、必胜客、肯德基、康师傅、中国联通、中国电信、中国移动、可口可乐、优衣库，东风日产、奥迪等等。

### 4、极具价值的“媒体网”

视科传媒拥有个体化的广告投放服务和定价体系，可以为高、中、低端的广告主提供合适的投放地点和价格，可满足不同类型广告主的广告需求。客户还可选择在城市视窗 LCD 屏与视科传媒拥有的其他媒体资源进行整合发布，“城市视窗 LCD 数字屏+公共自行车亭广告+LED 大屏”连横贯通广告投放服务，从而显著增强广告投放价值。公司未来将充分利用互联网技术，并自主开发功能强大的后台播控软件，实现分布与杭州市的所有媒体即时同步播出。

公司根据市场变化调整自己的经营策略，依据品牌或客户的不同营销目标，提供菜单式媒体组合方案。并与各知名企业强强联手，成为了传播领域国际化标准和本土化灵活的融合者和实践者。

## （六）市场占有率

视科传媒主要从事户外媒体运营业务，主要包括公共自行车亭灯箱、LED 显示屏和 LCD 数字屏的户外媒体运营业务。根据 CTR 媒介智讯的最新研究，2014 前三季度传统户外广告同比增长 10%。预计 2018 年中国户外广告市场规模将达到 293.7 亿美元。根据易观智库产业数据库《中国户外电子屏广告市场监测报告 2014 年第 4 季度》显示，2011 年至 2014 年我国户外电子屏广告市场规模分别为 85.51 亿元、88.31 亿元及 90.90 亿元及 101.30 亿元

同行业可比上市公司思美传媒的户外广告资源主要包括：地下通道、公共自行车亭、户外大牌、户外 LED 等，与视科传媒的户外广告资源大致相同。思美传媒的自有资源与户外媒介代理平台为其大客户的整合营销发挥了重要作用，思

美传媒2014年度户外广告营业收入为1.38亿元。根据瑞华会计师事务所出具的《浙江视科文化传播有限公司审计报告》（瑞华审字[2015]48030154号）披露视科传媒2014年全年营业收入为8,358.46万元，可以看出，视科传媒户外广告业务具有较强的市场竞争力。

#### （七）近期市场可比交易情况及视科传媒收益法评估增值的合理性

公司名称	收购方	基准日	净资产 (万元)	评估值 (万元)	增值率
郁金香广告传播 (上海)股份有限公司	上海新文化传媒集团 股份有限公司	2013/12/31	33,099.96	120,205.19	263.16 %
达可斯广告		2014/1/31	3,734.86	30,080.00	705.39%
上海香榭丽广告 传媒股份有限公司	广东广州日报 传媒股份有限公司	2014/6/30	26,316.76	45,098.96	71.37%
分众多媒体技术 (上海)有限公司	七喜控股股份 有限公司	2015/5/31	247,926.92	4,587,107.91	1,750.19 %

上述近期市场可比交易中标的资产均采用收益法评估结果作为最终评估结论，平均增值率为697.53%。本次交易中视科传媒100%股权的评估价值为170,203.00万元，较账面净资产增值147,782.84万元，增值率659.15%。收益法评估增值的主要原因系：

##### 1、视科传媒业绩成长性突出

随着视科传媒户外媒体资源的增加，以及公司销售能力的加强，视科传媒2014年实现营业收入8,358.46万元，较2013年同比大幅增长225.34%，净利润则从2013年的490.74万元攀升至2014年的3,065.99元，增幅高达524.77%，并且，根据交易双方签订的《业绩承诺补偿协议》，若视科传媒的交割于2015年度完成，视科传媒2015年净利润不低于人民币13,100.00万元、2016年净利润不低于人民币16,500.00万元、2017年净利润不低于人民币19,800.00万元；若视科传媒的交割于2016年度完成，2015年净利润不低于人民币13,100万元、2016年净利润不低于人民币16,500万元、2017年净利润不低于人民币19,800万元、2018年净利润不低于人民币22,480万元。按照业绩承诺并以2014年为基期测算，若视科传媒在2015年



交割完成，业绩承诺期内标的公司净利润年复合增长率为86.22%；若视科传媒在2016年交割完成，业绩承诺期内标的公司净利润年复合增长率为64.55%，业绩成长性突出，盈利能力较强。而收益法是在对企业未来收益预测的基础上测算企业价值，能够比较客观、全面地体现被评估企业的整体的成长性和盈利能力，本次收益法评估值是视科传媒高成长性、高盈利能力的体现，因此，本次评估中收益法评估增值额较大，增值率较高具有合理性。

## 2、视科传媒未来发展潜力较大

视科传媒作为户外广告的高成长企业，在媒体资源、客户资源、营销整合等方面具备较强的竞争优势，在行业持续增长的情况下，未来视科传媒以现有户外广告资源为依托，以现有客户群体为基础，通过强强联合，与大连、长春、南京、北京、上海等城市的优质媒体公司合作，打造视科传媒全国优质媒体资源库，未来发展潜力较大。收益法评估结果也在一定程度上反映了视科传媒的未来发展潜力，评估增值具有合理性。

## 三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为，结合行业发展、竞争状况、业务发展情况、产品可替代性、核心竞争优势、市场占有率及近期市场可比交易情况等因素综合分析，视科传媒和冉十科技收益法评估增值较大系其轻资产运营模式、业绩高成长性以及较大的未来发展潜力等因素综合影响的结果，具有合理性。

## 四、补充披露

上市公司已在重组报告书“第六章 交易标的评估或估值/三、本次交易定价依据及合理性分析/(二)本次交易标的定价合理性分析”补充披露了相关内容。

**16.请你公司结合冉十科技与视科传媒已有合同或协议等，补充披露冉十科技和视科传媒 2015 年营业收入预测的可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。**

回复：

### 一、冉十科技收入可实现性说明

(一) 2015 年 1-9 月收入实现的情况

单位：万元

项目	2015 年 1-9 月实现数	2015 年 1-12 月预测数	完成比例
收入	20,191.35	31,428.43	64.25%

冉十科技 2015 年 1-4 月收入 7,806.67 万元、评估预测 5-12 月收入 23,621.77 万元，2015 年合计 31,428.43 万元。

(二) 2015 年 10-12 月已签合同合同情况

冉十科技 2015 年 10-12 月未执行框架合同明细如下：

单位：万元

公司	框架合同总金额 (含税)	1-9 月执行金额 (含税)	后续执行金额 (含税)
北京万普世纪科技有限公司	3,500.00	1,624.25	1,875.75
北京爱知世元网络科技发展有限公司	1,500.00	299.20	1,200.80
天津驰通网络技术有限公司	1,500.00	840.72	659.28
道有道（北京）科技有限公司	4,000.00	1,460.41	2,539.60
北京群邑互动广告有限公司	800.00	17.40	782.60
无锡拉风无限科技有限公司	1,500.00	821.07	678.93
北京泰麒麟科技有限公司	700.00	132.55	567.45
北京汇流百川科技有限公司	3,000.00	1,029.02	1,970.98
北京易车互动广告有限公司	6,000.00	4,643.33	1,356.67
北京麦恩思远信息技术有限公司	3,000.00	685.00	2,315.00
北京彼岸春风文化传媒有限公司	2,000.00	350.00	1,650.00
北京维尔莉特传媒广告有限公司	2,000.00	510.75	1,489.25
台州爱游网络技术有限公司	500.00	24.93	475.07
<b>合计</b>	<b>30,000.00</b>	<b>12,438.61</b>	<b>17,561.39</b>

冉十科技 2015 年 10-12 月待执行非框架合同明细如下：

单位：万元

公司	执行时间	合同金额（含 税）
北京鹏泰互动有限公司	2015 年 10 月 1 日 -2015 年 10 月 31 日	74.51

北京易车互动广告有限公司	2015年10月1日 -2015年11月19日	718.64
上海秒硕网络科技有限公司	2015年10月1日 -2015年10月9日	18.00
国安 DDB（北京）广告传媒有限公司	2015年10月1日 -2015年10月31日	2.00
北京融世纪信息技术有限公司	2015年10月20日	0.90
凯帝珂广告（上海）有限公司北京分公司	2015年10月12日 -2015年11月15日	300.00
中国建设银行股份有限公司	2015年10月20日 -2015年11月19日	128.00
上海悦目化妆品有限公司	2015年10月21日	1.00
上海华扬腾亚数字有限公司广州分公司	2015年10月8日 -2015年10月19日	60.81
科伦比亚户外传媒广告（北京）有限公司	2015年10月20日 -2015年12月31日	379.80
北京懒财信息科技有限公司	2015年10月9日 -2015年10月20日	9.00
北京敏尧家电子商务有限公司	2015年10月8日 -2015年10月23日	15.00
北京悦博文化传媒有限公司	2015年10月15日	0.50
杭州千游网络科技有限公司	2015年10月8日	1.40
<b>总计</b>		<b>1,709.55</b>

冉十科技业务具有一定的季节性，由于国庆节、双十一、圣诞节、元旦等节日的带动，冉十科技下半年的收入通常高于上半年。2014年10-12月，冉十科技实现的收入占全年收入的比例为39.4%。根据未经审计的财务报表，2015年1-9月，冉十科技已实现收入20,191.35万元，1-9月份签署的框架合同尚未执行的金额有17,561.39万元，10-12月待执行合同金额为1,709.55万元，因此，冉十科技2015年预测的营业收入具有较高的可实现性。

## 二、视科传媒收入可实现性说明

### （一）2015年1-9月收入实现的情况

单位：万元

项目	2015年1-9月实现数	2015年1-12月预测数	完成比例
收入	20,416.63	28,465.43	71.72%

视科传媒2015年1-4月收入4,798.49万元、评估预测5-12月收入23,666.94

万元，2015 年合计 28,465.43 万元。

## （二）目前已签订合同执行情况

根据已签合同预计的全年收入约为 29,631.93 万。按照广告业的常规营销方式，广告客户为了不影响来年的广告费用预算，会在年内把当年的广告费用预算额度用完，所以会在每年的第四个季度集中签订一批广告合同。因此，视科传媒预计在第四季度还将签订新广告合同约 1,500 万元。

截至 2015 年 10 月 30 日，视科传媒签署的 2015 年度可贡献收入在 100 万元以上的合同如下所示：

单位：万元

公司	投放媒体类型	合同总金额 (含税)	2015 年可贡献 收入 (不含税)
浙江金色凤凰影视广告传播有限公司	LED\LCD\自行车	2,700.00	2,547.17
浙江金城控股集团有限公司	LED\LCD	3,300.00	2,334.91
杭州航铁广告有限公司	LCD	2,106.00	1,986.79
广东依信嘉电气实业有限公司	LED\LCD\APP	1,562.80	1,474.34
修正健康饮品股份公司	LED\LCD\自行车	3,000.00	1,415.09
杭州啄木鸟服装有限公司	LED\LCD	1,780.00	1,189.47
杭州水天一设科技有限公司	LED\LCD	1,700.00	1,002.36
慈溪徐龙进出口有限公司	LED\LCD	1,400.00	990.57
大连丰霖贸易有限公司	LED\LCD\APP	1,002.40	945.66
农夫乐园控股有限公司	LED\LCD	1,000.00	943.40
杭州永展房地产开发有限公司	LED\LCD	1,580.00	869.50
杭州美洲羚服饰有限公司	LED/LCD	1,380.00	867.92
吉林修正电子商务有限公司	高速大牌	1,750.00	707.55
杭州电魂网络科技股份有限公司	LED\LCD	960.00	679.25
浙江神灯生物科技有限公司	延安路、之江路大牌	680.00	641.51
浙江圣奥家具制造有限公司	LED\LCD	678.00	506.37
宁波天蓝置业有限公司	LED/LCD	800.00	503.14
杭州桑奥网络科技有限公司	小圆弧\大圆弧\亭背	1,900.80	498.11
浙江海纳控股有限公司	长春、大连媒体	525.00	495.28
杭州德艺广告有限公司	LCD	507.00	478.30
浙江怡和坊酒业有限公司	小圆弧\大牌	3,493.00	411.91

浙江古越龙山文化传播有限公司	LED\LCD	1,300.00	408.81
杭州宏程房地产开发有限公司	LED\LCD	530.00	375.00
杭州大利交通设施有限公司	lcd	360.00	339.62
杭州诺钡投资管理有限公司	LED\LCD	335.40	316.42
杭州杭派精品服装市场有限公司	LED\LCD	800.00	314.47
杭州奥诚房地产有限公司	LED\LCD	420.00	297.17
北京巨达汇节能环保科技有限公司	长春、大连媒体	260.00	245.28
杭州科博纸业有限公司	大连媒体	210.00	198.11
杭州圣奥置业有限公司	LED/LCD	285.00	179.25
杭州文亚广告有限公司	APP	300.00	165.09
杭州双马生物工程有限公司	LCD	170.00	160.38
浙江中纺腾龙投资有限公司	LED\LCD	356.00	132.94
杭州赛淘建材有限公司	LED/LCD	130.00	122.64
<b>合计</b>		<b>39,261.40</b>	<b>24,743.77</b>

综上所述，按照目前签订的合同测算，视科传媒 2015 年全年已确定的销售收入约为 29,631.93 万元，已超过评估预测数；考虑第四季度新增合同因素，全年销售收入预计将进一步增加，视科传媒 2015 年预测的营业收入具有较高的可实现性。

### 三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为，结合行业发展情况、市场需求、客户资源及已有合同等因素综合分析，冉十科技和视科传媒 2015 年营业收入预测具有较高的可实现性。

### 四、补充披露

上市公司已在重组报告书“第六章 交易标的评估或估值/一、冉十科技 100% 股权评估情况/（五）收益法评估情况/3、评估分析及测算过程/（3）未来收益的确定/①主营业务收入”及“第六章 交易标的评估或估值/二、视科传媒 100% 股权评估情况/（五）收益法评估情况/3、评估分析及测算过程/（3）未来收益的确定/①主营业务收入”补充披露了相关内容。

### 17.请你公司结合冉十科技与视科传媒的市场需求、业务承接能力、已有合

同或协议等，补充披露冉十科技和视科传媒 2016 年及以后年度营业收入预测的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

## 一、冉十科技收入可实现性说明

### （一）公司所处的移动营销行业快速发展

广告业作为我国现代服务业和文化产业的重要组成部分，近年来受到国家产业政策的大力支持。国务院及相关部委相继发布《关于推进广告战略实施的意见》、《广告产业发展“十二五”规划》、《产业结构调整指导目录（2011 年本）（2013 年修正）》、《推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见》等政策，全面支持互联网、楼宇视频等新兴广告媒介健康有序发展，对加快广告业技术创新，提高运用广告新设备、新技术、新材料、新媒体的水平，促进数字、网络等新技术在广告服务领域的应用提出了要求，有利于促进广告产业与高技术产业相互渗透和广告业优化升级。

根据艾瑞咨询所出具的《2014 年中国网络广告行业年度监测报告》，2014 年移动营销市场突破 290 亿元人民币，增长率达 122.1%，呈现飞速增长态势，媒体数量的不断增加、更多更全面的媒体渠道的出现更能够吸引更多的广告主进行精准投放，同时已有的广告主也愿意增加其推广预算来增加媒体及用户的覆盖面，因此，移动互联网广告业务的市场需求不断增长，冉十科技将迎来快速发展机遇。

### （二）媒体资源优势和技术团队使其具有较强的业务承接能力

公司拥有突出的媒体资源优势，冉十科技与多家 Wap 媒体资源供应商搭建了良好合作关系，并与网易、新浪、凤凰、3G 门户等大流量门户媒体建立了良好合作关系。借助优质媒体资源，冉十科技能够帮助客户大幅提高移动广告转化率，为客户创造更好的广告投放效果，是冉十科技开拓新客户、维系老客户的核心竞争力。冉十科技当前与新浪、搜狐、爱奇艺、乐视、网易、58 同城、凤凰无线等平台都建立了合作关系，与乐视、小米、广点通达成媒体合作意向。

公司拥有独特的跨界资源优势，冉十科技目前与中国农业银行、中国民生银

行等银行机构建立了良好合作关系，并已利用既有平台资源和团队项目经验，为银行和广告主客户策划跨界营销合作方案，发挥各自资源优势，提升双方客户体验和宣传效果。

冉十科技拥有较为成熟的技术服务团队，技术人员覆盖了前期的用户界面设计、需求沟通、用户界面设计，中期 HTML5 技术以及后期的广告效果跟踪。在移动广告策划、方案设计以及执行阶段，冉十科技都可保证客户投放效果的最优化。以冉十科技 H5 技术团队为例，该团队可以对营销方案中整个 H5 互动活动给予支持，通过 H5 的绘图功能（Canvas、SVG）、三维效果功能（CSS3 3D）、离线储存功能（HTML5 Web Storage）等，对互动效果进行全方位的呈现，更容易获得客户认可。

综上所述，冉十科技的媒体资源优势和成熟的技术团队使其具有较强的业务承接能力。

### （三）已有的合同或协议

截至本反馈意见回复之日，冉十科技已下单的跨年合同金额约为 344.49 万元，正在洽谈的跨年合同金额约为 2.15 亿元，具体统计表如下所示：

单位：万元

序号	客户	项目名称	执行时间	金额	备注
1	北京易车互动广告有限公司	对论坛内容进行互动评论，对指定论坛进行人气提升	2016年1月1日至 2016年4月30日	19.67	已下单
2	北京易车互动广告有限公司	原创口碑帖及回帖、原创车友会主帖、原创车友会回帖	2016年1月1日至 2016年4月30日	172.24	已下单
3	科伦比亚户外传媒广告（北京）有限公司	腾讯新闻	2016年1月1日至 2016年1月19日	17.10	已下单
4	科伦比亚户外传媒广告（北京）有限公司	腾势	2016年1月1日至 2016年1月19日	30.85	已下单
5	科伦比亚户外传媒广告（北京）有限公司	爱鲜蜂	2016年1月1日至 2016年2月5日	78.96	已下单
6	科伦比亚户外传媒广告（北京）有限公司	微金所	2016年1月1日至 2016年1月24日	25.67	已下单

	有限公司				
7	北京易车互动广告有限公司	覆盖全线产品	2016年1月1日至 2016年12月31日	15,000.00	意向
8	科伦比亚户外传媒广告(北京)有限公司	覆盖全线产品	2016年1月1日至 2016年12月31日	3,000.00	意向
9	凯帝珂广告(上海)有限公司北京分公司	覆盖全线产品	2016年1月1日至 2016年12月31日	2,000.00	意向
10	北京鹏泰互动广告有限公司	覆盖全线产品	2016年1月1日至 2016年12月31日	1,500.00	意向
	合计			20,608.01	

根据上述统计，目前签署的跨年合同和已经意向签订的合同总金额已经达到2.06亿，占2016年全年收入预测数4.12亿的50%，因此2016年预测的营业收入具有较高的可实现性。

#### (四) 冉十科技2016年及以后年度营业收入预测的合理性

本次评估对冉十科技未来的收入预测如下：

单位：万元

序号	项目 \ 年份	2015年5-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年以后
1	主营业务收入	23,621.77	41,164.10	52,066.19	64,886.69	80,139.50	80,139.50
2	移动互联网广告业务	22,639.18	38,786.75	47,707.70	57,726.31	69,271.58	69,271.58
3	无线整合营销	982.59	2,377.36	4,358.49	7,160.38	10,867.92	10,867.92

##### 1、移动互联网广告业务收入预测

根据行业发展以及企业自身发展情况，出于谨慎性原则考虑，选取低于移动营销行业整体的增长率（艾瑞咨询：2015-2018年度的移动营销市场规模增长预测，各年度增长率分别为105.5%、82%、49.1%和32.9%，平均年增长率约67%），2016年、2017年、2018年、2019年销售收入分别较前一年度增长28%、23%、21%和20%。

##### 2、无线整合营销业务收入预测

根据冉十科技提供的已形成跨界合作策划方案统计表，已有23家客户在公



司形成了策划方案，分别为宝马、英菲尼迪、丰田新皇冠、东风标致、一汽大众迈腾、海尔家电、海尔商城等。结合冉十科技已形成的方案数、未来可能形成新的方案数以及模式的重复特点，2015年5-12月预测有6项跨界合作会形成，以后年度预计每年会新增6-15个跨界合作。

跨界合作项目单价方面，已经完成的奔驰项目金额300万元，出于谨慎性考虑，按照2015年5-12月平均每单项200万元收入进行预测，由于品牌效应的增加，2016、2017、2018、2019年分别按照每项平均210万元、220万元、230万元、240万元进行预测。

测算过程具体如下表：

单位：个、万元

年份	跨界合作项目数	跨界合作项目单价(含税)	实现收入(不含税)
2015年5-12月	6	200	982.59
2016年	12	210	2,377.36
2017年	21	220	4,358.49
2018年	33	230	7,160.38
2019年	48	240	10,867.92

注：2015年5-12月预测项目包含正在线上的“奔驰中国 VS 民生银行”项目，增值税率为6%。

## 二、视科传媒收入可实现性说明

### (一) 公司所处的户外广告行业快速发展、市场需求较大

随着经济发展和城市化持续，中国的收入水平和生活水平预计将继续提高。中国的城市化比率从2009年的48.3%增加至2013年的53.7%，并预计到2018年增加至57.9%。随着城市化持续，本地消费预计将增加，许多国内消费品牌将寻求以全国作为平台刊登广告，这预计将增加整体广告服务的需求，尤其是在二三线城市。因此，广告客户就户外广告支出预计将会增加，使得近年来我国户外广告市场呈现较快的增长态势。

据中国报告大厅发布的户外广告行业市场调查分析报告显示，行业市场规模从2009年的60.4亿美元增长至2013年的126.5亿美元，占我国广告行业市场总量的16.7%，预计2015年我国户外广告市场规模将达到147.7亿美元。同时根据

易观智库产业数据库《中国户外电子屏广告市场监测报告 2014 年第 4 季度》显示，2011 年至 2014 年我国户外电子屏广告市场规模分别为 85.51 亿元、88.31 元及 90.90 亿元及 101.30 亿元。可以看出，我国户外广告行业目前仍有较大的发展空间，市场需求较大。

## （二）丰富的媒体资源和优质的系统化服务使其具有较强的业务承接能力

视科传媒拥有丰富的公共自行车亭点位、LED 屏幕以及 LCD 屏幕资源，广告媒体资源深入杭州地区的各个角落，广泛覆盖了杭州地区的都市商圈及人流密集的办公场所，现已在浙江省户外广告行业拥有较强的竞争优势。同时，视科传媒通过强强联合，与大连、长春、南京、北京、上海等城市的优质媒体公司合作，打造视科传媒全国优质媒体资源库，以满足品牌客户或大客户的需求。

视科传媒经营户外广告多年，拥有丰富行业经验的营销人员和技术人员，能提供全方位的广告服务。视科传媒在充分理解客户行业定位以及品牌状况的基础上，根据客户的广告传播需求，结合公共自行车亭灯箱、户外 LED 显示屏、LCD 数字屏的传播特征以及不同媒体的形状、点位特征，为广告主提供从媒体投放策划、投放方式和内容创意设计、投放播出控制、投放过程监测到投放后媒体效果调研的全过程优质系统化服务。

综上所述，视科传媒丰富的媒体资源和优质的系统化服务使其具有较强的业务承接能力。

## （三）已有合同或协议

截止本反馈意见回复之日，根据视科传媒已签订的 2015-2016 跨年度广告销售合同，已经可以确认的 2016 年广告收入为 6,695.85 万元。视科传媒与广告主签订的户外广告发布合同期限基本在一年以内，根据以往的合作经验，原有客户与视科传媒进行续签的概率极高。

截至 2015 年 10 月 30 日，视科传媒签署的 2016 年度可贡献收入在 100 万元以上的主要合同如下所示：：

单位：万元

合同甲方名称	投放媒体类型	合同总金额 (含税)	2015 年可贡献 收入 (不含税)

吉林修正电子商务有限公司	高速大牌	1,750.00	943.40
浙江古越龙山文化传播有限公司	LED\LCD	1,300.00	817.61
浙江金城控股集团有限公司	LED\LCD	3,300.00	778.30
杭州永展房地产开发有限公司	LED\LCD	1,580.00	621.07
杭州水天一设科技有限公司	LED\LCD	1,700.00	601.42
杭州啄木鸟服装有限公司	LED\LCD	1,780.00	489.78
杭州美洲羚服饰有限公司	LED/LCD	1,380.00	433.96
杭州杭派精品服装市场有限公司	LED\LCD	800.00	377.36
慈溪徐龙进出口有限公司	LED\LCD	1,400.00	330.19
宁波天蓝置业有限公司	LED/LCD	800.00	251.57
浙江中纺腾龙投资有限公司	LED\LCD	356.00	167.92
浙江圣奥家具制造有限公司	LED\LCD	678.00	133.25
杭州宏程房地产开发有限公司	LED\LCD	530.00	125.00
慈溪徐龙进出口有限公司	小圆弧	335.00	118.51
杭州文亚广告有限公司	APP	300.00	117.92
浙江金色凤凰影视广告传播有限公司	LED\LCD\自行车	600.00	113.21
<b>合计</b>		<b>18,589.00</b>	<b>6,420.48</b>

#### (四) 视科传媒 2016 年及以后年度营业收入预测的合理性分析

本次评估对视科传媒未来的营业收入预测如下：

单位：万元

项目 \ 年份	2015年5-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年以后
主营业务收入	<b>23,666.94</b>	<b>39,411.16</b>	<b>48,612.64</b>	<b>55,341.63</b>	<b>61,167.07</b>	<b>61,167.07</b>
其中：LED	7,788.09	15,583.07	17,430.33	19,565.90	21,743.01	21,743.01
LCD	7,898.97	13,392.25	19,463.80	22,794.74	25,628.07	25,628.07
自行车亭	7,821.79	10,246.76	11,529.43	12,776.90	13,576.90	13,576.90
售货亭	158.09	189.09	189.09	204.09	219.09	219.09

视科传媒 2015 年 5-12 月营业收入以现有合同为基础进行测算，2016 年、2017 年、2018 年、2019 年销售收入分别较前一年度增长 37.60%、23.35%、13.84% 和 10.53%，2020 年及以后保持在 2019 年的水平。根据中国产业信息网发布的中国户外广告市场规模显示，2016-2018 各年度增长率分别为 18.20%、18.94% 和 19.93%，平均年增长率约 19.02%。

视科传媒 2016 年及以后年度营业收入增长率高于行业增长率，主要原因是近两年视科传媒户外媒体资源快速增长，业务销售能力的不断加强，在国家产业政策的大力支持和广阔的户外广告行业发展前景的基础上，凭借多年在行业中建立的竞争优势和良好口碑，大力拓展新客户，预计公司未来几年在业务收入方面将取得合理增长。

### 三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为，冉十科技、视科传媒 2016 年及以后年度营业收入的测算过程综合考虑了市场需求、业务承接能力及已有合同或协议等因素，评估测算依据、过程及结果具有合理性。

### 四、补充披露

上市公司已在重组报告书“第六章 交易标的评估或估值/一、冉十科技 100% 股权评估情况/（五）收益法评估情况/3、评估分析及测算过程/（3）未来收益的确定/①主营业务收入”及“第六章 交易标的评估或估值/二、视科传媒 100% 股权评估情况/（五）收益法评估情况/3、评估分析及测算过程/（3）未来收益的确定/①主营业务收入”补充披露了相关内容。

18.申请材料显示，冉十科技为了提高公司的市场竞争能力，有效占领更多市场，决定在未来三年内，逐步建立 15 家分公司；视科传媒拟在立足杭州地区的基础上辐射其他城市。请你公司补充披露冉十科技和视科传媒收益法评估中：1)营业收入预测是否考虑上述市场扩张的影响。2)上述扩张涉及的营运资金支出和资本性支出情况及对收益法评估结果的影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

#### 一、冉十科技

（一）收益法评估中的营业收入预测未考虑逐步建立 15 家分公司带来的市场扩张

收益法评估中，冉十科技未来年度的收入主要包括移动互联网广告业务收入

以及无线整合营销业务收入。

在移动互联网广告业务收入的预测中，评估机构根据已签署尚未执行合同、已签署的框架合同以前年度客户合作情况以及正在接触的有意向客户统计情况得出 2015 年 5-12 月的预测结果，在此基础上，考虑到移动营销行业整体的自然增长，对未来每一年的收入增长率作了合理预测，以此得出 2016 年及未来年度的移动互联网广告业务收入。上述收入增长率是基于冉十科技现有的业务基础、客户群体、管理体系得出，未考虑建立分公司带来市场扩张的影响。

在无线整合营销业务收入的预测中，评估机构根据冉十科技已形成的方案数量、未来可能形成新的方案数量以及运营模式的重复特点，得出未来年度的跨界合作项目数量，并根据已完成的奔驰项目金额与合理的品牌效应增加，得出未来年度每一年的项目平均单价，综合考虑跨界合作项目数量与平均单价得出未来每一年的无线整合营销业务收入。

因此，收益法评估对未来的收入的预测主要基于现有的客户合作情况及未来移动营销行业整体的自然增长得出，未包含逐步建立 15 家分公司对市场的占有扩张带来的收入。

## **（二）上述扩张涉及的营运资金支出与资本性支出不影响收益法评估结果**

收益法评估中，营运资金支出是按照使用流动资产中与主营业务收入相关的应收账款等项，减去应付账款等项进行预测；资本性支出主要为固定资产支出，按照冉十科技未来的设备更新需求进行预测。营运资金支出和资本性支出均来源于经营性净现金流，未考虑逐步建立 15 家分公司带来的市场扩张因素，因此上述市场扩张涉及的营运资金支出与资本性支出不影响收益法评估结果。

## **二、视科传媒**

### **（一）收益法评估中的营业收入预测考虑了市场扩张的影响**

根据发展规划，视科传媒在未来年度的主营业务为公共自行车亭户外广告资源、LED 屏幕和 LCD 屏幕广告资源的开发和广告发布，业务范围将由以杭州为主向全省和全国扩展。在视科传媒未来年度的营业收入预测中，评估机构主要考虑了已确认的 2016 年度业务合同、户外广告市场的高速发展、视科传媒的业务

承接能力、客户资源等，确定了未来年度营业收入增速，从而预测出未来年度的营业收入。

上述预测考虑了视科传媒未来市场扩张对收入的拉动，但上述市场扩张为视科传媒既定的发展战略，所需的投入均来自于视科传媒的自身经营积累，具体分析如下：

#### 1、上述市场扩张为视科传媒既定的发展战略

自 2008 年成立以来，视科传媒一直致力于 LED 电子屏商务活动业务的开拓；2012 年至今，视科传媒逐步向户外媒体运营商转型，积极布局户外 LED 电子屏、LCD 数字屏及公交自行车亭灯箱广告业务。目前，视科传媒拥有的广告媒体资源覆盖了杭州市主流办公、生活、消费场所，户外广告发布量逐年上升，视科传媒成为杭州地区主要的户外媒体运营商之一。

在立足杭州市场的同时，视科传媒将构建全国户外数字大媒体网络的思路纳入自身的发展规划，确立了以杭州为核心，布局全国的发展思路，最终构建起独特并且具有强势户外影响力的数字媒体网络。因此，市场扩张在未来将是视科传媒发展的必经之路，通过市场扩张，力争使视科传媒的媒体网络覆盖江浙主要一线城市，并逐步形成以江浙媒体资源为主干，向全国其他城市有序渗透扩张的网络版图。

#### 2、市场扩张所需的投入来自于视科传媒自身积累

新兴市场的扩张需要视科传媒持续的资金投入，以满足不断新增的市场需求。视科传媒在确定“立足杭州、辐射全国”发展战略后，即从阵地资源、客户开发、媒体采购等方面着手开始布局。近两年来，视科传媒的杭州地区业务盈利能力良好，在重点开发杭州本地市场客户需求的同时，积极储备市场扩张战略所必需的投入资金，优良的业绩和清晰的思路为后续的市场扩张奠定了坚实的基础。因此在收益法评估中，评估机构假设视科传媒未来市场扩张所需的营运资金及资本性支出均来源于经营性净现金流。

**(二) 上述扩张涉及的营运资金支出与资本性支出对收益法评估结果有一定的影响**

如（一）所述，视科传媒市场扩张是公司既定的发展思路，因此在收益法评估中，评估机构考虑了上述扩张涉及的营运资金与资本性支出，进而对评估结果产生了一定的影响。

#### 1、营运资金支出

视科传媒的营运资金支出大部分用于自有媒体的维护及公司的日常运营，成本较为固定。由于在收入预测中考虑了市场扩张带来的积极因素，而视科传媒营运资金的估计是依据历史年度的运营资金金额与其所对应年度的主营业务收入的比例的平均值来估计的，因此在营运资金支出的预测中考虑了上述市场扩张的影响。

#### 2、资本性支出

视科传媒的资本性支出项目主要是从满足旧设备的更新需求，并结合企业未来市场扩张的思路，新增户外广告媒体业务所需的显示屏、LCD 屏等媒体设备，因此在收益法评估中，资本性支出的预测亦考虑了上述市场扩张的影响。

综上所述，虽然视科传媒市场扩张涉及的营运资金支出及资本性支出对收益法的评估结果产生了一定的影响，但由于上述市场扩张为视科传媒既定的发展战略，所需的投入亦来自于视科传媒经营性净现金流，不存在依赖于募投项目的情形。

### 三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为，冉十科技营业收入预测未考虑逐步建立 15 家分公司影响，建立 15 家分公司涉及的营运资金支出和资本性支出情况对收益法评估结果无影响；视科传媒营业收入预测考虑了立足杭州地区的基础上辐射其他城市的影响，同时收益法评估中考虑了上述扩张涉及的营运资金支出和资本性支出对评估结果的影响，但由于上述市场扩张为视科传媒既定的发展战略，所需的投入亦来自于视科传媒经营性净现金流，不存在依赖于募投项目的情形。

### 四、补充披露

上市公司已在重组报告书“第六章 交易标的评估或估值/一、冉十科技 100%

股权评估情况/（五）收益法评估情况/3、评估分析及测算过程/（3）未来收益的确定”及“第六章 交易标的评估或估值/二、视科传媒 100%股权评估情况/（五）收益法评估情况/3、评估分析及测算过程/（3）未来收益的确定”补充披露了相关内容。

**30. 申请材料显示，冉十科技未来年度不断加大研发费用投入，提高产品竞争力。请你公司补充披露冉十科技收益法评估中对 2015 年及以后年度研发支出预计的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。**

回复：

### 一、冉十科技收益法评估中研发支出的预测情况

评估机构在收益法评估中预测了未来研发支出金额，并体现在“管理费用—技术开发费”科目，具体情况如下表：

单位：万元

项目\年份	2015 年 5-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年以后
技术开发费	202.91	358.82	440.51	517.84	613.64	613.64
增速	-	42.51%	22.77%	17.55%	18.50%	-

### 二、冉十科技收益法评估中对 2015 年及以后年度研发支出预计的合理性

#### （一）研发支出预计的合理性

冉十科技未来年度的研发费用支出主要用于无线整合营销业务。无线整合营销业务，即冉十科技根据客户需求进行个性化营销方案设计，在对客户需求进行分析后，冉十科技利用公司技术、策划创意、自有媒体资源和宣传渠道，为客户量身定制无线媒体整合营销方案。截至本反馈回复出具之日，冉十科技已成功开展“中国民生银行 VS 进口大众”、“中国民生银行 VS 奔驰中国”、“中国农业银行 VS 进口大众”等品牌项目，并逐步形成了无线整合营销业务的品牌效应，预计无线整合营销将成为冉十科技未来收入的重要组成部分，未来年度的收入预测情况如下表所示：

单位：万元

项目 \ 年份	2015 年 1-4 月	2015 年 5-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年



无线整合营销业务收入	143.7	982.59	2,377.36	4,358.49	7,160.38	10,867.92
------------	-------	--------	----------	----------	----------	-----------

目前，冉十科技的无线互联网营销业务主要通过银行渠道开展，需对银行端口进行分析研发，以便公司平台能顺利介入。不同银行的系统、不同项目的技术要求有较大的差异，为保证服务质量，冉十科技需要强大的技术研发力量支撑。如上表所示，未来年度冉十科技的无线整合营销业务将处于快速发展阶段，因此研发费用随收入规模的扩大亦呈上升趋势，以保证一定的匹配性。

## （二）研发支出的具体测算

冉十科技的研发支出主要包括研发人员工资以及研发项目对应的其他研发费用，具体考虑如下：

### 1、研发人员工资

无线整合营销业务的研发人员主要为代码编写人员以及技术保障人员，目前冉十科技正在进行相关研发工作，预计未来冉十科技技术部将有 50% 人员参与其中，该部分人员的薪酬将计入研发费用。未来年度研发人员工资的预测如下表所示：

单位：万元

年份	2015年5-12月	2016年	2017年	2018年	2019年
技术部员工薪酬	169.60	306.00	360.36	386.82	425.88
研发人员比例	50%	50%	50%	50%	50%
研发人员薪酬	84.80	153.00	180.18	193.41	212.94

### 2、资金投入

无线整合营销业务的研发需要持续的资金支持，考虑到研发费用随着收入规模的扩大呈上升趋势，本次评估中预计未来每年研发所需的资金投入将占当年营业收入的 0.5%，该投入规模可确保研发需求的合理匹配，如下表所示：

单位：万元

年份	2015年5-12月	2016年	2017年	2018年	2019年
营业收入	23,621.77	41,164.10	52,066.19	64,886.69	80,139.50
研发所需投入比例	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%

研发所需投入	118.11	205.82	260.33	324.43	400.70
--------	--------	--------	--------	--------	--------

如上表所示，随着冉十科技无线整合营销业务规模的扩大，研发所需的资金投入不断上升。

### 三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为，冉十科技未来年度不断加大研发支出的投入以提高产品竞争力。对于研发费用测算过程综合考虑了人员成本、资金成本、未来的更新等因素，评估测算依据、过程及结果具有合理性。

### 四、补充披露

上市公司已在重组报告书“第六章交易标的评估或估值/一、冉十科技 100% 股权评估情况/（五）收益法评估情况/3、评估分析及测算过程/（3）未来收益的确定/④期间费用”补充披露了相关内容。

**31. 请你公司结合冉十科技业务特点、实际经营情况及同行业可比交易情况，补充披露冉十科技收益法评估中折现率选取的依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。**

回复：

#### （一）折现率的取值及选取过程

在冉十科技评估过程中，选取的折现率为 12.52%。本次评估收益额口径为企业自由现金流量，则折现率选取加权平均资本成本(WACC)。

$$R=R_d \times W_d + R_e \times W_e$$

式中：

$R_d$ ：所得税后长期付息债务利率；

$$R_d = R_0 \times (1 - t)$$

$R_0$ ：所得税前长期付息债务利率；

$T$ ：适用所得税税率；

$W_d$ : 付息债务价值在投资性资产中所占的比例;

$$W_d = \frac{D}{(E + D)}$$

$W_e$ : 权益资本价值在投资性资产中所占的比例;

$$W_e = \frac{E}{(E + D)}$$

$R_e$ : 权益资本成本, 采用 CAPM (Capital Asset Pricing Model) 模型确定。

公式如下:

$$R_e = R_f + (R_m - R_f) \beta + \varepsilon$$

式中:

$R_e$ : 权益资本成本

$R_f$ : 无风险报酬率;

$\beta$ : 企业风险系数;

$R_m - R_f$ : 市场风险溢价;

$R_m$ : 市场报酬率;

$\varepsilon$ : 公司特定风险奖励系数

## (二) 影响折现率的主要因素分析

### 1、无风险报酬率 $R_f$ 的确定

无风险报酬率反映的是在本金没有违约风险、期望收入得到保证时资金的基本价值。在此情形下, 投资者仅仅牺牲了某一时期货币的使用价值或效能。对一般投资者而言, 国债利率通常成为无风险报酬率的参考标准。这不仅因为各国的国债利率是金融市场上同类金融产品中最底的, 而且还因为国债具有有期性、安全性、收益性和流动性等特点。

由于国债具有以上本质特征，其复利率常被用作无风险利率。

评估人员通过 Wind 资讯查询，选取距评估基准日到期年限5年期以上的国债到期收益率3.91%作为无风险收益率。

无风险回报率  $R_f=3.91\%$ 。

## 2、权益系统风险系数 $\beta$ 值确定

$\beta$  被认为是衡量公司相对风险的指标，投资股市中一个公司，如果其  $\beta$  值为 1.1，则意味着股票风险比整个股市场平均风险高10%；相反，如果公司  $\beta$  为0.9，则表示其股票风险比股市场平均低10%。

个股的合理回报率=无风险回报率+ $\beta \times$ （整体股市回报率—无风险回报率）+企业特定风险奖励系数

$\beta=1$ 时，代表该个股的系统风险=大盘整体系统风险；

$\beta>1$ 时代表该个股的系统风险高于大盘，一般是易受经济周期影响；

$\beta<1$ 时代表该个股风险低于大盘，一般不易受经济周期影响。

权益的系统风险系数  $\beta$ ：

$$\beta = \beta_u \times [ 1 + (1-t)D/E ]$$

其中：

$\beta$ ：权益系统风险系数（有财务杠杆的  $\beta$ ）

$\beta_u$ ：无财务杠杆的  $\beta$

D/E：债务市值/权益市值

t：所得税率

评估人员通过 Wind 资讯软件系统，选取委估公司的业务范围相同、经营规模相近、资本结构相似的国内 A 股同行业上市公司5家，查取可比上市公司的有财务杠杆贝塔系数、带息债务与权益资本比值、企业所得税率，并求取可比上市公司无财务杠杆贝塔系数的平均数作为委估企业无财务杠杆  $\beta_u$  的系数为0.4899，

如下表：

可比上市公司无财务杠杆的贝塔系数  $\beta_u$  一览表

证券代码	证券名称	调整 $\beta$	取消杠杆调整的 $\beta$
002400.SZ	省广股份	0.5495	0.4171
300071.SZ	华谊嘉信	0.3207	0.3239
000917.SZ	电广传媒	0.7942	0.6294
600386.SH	北巴传媒	0.6034	0.5165
002181.SZ	粤传媒	0.5957	0.5625
数据来源：同花顺 iFinD			0.4899

无财务杠杆  $\beta$  的计算公式如下：

$$\text{无财务杠杆 } \beta = \frac{\text{有财务杠杆 } \beta}{1 + \left[ \frac{\text{负债}\%}{\text{股本}\%} \right] * [1 - t]}$$

根据被评估企业的财务结构进行调整，确定适用于被评估企业的  $\beta$  系数。计算公式为：

$$\text{有财务杠杆 } \beta = \text{无财务杠杆 } \beta * [1 + (1 - T) * (\text{负债}\% / \text{权益}\%)]$$

### 3、市场报酬率 $R_m$ 的确定

市场报酬率是预期市场证券组合收益率， $R_m$  的确定既可以依靠历史数据，又可以基于事前估算。一般取证券市场基准日前10年平均报酬率作为市场报酬率，通过 wind 资讯系统，查取证券市场基准日前10年平均报酬率  $R_m$  为14.34%。

### 4、特定风险调整系数 $\varepsilon$ 的确定

特定公司风险溢、折价，表现为非系统风险。由于目标公司具有特定的优势或劣势，要求的回报率也相应增加或减少。冉十科技为非上市公司，而评估参数选取参照的是上市公司，故需通过特定风险调整。综合考虑企业所处经营阶段、历史经营状况、主要产品所处发展阶段、企业经营业务、产品和地区分布、企业经营状况、企业内部管理和控制机制、管理人员的经验和资历、对主要客户及供应商的依赖、财务风险等，确定冉十科技特定风险调整系数为 3.50%，主要考虑因素如下：

序号	变量	冉十科技特征
1	企业所处经营阶段	快速发展
2	历史经营状况	稳定运营
3	主要产品所处发展阶段	移动互联网广告业务稳步发展,无线整合营销业务快速发展
4	企业经营业务、产品和地区分布	经营业务的地区分布较为集中
5	公司内部管理及控制机制	内部管理和控制机制健全
6	管理人员的经验和资历	经验丰富,具有多年的移动互联网营销经验
7	对主要客户及供应商的依赖	客户集中度相对较高
8	财务风险	收入稳步增长,回款状况良好,无付息债务

近期的可比交易中,标的公司选取的特定风险调整系数如下表所示:

序号	可比案例	特定风险调整系数
1	吴通通讯收购互众广告	4.50%
2	科达集团收购华邑众为	2.50%
3	科达集团收购同力广告	2.50%
4	科达集团收购派瑞威行	2.50%
5	广博股份收购灵云传媒	3.00%

如上表所示,冉十科技的特定风险调整系数处于可比案例的合理区间内,因此上述特定风险调整系数的选取是谨慎的。

#### 5、Re 折现率的确定

将上述各值分别代入公式:

$$Re=Rf+\beta(Rm-Rf)+\varepsilon$$

$$Re=3.91\%+0.4899\times(14.34\%-3.91\%)+3.5\%$$

则折现率  $R=12.52\%$ 。

#### 6、综合折现率 R 的确定

企业无付息债务;

Wd: 付息债务价值在投资性资产中所占的比例,为0%;

We: 权益资本价值在投资性资产中所占的比例,为100%;

综合折现率取整为12.52%。

### (三) 同行业可比交易的折现率

根据公开资料查询近期同行业可比的交易情况如下：

单位：万元

公司名称	收购方	基准日	净资产	折现率%	评估值	增值率
西藏山南灵云传媒有限公司	广博集团股份有限公司	2014/9/30	3,644.92	12.35%	80,060.86	2096.51%
北京百思孚广告有限公司	科达集团股份有限公司	2014/12/31	5,593.20	12.43%	60,834.79	987.66%
上海同立广告传播有限公司	科达集团股份有限公司	2014/12/31	9,019.65	12.59%	44,704.59	395.64%
广州华邑众为品牌策划有限公司	科达集团股份有限公司	2014/12/31	4,079.93	12.59%	40,500.82	892.68%
北京派瑞威行广告有限公司	科达集团股份有限公司	2014/12/31	7,806.15	12.59%	94,538.75	1111.08%
广东雨林木风计算机科技有限公司	科达集团股份有限公司	2014/12/31	8,414.05	12.59%	54,234.31	544.57%
互众广告（上海）有限公司	江苏吴通通讯股份有限公司	2014/10/31	4,042.42	14.32%	135,013.25	3239.91%

### (四) 冉十科技特定风险调整系数与可比公司比较分析

根据上述测算过程，在折现率的计算中，仅特定风险调整系数是根据冉十科技的公司特征和评估师经验得出，其余参数如预期市场风险系数和无风险报酬率等均是根据评估基准日行业数据和国债收益率数据测算得出。冉十科技与可比公司的特定风险调整系数产生差异的主要原因如下：

#### 1、冉十科技的业务模式与可比公司存在差异

市场同类型收购案例中的标的公司主营业务基本均为移动互联网广告业务，而冉十科技除上述移动互联网广告业务外，近年来也重点发展无线整合营销业务并将成为未来重要的收入来源。2014年，冉十科技通过部分品牌性的无线整合营销业务，已逐步形成了自有的品牌效应，具有较强的竞争能力和优势地位。冉十科技的无线整合营销业务在一定程度上有助于业务多样化，增强了冉十科技业

务的可持续性，新业务的持续开展使得冉十科技的特定风险与同行业其它标的公司存在差异。

## 2、冉十科技的业务规模与可比公司存在差异

根据公开信息，冉十科技的评估收入规模、净利润及净资产规模与可比公司均存在差异，规模因素也在一定程度上影响了冉十科技的特定风险系数。

## 3、冉十科技的媒体资源与可比公司存在差异

自成立以来，冉十科技逐步形成了自身稳定的上下游产业链，尤其是在媒体资源方面，冉十科技与多家优质媒体进行强强联合，如手机移动终端四大门户媒体资源（新浪、凤凰、搜狐、3G 门户）、赶集网、58 同城、环球、网易以及乐视网、爱奇艺、PPTV、WIFI 万能钥匙等均与冉十建立了良好的合作关系。此外在无线整合营销领域，冉十科技率先开展了与银行间的跨界合作，为未来的业务拓展奠定了良好的媒体资源基础。因此，冉十科技的媒体资源与可比公司存在一定的差异，也是造成特征风险系数不同的原因之一。

综上所述，上述 7 项同行业交易得折现率得平均值为 12.78%，最低值为 12.35%，考虑到上述可比上市公司虽然都具备互联网广告业务的特点，但其经营方式及产品特点和冉十科技仍有一定的差异。冉十科技最终折现率取值为 12.52%，本次评估对折现率的计算中，已经充分考虑了冉十科技和上述同行业交易得相似性以及差异性，折现率的选取是谨慎的。

## 二、中介机构核查意见

经核查，评估师认为，鉴于冉十科技的无线整合营销业务在国内尚属于新兴业务，目前尚无与冉十科技完全类似的可比上市公司，本次评估选取的可比上市公司已经在最大程度上接近冉十科技的业务特性，具有一定的可比性。本次评估在选取折现率时，已充分考虑了同行业交易情况中折现率的选值情况，本次评估中折现率的选取的依据是恰当、合理的。

## 三、补充披露

上市公司已在重组报告书“第六章交易标的评估或估值/一、冉十科技 100% 股权评估情况/（五）收益法评估情况/3、评估分析及测算过程/（2）折现率的确



定”补充披露了相关内容。

32. 申请材料显示，冉十科技对房租的预测依据现有租赁合同，对职工薪酬的预测基于基准日团队人数。请你公司结合冉十科技收益法评估中对收入增长的预测情况等，补充披露租赁费用与职工薪酬费用预测的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

### 一、房屋租赁费用的合理性

#### （一）未来年度房租预测情况

冉十科技未来年度房屋租赁预测数据如下：

项目 \ 年份	2015年5-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年以后
房租	99.08	142.77	145.66	152.94	160.59	160.59

2014年，冉十科技实际支付的租金包括朝阳区建国路93号院10号楼705、706、707及朝阳区建国路98号院4号楼14层12B01的租赁费用。

#### （二）房屋租金预测的依据

房屋租赁费用的预测主要考虑了以下两个因素：

##### 1、冉十科技目前可用的办公场所

冉十科技主营业务为移动互联网媒体广告业务，主要为线上业务，属于轻资产行业，不涉及大型生产设备。截至2015年4月30日，冉十科技共有77名员工，办公场所如下表所示：

单位：平方米

序号	办公场所	办公面积
1	朝阳区建国路93号院10号楼705	97.84
2	朝阳区建国路93号院10号楼706	97.84
3	朝阳区建国路93号院10号楼707	236.25
4	朝阳区建国路98号院4号楼14层12B01	147.14
合计		579.07

注：朝阳区建国路 98 号院 4 号楼 14 层 12B01 已于 2015 年 10 月 28 日租约到期，冉十科技仍可以现有租金支出水平另外租赁面积相当的办公场所。

根据冉十科技的实际运营情况，朝阳区建国路 93 号院 10 号楼 705、706、707 为冉十科技员工的主要办公场所，因此冉十科技目前实际的办公场所面积为 431.93 平方米，人均办公场所面积约为 5.91 平方米。考虑到冉十科技员工构成中销售人员（包括品牌销售部、销售部、游戏市场部）比例接近 40%，大多数时间并不占用办公场所，因此上述办公场所仍有一定的富余。谨慎估计冉十科技的非销售人员实际人均办公场所面积约为 5 平方米，销售人员实际人均办公场所面积约为 3 平方米。

根据评估假设，未来冉十科技员工人数如下表所示：

年度	员工总人数	销售人员				销售人员占比
		销售部	品牌销售部	游戏市场部	合计	
2016	103	12	23	4	39	37.86%
2017	122	17	29	4	50	40.98%
2018	131	17	32	4	53	40.46%
2019	140	17	35	4	56	40.00%

根据人均办公场所面积与员工人数预测，冉十科技未来的办公场所需求如下表所示：

单位：平方米

年度	非销售人员	非销售人员人均办公场所面积	销售人员	销售人员人均办公场所面积	实际所需办公场所面积	可使用办公场所面积
2016	64	5	39	3	437	579.07
2017	72	5	50	3	510	579.07
2018	78	5	53	3	549	579.07
2019	84	5	56	3	588	579.07

从上表可以看出，冉十科技现有的可使用办公场所基本能够保障未来年度员工增长带来的新增需求，因此在房屋租赁费用的预测中，评估机构假定未来年度冉十科技无需新增办公场所。

## 2、冉十科技所在地区的租金上涨水平

根据北京市统计局的数据，2015 年 3 月份，北京市住房租金同比上涨 2.7%，

在房屋租赁费用的预测中，假设冉十科技目前的办公场所均为商业性质，租金水平年均增长 5%。

因此，本次评估中的租赁费用未考虑冉十科技新增办公场所，未来年度的租金水平保持年均 5% 的增长。

## 二、职工薪酬费用预测的合理性

冉十科技未来年度的职工薪酬费用预测如下表所示：

部门	职务	1-4月		5-12月		2016年		2017年		2018年		2019年	
		人员	人员	工资总额	人员	工资总额	人员	工资总额	人员	工资总额	人员	工资总额	
管理部	董事长	1	1	80,000	1	120,000	1	126,000	1	126,000	1	126,000	
	总裁	1	1	80,000	1	120,000	1	126,000	1	126,000	1	126,000	
	副总裁		1	24,000	1	36,000	1	37,800	1	37,800	1	37,800	
	总经理	2	1	56,000	1	84,000	1	88,200	1	88,200	1	88,200	
合计		4	4	240,000	4	360,000	4	378,000	4	378,000	4	378,000	
销售部	销售经理		1	56,000	1	84,000	1	88,200	1	88,200	1	88,200	
	销售主管	1	2	80,000	2	120,000	3	189,000	3	189,000	3	189,000	
	销售专员	6	6	192,000	8	384,000	12	604,800	12	604,800	12	604,800	
	销售助理	1	1	32,000	1	48,000	1	50,400	1	50,400	1	50,400	
合计		8	10	360,000	12	636,000	17	932,400	17	932,400	17	932,400	
执行部	AE 总监	1	1	64,000	1	96,000	1	100,800	1	100,800	1	100,800	
	AE 专员	4	4	128,000	4	192,000	5	252,000	5	252,000	5	252,000	
合计		5	5	192,000	5	288,000	6	352,800	6	352,800	6	352,800	
游戏市场部	游戏市场专员	4	4	121,600	4	182,400	4	191,520	4	191,520	4	191,520	
合计		4	4	121,600	4	182,400	4	191,520	4	191,520	4	191,520	
行政人事部	人事总监	1	1	64,000	1	96,000	1	100,800	1	100,800	1	100,800	
	人事主管	2	1	53,600	1	80,400	1	84,420	1	84,420	1	84,420	
	人事专员	1	2	72,000	2	108,000	2	113,400	2	113,400	2	113,400	
	行政专员	3	2	64,000	2	96,000	2	100,800	2	100,800	2	100,800	
	法务专员	1	1	40,000	1	60,000	1	63,000	2	126,000	2	126,000	
合计		8	7	293,600	7	440,400	7	462,420	8	525,420	8	525,420	
品牌销	品牌总监	1	1	112,000	1	168,000	1	176,400	1	176,400	1	176,400	

销售部	品牌销售经理	3	3	288,000	3	432,000	5	756,000	5	756,000	5	756,000
	高级销售专员	5	8	512,000	11	1,056,000	15	1,512,000	18	1,814,400	21	2,116,800
	销售专员		5	220,000	7	462,000	7	485,100	7	485,100	7	485,100
	销售助理	1	1	36,000	1	54,000	1	56,700	1	56,700	1	56,700
合计		10	18	1,168,000	23	2,172,000	29	2,986,200	32	3,288,600	35	3,591,000
技术部	技术总监	1	1	160,000	1	240,000	1	252,000	1	252,000	1	252,000
	技术主管	1	1	96,000	2	288,000	2	302,400	2	302,400	2	302,400
	策划	4	4	320,000	5	600,000	6	756,000	6	756,000	7	882,000
	技术	20	20	1,120,000	23	1,932,000	26	2,293,200	29	2,557,800	32	2,822,400
合计		26	26	1,696,000	31	3,060,000	35	3,603,600	38	3,868,200	42	4,258,800
媒体部	媒介总监	1	1	72,000	1	108,000	1	113,400	1	113,400	1	113,400
	媒介经理	2	2	128,000	3	288,000	4	403,200	4	403,200	4	403,200
	媒介专员	3	6	288,000	8	576,000	10	756,000	12	907,200	14	1,058,400
合计		6	9	488,000	12	972,000	15	1,272,600	17	1,423,800	19	1,575,000
财务部	财务总监	1	1	80,000	1	120,000	1	126,000	1	126,000	1	126,000
	财务经理	1	1	64,000	1	96,000	1	100,800	1	100,800	1	100,800
	出纳	1	1	38,400	1	57,600	1	60,480	1	60,480	1	60,480
	会计主管	1	1	52,000	1	78,000	1	81,900	1	81,900	1	81,900
	会计	1	1	40,000	1	60,000	1	63,000	1	63,000	1	63,000
合计		5	5	274,400	5	411,600	5	432,180	5	432,180	5	432,180
共计		76	88	4,833,600	103	8,522,400	122	10,611,720	131	11,392,920	140	12,237,120

评估机构根据冉十科技历史的人员工资水平，结合人事发展策略，通过预测未来年度的员工人数和人均月工资确定预测期的职工薪酬。

### （一）员工人数的预测

冉十科技主要分为管理部、销售部、执行部、游戏市场部、行政人事部、品牌销售部、技术部、媒体部以及销售部，关于人员预测的具体分析如下：

#### 1、品牌营销部

品牌销售部主要是负责无线整合营销，2014 年底冉十科技开始开展无线整

合营销业务，目前已完成“进口大众 VS 民生银行”、“进口大众 VS 农业银行”、“奔驰中国 VS 民生银行”等三个品牌性的无线整合营销业务，截至 2015 年 4 月，品牌销售部已有 10 名员工。根据无线整合营销业务规模的扩大及员工自身成熟度的提高，预测未来品牌营销部的员工人均将负责 1-2 个项目，具体如下表所示：

年份	跨界合作项目数	投入员工数量
2015 年 5-12 月	6	18
2016 年	12	23
2017 年	21	29
2018 年	33	32
2019 年	48	35

## 2、媒体部和销售部

媒体部和销售部主要负责移动互联网广告业务，根据过往员工人数增加趋势，预测媒体部和销售部保持每年 3-5 人的平稳增长。

## 3、管理部门

冉十科技的管理部门包括财务部、行政部门及技术部门等，上述部门人员构成较为稳定，不会随着收入规模的迅速扩大而迅速增长。

此外，在未来年度职工薪酬的预测中，评估机构亦考虑了员工人数与收入规模增长的相关性，对每年的职工数量总数作了小幅增长预测。

### （二）工资水平的预测

根据北京统计局数据，2014 年北京市职工年平均工资较 2013 年上涨了 11.6%，结合冉十科技管理人员、技术人员占比小、低工资群体大的特点，预测未来年度冉十科技员工年平均工资水平保持每年 5% 的增长速度。

## 三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：鉴于冉十科技的行业特点、企业自身情况等因素，冉十科技对租赁费用与职工薪酬费用预测的评估过程及评估结果体现了一定的稳健性及谨慎性。

## 四、补充披露

上市公司已在重组报告书“第六章 交易标的评估或估值/一、冉十科技 100%

股权评估情况/（五）收益法评估情况/3、评估分析及测算过程/（3）未来收益的确定/④期间费用”补充披露了相关内容。

（本页为《亚洲（北京）资产评估有限公司关于深大通重组报告书反馈意见中有关资产评估相关问题的回复》签章页，无正文。）

经办注册资产评估师： \_\_\_\_\_  
张 剑

\_\_\_\_\_  
瞿建华

亚洲（北京）资产评估有限公司

2015年 11月 4日