

中联资产评估集团有限公司关于 深圳证券交易所关于对深圳齐心集团股份有限公司 的重组问询函之核查意见

深圳证券交易所中小板公司管理部：

中联资产评估集团有限公司现就贵所《关于对深圳齐心集团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）【2015】第 36 号）提及的需评估机构核实的相关事项进行了核查，并发表核查意见如下：

问题一、标的公司志诚泰和股东权益采用资产基础法、收益法两种方法进行预评估，协同效应价值采用收益法进行了预评估。请补充说明：（1）标的公司整体估值方法是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条的规定，并请财务顾问和评估机构对估值方法的合规性、合理性发表明确意见。（2）协同效应的测算依据、测算方法和测算过程，并请财务顾问和评估机构对协同效应估值的合理性发表意见。

回复：

（一）标的公司整体估值方法符合《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条的规定

《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条关于估值方法的规定如下：“重大资产重组中相关资产以资产评估结果作为定价依据的，资产评估机构应当按照资产评估相关准则和规范开展执业活动上市公司董事会应当对评估机构的独立性、评估假设前提的合理性、评估方法与评估目的的相关性以及评估定价的公允性发表明确意见。相关资产不以资产评估结果作为定价依据的，上市公司应当在重大资产重组报告书中详细分析说明相关资产的估值方法、参数及其他影响估值结果的指标和因素。”“前二款情形中，评估机构、估值机构原则上应当采取两种

以上的方法进行评估或者估值”

本次交易作价以志诚泰和 100% 股东权益的投资价值估值报告为作价依据，不以志诚泰和 100% 股东权益的资产评估结果作为依据，符合《上市公司重大重组管理办法》第二十条关于估值方法的相关规定。本次交易的作价依据为志诚泰和 100% 股东权益的投资价值估值结果，主要因为本次交易需考虑齐心集团合并志诚泰和及业务整合过程中产生的协同效应。估值机构拟采用收益法对齐心集团合并志诚泰和后的投资价值进行估值。为充分披露本次交易的相关情况，评估机构亦出具了资产评估报告，对志诚泰和 100% 股权进行了资产评估。

本次交易的作价基础为考虑协同效应后志诚泰和 100% 股东权益的投资价值。根据《上市公司重大资产重组管理办法》的规定，标的公司 100% 股东权益价值可以以资产评估结果作为依据，也可以不按照评估结果作为定价基础。同时，评估机构采用了资产法和收益法对不考虑协同效应情况下志诚泰和 100% 股东权益进行评估。因此，本交易中标的公司 100% 股东权益的整体估值方法符合《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条关于定价基础的规定。

《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条关于上市公司对估值情况的决策程序规定如下：“上市公司董事会应当对估值机构的独立性、估值假设前提的合理性、估值方法与估值目的的相关性发表明确意见，并结合相关资产的市场可比交易价格、同行业上市公司的市盈率或者市净率等通行指标，在重大资产重组报告书中详细分析本次交易定价的公允性。”“上市公司独立董事应当出席董事会会议，对评估机构或者估值机构的独立性、评估或者估值假设前提的合理性和交易定价的公允性发表独立意见”。

截至重大资产重组预案签署之日，估值机构尚未完成估值工作。在签署本次重大资产重组草案前，齐心集团董事会将对估值机构的独立性、估值假设前提的合理性、估值方法与估值目的的相关性发表明确意见；同时，独立董事将出席董事会会议，对评估机构或者估值机构的独立性、评估或者估值假设前提的合理性和交易定价的公允性发表独立意见。

（二）协同效应的测算依据、测算方法和测算过程

1、测算方法

本次估值的交易背景、交易目的主要为齐心集团拟合并志诚泰和，需要评价志诚泰和对于齐心集团的投资价值，并为齐心集团的投资决策提供参考。因此采用收益法中的增量现金流折现模型，对双方合并后发挥协同效应而增加的价值进行预估。

本次预估采用收益法中的增量现金流折现模型值，双方整合后为上市公司带来的价值增量=增量现金流量现值

增量现金流量现值=明确的预测期期间的增量现金流量现值+明确的预测期之后的增量现金流量现值

计算公式如下：

(1) 基本模型

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_n}{r(1+r)^n}$$

其中： P ：评估基准日的双方整合后为上市公司带来的价值增量

R_i ：评估对象未来第 i 年的预期收益；

R_n ：评估对象永续期的预期收益；

r ：折现率；

n ：评估对象的未来经营期。

(2) 收益指标

本次评估，使用企业的增量现金流量作为评估对象价值收益指标，其基本定义为：

$$R = \text{息税前利润} \times (1-t) + \text{折旧摊销} - \text{追加资本}$$

式中： t ：评估对象所得税率。

追加资本=资产更新投资+营运资本增加额+新增长期资产投资（新增固定资

产或其他长期资产)

根据评估对象的经营历史以及未来市场发展等,估算其未来经营期内的增量现金流量。将未来经营期内的增量现金流量进行折现并加和,测算得到整合后的增量价值。

(3) 折现率

本次评估采用加权平均资本成本模型(WACC)确定折现率 r

$$r = r_d \times w_d + r_e \times w_e \quad (7)$$

式中:

w_d : 评估对象的债务比率;

$$w_d = \frac{D}{(E + D)} \quad (8)$$

w_e : 评估对象的股权资本比率;

$$w_e = \frac{E}{(E + D)} \quad (9)$$

r_e : 股权资本成本,按资本资产定价模型(CAPM)确定股权资本成本;

$$r_e = r_f + \beta_e \times (r_m - r_f) + \varepsilon \quad (10)$$

式中:

r_f : 无风险报酬率;

r_m : 市场预期报酬率;

ε : 评估对象的特性风险调整系数;

β_e : 评估对象股权资本的预期市场风险系数;

$$\beta_e = \beta_i \times (1 + (1 - t) \times \frac{D}{E}) \quad (11)$$

β_t : 可比公司股票（资产）的预期市场平均风险系数

$$\beta_t = 34\%K + 66\%\beta_x \quad (12)$$

式中:

K : 一定时期股票市场的平均风险值, 通常假设 $K=1$;

β_x : 可比公司股票（资产）的历史市场平均风险系数

$$\beta_x = \frac{Cov(R_x; R_p)}{\sigma_p} \quad (13)$$

式中:

$Cov(R_x, R_p)$: 一定时期内样本股票的收益率和股票市场组合收益率的协方差;

σ_p : 一定时期内股票市场组合收益率的方差

2、测算依据及过程

(1) 上市公司和志诚泰和有关协同效应的预测

上市公司为国内规模最大的办公用品供应商之一, 主营产品涵盖文件管理用品、办公设备、桌面办公用品三大板块。近年来, 上市公司围绕“以用户需求为导向的集成大办公服务”战略, 依托其多年积累的产品集成优势、物流配送优势、品牌优势和客户及渠道优势, 不断完善和丰富产品线, 并通过线上搭建电商平台和线下拓展渠道相结合, 逐渐形成“硬件+软件+服务”的大办公服务格局。此外, 深圳齐心集团还积极通过并购和参股相关企业, 进一步提升提供服务能力, 开拓新的业务增长点。根据上市公司的实际状况及企业经营规模和未来经营计划, 预计深圳齐心集团整合志诚泰和后, 在未来几年双方合作的项目业绩会稳定增长。

志诚泰和致力于为客户提供办公解决方案及服务, 业务范围包括办公设备的销售及服务、系统集成及软件业务等。经过多年的积累, 志诚泰和已经形成了适

合自身行业特点的业务发展模式，具备较强的业务管理、产品运营、技术服务和商务拓展能力，与全球主要办公设备生产商形成良好的业务合作关系，同时拥有不断壮大的客户资源，志诚泰和已成为我国办公服务行业的领先企业之一。以上为深圳齐心集团整合志诚泰和后双方的项目合作打下了扎实的基础。

齐心集团并购志诚泰和后，双方在发展战略，渠道资源、优质供应商、技术服务等方面能够实现优势互补，为上市公司带来增量价值，全面完善和提升深圳齐心集团的综合竞争力和市场地位。双方在业务整合后，协同效应会持续存在，在分销业务、直销业务和集成业务等领域进一步使协同效应发酵。

(2) 上市公司和志诚泰和预测双方整合后的具体业务协同效应如下：

①设备销售业务的协同，增加齐心集团分销渠道的业务收入

齐心集团致力于办公文具的制造和供应，依托“大办公平台”为用户提供办公解决方案。其渠道客户覆盖东北、华北、华东、华南、华中、西北、西南等区域，13、14、15年客户数量分别为到21160个、22999个和25298个，年销售额分别为98,350.64万、96,004.52万和32,425.84万。其中，办公设备的销售额分别为49,175.32万、48,012.69万和19,455.51万。渠道客户年增长率为8%-10%，预测期保持5%-10%增速的持续增长。整合后，齐心集团在自有客户渠道上拓展志诚复印、打印销售业务，共享优质供应商资源。

②设备销售业务的协同，降低齐心集团直销渠道的业务成本。

齐心集团原有设备销售业务覆盖北京、上海、广州和深圳四大合约子公司，13年、14年和15年合约客户数量为4680个、5200个和5720个，13年、14年、15年销量分别为32,662.01万、37,134.67万和15,153.35万。其中，复合机、打印机、扫描机、办公数码类产品的销量分别为12,521.98万元、13,913.31万元、6,728.09万元，收购志诚泰和后，共享志诚泰和优质的供应商资源，可以降低设备采购的成本，直接提高设备销售业务的毛利率。

③设备租赁业务的协同，为齐心集团带来新业务的收入增长

齐心集团拥有众多企业客户，其中一部分潜在客户有设备租赁的需求。由于

齐心集团自身技术基础薄弱，无专业服务团队，无法保证客户安装、调试、维修等一系列服务，因此自有业务中并未涉及设备租赁及配套的技术服务，通过与志诚泰和的业务整合，可以运用志诚泰和已成熟的业务模式并专业服务团队来挖掘自身渠道上有相关需求的客户，从而带来新的业务收入。

④标的公司的客户资源，为集团带来的批发业务销售的增长

齐心集团的主营业务是管理办公用品、桌面办公用品的销售，志诚泰和的主营业务办公设备的销售，其 13、14、15 年的分销客户分别为 6156 个、6647 个、6980 个，其中一部分潜在客户有办公用品方面的需求。齐心集团收购志诚泰和后，挖掘志诚泰和分销渠道上的潜在客户，拓展齐心集团的办公用品销售业务。预计志诚泰和分销渠道商的潜在客户比例为 35%-40%，潜在客户中的成交比例为 30%-35%。由于渠道客户数呈现二八原则，即 20%的中型客户和大型客户贡献 80%左右的销售收入，而这 20%的客户签订框架采购协议，每月订单也比较稳定，预计志诚泰和分销渠道商的潜在客户为集团带来的批发业务销售的增长。

⑤标的公司的客户资源，为齐心集团带来的直销业务销售的增长

志诚泰和 13、14、15 年的企业用户分别为 274 家、288 家、304 家、其中一部分潜在客户有办公用品方面的需求。齐心集团收购志诚泰和后，挖掘志诚泰和直销渠道上的潜在客户，拓展齐心集团的办公用品销售业务。预计志诚泰和直销渠道上的潜在客户比例为 35%-40%，潜在客户中的成交比例为 30%-35%。以北上广深为例，直销客户数呈现二八原则，即 20%的中型客户和大型客户贡献 80%左右的销售收入，而这 20%的客户签订框架采购协议，每月订单也比较稳定。以北京直销子公司（北京齐心办公用品有限公司）为例，其超级大客户月采购额在 100 万以上，而中位客户采购额稳定在 12 万左右，剩下的 80%客户月采购额在 5000-10000 左右。

（3）费用预测

增量业务属于并购后双方合作的业务，增量营业费用主要包括人工成本、差旅费、租赁费、办公费等。对于营业费用，结合上市公司和志诚泰和的营业费用率进行预测。

增量管理费用包括职工薪酬、办公费、差旅费等。对于管理费用，结合上市公司和志诚泰和的管理费用率进行预测。

（4）营业税金及附加的预测

营业税金及附加主要包括城建税、教育费附加、地方教育税附加。根据国家税收政策，城建税 7%、教育费附加 3%、地方教育税附加 2%，按照实际缴纳流转税为基数计缴。深圳齐心集团与北京志诚合作的业务所得的收入一般为应交增值税收入，而该类业务按照税收政策应按照 17% 缴纳增值税。

（5）所得税的预测

结合上市公司和志诚泰和的所得税率进行预测。

经核查，评估师认为：整体估值方法符合《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条的规定；上市公司和标的公司有关此次业务整合的预测具有合理性，对协同效应的分析具有可行性，因此协同效应的估值具有合理性。

（本页无正文，为《中联资产评估集团有限公司关于深圳证券交易所关于对深圳齐心集团股份有限公司的重组问询函之核查意见》之签字盖章页）

签字评估师：

刘赛莉

邓爱桦

中联资产评估集团有限公司

2015 年 11 月 18 日