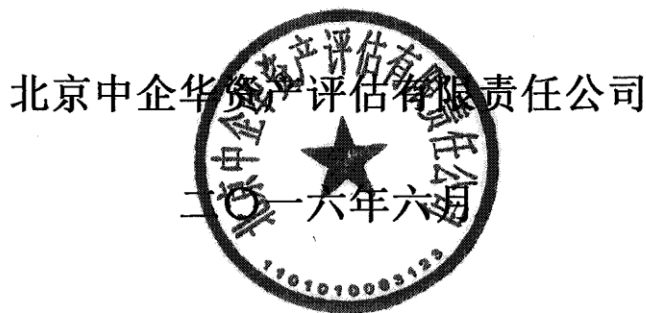


北京中企华资产评估有限责任公司

关于岭南园林股份有限公司发行股份  
及支付现金购买资产并募集配套资金

反馈意见的回复



# 北京中企华资产评估有限责任公司

## 关于岭南园林股份有限公司发行股份及支付现金

### 购买资产并募集配套资金

#### 反馈意见的回复

中国证券监督管理委员会：

贵会 2016 年 5 月 27 日下发的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书(161045 号)》关于岭南园林股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金反馈意见已收悉，北京中企华资产评估有限责任公司作为本次评估机构，本着勤勉尽责、诚实守信的原则，就反馈意见所提问题，逐条进行了认真核查及回复，具体情况如下文：

反馈问题四：申请材料显示，德马吉股东全部权益价值为 37,618.49 万元，收益法评估增值 35,248.92 万元，增值率为 1,467.57%。按 2015 年德马吉实现净利润计算，本次交易市盈率为 34.37 倍。请你公司结合德马吉的主营业务、核心竞争力、行业特征及同行业收购案例，补充披露德马吉评估增值率、市盈率较高的依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

#### 一、德马吉评估增值率、市盈率较高的依据及合理性

德马吉股东全部权益价值为 37,618.49 万元，收益法评估增值 35,248.92 万元，增值率为 1,467.57%。按 2015 年德马吉实现净利润计算，本次交易市盈率为 34.37 倍，增值率及市盈率的主要原因分析如下：

#### （一）德马吉主营业务情况

德马吉是一家以文化创意设计能力为核心，具备全球化业务覆盖能力、供应链上下游资源整合能力、产业链环节一体化运作能力的创意展示服务提供商，通过开展包括创意展示设计、活动创意策划以及展厅创意规划等业务，为客户提供一站式展览营销服务，业务覆盖了创意策划、设计包装、展具制作、工程搭建、多媒体设备运营、售后增值服务等多业务环节。德马吉凭借其优秀的文化创意设计能力将最新的设计理念和设计元素融入企业文化之中，展现出客户独特的企业文化内涵；依托其产业链环节一体化的运作能力，为客户提供至创意策划至最终搭建等一系列打包服务，增强客户粘性，提高客群的品牌意识与付费意愿。

综上，凭借其强大的文化创意设计能力和产业链环节一体化的运作能力的核心优势，德马吉在市场上的综合议价能力较强，保障主营业务毛利率处于较高水平。

## **（二）德马吉核心竞争力**

### **1、拥有丰富经验的设计人才，具备文化创意设计核心基因**

创意设计人才是文化创意行业公司发展的关键要素。德马吉在数年的发展历程中，积累了具有丰富经验的创意设计人才。同时标的公司十分重视设计人才的培养，其创意设计员工占公司总人数达三分之一以上，充分体现了德马吉在创意设计方面的投入力度。德马吉所处行业对人才的专业性要求较高，接受专业的创意展览展示设计教育的对口人才较少，因此德马吉更侧重内部自主培养，确保核心人才团队的忠诚度。因此，拥有经验丰富、专业能力强、忠诚度高的创意设计团队使德马吉具备优秀的文化创意设计核心能力。

### **2、全产业链资源整合能力，满足客户一体化服务需求**

德马吉具备展会展营销行业全产业链资源整合能力，其业务链条覆盖前期承接、创意策划、设计包装、展具制作、工程搭建、多媒体设备运营、售后增值服务等环节。同时，德马吉在展具制作、工程搭建等外协环节采取了必要的风控与质控措施，在重要项目上，选取合作次数在3次以上的供应商，确保项目施工搭建环节的质量。凭借一体化服务业务的整合能力，德马吉在同行业中脱颖而出，并能满足多样化的客户需求，助力德马吉汇聚了全球范围内付费能力较强的精品客群，为德马吉开拓增量业务奠定了基础。

### **3、全球范围内的精品客群和本土供应商资源**

为便于全球化业务发展，增强对不同区域客户需求的响应能力，德马吉在美国、德国、波兰、香港等地设立了办事处，整合当地供应商资源，并通过雇佣当地员工在所属国家协同业务拓展。2015年德马吉参与国外展会数量达到77场，足迹遍布29个国家和地区。凭借其海外会展产业链的先发布局，德马吉在全球范围内完成了一定量的精品案例，形成较大的消费粘性，并吸引更多的精品客群。全球业界范围内的品牌示范和标杆作用，保障了德马吉品牌在保证客单毛利率水平的前提下，获得更多的增量业务机会。同时，品牌的广域影响力使德马吉在对其供应商的筛选时，形成较强的议价能力，利于德马吉控制成本，提升综合毛利率和净利率。

综上，德马吉以其优质的文化创意设计核心基因及全球范围的精品客群储备优势，依托其多地域产业链整合能力、全球供应链资源整合能力，共同筑起德马吉较强的行业竞争优势，在保障未来稳步发展的同时，有效提升德马吉的综合议价能力，确保主营业务的高毛利率水平，推动增值率和市盈率的上升。

### （三）行业发展情况及行业特质

#### 1、行业市场总量快速增长

随着国内企业对外贸易程度的加深与外资企业在华投资规模的增长，多类国民经济主体的参展需求得到了极大的拉升，并带动了会展营销服务业的蓬勃发展。据中国产业信息网统计显示，中国会展展览数量从2008年的4,490场增至2014年的8,009场，年复合增速逾10%。同期，会展展览面积由4,517万平方米增至10,277万平方米，年复合增速超14%。随着中国国内生产总值的不断增长以及服务贸易的不断发展，特别是一带一路的政策推动，会展营销服务行业将迎来历史性的发展机遇，并进入持续快速增长的阶段。

#### 2、文化创意能力驱动会展营销服务业的发展

相较普通会展营销，嵌入文化创意策划元素的会展营销对产品及品牌的宣传效果更佳，拥有文化创意基因的会展营销服务商更能充分挖掘企业的品牌文化内涵，提升企业品牌影响力。现阶段，消费体验升级的社会业态倒逼现有企业通过创意营销手段来契合终端受众的需求，在此趋势下，愈多企业将选择通过会展营销的方式宣传品牌文化和产品功能属性。随着创意会展营销的品宣效果愈发明显，企业通过会展营销来宣传推广其产品及品牌文化的意愿将逐步提升，具备优质文化创意设计能力的会展营销服务供应商将迎来发展的良好时机。

#### 3、新兴展示技术的应用带动会展营销业进一步发展

近10年来，随着科技的发展，市场产生了一些高科技现代化视觉展示技术，以信息技术为核心的虚拟技术、多媒体展示技术以及3D视觉展示技术成为展览

展示行业的前沿核心技术。新兴展示技术手段使得实体的展示空间更加丰富、流动、富于变化，让会展效果具有强烈的浸没感和震撼感，提升客户品牌文化宣传和推广的效果，增强企业的参展欲望，推动会展营销行业进一步发展。

综上，会展营销服务行业在政策的鼓励 and 消费体验升级的市场环境的驱动下，整体处于高速增长阶段。同时，新兴展示技术的涌现进一步增强企业品牌的展示效果，给会展营销服务行业带来巨大的业务拓展空间。会展营销行业市场的良好发展前景是本次收购高评估增值率、高市盈率的重要因素。

#### （四）德马吉具有轻资产的特点

德马吉所处的会展营销服务行业具有轻资产的特点，业务经营对于资产规模，尤其是固定资产规模的需求较低，如德马吉的办公场所等均为来自于租赁等。因此，德马吉的净资产规模偏小，其评估增值率相对传统的生产性行业较高。

#### （五）同行业可比交易案例估值情况

由于德马吉所处会展营销服务行业并购案例较少，根据德马吉的业务性质，选择标的资产具备创意服务、品牌策划、线下营销等多重属性的并购案例作为同行业可比交易案例，对本次评估增值率及市盈率进行分析。

2015年以来，上市公司发行股份购买与德马吉业务性质相似的资产的估值增值率情况如下：

单位：万元

序号	上市公司	标的资产	标的资产主营业务	评估基准日	交易价格	账面净资产	增值率
1	科达股份	亚海恒业	亚海恒业是一家集会展综合运营、公关活动策划、广告推广及咨询服务为一体的会展综合服务机构，主营业务内容涵盖：展览综合运营管理、公关广告活动策划、设计特装、企业咨询等。	2015/12/31	119,000.00	7,913.96	1,404%
2	联创股份	上海麟动	上海麟动作为创新型整合营销传播服务机构，致力于帮助客户企业在组织内部搭建并完善整合高效的营销传播	2015/6/30	72,000.00	1,811.79	3,874%

序号	上市公司	标的资产	标的资产主营业务	评估基准日	交易价格	账面净资产	增值率
			体系，业务主要分为数字公关传播、品牌活动、产品推广三大板块。				
3	联建光电	华瀚文化	华瀚文化是一家区域性户外广告的媒体提供商。在充分理解客户行业定位以及品牌状况的基础上，华瀚文化会根据客户的传播需求，结合各类型媒体的传播特征以及不同媒体的点位特性，制定客户传播策略，通过公司拥有的户外媒体资源网络，为客户提供广告发布服务。	2015/9/30	36,400.00	3,069.97	1,086%
4	联建光电	励唐营销	励唐营销为客户提供的线下活动管理全业务链一体化服务，主要包括营销策略和活动的策划，活动具体方案的创意和设计，活动现场运营和管理。	2015/9/30	49,600.00	5,958.38	732%
5	南通锻压	上海广润	上海广润的主要服务内容包括品牌服务、各类活动项目服务、业余体育赛事服务以及其它与广告相关的策划、创意、执行管理等服务。	2015/12/31	30,000.00	1,891.51	1,486%
<b>平均值</b>							<b>1,717%</b>
<b>本次交易</b>			<b>创意展示设计服务等</b>	<b>2015/12/31</b>	<b>37,500.00</b>	<b>2,369.57</b>	<b>1,483%</b>

注：交易增值率=（标的资产的交易价格-标的资产的账面净资产金额）/标的资产的账面净资产金额。

数据来源：Wind 资讯

2015 年以来，上市公司发行股份购买与德马吉业务性质相似的资产的估值市盈率情况如下：

单位：万元

序号	上市公司	标的资产	基准期间	基期净利润	市盈率
1	科达股份	亚海恒业	2015 年度	2,925.86	40.67
2	联创股份	上海麟动	2014 年度	555.58	129.59
3	联建光电	华翰文化	2014 年度	1,677.64	21.70
4	联建光电	励唐营销	2014 年度	2,854.12	17.38
5	南通锻压	上海广润	2015 年度	1,050.72	28.55
平均值					47.58
本次交易			2015 年度	1,091.06	34.37

注：交易市盈率=标的资产的交易交易/标的公司的基准期间归属于母公司股东的净利润

数据来源：Wind 资讯

从上表可以看到，同行业可比交易案例的平均估值增值率为 1,717%，平均市盈率为 47.58，整体处于较高的水平；本次上市公司收购德马吉评估增值率 1,483%，市盈率 34.37 倍，较同行业可比较案例的平均增值率和市盈率水平略低，具有一定的合理性。

综上，一方面由于业务性质和行业特点，德马吉具有明显的“轻资产”特点，账面净资产较低；另一方面，会展行业发展趋势乐观向好、德马吉具有明显的竞争优势并有明确的发展战略和方向，各项业务预计未来均可以保持较高的增长率，使得按照收益法评估结果较账面值增值较大。本次评估结果较好的反映了德马吉主营业务、行业发展情况、核心竞争力等多方面的优势，本次评估的增值率、市盈率具有合理性。

## 二、中介机构核查意见

经核查，中企华评估认为：结合德马吉业务模式的“轻资产”特点、业务发展情况、核心竞争优势、行业发展情况、行业特征以及近期市场可比交易情况等因素综合分析，德马吉收益法评估增值较大，是会展营销行业市场空间潜力较大、标的公司所处的行业地位、核心竞争优势以及未来的发展潜力等因素综合影响的结果，本次评估增值率、市盈率具有合理性。

反馈问题五：申请材料显示，收益法评估预测期德马吉主营业务收入在 2016 年 - 2018 年分别以 89%、32%、32% 的速度增长，2019-2020 年速度将有所降低，增速分别为 20%、8%。预测净利润在 2016 年 - 2018 年分别以 129%、30%、26% 的速度增长，2019-2020 年速度将有所降低，增速分别为 23%、6%。预期期间毛利率保持稳定，净利率平均值为 19.46%，高于报告期内平均净利率（报告期内分别为 6.75%、16.6%）。请你公司：1）结合 2016 年最近一期营业情况，补充披露 2016 年预测数据的合理性及 2016 年预测营业收入和净利润实现的可能性。2）结合德马吉所在行业的未来发展、主要竞争对手或可比公司经营情况，市场规模及份额变动情况等，补充披露未来期间在毛利率水平相对稳定的情况下，保持收入、净利润增长的合理性，以及预测营业收入、成本、毛利率等重要参数的选取是否符合谨慎性要求及判断依据。3）结合市场竞争情况，补充披露预测期间净利率高于报告期的原因及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、结合 2016 年最近一期营业情况，补充披露 2016 年预测数据的合理性及 2016 年预测营业收入和净利润实现的可能性

（一）德马吉一季度主要经营状况财务数据

德马吉 2016 年 1-3 月未经审计的主要经营状况财务数据如下表所示：

单位：万元

项目	2016 年 1-3 月
营业收入	2,230.97
营业成本	1,208.29
营业利润	670.72
利润总额	687.54
净利润	636.78

注：以上数据未经审计

根据上表，德马吉 2016 年一季度实现销售收入 2,230.97 万元，净利润 636.78 万元。根据《资产评估报告》预测，2016 年度预测营业收入 12,420.62 万元，一



季度已实现部分占预测总收入的 17.96%，2016 年度预测净利润 2,493.10 万元，一季度已实现部分占预测净利润的 25.54%。

德马吉 2016 年一季度实现净利润情况良好，已实现营业收入较预测收入偏低，主要系德马吉所处的会展营销行业存在一定的季节性，1-3 月份由于受春节假期因素及参展商自身定生产、销售目标等因素影响，参展商及参与展示的受众群体需求较其他季节较少，从而造成第一季度德马吉业务收入及业务数量相对较少。2015 年一季度，德马吉实现营业收入 1,383.21 万元，占 2015 年全年收入约 21%；若按照 2015 年收入占全年收入的比例对 2016 年一季度数据进行年化，德马吉 2016 年营业收入可实现金额占全年预测收入的 85.34%。

综上，德马吉 2016 年一季度实现净利润情况良好，已实现营业收入较预测收入偏低，但全年收入实现预测的可行性依然较大，主要原因如下：

(1) 德马吉于 2016 年一季度积极拓展展厅创意规划业务，并专门成立了展厅规划业务团队。截至 2016 年 5 月末，德马吉正在接触（包括中标的展厅规划类项目合同金额预计约为 27,251.00 万元，由于季节性和项目的特殊性，除 3 个项目合计 415 万元已确认中标并签订业务合同外，该类型业务在 2016 年一季度均尚处于已投标或等待启动阶段，德马吉于 2016 年一季度尚未实现对该业务的大额收入。伴随会展行业步入旺季，展厅规划类业务将于下半年发力，德马吉营业收入可实现性较大。

(2) 截至 2016 年 5 月 31 日，德马吉已签订的业务合同金额（不含税）总计约为 5,947.80 万元，已实现 2016 年度预测营业收入的 47.89%，项目储备优势得以显现，确保 2016 年营业收入的可实现性。

综上，考虑德马吉所在行业及业务经营具有较强的季节性，销售收入确认于第二至第四季度比例较高；综合会展行业整体发展状况、德马吉业务发展规划、截至 2016 年 5 月底签订的业务合同情况等因素考虑，德马吉 2016 年度预测的营业收入和净利润具有较强的可实现性。

二、结合德马吉所在行业的未来发展、主要竞争对手或可比公司经营情况，市场规模及份额变动情况等，补充披露未来期间在毛利率水平相对稳定的情况下，保持收入、净利润增长的合理性，以及预测营业收入、成本、毛利率等重要参数的选取是否符合谨慎性要求及判断依据

(一) 会展营销服务行业的未来发展、德马吉市场份额变化及可比公司的经营情况

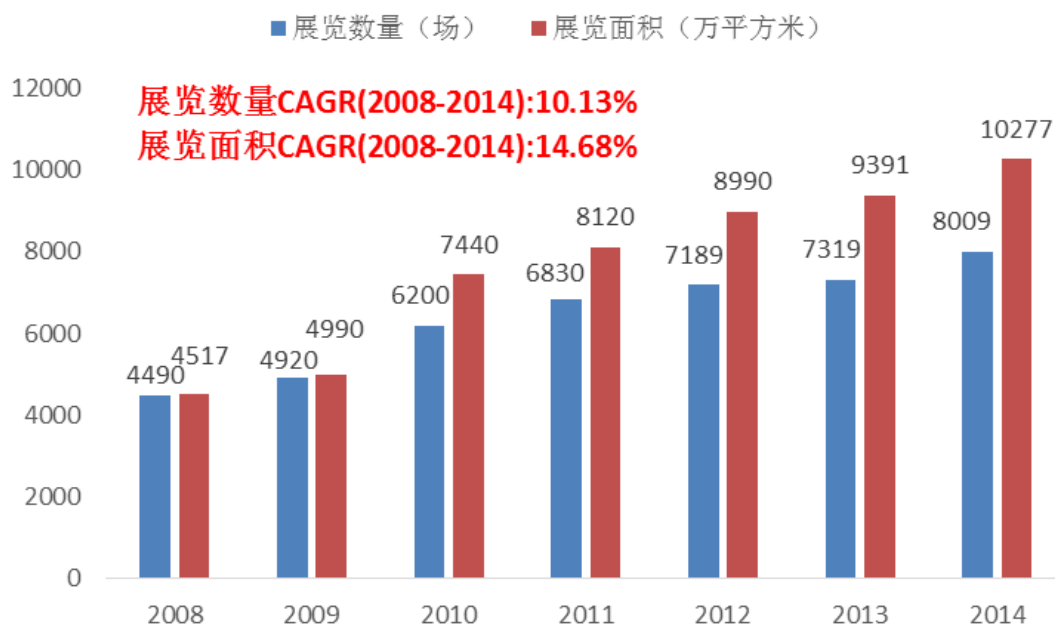
1、行业未来发展前景良好

德马吉作为一家以文化创意设计为核心的创意展示服务提供商，其隶属于商业服务业中的细分行业——会展营销服务业。

会展营销服务行业作为会展行业的配套行业，只有在经济稳步发展、商业贸易往来频繁、会展市场规模增大、企业参展需求升级等因素驱动下，其市场需求潜力才能得到逐步释放。随着国内企业对外贸易程度的加深与外资企业在华投资规模的增长，极大拉动了多类国民经济主体的参展需求，从而带动会展营销服务业的蓬勃发展。

近年来，我国政府陆续出台了系列针对会展产业的鼓励政策，明确提出鼓励各种所有制企业根据市场需求举办展会，使市场化、专业化的展会数量显著增长。据中国产业信息网统计显示，中国会展展览数量从 2008 年的 4,490 场增至 2014 年的 8,009 场，年复合增速逾 10%。同期，会展展览面积由 4,517 万平方米增至 10,277 万平方米，年复合增速超 14%。

2008-2014 年中国展览数量及面积



资料来源：中国产业信息网

随着我国参展企业需求的不断增加，会展行业及配套会展营销服务业将有望保持快速增长趋势，为德马吉提供了业务增长的良好土壤。

## 2、德马吉占有市场份额提升迅速

根据《审计报告》，2015 年度德马吉销售收入增长率为 96.59%，远超会展营销服务行业过去七年的复合增长率 14.68%，德马吉所在行业的市场占有率提升迅

速。随着德马吉在海外市场的的大力开拓及对展厅创意规划业务的持续投入，并凭借德马吉出色的创意展示设计能力、持续全球化的业务布局及展厅规划业务的拓展，德马吉市场占有率将持续扩大。

### 3、主要竞争对手或可比公司的经营情况

由于目前 A 股市场的上市公司中，隶属于会展行业的上市公司较少，根据德马吉所在的会展行业，选取了已在深圳证券交易所中小板挂牌上市的深圳市易尚展示股份有限公司（以下简称“易尚展示”），以及已在全国中小企业股份转让系统挂牌交易的深圳市卡司通展览股份有限公司（以下简称“卡司通”）、浙江米奥兰特商务会展股份有限公司（以下简称“米奥会展”）、天津振威展览股份有限公司（以下简称“振威展览”）、西典展览展示股份有限公司（以下简称“西典展览”）、名洋国际会展(北京)股份有限公司（以下简称“名洋会展”）、南京惠通创意展示股份有限公司（以下简称“惠通创意”）、深圳市杰尔斯展览服务有限公司（以下简称“杰尔斯”）等上述 7 家公司作为德马吉的可比公司进行对比。根据市场上公布信息，上述可比公司近年来的营业收入增长率情况如下所示：

可比公司	主营业务描述	2015 年度营业收入增长率
易尚展示	易尚展示主要为国内外知名企业提供展示服务，包括品牌终端展示服务、虚拟展示服务和循环会展服务等服务。	23.71%
卡司通	卡司通主要为客户的营销终端提供展示策划、形象设计、展具和展台构建、运营管理等一体化的综合解决方案和体验式服务。公司主营业务结构中车展比例占主要比重，汽车展览服务占 2014 年度总体收入的 90% 以上。	46.05%
米奥会展	米奥会展主要提供会展服务涵盖会展项目的策划、会展实施、展位销售以及展览相关的配套服务。	25.90%
振威展览	振威展览作为会展项目的策划、发起及组织运营，自成立以来主营业务未发生重大变化。	23.84%
西典展览	西典展览定位于以文化创意为核心，以高新数字技术展示手段为依托，为各类客户提供空间环境艺术设计服务的国内大型文化创意企业。	102.70%
名洋会展	名洋会展作为会展项目的组织承办商，为行业展览主办机构提供主场运营服务，为参展商提供展位创意设计及服务。	60.63%
惠通创意	惠通创意作为终端展示的整体解决方案提供商，以创意设计为业务核心，通过整合展示道具制作、展示方案实施、智能产品应用等多方资源，为客户提供一站式终端	-12.61%

可比公司	主营业务描述	2015年度营业收入增长率
	展示服务。	
杰尔斯	杰尔斯的主营业务为展示设计实施服务，如展示系统总体规划、展陈系统整体方案设计、内容搜索整合等。	28.36%
平均营业收入增长率		37.32%
平均营业收入增长率（剔除惠通创意）		44.46%

数据来源：Wind 资讯

惠通创意受 2014 年青年奥林匹克运动会的影响，2014 年度的营业收入增幅较大，而由于 2015 年无上述大型项目的带动，导致 2015 年度惠通创意收入较 2014 年下降约 12.61%。若剔除惠通创意的影响，同行业可比公司平均营业收入增长率约为 44.46%。

报告期和预测期间内，德马吉各年度收入的预测增长率如下表所示：

项目	报告期	预测期				
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入增长率	96.59%	88.99%	31.82%	32.01%	19.88%	8.00%

根据上表，预测期间德马吉收入的年均复合增长率 33.61%，低于同行业可比公司的平均营业收入增长率，预测增长率的选择具备一定的谨慎性。

## （二）保持收入、净利润增长的合理性

收益法预测期间内，德马吉的营业收入、净利润不断增长，具有合理性，理由如下：

报告期和预测期间内，德马吉各年度收入、净利润的预测增长率如下表所示：

项目	报告期	预测期				
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入增长率	96.59%	88.99%	31.82%	32.01%	19.88%	8.00%
净利润增长率	383.14%	128.50%	29.89%	26.45%	22.85%	6.14%

### 1、2016 年-快速发展阶段

（1）德马吉所处的会展营销服务行业在会展及展馆规模化发展的驱动和下游参展客户参展需求增加的带动下，将会迎来较快的发展，德马吉的业务发展拥有良好的市场环境。

（2）德马吉与可比公司的营业收入情况如下表所示：

单位：万元

可比公司	2015 年度-营业收入
易尚展示	53,717.76
卡司通	19,976.17
米奥会展	27,647.64
振威展览	13,885.84
西典展览	12,141.23
名洋会展	1,348.35
惠通创意	11,848.16
杰尔斯	16,638.18
<b>平均营业收入</b>	<b>19,650.42</b>
德马吉	6,572.14

数据来源：Wind 资讯

德马吉成立于 2012 年 8 月，成立时间较短，2015 年度德马吉收入 6,572.14 万元，占同行业可比公司平均水平的 33.45%，业务体量较同行业可比公司相对偏小，与已上市或挂牌的可比公司相比，德马吉目前的发展阶段仍处于早期。

得益于全球化的业务拓展能力、产业链上下游资源整合能力等多方面竞争优势，标的公司 2015 年迅速打开市场并捕获较多优质客户的青睐，当年营业收入增长率高达 96.59%，体现德马吉高速发展的态势。德马吉目前尚处于快速发展的阶段，2016 年度收入预测增长率较高符合行业的发展规律。

(3) 相较同行业可比公司而言，标的公司立足于发展全球性的展览展示服务业务，2015 年度实现境外业务收入 2,783.96 万元，较 2014 年度境外业务收入增长 69.75%；为进一步扩大海外展览展示业务，德马吉于 2015 年在美国、德国、波兰等地新设办事处，增强在全球不同区域的客户需求及时响应的能力。境外业务的快速增长将成为 2016 年度德马吉增长的助推器。

此外，德马吉于 2015 年下半年蓄力开拓展厅创意规划类业务，并专门成立了展厅规划业务团队，积极推动该增量业务未来的发展。展厅创意规划类业务的展厅面积较大，所对应的单个合同金额也更加可观。截至 2016 年 5 月末，德马吉正在接触的展厅规划类项目合同金额预计约为 27,251.00 万元，展厅创意规划类业务的拓展，将积极推动德马吉 2016 年度整体业务收入和利润的外延式增长。

## 2、2017 年至 2019 年-持续发展阶段

(1) 在会展行业全球覆盖范围扩大、参展企业跨国经营需求增加、会展行业企业规模化发展以及新兴科技手段运用的环境趋势下，会展营销服务业将呈现出全球化扩展、全产业链延伸以及多功能结合的发展趋势。德马吉经过快速发展阶段后，拥有了一定的业务规模和客户积累，在行业内具备了相对稳定的竞争优势，并进入了持续发展阶段，该阶段预计德马吉业务规模平均在 19,000 万元左右，与目前可比公司如卡司通、杰尔斯等的发展规模相适应，而卡司通、杰尔斯于

2015 年度收入平均增长率为 37.21%，德马吉在 2017 年至 2018 年预测收入增长率处于该发展阶段的合理范围之内。

(2) 随着国内企业品牌建设和展示意愿的增强以及一系列利好政策的出台，尤其是“一带一路”战略构想的提出，为会展营销服务行业创造了全新的发展机会。德马吉于快速发展阶段通过在美国、德国、波兰、香港等地设立办事处，整合当地供应链资源，并雇佣当地员工在所属国家进行业务拓展，有效地增强对区域客户需求的响应能力；通过全球化供应链整合，德马吉将实现国外订单规模的持续增长，进一步保障了其未来收入的增长。

### **3、2020 年及以后-稳定发展阶段**

2020 年及以后，随着业务规模发展至 27,000 万元左右，德马吉进入稳定发展阶段。在该阶段，德马吉预计受行业发展的逐步趋稳及增量业务的逐渐减少，其收入增长率回归至 8% 左右并维持该增长率于永续期间内稳定发展。

#### **(三) 营业收入预测选择参数的合理性**

##### **(1) 行业需求旺盛助力德马吉业务快速增长**

随着经济的发展，国民生活水平的提升，国民渴望获得更佳消费体验。消费体验升级的社会业态倒逼现有企业通过创意营销手段来契合终端受众的需求；此外，会展营销对企业的产品及品牌推广效果明显。在此双轮趋势下，多数企业将会选择通过会展营销的方式来升级服务品质，宣传品牌文化内涵和产品功能属性。随着会展营销对产品及品牌推广效果的愈加明显，企业通过会展营销来宣传推广其产品及品牌文化的意愿将逐步提升，给会展营销服务行业催生庞大的市场需求空间。

据中国产业信息网统计显示，中国会展展览数量从 2008 年的 4,490 场增至 2014 年的 8,009 场，年复合增速逾 10%。同期，会展展览面积由 4,517 万平方米增至 10,277 万平方米，年复合增速超 14%。由此，预计会展营销服务行业将保持快速增长的趋势，市场需求旺盛，带动德马吉的业务保持稳定快速的增长。

##### **(2) 德马吉的核心优势为其业务快速发展奠定基础**

德马吉具备文化创意设计核心基因，具有较强的品牌议价优势。文化创意设计能力能够为德马吉带来业务优势，在业内形成承接重要项目的核心准入门槛，有效规避与业界其他企业进行无序低价竞争的风险。另外，由文化创意能力及经验所衍生的嵌入式服务能力，使德马吉能够在议价过程中，进一步对客户进行需求挖掘与需求引导，提升业务附加值与客户消费体验，从而增强德马吉的品牌议价能力。

其次，受到中国国际地位提升以及参展商客户所处行业的同业竞争驱动，德马吉率先布局国内优质的企业践行全球化业务拓展战略，经过多年的发展，德马吉已先于同行竞争对手完成了精品客群的原始积累，精品客群的积累与全球化业务覆盖相辅相成，推动德马吉业务规模的稳定增长。

德马吉在设计能力、全球化业务拓展等方面均具有较强的竞争优势，为未来业务规模持续增长、盈利能力持续提升奠定了坚实的基础。

**(3) 收入增长率的预测综合考虑了德马吉的历史收入增长率、现阶段合同签订情况、新增类型业务的影响、市场投标情况及潜在的市场及客户等因素，具有合理性**

通过对德马吉历史业务经营情况分析，德马吉不断加强市场投入特别是海外市场开拓和新型类业务展厅规划业务的开发，并得益于文化创意和会展营销服务行业的快速发展，业务保持快速增长，德马吉 2015 年度的主营业务收入增长率为 96.15%。本次评估中，在行业整体仍保持快速增长的背景下，综合德马吉的历史收入增长率、现阶段合同签订情况、新增类型业务的影响、市场投标情况、潜在的市场及客户分析等因素，预测 2016 年至 2020 年收入增长率分别为 88.99%、31.82%、32.01%、19.88%和 8.00%，均低于历史增长率水平；随着德马吉海外展示设计业务的开拓及展厅创意规划业务的大力发展，2016 年营业收入将呈现高增长的态势；随着市场逐步饱和，市场趋于成熟，德马吉 2017-2020 年营业收入的增长速度均低于 2016 年营业收入增长率，并且呈逐年放缓趋势，总体预测较为稳健，符合谨慎性原则，具有合理性。

#### **(4) 收入增长率与同行业公司的比较**

同行业可比公司近年来的营业收入增长率情况如下所示：

可比公司	2015 年度营业收入增长率
易尚展示	23.71%
卡司通	46.05%
米奥会展	25.90%
振威展览	23.84%
西典展览	102.70%
名洋会展	60.63%
惠通创意	-12.61%
杰尔斯	28.36%
平均营业收入增长率	37.32%
平均营业收入增长率（剔除惠通创意）	44.46%

数据来源：Wind 资讯

惠通创意受 2014 年青年奥林匹克运动会的影响，2014 年度的营业收入增幅较大，而由于 2015 年无上述大型项目的带动，导致 2015 年度惠通创意收入较 2014 年下降约 12.61%。若剔除惠通创意的影响，同行业可比公司平均营业收入增长率约为 44.46%，展览展示行业正处于行业生命周期的成长期，行业前景广阔、市场需求旺盛，同行业公司的经营状况良好，营业收入保持较快速度增长。

本次评估中，除 2016 年度收入增长率预期约为 88.99% 高于同行业可比公司近年来平均收入增长率以外，德马吉 2017 年至 2020 年的预测收入增长率低于同行业历史增长率的平均水平。2016 年度德马吉收入增长率预期较高的原因主要是结合德马吉所在行业发展阶段、增量业务的提前布局、现阶段合同签订情况、市场投中标情况以及潜在的市场与客户分析等因素进行的综合判断的预测，具有合理性。

综上所述，在行业快速发展、德马吉市场竞争力较强的背景下，预测期间德马吉的业务规模将保持较快增长；本次评估中德马吉预测收入增长率低于其历史数据，并在同行业水平合理范围之内，该参数的选取符合谨慎性原则，具有合理性。

#### （四）营业成本、毛利预测选择参数的合理性

本次评估中，通过对德马吉历史年度业务经营情况分析，参考历史年度营业成本占营业收入比例，对预测年度的营业成本及毛利率进行预测。

德马吉历史年度的营业成本及占比情况如下所示：

单位：万元

项目	2015 年度	2014 年度
营业收入	6,572.14	3,343.11
营业成本	3,843.70	1,994.55
营业成本率	58.48%	59.66%
毛利率	41.52%	40.34%

本次评估中，预测德马吉的营业成本占比约为 59%，毛利率为 41%，与历史毛利率基本保持一致。

此外，德马吉同行业可比公司的毛利率情况如下表：

可比公司	2015 年度	2014 年度
易尚展示	31.75%	32.81%
卡司通	42.87%	41.03%
米奥会展	43.36%	36.94%
振威展览	59.52%	59.35%
西典展览	30.80%	32.41%



可比公司	2015 年度	2014 年度
名洋会展	51.71%	49.94%
惠通创意	38.18%	40.23%
杰尔斯	33.69%	33.27%
<b>平均毛利率</b>	<b>41.49%</b>	<b>40.75%</b>
德马吉	41.52%	40.34%

数据来源：Wind 资讯

因业务模式或所处业务环节不同等因素的影响，行业内不同公司的毛利率存在一定差异。本次评估中对德马吉营业成本、毛利率的预测，主要参照其自身业务情况确定，并与同行业可比公司的平均值基本保持一致，具有合理性。

综上所述，本次评估中营业成本、毛利率参数的选取主要参考历史年度经营情况，且预测毛利率与历史平均水平保持基本一致，低于同行业平均水平，符合谨慎性原则，具有合理性。

### 三、结合市场竞争情况，补充披露预测期间净利率高于报告期的原因及合理性

同行业可比公司近两年来的净利率情况如下所示：

可比公司	2015 年度	2014 年度
易尚展示	6.75%	8.12%
卡司通	14.51%	10.74%
米奥会展	11.60%	13.27%
振威展览	39.21%	21.93%
西典展览	8.71%	3.60%
名洋会展	16.91%	-3.12%
惠通创意	8.09%	5.74%
杰尔斯	10.82%	10.31%
<b>平均净利率</b>	<b>14.57%</b>	<b>8.82%</b>
德马吉	16.60%	6.75%

数据来源：Wind 资讯

2015 年度，德马吉净利率接近同行业可比公司平均水平，而 2014 年度净利率较同行业可比公司平均净利率偏低，主要系 2014 年德马吉业务规模较小，彼时处于业务发展的初期阶段，需铺垫较多的销售人员及管理人员等，导致前期支付了较多的业务费用、研发费用及员工费用等，期间费用率较高所致。随着 2015 年业务进入快速发展阶段，规模经济效应的逐渐显现及老客户持续业务带来的边际成本递减效应，以及取得高新技术企业认定所带来的所得税税率的下降，标的公司 2015 年度净利润上升至 16.60%，并已处于行业的合理范围之内。

报告期与预测期间，德马吉净利率情况如下表所示：

项目	报告期		预测期				
	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
净利率	6.75%	16.60%	20.07%	19.78%	18.95%	19.42%	19.08%

预测期间内的德马吉净利率较报告期内净利率偏高，主要系德马吉凭借其核心竞争优势保证业务高毛利率的前提下，期间费用率随规模经济效应有所下降，具体分析如下：

### （一）保持主业的高毛利率水平

德马吉自创立以来一直为中高端市场领域客户提供集“创意设计、展览道具制作、展台搭建等”为一体的会展营销服务，凭借在业内较高品牌知名度、强大的文化创意设计能力、全球化业务覆盖能力、供应链上下游资源整合能力以及产业链各环节运作能力，德马吉面对客户时整体议价能力较强，确保标的公司主营业务维持在高毛利率，进一步保障预测期间的净利率处于较高水平。

### （二）规模经济效应显现，期间费用率有所下降

根据《审计报告》与《资产评估报告》，德马吉报告期与评估预测期的销售费用率与管理费用率情况如下：

项目	报告期		预测期				
	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
销售费用率	8.90%	6.86%	6.15%	5.95%	5.64%	5.46%	5.46%
管理费用率	21.47%	15.51%	11.43%	12.06%	11.01%	10.52%	10.96%

预测期间，德马吉的管理费用率与销售费用率除 2016 年较 2015 年下降幅度较为显著以外，其余预测期间费用率基本保持在稳定的水平。

2016 年期间费用率下降显著主要系由于 2016 年预测德马吉将维持报告期的增长势头，继续保持营业收入的高速增长，与此同时由于员工对工作熟练度的提升、对业务模式的深入理解以及项目随业务量的增长其异地可复制能力的增强，使同样的人员组合可拓展出更多的项目并创造更多的收入，人工费用率将得到有效控制。由于德马吉属于轻资产运营型企业，期间费用中人工费用为主要费用项目，人均产出的提升意味着人工费用率的下降，从而带动期间费用率下降，2016 年度最终净利率得以增长。

按照所有员工为口径计算，2015 年度德马吉人均产值约为 63.81 万元/人，较 2014 年度的 51.43 万元/人的人均产值提升近 24.06%，侧面印证了德马吉的人员产出效率在逐步提升。2015 年度，同行业可比公司的人均产值情况如下表所示：

可比公司	2015 年度-营业收入 (万元)	2015 年员工人数 (人)	2015 年度人均产值 (万元/人)
易尚展示	53,717.76	782	68.69
卡司通	19,976.17	406	49.20
米奥会展	27,647.64	382	72.38
振威展览	13,885.84	328	42.33
西典展览	12,141.23	70	173.45
名洋会展	1,348.35	37	36.44
惠通创意	11,848.16	128	92.56
杰尔斯	16,638.18	125	133.11
<b>平均数据</b>			<b>83.52</b>
德马吉			63.81

数据来源: Wind 资讯

根据上表, 2015 年度同行业可比公司的人均产值金额约为 83.52 万元/人, 较德马吉 2015 年度高出近 20 万元/人。2016 年度德马吉尚处于业务快速增长期, 其人均产值水平将随着业务收入的快速增长而上升, 在单位工资不发生较大增幅的前提下, 相应的人员费用率将下降, 间接大幅度提升了 2016 年度净利率水平。

2017 年及以后预测期间内, 德马吉预计保持稳定发展阶段, 人员边际产出趋于平缓, 销售费用率和管理费用率维持在稳定的范围之内。

同行业可比公司近两年来的期间费用率情况如下所示:

可比公司	2015 年度销售费用率	2014 年度销售费用率	2015 年度管理费用率	2014 年度管理费用率
易尚展示	6.11%	6.35%	11.98%	11.39%
卡司通	4.96%	5.99%	18.09%	16.05%
米奥会展	14.91%	15.35%	13.57%	5.28%
振威展览	16.86%	17.78%	17.71%	18.52%
西典展览	5.92%	7.15%	9.23%	13.12%
名洋会展	13.41%	10.53%	19.37%	42.35%
惠通创意	3.79%	13.30%	21.09%	17.72%
杰尔斯	1.23%	1.21%	13.32%	12.78%
<b>平均数据</b>	<b>8.40%</b>	<b>9.71%</b>	<b>15.55%</b>	<b>17.15%</b>
德马吉	6.86%	8.90%	15.51%	21.47%

数据来源: Wind 资讯

从上表可得, 随着业务规模的增长, 行业内可比公司的期间费用率均有一定程度的下降: 2015 年可比公司平均销售费用率为 8.40%, 较 2014 年度下降约 1.31%; 2015 年可比公司平均管理费用率为 15.55%, 较 2014 年度下降约 1.61%, 侧面反映了会展行业随着业务规模的扩大将会导致期间费用率有所下降。

由于与上述可比公司相比，德马吉规模较小，尚处于快速增长阶段，期间费用率伴随业务规模的高速增长而下降更为显著：2015 年度德马吉管理费用率从 21.47%下降至 15.51%，2014 年度销售费用率从 9.71%下降至 8.40%，均体现出期间费用率随规模经济效应的下降趋势。2016 年度，德马吉预计将保持依然高速增长态势，期间费用率随业务扩张将进一步下降；而 2017 年及未来预测期间内，德马吉预计将进入稳定发展阶段，期间费用率保持平稳。

预测期间内销售费用率、管理费用率下降的具体分析请参考本反馈回复之“反馈问题六”之“一、结合评估预测销售费用率水平，补充披露德马吉报告期销售费用率、管理费用率的合理性”。

#### 四、中介机构核查意见

经核查，中企华评估认为：德马吉 2016 年一季度净利润实现情况良好，考虑到的展览展示行业的季节性影响，德马吉 2016 一季度的营业收入占全年预测收入比例偏低，但综合会展行业整体发展状况、德马吉业务发展规划、截至 2016 年 5 月底签订的业务合同情况以及高毛利业务的增长等多方面因素影响，德马吉 2016 年度的营业收入和利润的预测具有较大的可实现性。此外，结合会展营销服务行业的发展前景、德马吉所占的市场份额变动情况、同行业可比上市公司的相关业务经营情况，并考虑到德马吉的自身经营优势、历史期的经营状况等，德马吉未来预测期的收入、成本和毛利率的参数选取具备谨慎性，评估判断依据具有合理性。同时，综合考虑德马吉在所处行业的竞争优势、规模经济效应等因素的影响，德马吉预测期间净利率高于报告期具有合理性。

**反馈问题六：申请材料显示，德马吉 2016 年 - 2020 年评估预测平均销售费用率约为 5.73%，报告期分别为 8.9%、6.86%；德马吉 2016 年 - 2020 年评估预测管理费用率约为 11.2%，报告期分别为 21.47%、15.5%。请你公司：1) 结合评估预测销售费用率水平，补充披露德马吉报告期销售费用率、管理费用率的合理性。2) 就销售费用率和管理费用率对德马吉评估值的影响做敏感性分析并补充披露。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。**

回复：

**一、结合评估预测销售费用率水平，补充披露德马吉报告期销售费用率、管理费用率的合理性**

根据《审计报告》与《资产评估报告》，德马吉报告期与评估预测期的营业收入、销售费用与管理费用情况如下：

单位：万元

项目	报告期		预测期				
	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
营业收入	3,343.11	6,572.14	12,420.62	16,372.25	21,613.70	25,909.43	27,982.19
销售费用	297.49	451.11	763.30	974.17	1,220.04	1,413.99	1,526.70
管理费用	717.68	1,019.30	1,419.70	1,975.00	2,380.52	2,725.27	3,068.16
销售费用率	8.90%	6.86%	6.15%	5.95%	5.64%	5.46%	5.46%
管理费用率	21.47%	15.51%	11.43%	12.06%	11.01%	10.52%	10.96%

报告期内，德马吉 2015 年度管理费用率及销售费用率下降显著，其中销售及费用率于 8.90% 降至 6.86%，降幅为 2.04%；管理费用率于 21.47% 降至 15.51%，降幅为 5.96%。

预测期间内，除 2016 年较 2015 年下降较为显著之外，管理费用率与销售费用率基本保持平稳，并均低于报告期的水平。

2015 年和 2016 年销售费用率和管理费用率下降明显，主要系由于：（1）2014 年度的销售费用率、管理费用率处于较高水平，主要源于 2014 年度标的公司的业务规模较小，彼时处于业务发展的初期阶段，为后续业务蓄力，前期需铺垫较多的销售人员及管理人员等，导致前期支付了较多的业务费用、研发费用及员工费用等；（2）2016 年预测德马吉营业收入依然保持高速增长势头，随着前述员工对工作熟练程度的提升，同样的人员组合可拓展出更多的项目以创造更多的收入，减少了销售费用率；同时，随着品牌溢价的显现、客户粘性的进一步增强、项目随业务量的增长其异地可复制能力的增强等，德马吉 2016 年度管理人员费用的增幅将低于销售收入的增幅。（3）此外，由于 2015 年末德马吉处置了部分与经营不适用的固定资产，于未来期间该部分固定资产不再确认折旧费用，间接导致 2016 年度德马吉管理费用率的下降。

2017 年及以后预测期间内，德马吉预计保持稳定发展阶段，人员边际产出趋于平缓，销售费用率和管理费用率维持在稳定的范围之内。

根据预测期间的测算情况，其销售和管理费用预测依据如下：

### 1、销售费用预测

销售费用中的运费、车杂费、广告服务费、促销费及其他费用，主要根据德马吉历史年度各项费用和收入的比例结合企业实际情况确定其预测值。

服务费、签证费参照前两年实际水平，结合德马吉历史年度水平按照一定的大致额度进行预测。

人工工资主要根据德马吉人力资源部门确定的销售人员人数变化、现有工资水平增长情况等综合计算确定；社保及公积金根据德马吉需求人数的增长及结合上海市社保公积金的缴纳政策进行预测。

报告期间与预测期间内，销售费用情况具体如下：

单位：万元

项目	报告期				预测期										预测思路
	2014年		2015年		2016年		2017年		2018年		2019年		2020年		
	金额	占当期收入比例	金额	占当期收入比例	金额	占当期收入比例	金额	占当期收入比例	金额	占当期收入比例	金额	占当期收入比例	金额	占当期收入比例	
工资	169.15	5.06%	255.2	3.88%	355.63	2.86%	441.71	2.70%	528.89	2.45%	593.58	2.29%	641.09	2.29%	在德马吉人工工资每年增长8%的基础上结合业务需要的人数综合确定
运费	16.03	0.48%	10.82	0.16%	45.11	0.36%	59.48	0.36%	78.57	0.36%	94.28	0.36%	101.83	0.36%	随收入同比增长
车杂费	-	-	2.04	0.03%	3.85	0.03%	5.08	0.03%	6.71	0.03%	8.06	0.03%	8.7	0.03%	随收入同比增长
广告服务费	63.79	1.91%	95.76	1.46%	181.21	1.46%	238.95	1.46%	315.63	1.46%	378.75	1.46%	409.05	1.46%	随收入同比增长
促销费	10.84	0.32%	39.56	0.60%	74.87	0.60%	98.73	0.60%	130.41	0.60%	156.49	0.60%	169.01	0.60%	随收入同比增长
服务费	8.98	0.27%	1.88	0.03%	3	0.02%	3	0.02%	3	0.01%	3	0.01%	3	0.01%	根据德马吉需求预测
签证费	1.88	0.06%	1.15	0.02%	2.5	0.02%	2.5	0.02%	2.5	0.01%	2.5	0.01%	2.5	0.01%	根据德马吉需求预测
社保公积金	20.32	0.61%	28.37	0.43%	66.17	0.53%	83.9	0.51%	100.46	0.46%	112.76	0.44%	121.78	0.44%	根据业务需求人数及上海市公积金缴纳政策预测
其他	6.21	0.19%	16.19	0.25%	30.96	0.25%	40.8	0.25%	53.87	0.25%	64.57	0.25%	69.74	0.25%	随收入同比增长
<b>合计</b>	<b>297.49</b>	<b>8.90%</b>	<b>451.11</b>	<b>6.86%</b>	<b>763.3</b>	<b>6.15%</b>	<b>974.17</b>	<b>5.95%</b>	<b>1,220.04</b>	<b>5.64%</b>	<b>1,413.99</b>	<b>5.46%</b>	<b>1,526.70</b>	<b>5.46%</b>	

由上表可知，2016年销售费用率较2015年下降约0.71%，2017年及以后预测期间内保持稳定；其中，销售人员工资和社保公积金、广告服务费等是销售费用的主要费用项。预测期间内，除销售人员的工资与社保公积金外，其它各主要费用项的增长与销售收入同比上升，故造成2016年度销售费用率下降主要原因为预测人员工资和社保公积金未随着销售收入同比增长。

造成上述情况主要系由于2016年预测德马吉依然保持业务高速增长，随着销售人员对工作熟练程度的提升，同样的人员组合可拓展出更多的项目以创造更多的收入，人均产值的上升将减少对销售人员的需求数量，从而降低了销售人员的工资和社保公积金等费用占销售收入的比例，并最终降低了销售费用率。2016年销售人员工资费用率较2015年下降1.02%，与2015年销售人员工资费用率较2014年下降1.18%吻合，与德马吉因处于快速增长阶段而显现的人均产值增长的实际情况相适应，具有合理性。

随着2017年及以后预测期间，标的公司步入平稳增长阶段，人均产值逐步达到合理区间，销售人员工资费用率水平保持稳定，预测期间内销售费用率稳定在5.5%-6%的合理区间内。

## 2、管理费用的预测

管理费用主要核算内容德马吉的管理人员的人工成本和社保及公积金、福利费、办公费、差旅费、交通费、折旧费、业务招待费、水电费、租金、物业费、书报费、教育费、认证费、租赁费、会务费、运费、物业费、汽车费用、研发-工资、研发-社保、研发-公积金、研发-折旧、专利费、高新中介费用、上市费用等费用。

人工成本包括工资、福利、社保费用和教育费用等，其中人工成本中的工资、福利、社保费用主要根据德马吉人力资源部门确定的管理人员人数变化、现有工资水平、效益工资增长情况等综合计算确定；人工成本中教育费根据历史年度费用结合德马吉未来年度业务发展规划按照一定的增长比例进行合理预测。

福利费根据德马吉的计提比例及实际发生额与人工工资的比例进行预测。

社保及公积金、研发-工资、研发-社保、研发-公积金根据上海市社保公积金的缴纳政策进行预测。

租金、物业费根据德马吉签订的租赁合同再结合未来租金的增长情况进行合理预测。

差旅费、业务招待费、交通费根据历史年度费用和相应营业收入的比例平均值结合企业实际情况确定其预测值。

办公费参照德马吉近两年人均支出水平，根据未来年度人数进行预测。

车辆费用、认证费、会务费及其他等费用，根据历史年度费用结合德马吉未来年度业务发展规划进行合理预测，按照一定的增长比例进行合理预测。



折旧、研发-折旧按德马吉评估基准日现有固定资产，以及以后每年新增的资本性支出资产，按各类资产经济寿命年限综合计算确定。

书报费、租赁费、专利费等根据历史年度大致水平进行预测。

高新中介费用为企业高新年审费用及其他费用，德马吉在 2015-2017 年享受高新技术企业优惠政策，2018 年及以后年度不再预计德马吉享受高新技术企业优惠政策，故在 2016-2017 年按照德马吉历史年度大致水平预测高新资质年审费用。2018 年及以后年度不再预测相关费用。

报告期间与预测期间内，管理费用具体情况如下：

单位：万元

项目	报告期				预测期										预测思路
	2014年		2015年		2016年		2017年		2018年		2019年		2020年		
	金额	占当期收入比例	金额	占当期收入比例	金额	占当期收入比例	金额	占当期收入比例	金额	占当期收入比例	金额	占当期收入比例	金额	占当期收入比例	
工资	128.77	3.85%	216.09	3.29%	198.64	1.60%	283.66	1.73%	306.11	1.42%	350.44	1.35%	378.22	1.35%	单位人工工资年增 8%结合德马吉需求人数确定
办公费	56.9	1.70%	56.78	0.86%	83.14	0.67%	109.13	0.67%	129.66	0.60%	147.54	0.57%	158.94	0.57%	单位人均年递增 5%结合德马吉需求人数确定
业务招待费	23.82	0.71%	34.97	0.53%	77.29	0.62%	101.93	0.62%	134.63	0.62%	161.56	0.62%	174.48	0.62%	随收入同比增长
交通费	17.01	0.51%	45.09	0.69%	85.33	0.69%	112.52	0.69%	148.62	0.69%	178.35	0.69%	192.61	0.69%	随收入同比增长
差旅费	92.45	2.77%	146.94	2.24%	278.62	2.24%	367.26	2.24%	484.84	2.24%	581.2	2.24%	627.69	2.24%	随收入同比增长
折旧	29.07	0.87%	57.4	0.87%	46.3	0.37%	53.18	0.32%	33.61	0.16%	27.07	0.10%	28.61	0.10%	根据固定资产规模确定
车辆费用	43.98	1.32%	17.98	0.27%	37.76	0.30%	39.64	0.24%	41.63	0.19%	43.71	0.17%	45.89	0.16%	每年 5%递增
物业费	14.5	0.43%	43.37	0.66%	28.53	0.23%	50.26	0.31%	50.87	0.24%	43.76	0.17%	45.93	0.16%	与房租呈线性关系
书报费	0.15	0.00%	0.29	0.00%	0.35	0.00%	0.35	0.00%	0.35	0.00%	0.35	0.00%	0.35	0.00%	根据德马吉需求预测
认证费	0.47	0.01%	2.75	0.04%	2.89	0.02%	3.03	0.02%	3.19	0.01%	3.34	0.01%	3.51	0.01%	每年 5%递增
租赁费	12.06	0.36%	0.3	0.00%	0.6	0.00%	0.6	0.00%	0.6	0.00%	0.6	0.00%	0.6	0.00%	根据德马吉需求预测
会务费	28.16	0.84%	2.82	0.04%	2.96	0.02%	3.11	0.02%	3.26	0.02%	3.43	0.01%	3.6	0.01%	每年 5%递增
租金	11.77	0.35%	62.88	0.96%	38.94	0.31%	72.32	0.44%	73.21	0.34%	62.97	0.24%	66.1	0.24%	根据租赁合同及需求预测
水电费	2.83	0.08%	7.61	0.12%	26.4	0.21%	29.04	0.18%	31.94	0.15%	35.14	0.14%	38.65	0.14%	每年 10%递增
研发-工资	198.89	5.95%	208.98	3.18%	410.35	3.30%	609.38	3.72%	777.82	3.60%	904.68	3.49%	1,088.76	3.89%	单位人工工资年增 8%结合德马吉需求人数确定

项目	报告期				预测期										预测思路
	2014年		2015年		2016年		2017年		2018年		2019年		2020年		
	金额	占当期收入比例	金额	占当期收入比例	金额	占当期收入比例	金额	占当期收入比例	金额	占当期收入比例	金额	占当期收入比例	金额	占当期收入比例	
研发-社保	-	-	26.04	0.40%	54.44	0.44%	82.54	0.50%	105.35	0.49%	122.53	0.47%	147.46	0.53%	根据德马吉需求人数与上海市社保缴纳政策确定
研发-公积金	-	-	8.52	0.13%	11.73	0.09%	17.78	0.11%	22.69	0.10%	26.39	0.10%	31.76	0.11%	根据德马吉需求人数与上海市公积金缴纳政策确定
研发-折旧	17.03	0.51%	17.72	0.27%	14.29	0.12%	16.42	0.10%	10.38	0.05%	8.36	0.03%	8.83	0.03%	根据德马吉每年固定资产规模计算所得
专利费	-	-	0.81	0.01%	0.81	0.01%	0.81	0.00%	0.81	0.00%	0.81	0.00%	0.81	0.00%	根据德马吉需求预测
高新中介费用	-	-	20.96	0.32%	3	0.02%	3	0.02%	-	-	-	-	-	-	根据德马吉需求预测
上市费用	-	-	22.71	0.35%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	未来不发生
其他	38.36	1.15%	15.74	0.24%	17.32	0.14%	19.05	0.12%	20.96	0.10%	23.05	0.09%	25.36	0.09%	每年按 10%递增
<b>合计</b>	<b>717.68</b>	<b>21.47%</b>	<b>1,019.30</b>	<b>15.51%</b>	<b>1,419.70</b>	<b>11.43%</b>	<b>1,975.00</b>	<b>12.06%</b>	<b>2,380.52</b>	<b>11.01%</b>	<b>2,725.27</b>	<b>10.52%</b>	<b>3,068.16</b>	<b>10.96%</b>	

由上表可知，2016 年管理费用率较 2015 年下降约 4.08%，2017 年及以后预测期间内保持稳定；其中，造成 2016 年度管理费用率下降的主要原因系管理人员的工资和折旧费用等两项费用未随着销售收入同比增长。上述两项费用在报告期和预测期间所占销售收入比例如下表所示：

管理费用项明细	报告期		预测期				
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
工资费用率	3.85%	3.29%	1.60%	1.73%	1.42%	1.35%	1.35%
折旧费用率	0.87%	0.87%	0.37%	0.32%	0.16%	0.10%	0.10%
合计	4.72%	4.16%	1.97%	2.05%	1.58%	1.45%	1.45%

根据上表，2016 年度管理费用的工资费用率下降 1.69%，主要系由于 2016 年预测德马吉依然保持业务高速增长态势，随着其品牌溢价的显现、客户粘性的进一步增强、项目随业务量的增长其异地可复制能力的增强等，德马吉 2016 年度将显现出较强的规模经济效应，管理员工工资属于约束性固定成本，并不随着销售规模的扩大而同比例增长，从而间接导致 2016 年度德马吉管理费用率的下降。

根据上表，2016 年度折旧费用率同比下降 0.5%，主要系由于 2015 年 12 月份德马吉处置了部分已不适用于正常经营过程中所需的运输设备以及空调等设备所致，被处置固定资产原值约为 113.95 万元，每年平均折旧额约 37.64 万元。由于该部分固定资产已于 2015 年计提了相关折旧费用，于预测期间内不再进行折旧费用的计提，故导致了预测期间折旧费用率的下降。若考虑被处置部分固定资产折旧的影响，折旧费用率于 2016 年度约为 0.70%，较报告期内略微下降，折旧费用率的预测具有合理性。

随着 2017 年及以后预测期间，标的公司步入平稳增长阶段，管理人员与收入的配比逐渐维持在合理区间内，以及折旧费用趋于平稳，预测期间内管理费用率未见大幅度波动，具有合理性。

结合上述销售费用与管理费用的预测分析，销售费用、管理费用在评估预测期的增长幅度如下表所示：

项目	报告期	预测期				
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入增长率	96.59%	88.99%	31.82%	32.01%	19.88%	8.00%
销售费用增长率	51.64%	69.20%	27.63%	25.24%	15.90%	7.97%
管理费用增长率	42.03%	39.28%	39.11%	20.53%	14.48%	12.58%

2015年及2016年，德马吉处于快速发展阶段，随着业务效率的提升、规模经济效应的显现，相应的销售、管理人员费用与德马吉的项目储备、发展计划、所处环境等相适应，与收入规模不存在同比增长关系。随着2017年及以后年度逐渐步入稳定增长阶段，上述主要费用与收入之间匹配性趋于稳定。因此在预测期间内，德马吉销售费用率与管理费用率2016年度呈下降趋势并于未来期间趋于稳定。综上，报告期内与预测期间销售费用率和管理费用率具有合理性。

## 二、对销售费用率和管理费用率对德马吉评估值的影响进行敏感性分析

德马吉预测期内的销售费用和管理费用相关数据如下表所示：

单位：万元

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
销售费用	763.30	974.17	1,220.04	1,413.99	1,526.70
管理费用	1,419.70	1,975.00	2,380.52	2,725.27	3,068.16
期间费用合计	<b>2,182.99</b>	<b>2,949.17</b>	<b>3,600.56</b>	<b>4,139.27</b>	<b>4,594.86</b>
期间费用变动额	-	<b>766.18</b>	<b>651.39</b>	<b>538.71</b>	<b>455.59</b>

以预测的未来各年期间费用为基准，假设除期间费用变动以外，其他条件均保持不变，期间费用变动对德马吉估值的敏感性分析如下：

### 期间费用变动对全部股权价值影响测算表

单位：万元

变动系数	估值金额	估值金额变动额	估值金额变动率
10%	35,175.47	-2,443.02	-6.49%
5%	36,396.98	-1,221.51	-3.25%
0%	37,618.49	-	0.00%
-5%	38,839.99	1,221.50	3.25%
-10%	40,061.50	2,443.01	6.49%

由上述分析可见，期间费用与估值金额存在负相关变动关系，假设除期间费用变动以外，其他条件不变，则期间费用上升或下降5%，估值金额将反向变动约3.25%；期间费用上升或下降10%，估值金额将反向变动约6.49%，期间费用的变动对最终估值金额的影响较小。

## 三、中介机构核查意见

经核查，中企华评估认为：由于销售费用、管理费用的各项费用科目增长与营业收入之间并非完全线性增长关系，德马吉报告期与预测期间的销售费用率、管理费用率呈下降趋势，具有合理性；根据期间费用对德马吉估值金额的影响的敏感性分析结果，期间费用的变动对最终估值金额的影响较小。

**反馈问题七：申请材料显示，本次交易选取索菲亚、宜华木业作为可比上市公司  $\beta$  值，请结合索菲亚、宜华木业、德马吉的主营业务，补充披露上述标准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、选取索菲亚、宜华木业作为可比上市公司 $\beta$ 值的原因

德马吉是一家以文化创意设计为核心，具有全球化业务覆盖能力、供应链上下游资源整合能力、产业链各环节运作能力的文化创意展示服务提供商，业务内容主要包括创意展示设计业务、活动创意策划业务、展厅创意规划业务等，业务环节包括客需精挖、创意设计、施工规划、企宣创意等四个环节，而施工规划环节主要包括道具生产、布展装修、进馆搭建等。德马吉的业务环节中主要以创意设计为主，但于施工规划环节，其道具生产、布展装修、进馆搭建等环节所占业务成本达 70% 以上，德马吉在该业务环节中扮演展示道具的创意设计、展台的整体搭建效果及最终监理的负责人等角色。

$\beta$  值是特定资产的系统性风险，体现了在一段期间内特定资产的价格对整体经济波动的敏感性。因此，在选取可比上市公司计算  $\beta$  值的过程中，应当选择与德马吉主营业务、经营模式、盈利模式、成本构成较类似的上市公司。为保证选取样本的全面性及合理性，本次评估选取可比上市公司计算  $\beta$  值时，基于《上市公司行业分类指引》（2012 年修订）的分类标准，选择了包含品牌设计推广业务公司的“L72 商务服务业”，以及具备展示道具生产制作属性的“C21 家具制造业”等作为选取可比上市公司计算  $\beta$  值的对标行业。本次评估选取了以设计和品牌推广为主要业务模式的蓝色光标和印纪传媒作为商务服务行业的可比公司，并对家具制造业的上市公司进行了筛选，最终选择了索菲亚和宜华木业作为本次的可比公司，就“C21 家具制造业”的筛选理由如下：

公司简称	证券代码	公司实际主营业务	选择/不选择理由
浙江永强	002489.SZ	浙江永强主要从事户外休闲家具及用品的设计研发、生产和销售。产品主要有户外休闲家具、遮阳伞、帐篷等三大系列。	浙江永强的产品主要以户外休闲家具、遮阳伞、帐篷等户外用品，其产品类型与展示道具等生产制作差别较大，故不作为选择对象。
索菲亚	002572.SZ	索菲亚主要从事全屋定制家具及配套家居产品的设计、生产及销售，为消费者提供全屋定制的空间解决方案，主要产品包括卧室、书房、儿童房、老人房、厨房、客餐厅、衣帽间、入户玄关等家居空间所需的衣柜、橱柜、榻榻米、书柜、床、梳妆台、电视柜、书桌、酒柜、餐柜、鞋柜、饰物柜等全屋定制家具，以及饰品等配套家居产品。	索菲亚主要从事于制定衣柜及其配套定制家具的研发、生产和销售，其产品与展示道具存在类似性，且通过其优质的设计能力及渠道实现产品的高附加值，与德马吉的业务具有有可比性，故作为选择对象。
易尚展示	002751.SZ	易尚展示主要业务是为国内外知名企业提供展览展示服务，主要业务包括三部分：品牌终端展示服务、循环会展服务和虚拟展示服务。	由于易尚展示上市时间为2014年4月份，距评估基准日不足两年，故不作为选择对象。
宜华木业	600978.SH	宜华木业主要从事家具和木地板等家居产品的研发、设计、生产与销售，产品定位中高端，主导产品包括木质家具和木地板、软体家具等产品系列，旗下拥有多个自主品牌。	宜华木业始终专注于实木制品的深加工和开发研究，其产品与展示道具存在类似性，并以设计能力和加工能力作为核心竞争力，毛利水平较高，与德马吉的业务具有有可比性，故作为选择对象。
喜临门	603008.SH	喜临门主要销售以床垫、软床及配套产品为主的中高档卧室家具，喜临门品牌旗下有“喜临门”、“法诗曼”、“BBR”、“爱倍”四大主要系列。	喜临门以床垫、软床及配套产品的研发、生产和销售业务为主，产品类型与展览道具差别较大，故不作为选择对象。
永艺股份	603600.SH	永艺股份是一家专业研发、生产和销售健康座椅的国家高新技术企业，产品主要涉及办公椅、培训椅、按摩椅椅身、休闲椅、儿童椅、沙发及功能座椅配件等。	由于永艺股份的上市时间为2015年1月份，距评估基准日不足两年，故不作为选择对象。
曲美家居	603818.SH	曲美家居主要从事中高档民用家具及配套家居饰品的设计、生产和销售，为消费者提供整体家居解决方案。	由于曲美家居的上市时间为2015年4月份，距评估基准日不足两年，故不作为选择对象。
好莱客	603898.SH	好莱客主要从事整体衣柜及其配套家具的设计、研发、生产和销售，是国内定制家居整体解决方案提供商，其主要产品包括但不限于整体衣柜、整体衣帽间、整体书柜及其它配套产品。	由于好莱客的上市时间为2015年2月份，距评估基准日不足两年，故不作为选择对象。

资料来源：Wind 资讯

在计算标的公司的 $\beta$ 值时,所选取的可比上市公司通常要求与标的公司属于同一行业或受相同经济因素的影响,并对所引用的 $\beta$ 值要求具有较长的回归分析的时间长度, $\beta$ 值的计算通常选用的上市公司已上市时间达2年(约100周)或更长的时间。因此,本次评估在选取可比公司时应考虑其具有足够的上市时间,以免 $\beta$ 值因短期突发经济波动等因素出具明显波动,从而加大估值偏差。根据上述筛选情况,基于评估基准日前上市时间不足两年的上市公司不作为本次的可比公司。其中,易尚展示作为展览展示行业中以道具展具制作为主营业务的上市公司,与标的公司同受会展行业的周期等环境经济因素的影响,但由于较评估基准日上市不足两年,故未将其列为可比公司。

索菲亚主要从事于制定衣柜及其配套定制家具的研发、生产和销售等业务,通过其卓越的设计能力与渠道实现产品的高附加值;宜华木业主要从事家具和木地板等家居产品的研发、设计、生产与销售等业务,产品定位于中高端,主导产品包括木质家具和木地板、软体家具等产品系列,并以设计能力和加工能力作为核心竞争力,毛利水平较高。索菲亚和宜华木业与德马吉在成本构成以及以设计为核心盈利点的特点均存在类似性。

综上,索菲亚、宜华木业作为家具制造行业的佼佼者,其业务核心竞争力均为通过其强大的创意设计能力和良好的加工能力,实现高溢价产品的销售,上述可比上市公司的业务核心均与德马吉较为接近,且包含了展具设计的核心业务元素。本次评估选择索菲亚和宜华木业作为可比上市公司计算 $\beta_u$ 值,具有合理性。

## 二、中介机构核查意见

经核查,中企华评估认为:德马吉业务环节中包含道具生产、布展装修、进馆搭建等业务环节,在测算德马吉的 $\beta_u$ 过程中,应当引入与德马吉整体业务具有相似性的可比上市公司。索菲亚和宜华木业均为依托强大的创意设计能力和良好的加工能力,实现高溢价产品的销售,其业务模式和核心业务环节与德马吉存在较强的可比性。因此,本次评估的收益法中选取索菲亚和宜华木业作为可比上市公司计算 $\beta_u$ 值,具有合理性。



[此页无正文，为《北京中企华资产评估有限责任公司关于岭南园林股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金反馈意见的回复》之盖章页]

北京中企华资产评估有限责任公司

