

中铭国际资产评估（北京）有限责任公司
关于江西恒大高新技术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
申请文件一次反馈意见的回复

中国证券监督管理委员会：

根据江西恒大高新技术股份有限公司（以下简称“上市公司”或“恒大高新”或“公司”）收到贵会的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（163184号）（以下简称“反馈意见”）的要求，中铭国际资产评估（北京）有限责任公司（以下简称“中铭国际”、“评估机构”）作为本次重组的评估机构对反馈意见中要求评估机构核查和发表意见的事项进行了核查，现回复如下：

本反馈意见回复中简称与重组报告书中的简称具有相同含义。

[反馈意见 1]武汉飞游全资子公司武汉机游经营范围中包括“利用信息网络经营游戏产品”，且武汉机游拥有多项游戏安装、交易管理软件著作权。请你公司：1) 以列表形式补充披露武汉机游开发游戏或者代理发行的所有游戏的开发商、合作期限、协议签署时间及授权期间等。2) 主要游戏产品的发行和运营协议主要条款和内容，包括但不限于收入分成比例、授权金、结算时点等情况。3) 按照《上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》第十二条要求补充披露相关信息。4) 武汉机游代理的游戏是否需要履行相关主管部门的审批备案程序，如需要，补充披露进展情况。5) 如未能获得相关审批或备案，是否存在被处罚的风险及应对措施，是否对本次交易构成实质性障碍。6) 逐项梳理标的资产及其全资子公司相关业务是否涉及相关主管部门的审批或备案，是否涉及特殊行业业务资质，涉及的，补充披露相关手续的履行进展及对公司持续运营的影响。请独立财务顾问、律师、会计师和评估师核查并发表明确意见。

[评估师回复]

一、关于反馈问题的答复

(一) 以列表形式补充披露武汉机游开发游戏或者代理发行的所有游戏的开发商、合作期限、协议签署时间及授权期间等

根据武汉飞游、武汉机游提供的业务模式说明并经核查，武汉飞游及其子公司武汉机游的主营业务为软件分发及推广、页面广告业务，属于传媒行业中细分的互联网营销行业，武汉飞游及其子公司武汉机游为互联网营销服务商，通过其自有的媒体资源和采购的外部媒体资源，为互联网厂商及其代理商等提供软件分发和移动 APP 营销推广等服务，根据软件、APP 的下载数量、使用情况等向客户收取费用。

武汉飞游软件分发及推广业务中，存在少量的游戏推广业务。武汉飞游、武汉机游的游戏推广业务模式为：与自主研发游戏厂商或代理游戏产品运营商进行合作，其中武汉飞游、武汉机游主要义务是通过自有渠道推广合作产品，并负责维护合作平台及推广渠道的稳定性，保证合作方相关信息及合作产品安装包在合作平台上被正常浏览及点击打开；自主研发游戏厂商或代理游戏产品运营商的主要义务是合作产品的继续开发、漏洞修复、版本更新、产品优化、客户服务等工作，并就合作产品因自身原因而产生的侵权纠纷问题承担相应的法律责任。

报告期内，武汉飞游（含子公司武汉机游）游戏推广收入如下：

项目	2016年1-10月	2015年度	2014年度
游戏推广收入（万元）	842.86	135.22	20.60
营业收入（万元）	6,145.03	2,666.78	1,495.64
游戏推广占比	13.72%	5.07%	1.38%

报告期内，武汉飞游游戏推广收入占比为 1.38%、5.07%和 13.72%，武汉飞游的游戏推广业务与公司软件营销推广业务经营模式一致，主要是提供广告位供互联网用户下载，为软件、游戏产品带来最终用户。

截至 2016 年 10 月 31 日，武汉飞游正在推广的主要游戏产品及客户情况如下：

序号	客户	主要游戏产品	签约日期	合作期限
1	腾讯科技（深圳）有限公	穿越火线、王者荣耀、全民斗	2016.7.1	2016.7.1 至

序号	客户	主要游戏产品	签约日期	合作期限
	司	战神、天天酷跑、全民超神、六龙争霸 3D、王者荣耀、火影忍者-疾风传		2016.12.31
2	火烈鸟网络（广州）股份有限公司	全民枪战、究极数码暴龙、赛尔号-超级英雄、死神觉醒、全名神魔、口袋妖怪复刻	2016.4.1	2016.4.15 至 2017.4.14
3	武汉掌游科技有限公司	进化吧数码兽、战场双马尾、巅峰战舰、时空猎人、赤月屠龙	2016.1.1	2016.1.1 至 2016.12.31
4	广州爱九游信息技术有限公司	大话西游、梦幻西游、部落冲突、皇室战争、海岛奇兵、血族	2014.9.1	2014.9.1 至 2017.9.1
5	芜湖易玩网络科技有限公司	大话西游、梦幻西游、皇室战争	2015.8.1	2016.4.1 至 2018.4.1
6	杭州多酷超游网络科技有限公司	Clash of clans、Clash Royal、梦幻西游、大话西游、炫舞天团、全民枪战	2015.9.15	2015.9.15 至 2016.12.31
7	杭州哲信信息技术有限公司	暴力战车、欢乐斗地主	2016.1.20	2016.1.20 至 2017.1.20
8	天津安果科技有限公司	葫芦娃、狂暴之翼、去吧皮卡丘、刀塔传奇、口袋妖怪复刻	2016.6.3	2016.6.1 至 2017.5.31
9	互爱(北京)科技股份有限公司	火柴人联盟	2016.7.8	2016.7.8 至 2017.7.7
10	北京云享时空科技有限公司	火柴人联盟	2015.11.12	2015.11.1 至 2016.11.1

（二）主要游戏产品的发行和运营协议主要条款和内容，包括但不限于收入分成比例、授权金、结算时点等情况

根据武汉飞游和武汉机游与客户签订的游戏产品推广合作协议，武汉飞游和武汉机游提供的服务为：武汉机游通过游戏推广的方式与第三方建立合作关系，根据协议约定，将合作方合法拥有著作权或已取得合法授权的游戏产品上传到自有的媒体资源平台及/或采购的外部媒体资源平台上，供用户下载，客户根据游戏产品下载量或者充值金额按照一定比例向武汉飞游/武汉机游支付费用。

协议主要内容如下：

1、合作形式

（1）合作产品：合作方自主研发及/或代理的游戏产品；

(2) 合作内容：合作方授权武汉飞游、武汉机游在其运营的平台及其他媒体资源上发布合作产品。

2、主要权利与义务

武汉飞游、武汉机游保证其有能力、资质从事游戏产品的推广业务，有权利用自己的销售渠道对合作产品进行市场推广和宣传，不从事损害合作方权益的行为。

合作方保证其拥有合作产品的知识产权或取得合法的授权，并有权授权武汉飞游、武汉机游在协议范围内按照协议规定推广合作产品，且负责合作产品的费用结算。

3、结算模式

结算模式主要有以下三种：

(1) **CPS**：根据软件产品安装下载后带来的销售额进行提成计费。

合作方按照协议约定，以合作方通过武汉飞游/武汉机游渠道获得的净收入作为双方分成基数，按照约定比例在协议有效期内进行收益分成。作为分成基数的净收入是指游戏充值总金额在扣除通道服务费及合同约定的其他分成后的净额。游戏充值金额系用户使用游戏时为购买、兑换该游戏产品服务而通过其游戏账号支付的金额。武汉飞游/武汉机游就合作产品应得的分成收入计算公式：

武汉飞游/武汉机游分成收入 = 净收入 × 合作产品分成比例。

(2) **CPA**：根据推广产品的下载安装量、激活量或有效使用量等流量数据进行计费。

合作期限内，合作方向武汉飞游/武汉机游支付服务费用，双方以 **CPA** 模式进行服务费用的结算。服务费用以双方邮件确认的结算单为准。

(3) **CPM**：用户通过标的公司的渠道访问客户产品的，双方对拟推广产品每千次展示次数（不含重复展示）进行结算。

2016年1-10月，武汉飞游及子公司武汉机游主要推广的游戏产品的合作协

议主要条款和内容如下：

序号	客户	主要游戏产品	结算模式	收入分成比例	结算时点
1	腾讯科技(深圳)有限公司	全民斗战神、天天酷跑、全民超神、六龙争霸3D、王者荣耀、火影忍者-疾风传	CPS	47.5%	每月的前十十五个工作日结算上一个月的收入
		穿越火线-枪战王者	CPS	28.5%	
2	武汉掌游科技有限公司	进化吧数码兽、战场双马尾、巅峰战舰、时空猎人、赤月屠龙	CPS	49%	每月的前十十五个工作日结算上一个月的收入
3	火烈鸟网络(广州)股份有限公司	小李飞刀	CPA	—	每月的前十十个工作日结算上一个月的收入
		全民枪战、究极数码暴龙、赛尔号-超级英雄、死神觉醒、全名神魔、口袋妖怪复刻	CPS	47.5%	
4	广州爱九游信息技术有限公司	大话西游、梦幻西游、部落冲突、皇室战争、海岛奇兵、血族	CPS	30%	每月10号之前结算上一个月的收入
		攻城掠地(android)、巨龙之战(android)	CPS	40%	
5	芜湖易玩网络科技有限公司	大话西游、梦幻西游、皇室战争	CPS	27.6%	每月的前十十个工作日结算上一个月的收入
		变形金刚前线、问道	CPS	36.8%	
		部落冲突	CPS	23%	
6	杭州多酷超游网络科技有限公司	Clash of clans、Clash Royal、梦幻西游、大话西游、炫舞天团、全民枪战	CPS	28.5%	每月15号之前结算上一个月的收入
7	杭州哲信信息技术有限公司	暴力战车、欢乐斗地主	CPS	30%	每月10号之前结算上一个月的收入
8	天津安果科技有限公司	葫芦娃、狂暴之翼、去吧皮卡丘、刀塔传奇、口袋妖怪复刻	CPS	45%	每月15号之前结算上一个月的收入
9	互爱(北京)科技股份有限公司	火柴人联盟	CPS	35%	每月10号之前结算上一个月的收入

序号	客户	主要游戏产品	结算模式	收入分成比例	结算时点
10	北京云享时空科技有限公司	火柴人联盟	CPM	—	每月5号之前结算上一个月的收入

二、评估师核查意见

经核查武汉飞游及其子公司武汉机游提供的业务模式说明，游戏推广业务合同以及游戏推广业务数据，评估师认为：

武汉飞游及其子公司武汉机游从事的游戏推广业务是向第三方提供游戏产品的分发及推广服务，武汉飞游、武汉机游根据游戏推广产品下载数量或下载后游戏的充值金额按一定比例与客户进行分成，作为为客户游戏推广的渠道费。其推广的游戏软件均为第三方研发、发行、运营的游戏产品，武汉飞游及子公司武汉机游不存在自主研发、运营游戏产品的情形。游戏玩家进行充值的系统均为客户的充值系统，武汉飞游、武汉机游的推广业务中不涉及充值系统的管理。上市公司已补充披露了武汉飞游及其子公司正在合作的游戏推广业务相关的主要客户及其合作情况，武汉飞游及其子公司游戏推广业务的收入金额，主要客户、合作期限、收入分成比例等主要合同条款。

[反馈意见 2]申请材料显示，武汉飞游收益法评估增值率为 1,669.92%。长沙聚丰收益法评估增值率为 1,989.11%。请你公司结合近期可比交易案例情况，补充披露本次交易两家标的公司收益法评估增值率的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

[评估师回复]

一、关于反馈问题的答复

(一) 标的公司收益法评估增值率合理性分析

根据公开披露信息，本公司选取 2014 年、2015 年和 2016 年 1-11 月 A 股上市公司收购互联网营销或互联网相关业务资产且成功实施的案例作为参考，具体情况统计如下：

序号	上市公司	标的公司	交易对价 (万元)	评估值 (100%股 权)	评估基准 日账面净 资产 (万元)	评估增值率	市盈 率	市净 率	评估基准 日
1	万润科技	万象新动	56,000.00	56,140.00	2,233.06	2,414.04%	14.00	25.08	2016/6/30
2	联建光电	深圳力玛	79,991.47	90,039.46	6,663.92	1,251.15%	25.71	13.45	2015/9/30
3	龙力生物	快云科技	58,000.00	58,784.43	3,430.20	1,613.73%	14.50	16.91	2015/11/30
4	广博股份	灵云传媒	80,000.00	80,060.86	3,642.76	2,097.81%	17.78	21.96	2014/9/30
5	联创互联	上海新合	132,200.00	133,200.00	8,287.19	1,507.30%	10.44	11.52	2014/9/30
		上海激创	101,500.00	101,500.00	6,975.65	1,355.06%	14.50	14.55	2015/6/30
6	科达股份	百孚思	60,750.00	60,834.79	5,593.20	987.66%	13.50	10.86	2014/12/31
		雨林木风	54,000.00	54,234.31	8,414.05	544.57%	13.50	6.42	2014/12/31
		派瑞威行	94,500.00	94,538.75	7,806.15	1,111.08%	13.50	12.11	2014/12/31
7	天龙集团	煜唐联创	130,000.00	132,100.00	9,408.16	1,309.28%	13.00	13.82	2014/12/31
8	梅泰诺	日月同行	56,000.00	56,274.21	2,310.27	2,335.83%	14.00	24.20	2015/3/31
9	明家联合	微赢互动	100,800.00	100,975.88	9,757.66	934.84%	14.10	9.08	2015/3/31
		云时空	33,240.00	33,331.10	2,450.08	1,434.76%	12.50	13.92	2015/3/31
10	新嘉联	巴士在线	168,503.30	168,503.30	6,406.20	2,530.32%	17.08	26.30	2014/12/31
11	利欧股份	万圣伟业	207,200.00	207,222.71	7,457.98	2,678.54%	14.00	27.78	2015/3/31

		智趣广告	75,400.00	75,696.11	1,677.63	4,412.09%	13.00	44.94	2015/9/30
12	深大通	冉十科技	105,000.00	105,481.00	3,926.15	2,586.63%	15.00	26.74	2015/4/30
13	思美传媒	爱德康赛	29,000.00	29,324.61	3,732.61	685.65%	10.74	5.57	2015/9/30
14	光环新网	无双科技	49,542.57	49,600.00	521.40	9,412.85%	14.16	95.02	2015/8/31
15	浙江富润	泰一指尚	120,000.00	120,150.65	29,268.52	310.51%	15.27	4.17	2015/12/31
平均值						2,075.69%	14.51	21.22	-

数据来源：同花顺 iFind、巨潮资讯网

依据上表所示的 15 家上市公司成功实施的可比较交易案例样本，武汉飞游收益法评估增值率 1,669.92%，长沙聚丰收益法评估增值率 1,989.11%，均低于可比较互联网营销标的公司收益法评估增值率平均值 2,075.69%。互联网营销行业标的公司评估增值率普遍较高，主要原因系互联网营销公司固定资产投资普遍相对较少，账面值不高，且一般采用收益法进行评估估值，而收益法涵盖的诸如人力资源、团队创新能力、销售渠道、客户资源、商誉等无形资产的价值多未在会计报表账面上体现，故评估结果与账面价值相比增值较高。

综上，武汉飞游、长沙聚丰收益法评估增值率基本符合互联网营销行业的估值特点，具备合理性。

二、评估师核查意见

经核查，评估师认为：武汉飞游、长沙聚丰评估增值较大的情况基本符合互联网营销行业交易标的的特点，且武汉飞游、长沙聚丰收益法评估增值率均低于互联网行业标的公司评估增值率平均值，综上所述，武汉飞游、长沙聚丰评估增值率具备合理性。

[反馈意见 3] 申请材料显示，两家标的公司未来收入主要根据行业发展趋势、公司未来经营方向及计划、参考同行业、同类型公司的经营情况进行预测，其中 2016 年 5-12 月收入依据标的公司正在执行和有意签订的合同进行预测。

2016年预测营业收入增长率较高，以后年度逐年下降。请你公司：1) 补充披露两家标的公司上述正在执行和有意签订的合同的执行情况，截至目前，是否存在新签订订单，如存在，补充披露客户名称、金额及拟确认收入时间。2) 结合最新业绩情况，分别补充披露两家标的公司2016年预测营业收入和净利润的可实现性。3) 结合核心技术优势、合同签订和执行情况、媒体资源获取能力等，分别补充披露两家标的公司2017年及以后年度营业收入的具体预测依据及其合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

[评估师回复]

一、关于反馈问题的答复

(一) 标的公司正在执行的合同执行情况和新增客户情况

1、武汉飞游合同执行情况和新增客户情况

(1) 合同执行情况

中铭国际评估的武汉飞游2016年5-12月的收入是依据武汉飞游正在执行和有意向签订的合同进行预测的，因武汉飞游客户数量较多，且集中度较高，考虑武汉飞游业务内容的全面性和样本客户的代表性，本次评估预测了武汉飞游前十三大客户的收益情况，2016年1-10月武汉飞游正在执行合同的执行情况如下(以下数据与评估口径一致，为武汉飞游母公司数据)：

序号	客户名称	合同名称	主要产品内容	2016年1-4月经审计收入(万元)	2016年5-12月预测数(万元)	2016年预计收入(万元)	2016年1-10月经审计收入(万元)	完成率
1	海南至尊联盟网络科技有限公司	信息合作协议	应用宝、360手机助手等	533.87	1,072.86	1,606.73	1,224.29	76.20%
2	日月同行信息技术(北京)有限公司	业务合作合同	高速下载器	456.79	1,408.73	1,865.52	1,412.94	75.74%
3	北京云享时空科技有限公司	无线网络平台合作框架	应用宝	374.06	637.08	1,011.14	507.09	50.15%

4	上海高欣计算机系统有限公司		高速下载器	116.2	231.24	347.44	282.3	81.25%
5	北京悠扬互动科技有限公司	信息合作协议	清理大师、gg助手等	78.33	174.26	252.59	138.59	54.87%
6	武汉掌游科技有限公司	手游授权推广	安锋游戏等	61.17	142.73	203.90	151.29	74.20%
7	马鞍山琢学网络科技有限公司	下载器合作协议	360助手、云下载器	51.07	47.42	98.49	227.67	231.16%
8	北京中文在线文化传媒有限公司	信息合作协议	百度 tn	32.59	76.04	108.63	37.5	34.52%
9	深圳市腾讯计算机系统有限公司	腾讯软件推广合作协议、腾讯手机游戏联盟合作协议	游戏推广	31.33	70.2	101.53	219.66	216.35%
10	杭州多酷超有网络科技有限公司	产品推广合作协议	大话西游、梦幻西游	23.86	55.68	79.54	39.85	50.10%
11	广州火烈鸟网络科技有限公司	CPS 合作协议	口袋妖怪复刻 ios	23.11	53.93	77.04	158.91	206.27%
12	上海乐蜀网络科技有限公司	网络信息技术服务协议	海马苹果助手	16.82	8.26	25.08	25.25	100.68%
13	百度时代网络技术(北京)有限公司		西瓜影音、影音先锋等	21.04	40.97	62.01	21.04	33.93%
合计				1,820.24	4,019.40	5,839.64	4,446.38	76.14%

根据上表可知，2016年1-12月武汉飞游前十三大客户预测收入为5,839.64

万元，2016年1-10月份，经审计已实现的收入4,446.38万元，完成率为76.14%。
2016年1-10月，武汉飞游所有客户已完成预测收入的79.85%。

(2) 新增客户情况

武汉飞游上述预测中，2016年5-10月实际实现的营业收入与原来的预测存在一定差异，主要是武汉飞游所处互联网营销行业，与客户合作签订的都是框架下协议，具体根据每月的合作情况再进行结算。武汉飞游根据与合作客户的情况，对推广的产品、单价、收益情况会进行比较，如同一款产品不同客户给出的推广单价不一样，武汉飞游会在客户、推广的产品中进行选择。除上述预测的主要客户之外，武汉飞游2016年5-10月新增的主要客户营业收入情况如下：

序号	客户名称	2016年1-4月收入(万元)	2016年1-10月收入(万元)
1	武汉到店科技有限公司	-	339.26
2	广州彩瞳网络技术有限公司	15.89	130.36
3	广州优视网络科技有限公司	-	108.79
4	深圳掌酷科技有限公司	-	60.62
5	掌阅科技股份有限公司	-	57.35
6	西安听雪网络科技有限公司	-	56.99
7	广州爱九游信息技术有限公司	14.31	43.06
	小计	30.20	796.42

2016年1-10月，武汉飞游上述新增客户实现营业收入796.42万元，占2016年预测金额7,343.35万元的比重为10.85%。

2、长沙聚丰合同执行情况和新增客户情况

(1) 合同执行情况

中铭国际评估的长沙聚丰2016年5-12月的收入是依据长沙聚丰正在执行和有意向签订的合同进行预测的，因长沙聚丰客户数量较多，且集中度较高，考虑长沙聚丰业务内容的全面性和样本客户的代表性，本次评估预测了长沙聚丰前十大客户的收益情况，2016年1-10月长沙聚丰正在执行合同的执行情况如下：

序号	客户名称	产品内容	2016年1-4月收入(万元)	2016年5-12月预测数(万元)	2016年预计收入(万元)	2016年1-10月收入(万元)	完成率
----	------	------	-----------------	-------------------	---------------	------------------	-----

1	百度在线网络技术(北京)有限公司	百度联盟广告	589.46	1,116.83	1,706.29	1,447.22	84.82%
2	日月同行信息技术(北京)有限公司	下载器	477.37	954.74	1,432.11	1,073.00	74.92%
3	上海高欣计算机系统有限公司	日历表、下载器	288.05	576.11	864.16	1,169.87	135.38%
4	山西成宁科技有限公司	腾讯管家	99.06	198.11	297.17	99.06	33.33%
5	深圳市腾讯计算机系统有限公司	应用宝等	69.39	34.69	104.08	104.33	100.24%
6	广州彩瞳网络技术有限公司	PP助手安卓	68.92	137.84	206.76	171.26	82.83%
7	广州爱九游信息技术有限公司	时空猎人、神魔	62.84	146.63	209.47	188.95	90.20%
8	上海速合广告有限公司	梦幻西游、大话西游	67.73	135.46	203.19	67.73	33.33%
9	广东瓦力网络科技股份有限公司	腾讯管家	58.34	116.69	175.03	66.96	38.26%
10	上海乐湃网络科技有限公司	51助手	56.36	112.71	169.07	114.1	67.49%
11	海南至尊联盟网络科技有限公司	XY助手、应用宝等	323.63	647.25	970.88	510.86	52.62%
合计			2,161.14	4,177.07	6,338.21	5,013.34	79.10%

根据上表可知，2016年1-12月长沙聚丰前十大客户预测收入为6,338.21万元，2016年1-10月份，经审计已实现的收入5,013.34万元，完成率为79.10%。2016年1-10月，长沙聚丰已完成预测收入的93.61%。

(2) 主要新增客户情况

长沙聚丰上述预测中，2016年5-10月实际实现的营业收入与原来的预测存在一定差异，主要是长沙聚丰所处互联网营销行业，与客户合作签订的都是框架下协议，具体根据每月的合作情况再进行结算。长沙聚丰根据与合作客户的情况，对推广的产品、单价、收益情况会进行比较，如同一款产品不同客户给出的推广单价不一样，长沙聚丰会在客户、推广的产品中进行选择。除上述预测的主要客户之外，长沙聚丰2016年1-10月新增的主要客户营业收入情况如下：

序号	客户名称	2016年1-4月收入 (万元)	2016年1-10月收入 (万元)
1	北京龙腾伟业科技有限公司	85.77	139.28
2	北京耀新世纪科技有限公司	-	133.95
3	北京世界星辉科技有限责任公司	39.41	111.94
4	北京新势力网络科技有限公司	-	91.32
5	西安听雪网络科技有限公司	-	91.10
6	深圳布巴科技有限公司	-	84.90
7	深圳市方贝科技有限公司	18.15	74.30
8	马鞍山琢学网络科技有限公司	-	65.13
9	北京知时之行科技有限公司	-	61.82
10	北京乘风网络科技有限公司	-	101.01
	小计	143.33	954.76

2016年1-10月，长沙聚丰上述新增客户实现营业收入954.76万元，占预测金额7,879.19万元的比重为12.12%。

(二) 结合最新业绩情况，分别补充披露两家标的公司2016年预测营业收入和净利润的可实现性

1、2016年1-10月武汉飞游经营业绩实现情况

2016年1-10月，武汉飞游经审计的经营业绩如下：

单位：万元

项目	2016年1-4月	2016年5-12月	2016年预测数	2016年1-10月	完成率

	实现数	预测数		实现数	
营业收入	2,291.34	5,052.11	7,343.45	5,863.89	79.85%
净利润	828.77	1,508.04	2,336.81	2,180.59	93.31%

根据上表可知，2016年1-10月，武汉飞游已完成预测收入的79.85%，净利润已经完成预测93.31%。2016年1-10月武汉飞游（合并口径）已实现扣非后净利润2,195.76万元，占承诺净利润2,380.00万元的比例为92.26%，2016年预测业绩可实现性较强。

2、2016年1-10月长沙聚丰经营业绩实现情况

2016年1-10月，长沙聚丰经审计的经营业绩如下：

单位：万元

项目	2016年1-4月 实现数	2016年5-12月 预测数	2016年预测数	2016年1-10月 实现数	完成比率
营业收入	2,670.48	5,208.71	7,879.19	7,375.80	93.61%
净利润	1,061.65	1,838.16	2,899.81	2,704.42	93.26%

根据上表可知，2016年1-10月，长沙聚丰已完成预测收入93.61%，净利润已经完成预测93.26%。2016年1-10月长沙聚丰（不含华强聚丰）已实现扣非后的净利润2,682.74万元，占承诺净利润2,900.00万元的比例为92.51%，2016年预测业绩可实现性较强。

（三）结合核心技术优势、合同签订和执行情况、媒体资源获取能力等，分别补充披露两家标的公司2017年及以后年度营业收入的具体预测依据及其合理性

1、武汉飞游未来五年营业收入预测情况

2017年度至2021年度，武汉飞游未来五年营业收入具体预测情况如下：

单位：万元

项目	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度
页面广告营销	208.67	219.11	219.11	219.11	219.11
软件营销及推广	9,420.74	12,046.15	13,425.05	14,176.88	14,597.15
合计	9,629.42	12,265.26	13,644.15	14,395.99	14,816.25

增长率	31.13%	27.37%	11.24%	5.51%	2.92%
年复合增长率	13.91%				

由上表可知，武汉飞游未来五年营业收入增长率分别为 31.13%、27.37%、11.24%、5.51%和 2.92%，年复合增长率为 13.91%。

2、长沙聚丰未来五年营业收入预测情况

2017 年度至 2021 年度，长沙聚丰未来五年营业收入具体预测情况如下：

单位：万元

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度
页面广告营销	1,842.80	1,842.80	1,842.80	1,842.80	1,842.80
软件营销及推广	8,526.96	11,428.62	12,428.50	13,237.61	13,619.96
合计	10,369.76	13,271.41	14,271.29	15,080.41	15,462.75
增长率	31.61%	27.98%	7.53%	5.67%	2.54%
年复合增长率	14.44%				

由上表可知，长沙聚丰未来五年营业收入增长率分别为 31.61%、27.98%、7.53%、5.67%和 2.54%，年复合增长率为 14.44%。

3、标的公司核心技术优势

(1) 网站流量管理系统

武汉飞游、长沙聚丰自己开发的搜索引擎编辑个人流量统计系统，可实现自动累计并展示每个员工所负责业务从搜索引擎过来的流量情况，并对流量进行资源分类（如下载、文章、专题等），根据不同的资源设置不同的分值，每月汇总分值用于网站运营部门员工绩效考核；该系统可统计查询某时间段内流量关键字数量，还可查询不同平台（移动端和 PC 端）的流量情况，根据流量来源情况制定关键词优化策略以及网站运营推广策略。

该技术可实现标的公司对自有媒体资源的有效管理，在不断降低成本的同时，增加网站流量，并提高流量的变现率。

(2) 后台数据监测系统

标的公司开发的资源收录查询系统可实现对每个编辑每天添加的资源搜录情况进行跟踪分析，优化资源内容，提高网页收录比例。后台数据监控系统可实时监控网站甚至某一功能模块是否运行正常，当出现故障时，可第一时间预警并通知技术和运维人员及时处理。后台数据监控系统可保证标的公司自有媒体资源的正常运行，为网站运行优化提供建议。

（3）网站页面设计及管理

标的公司针对自有媒体，采用独立的图片服务器和文件服务器，采用了 CDN 加速技术，使访问下载更快捷。图片管理系统具有可快速生成各种尺寸的缩略图功能，以适用各种页面调用。标的公司自有媒体网站地图明确、布局合理、板块整洁、结构清晰帮助用户最短时间找到所需要的内容。标的公司自有媒体网站页面使用 html5 以及 DIV+CSS3+jquery ajax 技术，使代码更精简，访问速度更快，更好的兼容各浏览器、兼容各种屏幕尺寸的移动设备，带给互联网用户更好的体验。

4、客户的特性有助于标的公司 2017 年及以后预测营业收入的实现

武汉飞游、长沙聚丰作为具有自有媒体资源的互联网营销商，在与客户的合作中具有比较强的主动性。互联网行业中，互联网厂商都有推广自己产品的需求，在具体什么渠道推广，取决于各渠道的推广能力。标的公司拥有自有的媒体资源，并且自有资源媒体资源拥有稳定的具一定规模的流量，是互联网厂商推广自身产品的有效渠道之一。标的公司与客户的合作具有较强的黏性，且标的公司具有一定的主动权。标的公司现有的合作客户中，大部分将与标的公司继续合作，同时标的公司根据市场行情、市场最新发展趋势，不断拓展新的客户。

5、不断提高的媒体资源获取能力有助于收入的增长

标的公司在发展自营业务的同时，也不断拓展联盟业务。随着自有媒体资源流量的继续增长，标的公司在行业内的影响力、话语权进一步提升。互联网行业内存在较多的中小网站，该部分网站变现能力较差，标的公司利用自有媒体的优势、运作经验，将该部分中下媒体资源有效整合，提高其他中下媒体资源的流量及变现能力，同时也提高标的公司自身分发能力，有助于自身业务增长。

6、未来行业发展和市场情况有利于公司收入的增长

近年来，中国互联网的高速发展和普及促进了互联网营销行业快速增长。根据艾瑞咨询统计，未来两年互联网广告市场规模仍将保持较高增长水平。2017年及以后年度，两家标的公司营业收入预测增长率与艾瑞咨询公布的互联网广告市场规模增长率对比如下：

项目	2017年	2018年	2019年
长沙聚丰收入增长率	31.61%	27.98%	7.53%
武汉飞游收入增长率	31.13%	27.37%	11.24%
移动广告市场规模增长率	50.2%	39.0%	
互联网广告市场规模增长率	24.9%	19.3%	

从上表可以看出，两家标的公司收入增长率的变化趋势与互联网广告市场规模增长率基本一致，呈逐年递减趋势。2017年营业收入预测增长率高于艾瑞咨询公布的互联网广告市场规模增长率，但是大大低于移动广告市场规模增长率，主要是因为近几年移动互联网处于快速发展期，历史收入增长势头很猛，未来也将大力发展移动端广告业务。2018年及以后随着业务体系成熟，收入规模进一步扩大，营业收入的增速逐渐放缓，与行业增速逐步趋同。总体来说，收入增长预测符合行业发展趋势，未来预测是合理的。

7、同行业可比交易案例未来营业收入情况

2017年至2021年，武汉飞游、长沙聚丰预测收入均保持持续增长趋势，其复合增长率分别为13.91%和14.44%。近两年来，A股市场的15家上市公司收购互联网营销行业公司的交易方案成功实施，该等收购案例中标的公司收入预测情况复合增长率如下：

序号	上市公司	标的公司	复合增长率
1	广博股份	灵云传媒	25.66%
2	联创互联	上海新合	26.89%
		上海激创	19.96%
3	科达股份	百孚思	11.45%

		雨林木风	16.27%
		派瑞威行	13.87%
4	天龙集团	煜唐联创	11.33%
5	梅泰诺	日月同行	13.34%
6	明家联合	微赢互动	15.93%
		云时空	15.56%
7	新嘉联	巴士在线	16.67%
8	利欧股份	万圣伟业	15.22%
		智趣广告	20.12%
9	深大通	冉十科技	24.87%
10	万润科技	万象新动	18.55%
11	思美传媒	爱德康赛	21.89%
12	光环新网	无双科技	14.76%
13	联建光电	深圳力玛	29.15%
14	龙力生物	快云科技	21.31%
15	浙江富润	泰一指尚	29.42%
平均值			19.11%
恒大高新		武汉飞游	13.91%
		长沙聚丰	14.44%

数据来源：依据公告的重组报告书，各标的公司预测期收入预测数据计算得出。

根据上表所示，同行业可比交易案例标的公司平均预测收入复合增长率为**19.11%**，高于武汉飞游、长沙聚丰未来五年预测收入复合增长率，综上，武汉飞游、长沙聚丰预测期收入符合同行业公司的预测收入增长平均水平。

二、评估师核查意见

经核查，评估师认为：1、根据两家标的公司评估预测中正在执行和有意签订的合同的执行情况，以及2016年1-10月主要新增客户的收入实现，2016年1-10月武汉飞游、长沙聚丰业绩情况良好；根据2016年1-10月，标的公司经审计的经营业绩情况，武汉飞游、长沙聚丰已实现的净利润均占全年承诺金额的

90%以上，2016年业绩具有较强的可实现性；2、中国网络营销行业正处于高速发展阶段，标的公司具备自有媒体，拥有较强的核心技术优势，报告期内标的公司客户合作关系稳定且客户数量不断增加，标的公司收入预测增长率符合同行业公司的收入增长率预测平均水平，标的公司未来业绩预测具备合理性和可实现性。

[反馈意见 4]申请材料显示，两家标的公司报告期毛利率均逐年提高，评估预测毛利率均在2016年1-4月的水平上逐年下降。申请材料同时显示，武汉飞游和长沙聚丰收益法评估折现率分别为14.24%和14.63%。请你公司：1)结合预期营销服务价格及成本构成情况，补充披露两家标的公司收益法评估毛利率的合理性。2)补充披露两家标的公司收益法评估净利率的合理性。3)结合同行业可比交易案例，补充披露两家标的公司收益法评估折现率选取的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

[评估师回复]

一、关于反馈问题的答复

(一) 标的公司收益法评估毛利率的合理性

1、标的公司毛利率预测情况

(1) 武汉飞游毛利率预测情况

收益法预测中，武汉飞游毛利率预测情况如下：

序号	毛利率	未来预测					
		2016年 5-12月	2017	2018	2019	2020	2021
1	页面广告	44.88%	43.89%	43.89%	42.89%	41.89%	41.39%
2	软件营销及推广	43.60%	42.60%	42.60%	40.80%	39.80%	38.95%
3	综合毛利率	43.63%	42.62%	42.62%	40.83%	39.83%	38.98%

报告期内，武汉飞游毛利率情况如下：

项目	2014年	2015年	2016年1-4月

页面广告	28.44%	31.44%	44.89%
软件营销及推广	11.33%	32.86%	43.60%
综合毛利率	16.73%	32.71%	43.68%

2016年5-12月，武汉飞游页面广告业务、软件营销推广业务毛利率预测与2016年1-4月相同，以后年度略有下降。

(2) 长沙聚丰毛利率预测情况

收益法预测中，长沙聚丰毛利率预测情况如下：

序号	毛利率	未来预测					
		2016年 5-12月	2017	2018	2019	2020	2021
1	页面广告	60.96%	60.96%	59.96%	57.86%	55.96%	55.58%
2	软件营销及推广	57.41%	56.41%	56.21%	53.21%	51.01%	50.41%
3	综合毛利率	58.17%	57.22%	56.73%	53.81%	51.61%	51.03%

报告期内，长沙聚丰毛利率情况如下：

项目	2014年	2015年	2016年1-4月
页面广告	42.91%	48.24%	73.68%
软件营销及推广	28.39%	36.77%	57.41%
综合毛利率	33.68%	40.67%	60.81%

2016年5-12月，长沙聚丰页面广告业务毛利率预测为2015年和2016年1-4月的平均值，软件营销推广业务毛利率预测与2016年1-4月相同，以后各年度略有下降。

2、预期营销服务价格及成本构成情况

标的公司主要从事互联网营销业务，其中页面广告主要是利用自有媒体资源参与百度公司广告联盟，根据互联网用户的登陆点击量等与百度公司结算，参与百度公司分成。软件营销与推广业务主要是利用自有媒体和外部联盟媒体资源为客户提供软件产品推广服务。一般来说，互联网厂商前期对产品的推广价格较高，后期随着产品具有一定的市场用户后，推广价格会有所下降。同时，互联网营销行业存在阶梯定价的情形，随着标的公司自有媒体资源流量的上升，推广数量规

模将继续增加，对客户的议价能力得到增强。

标的公司的成本主要为自有媒体的推广成本、外部联盟产品推广成本和自有媒体的运营人力成本、服务器成本等。经过多年的运营经验，标的公司对成本及对应产生的效益已具有较强的把控能力，随着对自营媒体流量获取经验的积累，流量变现能力的增强，自有媒体的推广成本将以低于自营收入的速度增长。

3、2016年1-10月标的公司毛利率情况

2016年1-10月，武汉飞游页面广告业务毛利率为52.07%，软件营销与推广业务毛利率为46.67%，综合毛利率为46.98%。2016年1-10月，武汉飞游实际实现的毛利率高于预测的相关毛利率，主要是武汉飞游自有媒体资源流量继续增长，武汉飞游不断拓展客户，同时提高了媒体资源的变现能力。随着武汉飞游网站运营人员对流量吸引能力的增强，自有媒体资源对外推广的成本也不断降低。

2016年1-10月，长沙聚丰页面广告业务毛利率为61.53%，软件营销与推广业务毛利率为56.55%，综合毛利率为57.57%。页面广告业务实现的毛利率略高于预测毛利率，软件营销与推广业务和综合毛利率与预测毛利率接近。

综上，对标的公司未来毛利率的预测主要基于标的公司历史经营数据，结合评估基准日前后标的公司业务发展情况，对未来的谨慎预测。

(二) 标的公司收益法评估净利率的合理性

1、标的公司净利率预测情况

(1) 武汉飞游净利率预测情况

收益法预测中，武汉飞游净利率预测情况如下：

单位：万元

项目	2016 (5-12)	2017	2018	2019	2020	2021
营业收入	5,052.11	9,629.42	12,265.26	13,644.15	14,395.99	14,816.25
净利润	1,508.04	3,029.18	3,880.92	3,976.32	4,055.19	4,076.51
毛利率	43.63%	42.62%	42.62%	40.83%	39.83%	38.98%
净利率率	29.85%	31.46%	31.64%	29.14%	28.17%	27.51%

上述预测中，营业费用、管理费用主要根据各细分项目的性质，按固定部分和随收入对应变动部分进行预测。随着营业收入规模的扩大，期间费用占比将略

有所下降。

(2) 长沙聚丰净利率预测情况

收益法预测中，长沙聚丰净利率预测情况如下：

单位：万元

项目	2016 (5-12)	2017	2018	2019	2020	2021
营业收入	5,208.71	10,369.76	13,271.41	14,271.29	15,080.41	15,462.75
净利润	1,838.16	3,700.73	4,814.54	4,896.66	4,934.27	4,946.53
毛利率	58.17%	57.22%	56.73%	53.81%	51.61%	51.03%
净利率	35.29%	35.69%	36.28%	34.31%	32.72%	31.99%

上述预测中，营业费用、管理费用主要根据各细分项目的性质，按固定部分和随收入对应变动部分进行预测。随着营业收入规模的扩大，期间费用占比将略有下降。

2、2016年1-10月，标的公司净利润率情况

2016年1-10月，武汉飞游净利润率为35.72%，长沙聚丰净利润率为36.67%，均高于2016年5-10月预测的净利润率，主要是由于标的公司毛利率的提升，另外标的公司注意控制费用，期间费用占比降低。

综上，对收益法中净利润的预测主要是基于对标的公司历史期间数据的分析，结合标的公司业务特点，对标的公司未来经营业绩的谨慎预测。

(三) 结合同行业可比交易案例，补充披露两家标的公司收益法折现率选取的合理性

1、选择WACC作为折现率的合理性

根据《资产评估准则—企业价值》第二十六条、第三十二条等相关规定，评估时注册资产评估师应当根据被评估企业的具体情况选择恰当的预期收益口径，并确信折现率与预期收益的口径保持一致。

中铭国际按照收益额与折现率协调配比的原则，并结合标的公司未来经营模式、资本结构和未来收益的发展趋势等情况，确定选择自由现金流模型评估标的公司价值。中铭国际参考互联网营销行业公司评估操作实践，采用企业自由现金流模型、并采用与该模型相对应的WACC作为折现率。

2、武汉飞游、长沙聚丰折现率与可比交易折现率比较

近期国内 A 股市场同行业可比交易案例中折现率取值情况统计如下：

序号	上市公司	标的公司	折现率 WACC
1	广博股份	灵云传媒	12.35%
2	联创互联	上海新合	13.76%
		上海激创	13.63%
3	科达股份	百孚思	12.43%
		雨林木风	12.59%
		派瑞威行	12.59%
4	天龙集团	煜唐联创	12.21%
5	梅泰诺	日月同行	13.56%
6	明家联合	微赢互动	13.40%
		云时空	13.40%
7	新嘉联	巴士在线	12.74%
8	利欧股份	万圣伟业	12.80%
		智趣广告	12.90%
9	深大通	冉十科技	12.52%
10	万润科技	万象新动	13.00%
11	思美传媒	爱德康赛	14.62%
12	光环新网	无双科技	13.80%
13	联建光电	深圳力玛	13.33%
14	龙力生物	快云科技	12.50%
15	浙江富润	泰一指尚	12.50%
平均值			13.03%
恒大高新		武汉飞游	14.25%
		长沙聚丰	14.19%

本次评估中武汉飞游、长沙聚丰折现率计算过程及数据取值合理准确。武汉飞游、长沙聚丰的收益法评估折现率分别为 14.25%和 14.19%，折现率略高于可

比交易案例中标的公司的折现率的平均值 13.03%。

二、评估师核查意见

经核查，评估师认为：1、评估师主要基于标的公司业务发展情况，参考历史期间毛利率、净利率水平，对未来标的公司毛利率、净利率做出合理预测。2016年 1-10 月经审计的两家标的公司已实现的毛利率、净利率均高于预测的毛利率、净利率。标的公司预测的毛利率、净利率较为谨慎、可实现性较强；2、经过与同行业可比交易案例比较，标的公司折现率略高于可比公司，充分体现了标的公司处于业绩初期对应的相关经营风险，折现率的选取是合理的。

[反馈意见 5]申请材料显示，武汉飞游享受税收优惠政策，具有税收优惠风险。请你公司补充披露：1) 上述税收优惠的有效期限，以及到期后相关税收优惠是否具有可持续性。2) 相关假设是否存在重大不确定性及对本次交易评估值的影响。请独立财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见。

[评估师回复]

一、关于反馈问题的答复

(一) 武汉飞游税收优惠的有效期限，以及到期后相关税收优惠是否具有可持续性

1、双软企业的税收优惠政策

根据财政部、国家税务总局《关于企业所得税若干优惠政策的通知》（财税[2008]1 号）和财政部、国家税务总局《关于进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展企业所得税政策的通知》（财税[2012]27 号）的规定，我国境内新办软件企业经认定后，在 2017 年 12 月 31 日前自获利年度起计算优惠期，第一年至第二年免征企业所得税，第三年至第五年按照 25%的法定税率减半征收企业所得税，并享受至期满为止。

武汉飞游持有湖北省经济和信息化委员会于 2012 年 12 月 20 日核发的《软件企业认定证书》（编号：鄂 R-2012-0159）和湖北省经济和信息化委员会于 2012 年 11 月 30 日核发的《软件产品登记证书》（编号：鄂 DGY-2012-0568）。根据上述规定，武汉飞游以 2014 年度为首个获利年度，目前已向税务主管部门办理完

成 2014、2015、2016 年度税收减免备案，在 2014 年度和 2015 年度享受免交企业所得税的优惠政策，2016 年起享受减半征收企业所得税的优惠政策，2017 年度和 2018 年度可继续向税务主管机关申请办减半征收企业所得税备案，并享受至期满为止。

2、高新技术企业的税收优惠政策

根据《高新技术企业认定管理办法》（国科发火〔2016〕32 号）、《中华人民共和国企业所得税法》（主席令第 63 号）相关规定，通过认定的高新技术企业，其资格自颁发证书之日起有效期为三年，国家需要重点扶持的高新技术企业，减按 15%的税率征收企业所得税。

2013 年 9 月 3 日，武汉飞游取得了由湖北省科学技术厅、湖北省财政厅、湖北省国家税务局、湖北省地方税务局联合下发的“GR201342000170”号《高新技术企业证书》，武汉飞游自 2013 年 1 月 1 日起至 2015 年 12 月 31 日，可以按照 15%的优惠税率缴纳企业所得税。

根据《高新技术企业认定管理办法》（国科发火〔2016〕32 号）的规定，武汉飞游因被认定为高新技术企业而享受减免企业所得税的优惠政策的有效期限至 2015 年 12 月 31 日，到期后武汉飞游需重新申请认定为高新技术企业，从而保证其持续享有该税收优惠。

2016 年 9 月 12 日，武汉飞游通过高新技术企业认定管理工作网向认定机构提出认定申请。2016 年 11 月 30 日，湖北省科学技术厅公布了《关于湖北省 2016 年第一批拟认定高新技术企业名单的公示》，其中武汉飞游及武汉机游均拟被认定为高新技术企业。截至本反馈意见回复出具之日，公示期已届满。

（二）相关假设是否存在重大不确定性及对本次交易评估值的影响

1、相关税收优惠可持续性假设不存在重大不确定性

根据我国对双软企业相关税收优惠政策的规定，武汉飞游享受相关优惠政策不存在不确定性。另外，武汉飞游已进入 2016 年 12 月湖北省 2016 年第一批拟认定高新技术企业公示名单中，截至本反馈回复出具之日，名单公示日期已届满，武汉飞游已被认定为高新技术企业，可根据《高新技术企业认定管理办法》（国

科发火〔2016〕32号）的规定享受减免企业所得税的优惠政策。

2、优惠政策到期后无法续期对本次交易评估值的影响

假设武汉飞游双软企业相关税收优惠政策到期后武汉飞游又无法重新获得高新技术企业资格，武汉飞游自 2019 年以后执行 25%的所得税税率。经评估师测算，武汉飞游评估值将由 27,655.06 万元下降到 25,439.27 万元，降低 2,215.79 万元，降低 8.01%。

二、评估师核查意见

通过查阅武汉飞游的双软证书、《高新技术企业证书》及税收备案文件、公示文件等，查阅双软企业、高新技术企业的相关税收优惠政策，核查了武汉飞游可享受的相关税收优惠政策及有效期限。

经核查，评估师认为：1、武汉飞游以 2014 年度为首个获利年度，目前已向税务主管部门办理完成 2014、2015、2016 年度税收减免备案，在 2014 年度和 2015 年度享受免交企业所得税的优惠政策，自 2016 年起享受减半征收企业所得税的优惠政策，根据我国双软企业“两免三减半”的税收优惠政策，2017 年度和 2018 年度武汉飞游可继续向税务主管机关申请办理减半征收企业所得税备案。

2、2016 年 9 月 12 日，武汉飞游通过高新技术企业认定管理工作网向认定机构提出认定申请，2016 年 12 月进入湖北省 2016 年第一批拟认定高新技术企业公示名单中，截至本反馈回复出具之日，名单公示日期已届满，武汉飞游已被认定为高新技术企业，可根据《高新技术企业认定管理办法》（国科发火〔2016〕32 号）的规定享受减免企业所得税的优惠政策。2019 年如果武汉飞游不能继续享受高新技术企业的税收优惠，根据评估师的测算，将使得评估值降低 8.01%。

（本页无正文，为《中铭国际资产评估（北京）有限责任公司关于江西恒大高新技术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申请文件一次反馈意见的回复》之签字盖章页）

单位负责人（或授权代表）：_____

黄世新

签字注册资产评估师：

胡梅根

蔡久团

中铭国际资产评估（北京）有限责任公司

年 月 日