

广东联信资产评估土地房地产估价有限公司  
对深圳证券交易所《关于对广东潮宏基实业股份有限公司的  
重组问询函》的专项回复意见

深圳证券交易所：

根据贵所《关于对广东潮宏基实业股份有限公司的重组问询函》（中小板重组问询函（需行政许可）【2018】第 8 号）（以下简称《问询函》）的相关要求，相关评估人员对有关问题进行了认真研究复核，现对《问询函》中涉及的需要资产评估机构发表意见的问题回复如下：

**问题二、本次交易增值率为 794.57%，请结合思妍丽的市场地位、在手订单情况、最近两年及一期的业绩表现等因素，以及主要评估假设、计算模型和主要评估参数的选取及其依据等，详细说明本次评估增值率较高的原因及合理性。请资产评估机构、独立财务顾问核查并发表明确意见。**

**答复：**

**1、思妍丽的市场地位、在手订单情况、最近两年及一期的业绩表现**

**（1）思妍丽的市场地位**

思妍丽是中国美容行业的领先企业，经过数年的发展，专注于高端美容这一细分领域，目前已发展成为一家全国性的高端美容连锁集团。思妍丽在上海、北京、武汉、重庆、深圳等城市的核心地段高端商区开设大量直营店，在大连、苏州、无锡等地开展加盟业务。思妍丽业务涉及生活美容、医疗美容、中医养生等多个领域，拥有经验丰富的管理团队，“思妍丽”高端品牌在生活美容市场积累了大量的忠实高净值客户。根据奥纬咨询的不完全统计，思妍丽在美容服务市场占有率约为 15%~20%，思妍丽在高端美容市场具有较高的市场地位。

## (2) 在手订单情况

截至 2018 年 1 月 31 日，思妍丽在全国 18 座城市拥有 93 家“思妍丽”品牌直营生活美容门店、4 家“Bioyaya”品牌直营医疗美容门店、2 家“生脉源”品牌直营中医养生门店，已拥有超过 12 万名个人会员。同时，与思妍丽合作的加盟商已达 25 个，在 25 座城市拥有“思妍丽”品牌生活美容加盟门店 43 家。

思妍丽目前拥有的门店数量与会员数量是思妍丽实现业绩稳定增长的重要保障。

## (3) 最近两年及一期的业绩表现

思妍丽最近两及一期的业绩表现情况如下：

单位：万元

项目	2018 年 1 月	2017 年度	2016 年度
营业收入	5,432.79	67,955.11	69,070.47
营业利润	330.40	9,686.64	8,914.81
利润总额	306.15	10,028.23	9,229.43
净利润	<b>224.99</b>	<b>7,684.77</b>	<b>6,750.84</b>
归属于母公司股东的净利润	<b>209.76</b>	<b>7,468.81</b>	<b>6,381.93</b>

注：以上财务数据未经审计。

自 2016 年度以来，标的公司连续经历了两次控制权变更，标的公司管理层以稳健经营为业务基调，减缓了新产品的推出速度，并着重对一些盈利能力较差的门店进行了梳理和处置，这两年的业绩在标的公司的经营历史中也处于相对较低的水平。经过近两年的梳理，标的公司 2017 年度的业绩水平企稳回升。

## 2、主要评估假设、计算模型和主要评估参数的选取及其依据

评估机构以 2018 年 1 月 31 日为预估基准日采用收益法对思妍丽股东全部权益价值进行了预估，具体如下：

### (1) 评估假设

本次预估时，主要是基于以下重要假设及限制条件进行的，当以下重要假设及限制条件发生较大变化时，预估结果应进行相应的调整。

①一般假设：

A.假设预估基准日后被评估单位持续经营，并在经营方式上与现时保持一致；

B.假设预估基准日后被评估单位所处国家和地区的政治、经济和社会环境无重大变化；

C.假设预估基准日后国家宏观经济政策、产业政策和区域发展政策无重大变化；

D.假设和被评估单位相关的利率、汇率、赋税基准及税率、政策性征收费用等预估基准日后无重大变化；

E.假设被评估单位的经营者是负责的，且其管理层有能力担当其职务和履行其职责。并假设能保持现有的管理、业务、技术团队的相对稳定，或变化后的管理、业务、技术团队对公司经营管理无重大影响；

F.假设被评估单位完全遵守所有相关的法律法规；

G.假设预估基准日后无不可抗力对被评估单位造成重大不利影响。

②特殊假设：

A.假设预估基准日后被评估单位采用的会计政策和编写评估报告时所采用的会计政策在重要方面保持一致；

B.假设预估基准日后被评估单位在现有管理方式和管理水平的基础上，经营范围、运营方式、合作关系等与目前保持一致；

C.本次评估假设被评估单位的经营业务无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素对被评估单位的运营造成重大不利影响，被评估单位及被评估资产现有用途不变并原地持续使用；

D.假设预估基准日后被评估单位的主营业务保持目前的市场竞争态势；

E.假设被评估单位目前取得的各项行业资质在有效期到期后能顺利通过有关部门的审批，行业资质持续有效；

F.本次评估是假设被评估单位以评估基准日的实际存量为前提，收益的计算

以会计年度为基准，未来能够持续经营，被评估单位的收益实现日为每年年中，且6年后的各年收益总体平均与第6年相同。

## (2) 评估模型

### ①收益法模型

根据企业实际情况，假设企业可持续经营，本次评估的基本模型为：

$$E = P + C - D \quad (1)$$

式中：

$E$ ：股东全部权益价值

$P$ ：经营性资产价值

$C$ ：非经营性资产、负债和溢余资产

$D$ ：付息债务价值

其中：经营性资产价值  $P$

$$P = \sum_{i=0.92}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_{n+1}}{r(1+r)^n} \quad (2)$$

式中：

$R_i$ ：未来第  $i$  年的自由现金流量

$R_{i+1}$ ：未来第  $i+1$  年的自由现金流量

$r$ ：折现率；

$i$ ：收益年期  $i=0.92, 1.92, 2.92, \dots, n$

其中：企业自由现金流量  $R$

$R = \text{息税前利润} \times (1 - \text{所得税率}) + \text{折旧及摊销} - \text{资本性支出} - \text{营运资金追加额} \quad (3)$

根据被评估单位的经营历史和生产、以及未来市场发展情况等，测算其未

来预测期内的现金流量。其次，假定预测期后，被评估单位以永续经营，其收益保持与其预测期的等额现金流量。最后，将两部分的现金流量进行折现处理加和，得到被评估单位经营性资产价值。

### ②折现率的确定

本次评估按照加权平均资本成本（WACC）计算确定折现率，加权平均资本成本指的是将企业股东预期回报率和付息债权人的预期回报率按照企业资本结构加权平均计算的预期回报率，计算公式为：

$$WACC = \frac{E}{D+E} \cdot R_e + \frac{D}{D+E} \cdot (1-T) \cdot R_d \quad (4)$$

式中：

$E$ ：权益资产价值

$D$ ：债务市场价值

$R_e$ ：权益资本成本

$T$ ：所得税率

$R_d$ ：债务资本成本

$$R_e = R_f + \beta \cdot ERP + R_c \quad (5)$$

式中：

$R_f$ ：无风险利率

$\beta$ ：权益系统风险系数

$ERP$ ：市场风险溢价

$R_c$ ：企业特定风险调整系数

### ③收益期限的确定

资产的价值体现在获取未来的能力上，直接与未来收益期的长短相联系。总体而言，应该涵盖委估资产的整个收（受）益期限。从整个受益年度出发，可以是有限期与无限期的统一。在企业持续经营假设条件下，无法对将来影响企业所在行业继续经营的相关限制性政策或者相关限制性规定是否可以解除做出预计，则在测算其收益时，收益期的确定可采用无限期（永续法）。

假设行业存续发展的情况不会产生较大变化，本次预估假定是持续经营，因此拟采用永续的方式对现金流进行预测，即预测期限为无限期。

可以预测的期限 5.92 年，假设 5.92 年后被评估单位的业务基本进入一个比较稳定的时期，因此明确的预测期之后的年现金流不再考虑增长，以预测前阶段最后一年（2023 年）的现金流作为永续后段各年的现金流。

### （3）主要评估参数的选取及其依据

#### ①权益资本成本 $R_e$

权益资本成本是企业股东的预期回报率，实际操作中常用资本资产定价模型计算权益资本成本，计算公式为：

$$R_e = R_f + \beta \cdot ERP + R_c$$

式中： $R_f$ ：无风险利率

$\beta$ ：权益系统风险系数

$ERP$ ：市场风险溢价

$R_c$ ：企业特定风险调整系数

#### A.无风险利率 $R_f$

无风险报酬率是对资金时间价值的补偿，本次评估的无风险报酬率根据同花顺 iFinD 资讯系统终端查询的基准日国债到期收益率进行取值。

#### B.权益系统风险系数 $\beta$

$\beta$  为衡量公司所处行业系统风险的指标,通常采用商业数据服务机构所公布的公司股票的  $\beta$  值来替代。首先,评估人员查询了中国证券市场上标的公司所属行业的加权剔除财务杠杆调整系数  $\beta_i$  (加权方式:算数平均)。然后,结合下述计算公式及被评估单位的所得税率确定被评估单位的企业风险系数  $\beta_e$ :

$$\beta_e = \beta_i \times \left[ 1 + (1-T) \times \frac{D}{E} \right]$$

式中:  $\beta_e$ : 有财务杠杆  $\beta$ ;

$\beta_i$ : 无财务杠杆  $\beta$ ;

$T$ : 被评估单位所得税率;

$D/E$ : 付息债务/股权价值的比率

本次评估采用被评估单位自身的  $D/E$  计算  $\beta_e$ 。

### C. 市场风险溢价 ERP

市场风险溢价 (ERP) 反映的是投资者因投资于风险相对较高的资本市场而要求的高于无风险报酬率的风险补偿。其中证券交易所股价指数是由证券交易所编制的表明股票行市变动的一种供参考的指示数字,是以交易所挂牌上市的股票为计算范围,综合确定的股价指数。通过计算证券交易所股价指数的收益率可以反映股票市场的股票投资收益率,结合无风险报酬率可以确定市场风险溢价 (ERP), 计算公式为:

$$ERP = R_m - R_f$$

式中:  $R_m$ : 市场预期报酬率

$R_f$ : 无风险利率

目前国内证券市场主要用来反映股市的证券交易所股价指数为上证综指

(000001)、深证成指(399001),其中上证综指(000001)是上海证券交易所编制的,以上海证券交易所挂牌上市的全部股票为计算范围、以发行量为权数的加权综合股价指数;深证成指(399001)是深圳证券交易所的主要股指,它是按一定标准选出40家有代表性的上市公司作为成份股,用成份股的可流通数作为权数,采用综合法编制的股价指数。故本次评估通过选用上证综指(000001)、深证成指(399001)按几何平均值计算的指数收益率作为股票投资收益的指标,将其两者计算的指标平均后作为市场预期报酬率( $R_m$ )。

无风险收益率 $R_f$ 的估算采用国债的到期收益率作为无风险收益率。样本的选择标准是每年年末距国债到期日的剩余年限超过10年的国债,最后以选取的全部国债的到期收益率的平均值作为每年年末的无风险收益率 $R_f$ 。

本次评估收集了上证综指(000001)、深证成指(399001)的年度指数,分别按几何平均值计算2008年至2017年上证综指(000001)、深证成指(399001)的年度指数收益率,然后将计算得出的年度指数收益率进行算术平均作为各年股市收益率( $R_m$ ),再与各年无风险利率( $R_f$ )比较,从而得到股票市场各年的市场风险溢价(ERP),此后采用各年市场风险溢价(ERP)的算术平均值作为目前国内股市的市场风险溢价。

#### D.企业特定风险调整系数 $R_c$

企业特定风险调整系数 $R_c$ 的确定需要将被评估单位重点考虑以下几方面因素:企业规模、企业所处经营阶段、历史经营情况、企业的财务风险、公司内部管理及控制机制等,经过综合分析确定被评估单位特定风险调整系数 $R_c$ 。

根据上述确定的数据计算出权益资本成本 $R_e$ 。

#### ②债务资本成本 $R_d$

债务资本成本按评估基准日时银行1-5年贷款利率进行取值。

### 3、本次评估增值率较高的原因及合理性



思妍丽是中国美容行业的领先企业，经过数年的发展，专注于高端美容这一细分领域，目前已发展成为一家全国性的高端美容连锁集团。思妍丽业务涉及生活美容、医疗美容、中医养生等多个领域，拥有经验丰富的管理团队，“思妍丽”高端品牌在生活美容市场积累了大量的忠实高净值客户。

思妍丽一方面着力发展直营店，深度参与终端营销，另一方面开展加盟合作模式，发展优质加盟商并参与其产品规划、培训、营销计划等重点工作，独特的业务模式促进了最终消费群体的扩大，并保证了其消费忠诚度。随着思妍丽品牌知名度的逐渐提高，最终实现业务规模的较快速扩张。

思妍丽属于美容行业，主要支出为人工成本、门店租金等，固定资产投入相对较小。同时，标的公司的日常运营方式为“公司先预收，顾客后消费”，对股东投入的要求较低，净资产账面值不高。该行业毛利率普遍较高，盈利能力较强，其收益水平与固定资产投入、净资产高低关系较小。本次评估参考思妍丽历史经营数据，并充分考虑了其客户资源、销售渠道、运营方式、管理技术、人才团队、品牌影响力等重要的无形资产所带来的超额收益，在此基础上对未来收益进行了合理的预测。根据预测，思妍丽未来业绩发展空间较大，因此，根据未来预计收益进行折现得出的评估价值较账面净资产增值较大。

综上所述，结合思妍丽的市场地位、在手订单情况、最近两年及一期的业绩表现，本次评估增值率具有合理性。

经核查，资产评估机构认为：标的公司预估值的主要评估假设、计算模型和主要评估参数的选取合理，结合思妍丽的市场地位、在手订单情况、最近两年及一期的业绩表现，本次评估增值率具有合理性。

**问题四、根据预案，思妍丽 2016 年的股权转让价格为 45.26 元/股，请补充披露该转让价格与本次交易评估作价的差异及其合理性。请资产评估机构、独立财务顾问核查并发表明确意见。**

**答复：**

标的公司 2016 年 9 月股权转让的价格为 45.26 元/股，对应的标的公司整体估值为 15.09 亿元，股权转让价格系交易双方基于标的公司 2016 年预计盈利水

平协商谈判作出，对应 2016 年未经审计的归属于母公司股东的净利润的市盈率约为 23.64 倍。本次交易中，经具有证券期货相关业务资格的评估机构预估，截至 2018 年 1 月 31 日思妍丽 100% 股份按照收益法评估的预估值为 175,823.21 万元，对应 2017 年未经审计的归属于母公司股东的净利润、2018 年承诺净利润的市盈率分别为 23.54 倍和 17.58 倍。

标的公司两次股权转让的作价依据不同，但从市盈率的角度看，两次交易估值对应市盈率倍数分别为 23.64 倍和 23.54 倍，不存在实质差异。

经核查，资产评估机构认为：思妍丽 2016 年股权转让与本次交易的作价依据不同，但两次估值所对应的市盈率水平相当，价格差异具有合理性。

**问题五、根据预案，思妍丽 2018 年的股权转让中，股权转让的受让方为本次交易的资金过桥方，转让价格系股东之间协商的结果，公司估值以思妍丽 2017 年预计净利润为参考依据。同时潮尚精创的受让价格高于其他方的原因是潮尚精创对应的股权出售方为渣打直投和渣打毛里求斯，在本次股权转让前，Standard Chartered Private Equity (Mauritius) III Limited、Standard Chartered Private Equity Limited (以下合计简称“渣打”) 合计持有思妍丽 49% 的股份，渣打为思妍丽第一大股东，考虑到渣打在其作为第一大股东期间对思妍丽的贡献，给予适当溢价。请补充披露 2018 年转让价格与本次交易评估作价的差异及其合理性。请资产评估机构、独立财务顾问核查并发表明确意见。**

**答复：**

为进一步加快推动公司建立中高端时尚生活生态圈的战略布局，上市公司已于 2017 年 1 月取得思妍丽 26% 的股权，现为更好的促进上市公司与思妍丽在资源共享、业务发展等方面的产业协同，上市公司本次重组拟收购思妍丽其他股东持有的思妍丽剩余 74% 的股权。因充分考虑标的公司股东的现金退出需求以及公司的现金支付能力，为在短时间内及时锁定交易机会，确保本次重组的顺利进行，2018 年 2 月由公司关联人潮尚精创联合中兵金正、复轩时尚、周德奋、横琴翰飞 4 名财务投资者以现金方式先行受让思妍丽 61.50% 股权，并通过本次交易转让给上市公司。

标的公司 2018 年 2 月股权转让价格与本次交易作价的情况如下：

单位：元

交易对方	2018 年 2 月股权转让		本次交易	
	受让对价	定价方式	转让对价	定价方式
潮尚精创	286,717,092	协商	286,717,092	以收益法预 估值为基础， 协商确定
中兵金正	300,000,000	协商	300,000,000	
复轩时尚	200,000,000	协商	200,000,000	
周德奋	200,000,000	协商	200,000,000	
横琴翰飞	95,500,000	协商	95,500,000	
渣打直投	不适用	不适用	44,200,000	
渣打毛里求斯	不适用	不适用	168,300,000	

潮尚精创、中兵金正、复轩时尚、周德奋、横琴翰飞 5 名交易对方在标的公司 2018 年 2 月股权转让中的受让价格与本次交易中取得的交易对价不存在差异。

经核查，资产评估机构认为：潮尚精创、中兵金正、复轩时尚、周德奋、横琴翰飞 5 名交易对方在标的公司 2018 年 2 月股权转让中的受让价格与本次交易中取得的交易对价不存在差异。

（本页无正文，为《广东联信资产评估土地房地产估价有限公司对深圳证券交易所《关于对广东潮宏基实业股份有限公司的重组问询函》的专项回复意见》之签字盖章页）

资产评估师：张 晗

资产评估师：麦健斌

广东联信资产评估土地房地产估价有限公司

年 月 日