

# 上海众华资产评估有限公司关于深圳证券交易所 《关于对神州易桥信息服务股份有限公司的重组问询函》 之回复报告

根据深圳证券交易所《关于对神州易桥信息服务股份有限公司的重组问询函（非许可类重组问询函[2018]第7号）》（以下简称《重组问询函》）的相关要求，上海众华资产评估有限公司对有关问题进行了认真分析及回复，具体如下：

## 九、预估情况

本次交易采用收益法进行预估，评估基准日为2017年12月31日，快马财税100%股权的预估值为95,000万元，未经审计的母公司所有者权益为80,294.07万元，预估增值14,705.93万元，增值率18.32%。

请你公司：（1）按照《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组》第二十四条、《主板信息披露业务备忘录第6号——资产评估相关事宜》和《会计监管风险提示第7号——轻资产类公司收益法评估》的要求，补充披露本次预估过程、预估主要参数及取得过程，特别是采用收益法下预计的各年收益或企业自由现金流等重要评估参数和依据情况；其中，营业收入预测应结合重大在手订单情况；不同评估方法下估值结果的差异及其原因、最终确定评估或估值结论的理由等；（2）结合标的公司的债务情况，详细说明收益法评估时是否考虑了融资成本的影响；（3）请独立财务顾问、评估师对上述问题进行核查并发表明确意见。

（1）补充披露本次预估过程、预估主要参数及取得过程，特别是采用收益法下预计的各年收益或企业自由现金流等重要评估参数和依据情况；其中，营业收入预测应结合重大在手订单情况；不同评估方法下估值结果的差异及其原因、最终确定评估或估值结论的理由等；

答复：

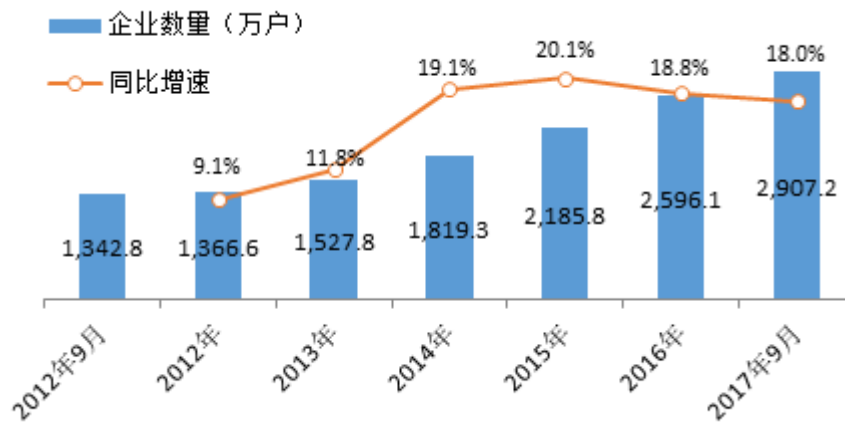
一、预估过程及预估主要参数的取得过程

（一）营业收入、成本、费用预测

标的公司是一家从事计算机服务；软件服务、技术开发、技术推广、技术服务、技术咨询、技术转让、技术孵化、科技鉴证；知识产权代理；广告设计；人

力资源外包；工商事务代理及咨询；税务事务代理及咨询；财务培训及咨询；经济贸易咨询服务；企业管理咨询；法律咨询与服务；信息咨询；代理记账的企业，标的公司经营团队根据企业历史年度经营情况及对未来经营形势进行分析后，对未来年度经营情况分析如下：

经了解，改革开放后市场活力被激发，企业总量快速增长。截至 2017 年 9 月，全国实有企业总量 2907.23 万户，注册资本（金）总额 274.31 万亿元，相比 2012 年 9 月底的 1342.80 万户和 80.15 万亿元，分别增长 116.5%和 242.3%。自从党的“十八大”以来，统计数据显示全国实有企业数量和注册资本（金）年平均增长率分别为 16.7%和 27.9%，尤其是 2014 年商事制度改革以来，同比增速迈上新台阶，企业数量每年以 20%左右的速度增长。



简单对 2012 年至 2017 年 9 月增长率取算术平均，平均增长率为 16.15%。本次预测未来 3 年收入增长率为 16.15%左右，2021、2022 年收入增长率逐年下降。未来成本和费用预测：按 2017 年占销售收入的比例进行预测。

标的公司的主营业务为代理记账及咨询服务，业务特性决定了合同收费较低，至评估基准日，标的公司在手的合同约几十万份，评估人员收集整理了标的公司各分子公司的在手合同及 2017 年每月营业收入来佐证标的公司营收预测的合理性。

评估时根据各项业务实际情况结合企业未来年度的业务发展规划，按照母公司报表口径预测如下：

单位：万元

项目 \ 年份	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后

营业收入	32,638.81	37,653.48	43,504.00	49,543.10	55,780.17	55,780.17
营业成本	8,852.99	10,211.11	11,784.92	11,890.98	13,226.11	13,226.11
营业费用	303.95	351.74	406.95	464.75	524.03	524.03
管理费用	1,803.88	2,020.03	2,288.49	3,081.22	3,375.02	3,375.02

标的公司资本结构无付息债务，财务费用主要为利息收入及手续费。由于利息收入及手续费由于金额较小，故本次评估时不予考虑。

## （二）税金及附加的预测

霍尔果斯快马财税管理服务有限公司的税金及附加中核算的项目是以销项税减进项税的差额作为计税基础的城建税、教育费附加及地方教育费附加。其中城建税、教育费附加、地方教育费附加分别为应交增值税的7%、3%及2%。同时该科目还核算了印花税等税费。具体预测如下：

单位：万元

项目 \ 年份	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年及以后
税金及附加	243.00	281.29	325.00	370.22	416.89	416.89

## （三）资产减值损失预测

本次评估中的资产减值损失是根据企业坏账准备占应收账款比例进行预测。

## （四）营业外收支的预测

营业外收入及支出为企业经营过程中的非正常收支，本次评估时不予考虑。

## （五）所得税及税后净利润预测

根据上述一系列的预测，可以得出被评估企业未来各年度的利润总额，在此基础上，按照企业执行的所得税率，对未来各年的所得税和净利润予以估算。综合上述过程最终汇总得到被评估企业未来各年的预测损益表，如下：

单位：万元

项目 \ 年份	2018	2019	2020	2021	2022	2023年及以后
一、营业总收入	32,638.81	37,653.48	43,504.00	49,543.10	55,780.17	55,780.17
二、营业总成本	11,203.82	12,864.17	14,805.35	15,807.16	17,542.05	17,542.05
其中：营业成本	8,852.99	10,211.11	11,784.92	11,890.98	13,226.11	13,226.11

税金及附加	243.00	281.29	325.00	370.22	416.89	416.89
营业费用	303.95	351.74	406.95	464.75	524.03	524.03
管理费用	1,803.88	2,020.03	2,288.49	3,081.22	3,375.02	3,375.02
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	21,434.99	24,789.31	28,698.65	33,735.94	38,238.12	38,238.12
四、利润总额	21,434.99	24,789.31	28,698.65	33,735.94	38,238.12	38,238.12
五、净利润	18,745.69	21,679.58	25,119.99	29,526.19	28,697.52	28,697.52

#### （六）资本性支出预测

资本性支出主要是满足现有的固定资产为维持正常工作状态而在未来年度必须考虑更新换代（替代）而发生的现金流出。

本次评估我们假设霍尔果斯快马财税管理服务有限公司固定资产规模不变，由于标的公司为轻资产公司，资本性支出为电子设备更新及维护费用，即固定资产维持性支出=固定资产年折旧额。

单位：万元

项目 \ 年份	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
资本性支出	106.83	106.83	106.83	106.83	106.83	106.83

#### （七）营运资金追加预测

为保证业务的持续发展，在未来期间，企业需追加营运资金，影响营运资金的因素主要包括经营现金、经营性应收项目和经营性应付项目的增减，其中经营性应收项目包括经营中需留一定的货币资金、应收账款、存货（维修材料）等；经营性应付项目包括预收账款、应付职工薪酬、应交税费和其他应付款等；对于各类款项对营运资金变化的影响具体考虑如下：

在考虑经营性应收项目未来规模时，考虑到 2 个月付现成本及应收账款质押占用因素，综合预测了货币资金保有量。

由于标的公司为轻资产公司，企业规模基本趋于稳定，应收账款、经营性其他应收款、预付账款、应付账款、预收账款、应付职工薪酬、应交税费基本上变化不明显。

单位：万元

项目 \ 年份	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
营运资本增加	780.00	346.00	402.00	272.00	1,178.00	0.00

#### （八）折现率的确定

折现率是将未来收益折成现值的比率，反映资产与未来收益现值之间的比例关系，就投资者而言，折现率亦是未来的期望收益率，既能满足合理的回报，又能对投资风险予以补偿。折现率的计算模型以及模型中有关参数的计算过程，折现率  $r$  采用加权平均资本成本（WACC）确定，公式如下：

$$WACC = \frac{E}{D+E} \times K_e + \frac{D}{D+E} \times (1-t) \times K_d$$

其中：WACC：加权平均资本成本

E：权益的市场价值

D：债务的市场价值

$K_e$ ：权益资本成本

$K_d$ ：债务资本成本

t：所得税率

其中，权益资本成本采用资本资产定价模型（CAPM）计算，计算公式如下：

$$K_e = R_f + ERP \times \beta_L + R_c$$

其中：Rf：无风险收益率；

ERP：市场风险溢价；

$\beta_L$ ：权益的系统风险系数；

Rc：企业特定风险调整系数

##### （1）确定无风险收益率 Rf

无风险收益率是指把资金投资于一个没有任何风险的投资对象所能得到的收益率，一般而言，一个国家的国债到期收益率可认为是该国的无风险收益率。

评估人员查询了中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）以及同花顺 iFinD 公布的评估基准日中国固定利率国债到期收益率曲线及数据，本次评估取 10 年以上固定利率国债到期平均收益率 4.14% 为无风险报酬率。

## （2）市场风险溢价 ERP

市场风险溢价(Equity Risk Premiums, 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。中国股票市场作为新兴市场，其发展历史较短，市场波动幅度较大，投资理念尚有待逐步发展成熟，市场数据往往难以客观反映市场风险溢价，因此，评估时采用业界常用的风险溢价调整方法，对成熟市场的风险溢价进行适当调整来确定我国市场风险溢价。

基本公式为：

$$\begin{aligned} \text{市场风险溢价 (ERP)} &= \text{成熟股票市场的股票风险溢价} + \text{国家风险溢价} \\ &= \text{成熟股票市场的股票风险溢价} + \text{国家违约风险利差} \times (\sigma \text{ 股票} / \sigma \text{ 国债}) \end{aligned}$$

### ①成熟市场基本补偿额

美国不同时期股票风险补偿如下表所示：

一定时期内美国股票市场的风险补偿

时期	基于短期国库券的股票风险补偿	基于长期国债的股票风险补偿
1928-2016	7.96%	6.24%
1967-2016	6.57%	4.37%
2007-2016	7.90%	3.62%

### ②国家违约补偿额

穆迪评级机构对我国的债务评级为 Aa3，相对应的违约利差为 70 个基点，即 0.70%。

### ③ $\sigma$ 股票/ $\sigma$ 国债

$\sigma$  股票/ $\sigma$  国债为股票市场相对于债券市场的波动率，Damodaran 在本次计算中使用 1.23 倍的比率代表新兴市场的波动率。

### ④市场风险溢价

基于历史的股票风险补偿，通常选择基于长期国债的 1928 年至 2016 年的股票风险补偿 6.24%。

$$\text{中国市场风险溢价} = 6.24\% + 0.70\% \times 1.23 = 7.10\%$$

### (3) 确定 $\beta$ 值

该系数是衡量委估企业相对于资本市场整体回报的风险溢价程度,也用来衡量个别股票受包括股市价格变动在内的整个经济环境影响程度的指标。由于委估企业目前为非上市公司,一般情况下难以直接对其测算出该系数指标值,故本次通过选定与委估企业处于同行业的上市公司于基准日的  $\beta$  系数(即)指标平均值作为参照。

目前中国国内同花顺资讯公司是一家从事于  $\beta$  的研究并给出计算  $\beta$  值的计算公式的公司。经查同行业的可比公司加权剔除财务杠杆调整平均  $\beta=0.9882$ 。

重构的 Levered $\beta$  参照被评估公司基准日时的资本结构进行计算,计算过程如下:

$$\text{Levered}\beta = \text{Ulevered}\beta \div [1 + (1-t) \times D/E]$$

其中: Ulevered $\beta$ : 剔除财务杠杆的  $\beta$  系数

Levered $\beta$ : 具有财务杠杆的  $\beta$  系数

t: 所得税率

D/E: 财务杠杆系数, D 为付息债务市值, E 为股权市值

$$\begin{aligned} \text{Levered}\beta &= \text{Ulevered}\beta \div [1 + (1-t) \times D/E] \\ &= 0.988 \end{aligned}$$

### (4) 公司特有风险超额回报率 $R_c$

采用资本定价模型一般被认为是估算一个投资组合(Portfolio)的组合收益,一般认为对于单个公司的投资风险要高于一个投资组合的风险,因此,在考虑一个单个公司或股票的投资收益时应该考虑该公司的特有风险所产生的超额收益。公司的特有风险目前国际上比较多的是考虑公司的规模对投资风险大小的影响,公司资产规模小、投资风险就会相对增加,反之,公司资产规模大,投资风险就会相对减小,企业资产规模与投资风险这种关系已被投资者广泛接受。

在国际上有许多知名的研究机构发表过有关文章详细阐述了公司资产规模与投资回报率之间的关系。如美国的 IbbotsonAssociate 在其 SBBI 每年度研究报告中就有类似的论述。美国研究公司规模超额收益的另一个著名研究是 Grabowski-King 研究,参考 Grabowski-King 研究的思路,对沪、深两市的 1,000 多家上市公司 1999~2006 年的数据进行了分析研究,可以采用线性回归分析的方式得出超额收益率与净资产之间的回归方程如下:

$$R_c = 3.139\% - 0.249\% \times NA$$

其中：NA——公司净资产账面值（NA≤10 亿，大于 10 亿时取 10 亿）  
按被评估单位评估基准日财务报表净资产账面值计算其公司规模风险为 3.1%

#### （5）计算权益资本成本

$$\begin{aligned} K_e &= R_f + ERP \times \beta_L + R_c \\ &= 4.14\% + 0.988 \times 7.10\% + 3.1\% \\ &= 14.20\% \end{aligned}$$

#### （6）确定被评估单位的资本结构比率

在确定被评估企业目标资本结构时参考了以下两个指标：

- ①被对比公司资本结构平均值；
- ②被评估企业自身账面价值计算的资本结构。

最后综合上述两项指标，以被评估企业自身账面价值计算的资本结构确定被评估企业目标资本结构。

#### （7）确定折现率

由于企业基准日资本结构无付息债务，即股东期望的资本结构。故折现率取 14.20%。

折现率按 WACC 计算，考虑了资本结构因素。本次核算考虑了标的公司资产负债结构中大额负债、资产负债率大幅变化的因素。考虑标的公司大额负债系应付的股权收购款，未来支付形式无法明确，本次评估以标的公司目前的资本结构为准。

#### （九）评估值测算过程及结果

1、企业自由现金流=税后净利润+折旧与摊销+利息支出×利息支出所得税率-资本性支出-营运资金追加额

根据上述一系列的预测及估算，评估人员在确定企业自由现金流和折现率后，根据 DCF 模型测算企业整体收益折现值，具体预测过程如下：

项目 \ 年份	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
五、净利润	18,745.69	21,679.58	25,119.99	29,526.19	28,697.52	28,697.52
六、归属于母公司损益	18,745.69	21,679.58	25,119.99	29,526.19	28,697.52	28,697.52



加：折旧和摊销	106.83	106.83	106.83	106.83	106.83	106.83
减：资本性支出	106.83	106.83	106.83	106.83	106.83	106.83
减：营运资本增加	780.00	346.00	402.00	272.00	1,178.00	0.00
六、股权自由现金流	17,965.69	21,333.58	24,717.99	29,254.19	27,519.52	28,697.52
加：税后的付息债务利息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
七、企业自由现金流	17,965.69	21,333.58	24,717.99	29,254.19	27,519.52	28,697.52
折现率	14.20%	14.20%	14.20%	14.20%	14.20%	14.20%
折现期（月）	6.0	18.00	30.00	42.00	54.00	
折现系数	0.9358	0.8194	0.7175	0.6283	0.5502	3.8745
九、收益现值	16,812.29	17,480.74	17,735.16	18,380.41	15,141.24	111,188.55
经营性资产价值					196,738.39	

## 2、经营性资产、非经营性资产负债以及溢余资产分析

经营性资产主要指企业因盈利目的而持有、且实际也具有盈利能力的资产；对企业盈利能力的形成没有作出贡献，甚至削弱了企业的盈利能力的资产属于非经营性资产。溢余资产可以理解为企业持续运营中并不必需的资产，如多余现金、有价证券、与预测收益现金流不直接相关的其他资产。根据上述定义，经评估人员调查分析及与企业共同确认，企业存在以下非经营性资产、负债及溢余资产。

本次评估范围内，非经营性资产、负债及溢余资产评估如下：

单位：万元

科目	账面价值	评估值
货币资金	13,554.85	13,554.85
长期股权投资	265,460.30	111,099.06
其他应付款	55,187.27	55,187.27
一年内到期的非流动负债	84,684.01	84,684.01
其他非流动负债	86,313.24	86,313.24

评估人员考虑上述非经营性资产及债务与日常的经营业务和未来预测收益现金流并不直接相关，故此次评估确为非经营性资产。

### （十）收益法评估结果

企业价值=企业整体收益的折现值+非经营性资产价值-非经营性负债价值+溢余资产-付息债务价值

$$\begin{aligned} \text{企业价值} &= 196,738.39 + 111,099.06 - 226,184.51 + 13,554.85 - 0 \\ &= 95,000.00 \text{ 万元（取整）} \end{aligned}$$

#### （十一）评估结论的合理性

根据评估方法的适用性及评估对象的具体情况，本次评估采用收益法和资产基础法两种方法对标的公司资产价值进行了评估，根据两种方法的适用性及评估对象的具体情况，评估机构最终确定了收益法的评估值作为本次评估结果。标的公司所处行业的业务模式较简单，收益法结果从企业未来获利角度考虑，反映了企业拥有的运营能力、客户资源等无形资产在内的企业整体的综合获利能力，而账面净资产则无法包含上述内容。考虑到本次评估目的是股权收购，评估结论旨在揭示标的公司的全部的股东权益价值，它不但要包含账面反映的资产和负债，还应当包含未在账面反映的不可确指的无形资产价值。本次选用收益法的评估结果作为本次资产评估报告的评估结论具有合理性。

**（2）结合标的公司的债务情况，详细说明收益法评估时是否考虑了融资成本的影响；**

回复：

本次预估中收益法采用企业自由现金流折现模型，企业自由现金流（Free Cash Flow of Firm, FCFE）可理解为全部资本投资者共同支配的现金流量，自由现金流量（FCF）是指企业经营活动产生的现金流量扣除资本性支出（Capital Expenditures, CE）的差额。企业自由现金流量的计算公式如下：

$$\begin{aligned} \text{企业自由现金流} &= \text{【净利润} + \text{利息费用} \times (1 - \text{所得税税率}) + \text{折旧及摊销】} - \\ &(\text{资本性支出} + \text{营运资金增加}) = (\text{税后净营业利润} + \text{折旧及摊销} - \text{营运资金增加}) \\ &- \text{资本性支出} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{企业整体价值} &= \text{经营性资产价值} + \text{非经营性资产负债（含溢余资产）的价值} \\ &= \text{明确的预测期期间的自由现金流量现值} + \text{永续年期的现金流量现值} + \text{非经营性资产负债（含溢余资产）的价值} \end{aligned}$$

=未来收益期内各期收益的现值之和+非经营性资产负债（含溢余资产）的价值

企业的股东全部权益价值=企业整体价值-付息负债价值

在本次预估收益法的测算过程中，评估人员对标的公司分子公司的财务数据进行分析，所有分子公司的营运资金充足，未来扩大经营规模所需的营运资金增加额不需要融资，因此在收益法的评估中不考虑经营性融资。截止评估基准日，标的公司主要的负债为未来三年之内需支付的子公司股权收购款，本次评估作为非经营负债处理，在收益法测算中不影响企业自由现金流，且考虑标的公司拟筹集资金偿还非经营性负债不影响非经营性负债价值，在收益法测算中不影响企业自由现金流现金流。所以本次收益法评估未考虑融资成本的影响。

**（3）请独立财务顾问、评估师对上述问题进行核查并发表明确意见；**

回复：

经核查，评估师认为：预估时结合霍尔果斯快马财税管理服务有限公司目前的商业模式、在手订单、业务规模以及未来发展等情况，霍尔果斯快马财税管理服务有限公司预估值依据充分并具有合理性。评估师在预评估的过程中未考虑融资成本的影响。由于资产基础法未能将霍尔果斯快马财税管理服务有限公司包括专业优势、行业经验、客户资源等无形资源考虑在内，故选取收益法结论确定霍尔果斯快马财税管理服务有限公司股东权益价值具有合理性。

上海众华资产评估有限公司

2018年5月7日