



关于喜临门家具股份有限公司  
非公开发行股票申请文件反馈意见的回复  
(修订稿)

保荐机构（主承销商）



财通证券股份有限公司  
CAITONG SECURITIES CO.,LTD.

2016年6月

# 关于喜临门家具股份有限公司 非公开发行股票申请文件反馈意见的回复（修订稿）

中国证券监督管理委员会：

根据贵会2015年12月18日出具的《中国证监会行政许可项目审查反馈意见通知书》（153097号）（以下简称“反馈意见”）以及贵会的要求，财通证券股份有限公司（以下简称“财通证券”或“保荐机构”）作为保荐人已会同喜临门家具股份有限公司（以下简称“喜临门”、“发行人”或“公司”）、坤元资产评估有限公司（以下简称“坤元评估”、“评估机构”）等中介机构对贵会反馈意见中提出的问题进行了落实。

现将反馈意见的落实和修改情况书面答复如下，除非另有说明，本答复中简称与《尽职调查报告》（申报稿）中的简称具有相同含义，请审阅。

## 反馈问题

申请人本次拟募集资金 17 亿元，其中用于补充流动资金 2 亿元，偿还银行贷款 4 亿元，偿还短期融资券 2 亿元。申请人于 2015 年以现金方式收购绿城传媒 100%股权，收购价格为 7.2 亿元。评估机构最终采用收益法评估结果作为评估结论。根据收益法评估结果，绿城传媒 100%股权的评估价值为 72,015.64 万元，评估增值 66,380.44 万元，增值率为 1,177.96%。

请申请人：(1) 根据报告期营业收入增长情况，经营性应收（应收账款、预付账款及应收票据）、应付（应付账款、预收账款及应付票据）及存货科目对流动资金的占用情况，说明本次补充流动资金的测算过程；(2) 结合目前的资产负债率水平及银行授信情况，说明通过股权融资补充流动资金的考虑及经济性；(3) 提供本次偿还银行贷款的明细（借款主体、金额、借款期间及用途等），如存在提前还款的，请说明是否已取得银行提前还款的同意函；(4) 说明收购绿城传媒的战略考虑，与现有业务的关系，公司未来发展战略规划，是否有利于提高公司盈利能力；(5) 披露上述收购的交易内容、交易金额、资金来源、交易完成情况或计划完成时间，并结合上述情况说明公司是否存在变相通过本次募集资金补充流动资金或偿还银行贷款以实施资产收购的情形。

请评估机构说明上述收购涉及评估中评估参数选择的依据及合理性，评估增值率较高的原因及审慎性，该次评估结果选择收益法作为最终评估结论的原因、合理性。

请保荐机构：(1) 对上述事项进行核查；(2) 对比本次发行完成后的资产负债率水平与同行业可比上市公司平均水平，说明偿还银行贷款金额是否与实际需求相符，是否存在变相通过本次募集资金补充流动资金或偿还银行贷款以实施重大投资或资产购买的情形发表意见。上述重大投资或资产购买的范围，参照证监会《上市公司信息披露管理办法》、证券交易所《股票上市规则》的有关规定；(3) 结合上述事项的核查过程及结论，说明本次补流及偿贷金额是否与现有资产、业务规模相匹配，募集资金用途信息披露是否充分合规，本次发行是否满足《上市公司证券发行管理办法》第十条有关规定，是否可能损害上市公司及中小股东的利益。

**【回复】**

**【申请人说明】**

一、根据报告期营业收入增长情况，经营性应收（应收账款、预付账款及应收票据）、应付（应付账款、预收账款及应付票据）及存货科目对流动资金的占用情况，说明本次补充流动资金的测算过程；

根据 2015 年第一次临时股东大会对董事会的授权，2016 年 4 月 20 日，公司第三届董事会第八次会议审议通过了《关于调整公司非公开发行 A 股股票方案的议案》、《关于<喜临门家具股份有限公司 2015 年度非公开发行股票预案(二次修订稿)>的议案》等议案。根据修订后的发行方案，公司本次非公开发行股票募集资金投资项目不再包括补充流动资金项目。

二、结合目前的资产负债率水平及银行授信情况，说明通过股权融资补充流动资金的考虑及经济性；

根据 2015 年第一次临时股东大会对董事会的授权，2016 年 4 月 20 日，公司第三届董事会第八次会议审议通过了《关于调整公司非公开发行 A 股股票方案的议案》、《关于<喜临门家具股份有限公司 2015 年度非公开发行股票预案(二次修订稿)>的议案》等议案。根据修订后的发行方案，公司本次非公开发行股票募集资金投资项目不再包括补充流动资金项目。

三、提供本次偿还银行贷款的明细（借款主体、金额、借款期间及用途等），如存在提前还款的，请说明是否已取得银行提前还款的同意函；

1、本次拟用募集资金偿还银行贷款明细

截至 2016 年 3 月 31 日，公司及子公司（不包括晟喜华视）主要银行贷款明细如下：

序号	借款人	借款银行	借款金额 (万元)	借款期间	借款用途	是否取得提前还款同
----	-----	------	--------------	------	------	-----------

						意函
1	喜临门北方家具有限公司	兴业银行 廊坊分行	2,500.00	2015.06.02-2016.06.01	购买原材料	是
2	喜临门北方家具有限公司	兴业银行 廊坊分行	1,300.00	2015.10.21-2016.10.20	购买原材料	是
3	喜临门家具股份有限公司	江苏银行 杭州分行	4,000.00	2015.09.28-2016.09.27	支付货款	是
4	喜临门酒店家具有限公司	浦发银行 绍兴分行	1,000.00	2015.05.25-2016.05.24	支付货款	是
5	绍兴源盛海绵有限公司	浦发银行 绍兴分行	1,000.00	2015.05.26-2016.05.25	支付货款	是
6	喜临门家具股份有限公司	浦发银行 绍兴分行	1,050.00	2015.05.05-2016.05.04	支付货款	是
7	喜临门家具股份有限公司	浦发银行 绍兴分行	2,000.00	2015.11.25-2016-11.24	支付货款	是
8	喜临门家具股份有限公司	浦发银行 绍兴分行	1,360.00	2015.12.08-2016.12.07	支付货款	是
9	喜临门家具股份有限公司	浦发银行 绍兴分行	1,000.00	2015.12.31-2016.12.30	支付货款	是
10	绍兴源盛海绵有限公司	浦发银行 绍兴分行	620.00	2015.12.31-2016.12.30	支付货款	是
11	喜临门酒店家具有限公司	浦发银行 绍兴分行	300.00	2015.12.31-2016.12.30	支付货款	是
12	喜临门酒店家具有限公司	浦发银行 绍兴分行	3,600.00	2016.02.01-2016.08.01	支付货款	否
13	喜临门家具股份有限公司	浦发银行 绍兴分行	2,000.00	2016.02.01-2016.08.01	支付货款	否
14	喜临门家具股份有限公司	中国进出口 银行浙江省 分行	21,700.00	2016.03.31-2017.03.22	补充流动资金	否
15	喜临门家具股份有限公司	汇丰银行 (中国)有限 公司杭州 分行	2,855.00	2016.01.28-2016.06.24	补充流动资金	否
16	喜临门家具股份有限公司	浙商银行 绍兴越城 支行	2,000.00	2016.03.17-2016.10.28	购货	否
	<b>合计</b>	--	<b>48,285.00</b>	--	--	--

注：上表中的借款用途为借款合同中载明的借款用途。

公司拟使用本次募集资金不超过 4,000 万元用于偿还上述部分银行贷款。公司计划募集资金到位后，根据资金到位时公司及子公司银行贷款的到期顺序、贷

款利率情况，先用于偿还即将到期的银行贷款和利率较高的银行贷款。若本次募集资金到账晚于上述银行贷款到期时间，公司届时将对拟偿还贷款明细酌情调整。

#### **四、说明收购绿城传媒的战略考虑，与现有业务的关系，公司未来发展战略规划，是否有利于提高公司盈利能力；**

##### **1、公司收购绿城传媒的战略考虑**

公司收购绿城传媒（以下简称“该次收购”），在战略层面，主要基于以下几点考虑：

（1）在国内文化传媒行业快速发展大背景下，该次收购有利于公司拓展业务领域，进入文化传媒行业，开拓新的利润增长点

在文化产业成为战略性新兴产业的背景下，国家出台了一系列规划扶持政策，将我国文化创意产业的战略定位提升到了新的高度。2009年9月，国务院发布了我国第一部文化产业专项规划——《文化产业振兴规划》（国发[2009]30号），提出坚持政府引导、市场运作，科学规划、合理布局，在重点文化产业中选择一批成长性好、竞争力强的文化企业或企业集团，加大政策扶持力度，推动跨地区、跨行业联合或重组，尽快壮大企业规模，提高集约化经营水平，促进文化领域资源整合和结构调整。鼓励和引导有条件的文化企业面向资本市场融资，培育一批文化领域战略投资者，实现低成本扩张，进一步做大做强。

同时，随着我国国民经济的持续增长、人民物质生活水平的不断提高，我国文化产业不断发展，电视剧作为丰富精神文化需求的重要产品，对社会经济发展的拉动效应逐渐增强，逐渐成为国民经济支柱性产业。因此，在政策的大力支持以及国民经济水平提升的共同推动下，文化产业发展前景广阔。

文化产业作为战略性新兴产业获得了快速的发展，绿城传媒在电视剧策划、制作和发行领域具备显著优势，资产质量优良，盈利能力较强。而公司主业为家具制造产业，国家宏观调控会对公司经营业绩构成一定影响。通过并购绿城传媒，公司将在家具制造主业之外增加影视娱乐业务，逐步涉足文化传媒产业。交易完成后，公司将形成家具产业与新兴文化传媒产业相互叠加，共同发展的局面，有

利于进一步优化公司业务结构，平滑传统制造业务的业绩波动，在家具制造主业之外增加新的盈利增长点。

因此，该次收购一方面可以为公司增加合并报表范围内的利润，提高公司盈利能力，另一方面可以使公司逐步开拓文化传媒业务，总体上提高公司价值，为公司股东带来长期稳定的回报。

(2) 该次收购有利于公司品牌塑造战略的实施，提高主营业务的可持续发展能力

家具制造行业企业数量众多，行业竞争格局分散，集中度较低。随着居民消费水平的提高、品牌意识的增强及床垫功能性特点的普及，品牌竞争日益凸显，品牌塑造势在必行。

公司积极实施“品牌领先”战略，努力从“品质领先”向“品牌领先”转型，除了通过传统平面媒体、广电媒体进行广告宣传，还需通过和文化传媒产业、网络新媒体等展开更深层次的合作，多种渠道加强品牌建设。绿城传媒在电视剧策划、制作和发行等领域具备显著优势。绿城传媒成立于2005年6月，从事电视剧的投资、制作、发行及衍生业务已超过10年，经过多年对电视剧业务的成功运营和发展，其投拍的电视剧作品得到了市场的高度认可。绿城传媒及其电视剧作品获取的主要奖项情况如下：

序号	获奖对象	所获荣誉	颁奖单位
1	绿城传媒（《代号十三钗》）	2012年“金南方”优秀电视剧出品公司奖	南方电视台
2	绿城传媒（《喋血孤岛》）	2013年“金南方”优秀电视剧出品公司奖	南方电视台
3	电视剧《眼中钉》	2008年度新闻综合频道电视剧收视排行第五名	上海SMG影视剧中心
4	电视剧《眼中钉》	2009年度北京电视台最佳收视贡献奖	北京电视台
5	电视剧《喋血孤岛》	2013年国剧地标收视排行榜第九名	河南电视台都市频道
6	电视剧《喋血孤岛》	2013年中国电视剧上海排行榜国产电视剧收视榜收视贡献奖	上海SMG影视剧中心
7	电视剧《喋血孤岛》	2013年度收视贡献奖：长沙市场收视第八名	湖南广播电视台经视频道

该次并购绿城传媒正是其品牌塑造的重要一步。该次收购完成后，公司可以利用绿城传媒的电视台、新媒体合作资源加强品牌宣传，更有利于宣传“喜临门”品牌形象，提升“喜临门”品牌价值。

因此，通过并购绿城传媒，公司将进一步提升“喜临门”的品牌定位和品牌内涵，并通过较高的品牌附加值提升公司的可持续发展能力。

## 2、公司收购绿城传媒与公司现有业务的关系

该次收购前，公司主要从事床垫、软床及其他家具产品的设计研发、生产和销售；绿城传媒主营业务为电视剧的投资、制作、发行及衍生业务。

该次收购完成后，绿城传媒进入公司体系之内，公司在家具主业之外增加电视剧的投资、制作、发行及衍生业务，并以此为基点开始文化传媒领域的业务拓展，形成公司家具的设计研发、生产和销售与新兴文化传媒产业相互叠加，共同发展的局面，有利于进一步优化公司业务结构，降低公司传统业务波动性，提升盈利能力和抗风险能力，为股东提供多元化的业绩回报。

## 3、公司未来发展战略规划

公司未来发展战略仍以床垫、软床及其他家具产品的设计研发、生产和销售为主，整体定位和发展战略不会发生变化。同时，通过收购绿城传媒，公司在家具主营业务之外新增影视娱乐业务，为公司带来新的盈利驱动点，引领公司持续健康发展。

## 4、该次收购有利于提高公司盈利能力

根据公司与绿城传媒原股东签署的《股权转让协议》及其《补充协议》，绿城传媒原股东向公司承诺绿城传媒于 2015 年、2016 年和 2017 年三个会计年度经审计的扣除非经常性损益后的净利润分别不低于 6,850 万元、9,200 万元和 12,000 万元。

根据天健会计师事务所出具的喜临门 2014 年度审计报告及该次收购的备考合并审阅报告，假设该次交易于 2014 年 1 月 1 日完成，则该次交易对公司收益构成及每股收益等主要财务指标的影响具体如下：



项目	2014 年	该次交易完成后	变动 (%)
营业收入 (万元)	129,055.30	145,931.98	13.08
利润总额 (万元)	10,961.25	15,495.65	41.37
归属于母公司所有者的净利润 (万元)	9,391.04	12,671.84	34.94
基本每股收益 (元/股)	0.30	0.40	33.33

该次交易完成后，公司 2014 年按备考合并口径之营业收入、利润总额、归属于母公司所有者的净利润和基本每股收益分别较交易完成前增加 16,876.68 万元、4,534.40 万元、3,280.80 万元和 0.40 元/股，增长比率分别为 13.08%、41.37%、34.94%和 33.33%。

财务指标的变动表明该次交易拟注入资产具有较好的盈利能力，交易完成后公司的净利润、每股收益将得以增长，持续盈利能力得到进一步增强，有利于从根本上保护公司及全体股东利益。

**五、披露上述收购的交易内容、交易金额、资金来源、交易完成情况或计划完成时间，并结合上述情况说明公司是否存在变相通过本次募集资金补充流动资金或偿还银行贷款以实施资产收购的情形。**

#### 1、该次收购的交易内容

该次交易中喜临门通过支付现金的方式购买周伟成、兰江持有的绿城传媒 100%的股权，并分期支付收购价款。该次交易前，喜临门未持有绿城传媒的股权；该次交易完成后，绿城传媒成为喜临门的全资子公司。

根据天健会计师事务所出具的“天健审〔2015〕2681 号”《审计报告》，绿城传媒 2014 年度实现营业收入 16,876.68 万元，净利润 4,100.88 万元。

根据坤元评估出具的《资产评估报告》及《评估说明》，坤元评估对绿城传媒营业收入、净利润预测情况如下：

单位：万元

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	永续期
一、营业收入	27,691.50	35,831.70	44,053.90	47,740.50	47,740.50	47,740.50
减：营业成本	16,753.10	22,030.40	25,760.00	28,230.00	28,230.00	28,230.00
营业税金及附加	199.38	257.99	317.19	343.73	343.73	343.73

销售费用	477.70	778.60	907.70	1,021.40	1,021.40	1,021.40
管理费用	545.94	607.32	689.67	753.80	729.40	736.57
财务费用	878.81	976.96	784.18	516.95	393.20	393.20
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	8,836.57	11,180.43	15,595.16	16,874.62	17,022.77	17,015.60
加：营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	27.69	35.83	44.05	47.74	47.74	47.74
三、利润总额	8,808.88	11,144.60	15,551.11	16,826.88	16,975.03	16,967.86
减：所得税	2,202.22	2,786.15	3,887.78	4,206.72	4,243.76	4,241.97
四、净利润	6,606.66	8,358.45	11,663.33	12,620.16	12,731.27	12,725.89

根据预测结果，并经公司与绿城传媒原股东协商调整，绿城传媒原股东承诺，绿城传媒于 2015 年、2016 年和 2017 年三个会计年度经审计的扣除非经常性损益后净利润分别不低于 6,850 万元、9,200 万元和 12,000 万元。

根据公司与绿城传媒原股东签署的《股权转让协议》及其《补充协议》，该次收购约定的资金支付安排如下：

单位：万元

相关的约定	应支付的金额
《股权转让协议》生效之日起 20 日内，支付标的股权转让价款中的 20%	14,400.00
标的股权交割日后 20 个工作日内，支付标的股权转让价款中的 20%	14,400.00
交割日起 8 个月内，支付标的股权转让价款中的 30%	21,600.00
利润承诺期的三年，每年绿城传媒《专项审核报告》出具后 10 日内，支付标的股权转让价款中的 10%，即人民币 7,200 万元	21,600.00
<b>合计</b>	<b>72,000.00</b>

## 2、本次收购的交易金额

根据评估机构坤元资产评估有限公司对标的资产出具的“坤元评报〔2015〕106 号”《资产评估报告》，以 2014 年 12 月 31 日为评估基准日，绿城传媒 100% 股权收益法的评估结果为 72,015.64 万元，市场法的评估结果为 81,400.00 万元。参照该等评估结果，交易各方经友好协商，将交易价格确定为 72,000 万元。

## 3、该次收购的资金来源

公司按照《股权转让协议》及其《补充协议》的约定的支付进度及支付金额，综合考虑公司的财务状况、资金成本等因素而筹措资金，结合公司的融资情况，公司拟通过经营产生的自有资金、银行借款、超短期融资券募集资金、晟喜华视

的现金分红等方式用于支付收购绿城传媒的支付对价，具体如下：

资金来源	金额（亿元）	占比
经营产生的自有资金	2.84	39.44%
晟喜华视的现金分红	2.16	30.00%
银行贷款	1.50	20.83%
超短期融资券募集资金	0.70	9.72%
<b>合计</b>	<b>7.20</b>	<b>100.00%</b>

(1) 经营产生的自有资金

公司经营较为稳定，公司拟用经营产生的自有资金 2.84 亿元用于支付收购绿城传媒的收购对价。1) 2016 年 3 月末，公司合并资产负债表中的未分配利润为 5.24 亿元，留存利润较为充裕。2) 2013 年度至 2016 年 1-3 月经营活动产生的现金流量净额合计与 2013 年度至 2016 年 1-3 月实现净利润合计之比为 102.31%，公司经营性现金流量净额健康充足。3) 公司根据实际经营情况，采取灵活、适当的差异化利润分配政策，保证公司的正常经营及重大投资支出。因为 2015 年公司存在收购绿城传媒等重大资金支出，所以公司 2014 年度未进行现金分红，为公司留存了更多未分配利润，也增加了更多的现金储备。4) 公司营业收入保持稳定增长、稳定的盈利能力、良好的主营业务获取现金能力是公司支付绿城传媒收购对价的基础和重要保障。

单位：亿元

项目	2016年1-3月	2015年度	2013年度	2013年度
营业收入	3.48	16.87	12.91	10.22
净利润	0.29	1.90	0.93	1.20
销售商品、提供劳务收到的现金	4.52	17.04	13.79	10.84
销售收现比	129.89%	101.01%	106.82%	106.07%

注：销售收现比=即销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入

(2) 银行借款

2014 年末，公司合并口径银行借款为 2.57 亿元；2016 年 3 月末，公司合并口径银行借款为 7.40 亿元；公司 2016 年 3 月末银行借款较 2014 年末增加 4.83 亿元，新增加的 4.83 亿元银行借款具体情况如下：

项目	金额（亿元）
用于支付绿城传媒的收购对价	1.50

公司完成对绿城传媒的收购，并将其纳入合并报表，截至 2016 年 3 月末，该公司银行借款金额	1.85
喜临门家具制造出口基地建设项目建设	0.67
因公司业务规模扩大，通过银行借款补充流动资金	0.81
<b>合计</b>	<b>4.83</b>

### (3) 超短期融资券募集资金

2016 年 1 月，公司发行超短期融资券，募集资金总额 4 亿元，公司拟用超短期融资券募集资金中 0.70 亿元用于支付绿城传媒的收购对价。

### (4) 晟喜华视的现金分红

在晟喜华视三年利润承诺期间内，在每年度晟喜华视《专项审核报告》出具后 10 日内，喜临门向周伟成、兰江指定的收款账户支付 10% 的股权受让价款，即人民币 7,200 万元，三年合计支付金额为 2.16 亿元。根据绿城传媒原股东承诺，晟喜华视 2015 年、2016 年和 2017 年三个会计年度经审计的扣除非经常性损益后净利润分别不低于 6,850 万元、9,200 万元和 12,000 万元，业绩承诺期内扣除非经常性损益后的净利润合计 2.81 亿元，上述承诺净利润为逐年向绿城原股东支付收购绿城传媒价款合计金额 2.16 亿元的 1.3 倍。晟喜华视的现金分红是公司向绿城传媒原股东支付收购对价的重要来源。

## 4、本次收购交易完成情况

2015 年 5 月 27 日，绿城传媒已办理完毕股权过户的工商变更手续。

公司及相关中介机构已经按照相关法律、法规，编制重组报告书等文件对该次收购的相关情况进行了信息披露，上海证券交易所已经对相关文件进行了审核并提出了反馈意见，相关方进行了回复，截至目前，上海证券交易所未对相关反馈意见回复提出异议。

## 5、公司是否存在变相通过本次募集资金补充流动资金或偿还银行贷款以实施资产收购的情形

公司本次非公开发行股票募集资金用于偿还银行贷款后，公司资产负债率仍处于相对合理区间范围内，不会出现资产负债率过低的情况。公司本次非公开发行股票募集资金是基于公司发展战略和经营需要而设定的，具有明确的用途，能

降低公司财务风险，实现稳健经营，有利于降低公司财务费用，具有经济性。

公司收购绿城传媒的资金来源主要包括经营产生的自有资金、银行贷款、超短期融资券募集资金、晟喜华视的现金分红，公司以银行贷款支付的收购款项占全部收购款项的比例约 20%，占比相对较小，公司收购绿城传媒的绝大部分收购款项来源于公司的自有资金、超短期融资券募集资金或绿城传媒的现金分红，公司不存在变相通过本次募集资金偿还银行贷款以实施重大投资或资产购买的情形。

### 【评估师核查问题及回复】

#### 【反馈问题】

请评估机构说明上述收购涉及评估中评估参数选择的依据及合理性，评估增值率较高的原因及审慎性，本次评估结果选择收益法作为最终评估结论的原因、合理性。

#### 【评估师对该问题的回复】

##### 一、上述收购涉及评估中评估参数选择的依据及合理性

本次评估采用收益法和市场法对委托评估的绿城传媒的股东全部权益价值进行评估。

##### （一）收益法

##### 一）收益法的模型

结合本次评估目的和评估对象，采用股权自由现金流折现模型确定股权现金流评估值，并分析绿城传媒非经营性资产、溢余资产的价值，确定公司的股东全部权益价值。具体公式为：

股东全部权益价值=股权现金流评估值+溢余资产价值-非经营性负债的价值

$$\text{股权现金流评估值} = \sum_{t=1}^n \frac{CFE_t}{(1+r_t)^t} + P_n \times (1+r_n)^{-n}$$

式中：n——明确的预测年限

$CFE_t$ ——第 t 年的股权现金流

r——权益资本成本

t——未来的第 t 年

$P_n$ ——第 n 年以后的连续价值

## 二) 收益期与预测期的确定

本次评估假设绿城传媒的存续期间为永续期，评估中按无限年期进行测算，具体采用分段法对公司的收益进行预测，即将公司未来收益分为明确的预测期间的收益和明确的预测期之后的收益，其中对于明确的预测期的确定综合考虑了行业产品的周期性和企业自身发展的情况，取 2019 年作为分割点较为适宜，即对 2015 年至 2019 年的收益进行逐年预测，2019 年以后年度采用 2019 年同期测算值以等额年收益序列计算。

## 三) 收益额—现金流的确定

1. 本次评估中预期收益口径采用股权现金流，计算公式如下：

股权现金流=净利润+折旧及摊销-资本性支出-营运资金增加额+借款的增加-借款的减少

净利润=营业收入-营业成本-营业税金及附加-管理费用-销售费用-财务费用-资产减值损失+营业外收入-营业外支出-所得税

2. 具体评估过程及参数选择如下：

(1) 企业营业收入及营业成本的预测

1) 营业收入

绿城传媒的营业收入包括电视剧制作发行收入和房屋租赁收入。本次预测将超过公司正常经营需要的那部分办公用房作为溢余资产来考虑，故本次预测仅考虑绿城传媒的电视剧制作发行收入。

绿城传媒成立于 2005 年 6 月，随着国家一系列大力发展文化产业政策和“十二五”文化产业发展规划的推动，绿城传媒影视剧的制作、发行业务获得了长足发展，电视剧产量逐步提高，目前已形成了年产 5-6 部 200 多集电视剧的生产规模，在电视剧策划、制作和发行领域具有了丰富的经验。同时绿城传媒从市场需求出发制定发展战略，选择了“强情节”类民国剧、抗战剧等为主的电视

剧类型路线，并通过加强发行能力、建设团队核心竞争力，使得电视剧作品逐渐获得了下游电视台、网络视频服务企业等客户的认可。其中，《喋血孤岛》等多部电视剧发行销售良好，促使绿城传媒盈利水平迅速提升。

2015 年及以后年度，绿城传媒将继续把经营的重点放在电视剧制作和发行上。2015 年及以后年度的电视剧发行计划及预计收入如下：

a. 主创剧

年份	项目	类型	权益比例	集数	预计收入(万元)
2015 年	最爱你（注 1）	主创	100%	28	845.30
2015 年	恋爱相对论（注 1）	主创	75%	33	1,400.90
2015 年	江南四大才子（注 1）	主创	95%	42	1,981.10
2015 年	冲出月亮岛（注 1）	主创	100%	35	4,797.10
2015 年	昙花梦（注 3）	主创	100%	42	6,002.80
2015 年	杀手锏（注 3）	联合	50%	40	6,226.40
2015 年	刀光枪影（注 3）	主创	100%	45	5,616.50
合计				265	26,870.10
2016 年	昙花梦（注 2）	主创	100%	42	1,188.70
2016 年	刀光枪影（注 2）	主创	100%	45	963.70
2016 年	开门见喜	主创	30%	40	6,792.50
2016 年	大清廉吏于成龙	主创	100%	40	6,415.10
2016 年	莲花纵队	主创	100%	40	6,415.10
2016 年	火线佳丽	主创	100%	40	6,415.10
2016 年	蛟龙得水	主创	100%	45	7,641.50
合计				292	35,831.70
2017 年	主创剧-新剧	主创	100%	280	43,849.10
2018 年	主创剧-新剧	主创	100%	300	47,547.20
2019 年	主创剧-新剧	主创	100%	300	47,547.20

注 1：《最爱你》、《恋爱相对论》、《江南四大才子》和《冲出月亮岛》四部剧均为 2014 年已在部分电视台发行，2015 年将继续发行；

注 2：绿城传媒计划中《昙花梦》和《刀光枪影》预计于 2015 年 6 月左右取得发行许可，实现发行时间为 2015 年下半年和 2016 年。

注 3：截至评估报告出具日，《杀手锏》已制作完成，处于发行许可的审批阶段；《昙花梦》和《刀光枪影》已拍摄完成，处于后期制作阶段。

注 4：截至评估报告出具日，其中《开门见喜》、《大清廉吏于成龙》已经立项，相关手续正在审批中；《莲花纵队》、《火线佳丽》、《蛟龙得水》受立项许可有效期(三个月)的限制，尚未正式报批，绿城传媒公司内部已明确将立项。

b. 竞拍剧

年份	项目	类型	权益	集数	预计收入(万元)
----	----	----	----	----	----------

2015年	抗倭英雄戚继光	投拍	10%	40	65.40
2015年	神探杨金邦	联合	40%	40	756.00
合计				80	821.40

预测中,对于已在发行中的或已经开拍的或已经在后期制作中的或已明确立项的主创电视剧,通过已签约的发行单价或预计其未来发行单价乘以预计拍摄集数得出各剧的收入,并对各剧的价格与市场上同类型电视剧的销售价格进行比较,以确认其合理性。对于尚未明确立项的主创剧,其销售价格主要通过分析公司已发行和计划发行电视剧的售价,并考虑“一剧两星”发行政策对电视剧发行的影响后得出。

对于投拍剧,通过预估发行单价和单集制作成本,乘以集数,并按合同约定的比例扣除发行成本后,乘以约定或者预计的投资比例得出。计算公式为:

$$\text{分成收入} = (\text{销售收入} - \text{制作成本} - \text{发行税金及发行成本}) \times \text{投资比例}$$

此外,考虑到公司有较多的电视剧播映权,未来能够带来一定的销售收入,因此,未来各年按照一定金额预估了该部分库存旧剧的销售收入。

## 2) 营业成本

绿城传媒的营业成本均为电视剧成本。电视剧的成本中,主创剧的成本包括制作成本和合作方分成;投拍剧其收入为已扣除相应成本的分成收入,不需再单独考虑营业成本。

对于已立项的拟制作并发行的电视剧,其制作成本按照该剧的题材、类型等实际情况进行预估,合作方分成为发行收入减去制作成本、发行成本以及税费后乘以合作方所占的投资比例得出。

对于尚未立项的主创电视剧,其制作成本主要参考之前年度的平均单集制作成本,乘以集数得出。

综上所述,未来年度的营业收入、毛利和营业成本预测如下:

单位:万元

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	永续期
营业收入	27,691.50	35,831.70	44,053.90	47,740.50	47,740.50	47,740.50
毛利率	39.50%	38.52%	41.53%	40.80%	40.80%	40.80%
营业成本	16,753.10	22,030.40	25,760.00	28,230.00	28,230.00	28,230.00

## (2) 营业税金及附加的预测

绿城传媒的营业税金及附加主要包括城建税、教育费附加、地方教育费附加



等。

本次预测时，先按照未来各年的收入和成本情况，计算出当年的应交增值税金额，再乘以各项税金及附加的比率后得出。

未来各年的营业税金及附加预测如下：

单位：万元

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	永续期
营业收入	27,691.50	35,831.70	44,053.90	47,740.50	47,740.50	47,740.50
营业税金及附加比率	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%
营业税金及附加	199.38	257.99	317.19	343.73	343.73	343.73

### (3) 期间费用的预测

#### 1) 管理费用的预测

管理费用主要由工资性开支（工资、福利费、劳动保险费等）、可控费用（业务招待费、办公费、车辆使用费和差旅费等）和其他费用（折旧费、税费等）三大块构成。根据管理费用的性质，采用了不同的方法进行了预测。对于有明确规定的费用项目，如各种社会保险费、税金等，按照规定进行预测；而对于其他费用项目，则主要采用了趋势预测分析法。

从各个明细项目分析入手，鉴于管理费用与企业营业收入之间呈一定的比例关系，预测未来几年管理费用随着企业的稳定发展及营业收入的增长，该比例将会趋于稳定。预测见下表：

单位：万元

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	永续期
营业收入	27,691.50	35,831.70	44,053.90	47,740.50	47,740.50	47,740.50
管理费用比率	1.97%	1.69%	1.57%	1.58%	1.53%	1.54%
管理费用	545.94	607.32	689.67	753.80	729.40	736.57

#### 2) 销售费用的预测

销售费用主要由职工薪酬、办公费、会务费、差旅费、业务招待费、宣传推广费和发行费用等构成。

对于职工薪酬，按照按照人员和薪酬水平，并考虑每年一定的增长进行预测；对于发行费用则按发行收入的一定比例预测；对于其他销售费用的预测主要采用趋势分析法，以营业收入为参照系数，根据历史数据，采用一定的数学方法，分析各销售费用项目的发生规律，根据企业未来面临的市场环境，对公司未来发生

的销售费用进行了预测。

计算结果见下表。

单位：万元

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	永续期
营业收入	27,691.50	35,831.70	44,053.90	47,740.50	47,740.50	47,740.50
销售费用比率	1.73%	2.17%	2.06%	2.14%	2.14%	2.14%
销售费用	477.70	778.60	907.70	1,021.40	1,021.40	1,021.40

### 3) 财务费用的预测

财务费用主要包括利息支出、手续费、汇兑损益、存款利息收入等。

评估人员调查了公司基准日的长短期借款情况。基准日公司长(短)期借款余额合计 5,000 万元,评估人员在企业提供资料的基础上对公司未来各年资金筹措及归还进行了分析预测。

基准日时公司与关联方(周伟成、王晓虹)、个人、项目合作伙伴以及原股东关联方(绿城控股集团有限公司)的往来借款合计 10,511.77 元(账列其他应付款科目,其中 1,707.00 万元为项目合作伙伴的电视剧定向借款,相关利息费用已在电视剧制作成本中考虑,故本次预测中亦未考虑相关利息费用;另有关联方往来借款 6,084.77 万元,个人借款合计 1,270.00 万元,原股东关联方(绿城控股集团有限公司)的往来借款 1,450.00 万元)作为借款考虑,除关联方(周伟成)及原股东关联方往来借款在预测期内归还外,个人、项目合作伙伴以及关联方(王晓虹)的借款(合计 3,157 万元)计划于 2015 年到期后归还。

同时考虑到 2015 年起多部电视剧的开拍及发行需要,企业资金将有一定的缺口,需要扩大融资金额,并与以后年度逐年归还,且到稳定期后公司为正常经营运转需保持 6,000 万元的借款作为周转金。根据预测的公司未来各年资金筹措及归还情况,结合各款项的约定利率以及基准日时的公司银行借款的贷款利率,相应计算了利息支出,具体如下:

单位：万元

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	永续期
借款	7,900.00	7,900.00	7,900.00	6,000.00	6,000.00	6,000.00
还款	8,157.00	8,154.77	13,150.00	9,750.00	6,000.00	6,000.00
平均余额	15,383.27	15,127.39	12,375.00	7,875.00	6,000.00	6,000.00
贷款利率	5.72%	6.47%	6.36%	6.60%	6.60%	6.60%

利息支出	880.11	978.66	786.58	519.75	396.00	396.00
------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

对于手续费、存款利息收入，根据以前年度手续费、利息收入与营业收入之间的比例进行预测。

具体预测数据如下：

单位：万元

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	永续期
利息支出	880.11	978.66	786.58	519.75	396.00	396.00
手续费	1.60	2.00	2.20	2.20	2.20	2.20
汇兑损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利息收入	2.90	3.70	4.60	5.00	5.00	5.00
合计	878.81	976.96	784.18	516.95	393.20	393.20

#### (4) 资产减值损失的预测

由于绿城传媒以前年度实际资产减值损失历史发生极少，且考虑到中国卫视频道的支付能力很强，故本次预测时未予考虑。

#### (5) 补贴收入、公允价值变动收益的预测

由于补贴收入及公允价值变动收益不确定性强，无法预计，故预测时不予考虑。

#### (6) 投资收益的预测

绿城传媒无对外投资项目，故本次预测不考虑投资收益。

#### (7) 营业外收入、支出

对于营业外收支，主要考虑了水利建设基金(按营业收入的 0.1%计算)，对于其他收支，由于不确定性太强，无法预计，预测时不予考虑。

单位：万元

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	永续期
营业外支出	27.69	35.83	44.05	47.74	47.74	47.74

#### (8) 所得税费用

对绿城传媒所得税的预测未考虑纳税调整因素，其计算公式为：

利润总额=营业收入－营业成本－营业税金及附加－管理费用－销售费用－财务费用－资产减值损失＋营业外收入－营业外支出

公司 2015 年及以后预测期内适用的所得税率为 25%。

根据上述预测的利润情况并结合所得税税率，预测未来各年的所得税费用如下：

单位：万元

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	永续期
所得税	2,202.22	2,786.15	3,887.78	4,206.72	4,243.76	4,241.97

(9) 净利润的预测

净利润=营业收入-营业成本-营业税金及附加-管理费用-销售费用-财务费用-资产减值损失+营业外收入-营业外支出-所得税

具体过程及数据见下表：

单位：万元

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	永续期
一、营业收入	27,691.50	35,831.70	44,053.90	47,740.50	47,740.50	47,740.50
减：营业成本	16,753.10	22,030.40	25,760.00	28,230.00	28,230.00	28,230.00
营业税金及附加	199.38	257.99	317.19	343.73	343.73	343.73
销售费用	477.70	778.60	907.70	1,021.40	1,021.40	1,021.40
管理费用	545.94	607.32	689.67	753.80	729.40	736.57
财务费用	878.81	976.96	784.18	516.95	393.20	393.20
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	8,836.57	11,180.43	15,595.16	16,874.62	17,022.77	17,015.60
加：营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	27.69	35.83	44.05	47.74	47.74	47.74
三、利润总额	8,808.88	11,144.60	15,551.11	16,826.88	16,975.03	16,967.86
减：所得税	2,202.22	2,786.15	3,887.78	4,206.72	4,243.76	4,241.97
四、净利润	6,606.66	8,358.45	11,663.33	12,620.16	12,731.27	12,725.89

(10) 折旧费及摊销的预测

固定资产的折旧是由两部分组成的，即对基准日现有的固定资产(存量资产)按企业会计计提折旧的方法(直线法)计提折旧、对基准日后新增的固定资产(增量资产)，按完工或购入年份的中期作为转固定资产日期开始计提折旧。根据公司的发展计划未来基本不需要新增固定资产，故本次预测仅考虑存量资产的更新改造支出。

年折旧额=固定资产原值×(1-残值率)×年折旧率

长期待摊费用的摊销主要为低值易耗品等摊销，预测时按照尚余摊销价值根据企业摊销方法进行了测算。

预测 2015 年—2019 年各期固定资产折旧及摊销如下表所示：

单位：万元

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	永续期
折旧和摊销	134.95	119.52	119.58	96.34	71.94	79.11

(11) 营运资金增减额的预测

营运资金主要为流动资产减去不含有息负债的流动负债。

随着绿城传媒生产规模的变化，绿城传媒的营运资金也会相应的发生变化，具体表现在应收账款、预付款项、存货的周转和应付、预收款项的变动上以及其他额外资金的流动。根据绿城传媒实际营运资金情况、2012年至2014年电视剧的制作和发行情况，评估人员在分析绿城传媒以往年度上述项目与营业收入、营业成本的关系，并参考同行业上市公司近三年平均比率，经综合分析后确定适当的指标比率关系，以此计算绿城传媒未来年度的营运资金的变化，从而得到绿城传媒各年营运资金的增减额。

具体历史及预测数据见下表：

项目	2012年	2013年	2014年	平均值	同行业平均值	预测比例
营业收入	6,294.93	4,376.17	16,876.68	--	--	--
营业成本	5,713.52	2,465.30	9,933.70	--	--	--
应收项目/营业收入	43.32%	40.56%	48.89%	44.26%	44.71%	44.26%
预付款项/营业成本	1.53%	0.06%	28.01%	9.87%	32.64%	28.00%
存货/营业成本	198.45%	528.29%	119.79%	282.18%	/	120.00%
应付项目/营业成本	49.73%	46.34%	27.93%	41.33%	46.40%	41.33%
预收款项/营业收入	43.49%	51.24%	3.04%	32.59%	15.44%	15.44%

一般情况下，企业要维持正常运营，通常需要一定数量的现金保有量。通过对绿城传媒2012年至2014年各期营运资金的现金持有量与付现成本情况进行的分析，绿城传媒营运资金中现金保有量约为营业收入的2%，故预测期内各年日常现金保有量如下表：

单位：万元

项目	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年~永续期
现金保有量	339.24	553.80	716.60	881.10	954.80	954.80

根据上述确定的预测比例乘以未来各年预测的营业收入和营业成本以及确定的现金保有量，得出未来各年的营运资金增加额。具体如下：

单位：万元

项目	基准日金额	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
营业收入	16,876.68	27,691.50	35,831.70	44,053.90	47,740.50	47,740.50

营业成本	9,933.70	16,753.10	22,030.40	25,760.00	28,260.00	28,260.00
现金保有量	339.24	553.80	716.60	881.10	954.80	954.80
应收项目	8,251.68	12,255.90	15,858.60	19,497.70	21,129.30	21,129.30
预付款项	2,782.00	4,690.90	6,168.50	7,212.80	7,912.80	7,912.80
存货	11,899.48	20,103.70	26,436.50	30,912.00	33,912.00	33,912.00
应付项目	2,774.86	6,924.80	9,106.10	10,647.70	11,681.10	11,681.10
预收款项	512.63	4,275.60	5,532.40	6,801.90	7,371.10	7,371.10
营运资金	19,984.92	26,403.90	34,541.70	41,054.00	44,856.70	44,856.70
营运资金增加额	--	6,418.98	8,137.80	6,512.30	3,802.70	-

#### (12) 资本性支出的预测

资本性支出包括追加投资和更新支出。根据绿城传媒的未来规划，未来不需追加投资。更新支出是指为维持企业持续经营而发生的资产更新支出，包括固定资产更新支出和长期待摊费用更新支出等。本次按照企业现有资产状况和制片能力对以后可预知的年度进行了资产更新测算，形成各年资本性支出。具体见下表所示：

单位：万元

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	永续期
追加投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
更新支出	42.54	54.23	0.69	8.47	61.47	74.95
资本性支出合计	42.54	54.23	0.69	8.47	61.47	74.95

#### (13) 借款的增加及偿还

根据“财务费用”项目中的相关说明，预测未来各年的借款变动情况如下表所示：

单位：万元

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	永续期
借款增加	7,900.00	7,900.00	7,900.00	6,000.00	6,000.00	6,000.00
借款减少	8,157.00	8,154.77	13,150.00	9,750.00	6,000.00	6,000.00

#### (14) 现金流的预测

股权自由现金流=净利润+折旧及摊销-资本性支出-营运资金增加额+借款的增加-借款的减少

因本次评估的预测期为持续经营假设前提下的无限年期，因此还需对明确的预测期后的永续年份的股权现金流进行预测。评估假设预测期后年份股权现金流将保持稳定，故预测期后年份的企业收入、成本、费用等保持稳定且与2019年的金额相等，考虑到2019年后绿城传媒经营稳定，营运资金变动金额为零。采

用上述公式计算得出 2019 年后的股权自由现金流量为 12,707.55 万元。

根据上述预测得出预测期股权自由现金流，并预计 2019 年后企业每年的现金流基本保持不变，具体见下表：

单位：万元

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	永续期
净利润	6,606.66	8,358.45	11,663.33	12,620.16	12,731.27	12,725.89
加：折旧和摊销	134.95	119.52	119.58	96.34	71.94	79.11
减：营运资金增加	6,418.98	8,137.80	6,512.30	3,802.70	0.00	0.00
减：资本性支出	42.54	54.23	0.69	8.47	61.47	74.95
加：借款增加	7,900.00	7,900.00	7,900.00	6,000.00	6,000.00	6,000.00
减：借款减少	8,157.00	8,154.77	13,150.00	11,650.00	6,000.00	6,000.00
股权自由现金流量	23.09	31.17	19.92	3,287.33	12,741.74	12,730.05

#### 四) 折现率的确定

##### 1. 折现率计算公式

$$K_e = R_f + Beta \times ERP + R_c = R_f + Beta \times (R_m - R_f) + R_c$$

式中： $K_e$ —权益资本成本

$R_f$ —目前的无风险利率

$R_m$ —市场回报率

$B e$ —权益的系统风险系数

$ERP$ —市场的风险溢价

$R_c$ —企业特定风险调整系数

##### 2. 模型中有关参数的计算过程

###### (1) 无风险报酬率的确定

无风险报酬率一般采用评估基准日交易的长期国债品种实际收益率确定。本次评估选取2014年12月31日国债市场上到期日距评估基准日10年以上的交易品种的平均到期收益率4.2681%作为无风险报酬率。

###### (2) 贝塔系数的确定

通过“同花顺 iFinD”查询沪、深两地行业上市公司近 2 年含财务杠杆的 Beta 系数后，通过公式  $\beta_u = \beta_l \div [1 + (1 - T) \times (D \div E)]$  (公式中，T 为税率， $\beta_l$  为含财务

杠杆的 Beta 系数， $\beta_u$  为剔除财务杠杆因素的 Beta 系数， $D \div E$  为资本结构) 对各项 beta 调整为剔除财务杠杆因素后的 Beta 系数，具体计算见下表：

剔除财务杠杆因素后的 Beta 系数表

序号	证券代码	证券简称	D/E	BETA	T	修正 BETA
1	300133	华策影视	2.65%	0.6587	25%	0.6459
2	300336	新文化	0.18%	0.8340	25%	0.8329
3	300291	华录百纳	0.00%	0.7255	25%	0.7255
4	300251	光线传媒	3.32%	0.6079	15%	0.5912
5	300027	华谊兄弟	8.07%	0.6583	25%	0.6207
6	600088	中视传媒	0.00%	0.6320	25%	0.6320
平均			2.84%			0.6832

通过公式  $\beta_1' = \beta_u \times [1 + (1-t)D/E]$ ，计算被评估单位带财务杠杆系数的 Beta 系数。

其中： $\beta_u$  取同类上市公司平均数 0.6832；企业所得税按 25% 计算；资本结构取同类上市公司平均值 2.84%。

故公司 Beta 系数 =  $0.6832 \times [1 + (1-25\%) \times 2.84\%] = 0.6978$

### (3) 计算市场收益率及市场风险溢价 ERP

1) 衡量股市 ERP 指数的选取：估算股票市场的投资回报率首先需要确定一个衡量股市波动变化的指数，中国目前沪、深两市有许多指数，评估人员选用沪深 300 指数为 A 股市场投资收益的指标。

2) 指数年期的选择：本次对具体指数的时间区间选择为 2001 年到 2014 年。

3) 指数成分股及其数据采集：

由于沪深 300 指数的成分股是每年发生变化的，因此评估人员采用每年年末时沪深 300 指数的成分股。对于沪深 300 指数没有推出之前的 2001、2002、2003 年，评估人员采用外推的方式推算其相关数据，即采用 2004 年年末沪深 300 指数的成分股外推到上述年份，亦即假定 2001 年、2002 年、2003 年的成分股与 2004 年年末一样。

为简化本次测算过程，评估人员借助 Wind 资讯的数据系统选择每年末成分股的各年末交易收盘价作为基础数据进行测算。由于成分股收益中应该包括每年分红、派息和送股等产生的收益，因此评估人员选用的成分股年末收盘价是包含了每年分红、派息和送股等产生的收益的复权年末收盘价格，以全面反映各成分



股各年的收益状况。

4) 年收益率的计算采用算术平均值和几何平均值两种方法:

A. 算术平均值计算方法:

设: 每年收益率为  $R_i$ , 则:

$$R_i = \frac{P_i - P_{i-1}}{P_{i-1}} \quad (i=1, 2, 3, \dots)$$

上式中:  $R_i$  为第  $i$  年收益率

$P_i$  为第  $i$  年年末收盘价 (后复权价)

$P_{i-1}$  为第  $i-1$  年年末收盘价 (后复权价)

设第 1 年到第  $n$  年的算术平均收益率为  $A_i$ , 则:

$$A_i = \frac{\sum_{i=1}^n R_i}{N}$$

上式中:  $A_i$  为第 1 年到第  $n$  年收益率的算术平均值,  $n=1, 2, 3, \dots$

$N$  为项数

B. 几何平均值计算方法:

设第 1 年到第  $i$  年的几何平均收益率为  $C_i$ , 则:

$$C_i = \left( \frac{P_i}{P_0} \right)^{\frac{1}{i}} - 1 \quad (i=1, 2, 3, \dots)$$

上式中:  $P_i$  为第  $i$  年年末收盘价 (后复权价)

5) 计算期每年年末的无风险收益率  $R_{fi}$  的估算: 为估算每年的 ERP, 需要估算计算期内每年年末的无风险收益率  $R_{fi}$ , 本次评估人员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  $R_{fi}$ 。

6) 估算结论

经上述计算分析, 得到沪深 300 成分股的各年算术平均及几何平均收益率, 以全部成分股的算术或几何平均收益率的加权平均数作为各年股市收益率, 再与

各年无风险收益率比较，得到股票市场各年的 ERP。由于几何平均收益率能更好地反映股市收益率的长期趋势，故采用几何平均收益率估算的 ERP 的算术平均值作为目前国内股市的风险收益率，即市场风险溢价为 7.47%。

(4) 企业特殊风险

企业特定风险调整系数表示非系统性风险，是由于被评估单位特定的因素而要求的风险回报。与同行业上市公司相比，综合考虑被评估单位的企业规模、经营管理、材料供应风险、竞争优劣势、财务风险等，分析确定企业特定风险调整系数为 3.03%。

(5)  $K_e$  的确定

$$K_e = R_f + \text{Beta} \times (R_m - R_f) + R_c$$

$$= 4.2681\% + 0.6978 \times 7.47\% + 3.03\%$$

$$= 12.51\%$$

五) 非经营性负债和溢余资产的价值

非经营性资产（负债）是指与企业经营收益无关的资产（负债）。

溢余资产是指超过企业正常经营需要的资产规模的那部分经营性资产，包括多余的现金及现金等价物，有价证券等。

经核查，绿城传媒存在溢余资产和非经营性负债。绿城传媒的溢余资产为超出绿城传媒经营所需的办公用房，非经营性负债为应付原股东相关的关联方往来款。对于超出绿城传媒经营所需的办公用房按照收益法进行了测算评定来确定其价值，对于应付原股东相关的关联方往来款以核实的账面值来确定其价值。具体如下表所示：

单位：万元

序号	科目名称	账面价值	评估价值
1	超出公司经营所需的办公用房	1,874.36	3,711.22
	溢余资产合计	1,874.36	3,711.22
2	其他应付款	1,302.46	1,302.46
	非经营性负债合计	1,302.46	1,302.46

(二) 市场法

一) 市场法的模型及方法选择

市场法，是指将评估对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定

评估对象价值的评估方法。市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算适当的价值比率，在与被评估单位比较分析的基础上，确定评估对象价值的具体方法。

交易案例比较法是指通过分析与被评估单位处于同一或类似行业的公司的买卖、收购及合并案例，获取并分析这些交易案例的数据资料，计算适当的价值比率或经济指标，在与被评估单位比较分析的基础上，得出评估对象价值的方法。

由于与本次经济行为类似的可比交易案例难以收集且无法了解其中是否存在非市场价值因素，因此本次评估不宜选择交易案例比较法。可比上市公司的经营和财务数据的公开性比较强且比较客观，具有较好的操作性。结合本次资产评估的对象、评估目的和所收集的资料，评估人员采用上市公司比较法对委托评估的绿城传媒的股东全部权益价值进行评估。其计算公式为：

股权价值最终评估结果=(全投资价值比率×被评估单位相应参数－付息负债－少数股东权益＋营运资金需求量调整)×(1－缺少流通折扣率)×(1＋控制权溢价)＋非经营性、溢余资产净值

或

股权价值最终评估结果=(股权投资价值比率×被评估单位相应参数＋营运资金需求量调整)×(1－缺少流通折扣率)×(1＋控制权溢价)＋非经营性、溢余资产净值

二) 具体评估过程及参数选择如下：

1. 被评估单位财务报表分析、调整

财务报表分析、调整主要包括以下两方面的内容：

(1) 非市场因素的调整

非市场因素调整主要是指对被评估单位和可比公司历史数据中由于关联交易或其他因素造成的非市场价格交易数据因素进行分析、确认和调整。由于本次评估的价值类型为持续经营假设前提下的市场价值，因此对于被评估单位和可比公司中可能存在的非市场因素的收入和支出项目进行市场化处理，以确认所有的收入、支出项目全部是市场化基础的数据，剔除由于关联交易等非市场化的因素。

(2) 非经常性损益的确认与调整

非经常性损益是指公司发生的与经营业务无直接关系，以及虽与经营业务相关，但由于其性质、金额或发生频率，影响了真实、公允地反映公司正常盈利能力的各项收入、支出。

评估人员对被评估单位以前年度及截至评估基准日的财务报表进行了分析，并剔除了资产减值损失、公允价值变动损益、投资收益、营业外收支等非经常性损益。

### (3) 非经营性资产（负债）、溢余资产的确认与调整

非经营性资产（负债）是指与企业经营收益无关的资产（负债）。

溢余资产是指超过企业正常经营需要的资产规模的那部分经营性资产，包括公司超过正常经营需要的办公用房等。

评估人员对被评估单位以前年度及截至评估基准日的财务报表进行了分析，确认非经营性负债为其他应付款中应付原股东相关的关联方往来款等。具体参见收益法说明。

### (4) 被评估单位付息负债的确认

付息负债是指那些需要支付利息的负债，包括银行借款、如其他应付款中单位及个人借款等。

## 2. 可比上市公司的选择及财务报表分析、调整

### (1) 可比上市公司选择标准

#### 1) 有一定时间的上市交易历史

考虑到进行上市公司比较法评估操作时需要进行一定的统计处理，需要一定的股票交易历史数据，因此一般需要对比对象要有一定时期的上市历史；另一方面，可比对象经营情况要相对稳定一些，有一定时间的交易历史将能有效保证可比对象的经营稳定性。一般可比对象的上市交易历史至少在 24 个月（2 年）以上为好。

#### 2) 经营业务相同或相似并且从事该业务的时间不少于 24 个月

经营业务相同或相似主要是为了满足可比对象与被评估单位从事相同或相似业务。要求可比对象从事该经营业务的时间不少于 24 个月，主要是避免可比对象由于进行资产重组等原因而刚开始从事该业务的情况。增加上述要求是为了增加可比对象的可比性。

### 3) 企业生产规模相当

企业生产规模相当实际就是要求资产规模和能力相当，这样可以增加可比性。由于可以采取规模修正方式修正规模差异，因此此处的要求在必要时可以适当放宽。

### 4) 企业的经营业绩相似

所谓经营业绩相似就是可比对象与被评估资产经营业绩状态应该相似。要求可比公司与被评估单位在经营业绩方面相似主要是考虑对于投资者而言，盈利企业的投资风险与亏损企业的投资风险是有较大差异的，因此在选择可比对象时，最好减少这方面差异所产生的影响。

### 5) 预期增长率相当

预期增长率相当实际就是要求企业的未来成长性相当，增加可比性。由于可以采取预期增长率修正方式修正增长率的差异，因此此处的要求在必要时可以适当放宽。

### 6) 其它方面的补充标准

其它方面的补充标准主要是指在可能的情况下，为了增加可比对象与被评估单位的可比性，进一步要求可比对象在经营地域、产品结构等方面可比。在上述方面再进一步设定可比条件可以保证可比对象的可比性更高。

## (2) 可比公司的选择过程

目前我国 A 股上市的影视类行业上市公司共 6 家，其主要情况及与绿城传媒的比较如下表所示：

单位：亿元

公司名称	证券代码	主营业务	首发日期	总资产	净资产	营业收入	净利润
华策影视	300133	影视传媒	2010/10/26	21.05	18.20	6.81	1.91
新文化	300336	影视传媒	2012/7/10	11.72	9.39	3.97	0.88
华录百纳	300291	影视传媒	2012/2/9	11.46	10.47	3.53	1.04
光线传媒	300251	影视传媒	2011/8/3	25.91	22.19	8.79	2.74
华谊兄弟	300027	影视传媒	2009/10/30	72.12	39.58	14.31	2.55
中视传媒	600088	影视、旅游	1997/6/16	15.36	11.46	12.53	0.62
绿城传媒		影视传媒		2.58	0.56	0.92	0.14

注：上表中总资产、净资产拟可比公司为 2013 年度数据，而目标公司为 2014 年底的

数据，营业收入、净利润拟可比公司为 2011 至 2013 年的三年平均均数据，而目标公司为 2012 年至 2014 年的三年平均数。

其中，新文化于 2012 年 7 月才上市，未来年度盈利数据等的增长情况无法取得，因此将其剔除。我们对其他备选上市公司主营业务进行了分析，发现中视传媒历年主营业务构成中广告业务、旅游业务占比过大，影视剧的主营特点不突显，故将其剔除，而华谊兄弟由于资产总量过大，因此将其剔除。

剩余三家上市公司华策影视、光线传媒、华录百纳均能满足上述可比上市公司选择标准，故将其做为本次市场法评估的可比公司。

评估人员选取截止评估基准日前 2 年日收益率为样本数据，对上述可比公司股票波动率与沪深 300 指数波动率相关性进行检验。可比公司 t 检验统计量均大于 95%双尾临界值，表明可比公司波动率与市场波动率显著正相关，所选可比公司发展趋势与大盘相符，可以选用。

### (3) 可比公司财务报告分析、调整

评估人员采用与被评估单位相同的方法对可比公司的非经常性损益、非经营性资产（负债）和付息负债进行确认和分析调整。

### 3. 价值比率计算时限的确定

根据以往评估经验，评估人员在计算可比公司价值比率时一般选用 2-3 年作为计算时限。由于本次评估的基准日为 2014 年 12 月 31 日，而可比公司的 2014 年的年报尚未出具，因此选用 2011 年至 2013 年的可比公司的价值比率。本次评估选用的可比公司中华录百纳于 2012 年 2 月上市，故本次根据可获得数据的合理性，评估人员计算了可比公司 2012、2013 年的价值比率，并分别选用其 2 年平均值和 2013 年价值比率作为本次被评估单位价值比率的调整基础。其中，选择 2013 年的价值比率主要考察时效性，选择 2 年平均的价值比率主要考虑平滑股价在短期内波动所产生的影响。

### 4. 价值比率的选择与计算

#### (1) 价值比率的选择

1) 收入基础价值比率。收入基础价值比率主要反映企业经营规模与其全投资市场价值之间的关系。评估人员将可比公司 2011 年至 2013 年的营业收入、营业成本及毛利与目标公司 2012 年至 2014 年的营业收入、营业成本及毛利统计如

下：

单位：万元

项目名称		2011	2012	2013	三年平均
华策影视	营业收入	40,306.82	72,091.15	92,046.57	68,148.18
	营业成本	15,520.51	33,219.26	49,774.47	32,838.08
	营业税金	2,188.13	2,629.16	807.90	1,875.06
	营业毛利	22,598.18	36,242.73	41,464.20	33,435.04
	毛利率	56.07%	50.27%	45.05%	49.06%
光线传媒	营业收入	69,792.51	103,385.53	90,417.18	87,865.07
	营业成本	41,243.89	58,293.35	48,565.67	49,367.64
	营业税金	2,621.17	2,146.12	723.77	1,830.35
	营业毛利	25,927.45	42,946.06	41,127.74	36,667.08
	毛利率	37.15%	41.54%	45.49%	41.73%
华录百纳	营业收入	28,728.60	39,340.30	37,788.33	35,285.74
	营业成本	13,816.24	21,880.24	20,202.13	18,632.87
	营业税金	1,513.91	686.59	295.93	832.14
	营业毛利	13,398.45	16,773.47	17,290.27	15,820.73
	毛利率	46.64%	42.64%	45.76%	44.84%
项目名称		2012	2013	2014	三年平均
绿城传媒	营业收入	6,294.93	4,376.17	16,876.68	9,182.59
	营业成本	5,713.52	2,465.30	9,933.70	6,037.51
	营业税金	400.60	24.12	99.68	174.80
	营业毛利	180.81	1,886.75	6,843.30	2,970.29
	毛利率	2.87%	43.11%	40.55%	32.35%

从经营规模上来看，绿城传媒与华策影视、光线传媒、华录百纳虽然经营规模上有一定差距，但在可接受的范围之内。从毛利率上来看，除 2012 年度绿城传媒毛利较低外，其余各年可比公司与绿城传媒毛利率均保持相对稳定，且各公司之间毛利率差异不大，企业经营规模与盈利能力一致。因此，收入基础价值比率适用于本次评估。

2) 资产基础价值比率。资产基础价值比率是反映企业资产账面价值与其企业整体价值之间关系的一个价值比率。可比企业 2011 年至 2013 年的资产状况与目标公司 2012 年至 2014 年的资产状况如下：

单位：万元

项目名称	2011 年	2012 年	2013 年	三年平均
------	--------	--------	--------	------

华策影视	资产	142,709.01	170,239.68	199,565.60	170,838.10
	负债	15,619.79	24,200.83	28,535.77	22,785.46
	所有者权益	127,089.22	146,038.85	171,029.83	148,052.63
光线传媒	资产	189,274.76	195,416.83	144,727.43	176,473.01
	负债	10,486.55	16,799.04	37,126.38	21,470.66
	所有者权益	178,788.21	178,617.79	107,601.05	155,002.35
华录百纳	资产	42,479.26	108,999.72	112,562.69	88,013.89
	负债	21,002.78	13,935.41	9,854.53	14,930.91
	所有者权益	21,476.48	95,064.32	102,708.17	73,082.99
<b>项目名称</b>		<b>2012年</b>	<b>2013年</b>	<b>2014年</b>	<b>三年平均</b>
绿城传媒	资产	16,595.47	17,965.45	25,524.31	20,028.41
	负债	14,188.87	14,168.86	18,829.26	15,729.00
	所有者权益	2,406.61	3,796.58	6,695.05	4,299.41

注：上表所列的资产、负债、所有者权益均已对非经营性资产(负债)进行了调整。

从上表看出，可比公司与目标公司在资产规模上存在较大差距，可比性差，因此资产基础价值比率不适合本次评估。

3) 盈利基础价值比率。可比公司与目标公司前三年各项盈利指标比较如下：

单位：万元

项目名称		2011年	2012年	2013年	三年平均
华策影视	NOIAT	15,383.00	21,298.00	25,173.00	20,618.00
	股权现金流	15,185.97	20,580.64	23,658.76	19,808.46
	EBIT	20,209.87	27,566.03	31,737.35	26,504.42
	EBITDA	20,435.34	28,189.90	33,107.74	27,244.33
	净利润	14,963.39	19,977.79	22,366.34	19,102.51
光线传媒	NOIAT	19,548.00	33,435.00	33,886.00	28,956.33
	股权现金流	19,142.04	33,434.99	32,376.76	28,317.93
	EBIT	22,173.23	38,274.67	38,478.48	32,975.46
	EBITDA	22,874.33	39,176.19	39,658.17	33,902.90
	净利润	18,440.95	32,533.47	31,197.08	27,390.50
华录百纳	NOIAT	8,846.45	11,722.83	11,616.84	10,728.71
	股权现金流	8,505.31	11,597.07	11,496.02	10,532.80
	EBIT	11,708.08	15,453.88	15,321.97	14,161.31
	EBITDA	11,773.47	15,586.30	15,447.33	14,269.03



项目名称		2011年	2012年	2013年	三年平均
	净利润	8,439.05	11,464.63	11,371.97	10,425.22
项目名称		2012	2013	2014	三年平均
绿城传媒	NOIAT	(172.09)	1,008.35	4,627.46	1,821.24
	股权现金流	(435.54)	740.79	4,197.28	1,500.84
	EBIT	(448.37)	1,133.05	6,013.58	2,232.75
	EBITDA	(284.18)	1,291.62	6,130.86	2,379.43
	净利润	(599.73)	582.23	4,080.01	1,354.17

注：上表所列的盈利性指标均已对非经常性损益等进行了调整。

从上表中可以看出，除 2012 年度目标公司未有盈利之外，其后各年可比公司与目标公司均为盈利企业，且各年盈利规模差距适中，可比性较好。因此盈利基础价值比率适用于本次评估。

4) 特殊类价值比率。特殊类价值比率一般适用于采掘业、运输业等特殊行业，对于影视传媒行业而言，考虑到其行业特性及相关数据无法获取，故难以构建能体现企业绩效的特殊指标，故特殊类价值比率不适用于本次评估。

5) 比率乘数的选取

综合上述分析，本次评估选择的比率乘数分别是：

A.  $EV/NOIAT = (\text{股权价值} + \text{债权价值}) / \text{无负债现金流}$

注： $NOIAT = EBIT \times (1 - T) + \text{折旧} / \text{摊销}$

B. 股权现金流价值比率 = 股权价值 / 股权现金流

C.  $EV/EBIT = (\text{股权价值} + \text{债权价值}) / \text{息税前利润}$

D.  $EV/EBITDA = (\text{股权价值} + \text{债权价值}) / \text{息税折旧及摊销前利润}$

E.  $P/E(\text{市盈率}) = \text{股权价值} / \text{税后利润}$

F. 销售收入价值比率 =  $(\text{股权价值} + \text{债权价值}) / \text{销售收入}$

(2) 价值比率的计算

根据选用的可比公司 2012-2013 年经调整后的财务数据，计算得出上述 6 项价值比率，具体过程如下表所示：

单位：万元

公司名称	华策影视			光线传媒			华录百纳		
股票代码	300133			300251			300291		
年度	2012年	2013年	平均值	2012年	2013年	平均值	2012年	2013年	平均值

股权价值	473,149.57	1,638,413.74	1,055,781.66	579,979.69	1,282,216.46	931,098.08	244,392.48	372,875.64	308,634.06
负息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	22.81	11.41	0.00	0.00	0.00
少数股东权益	4,292.41	6,025.42	5,158.92	0.00	0.00	0.00	109.40	1,018.77	564.09
非经营性资产净值	6,487.87	10,967.53	8,727.70	20,266.82	114,336.96	67,301.89	0.00	2,002.10	1,001.05
EV	470,954.11	1,633,471.63	1,052,212.87	559,712.87	1,167,902.31	863,807.59	244,501.88	371,892.31	308,197.10
扣非后股权价值	466,661.70	1,627,446.21	1,047,053.96	559,712.87	1,167,879.50	863,796.19	244,392.48	370,873.54	307,633.01
NOIAT	21,298.00	25,173.00	23,235.50	33,435.00	33,886.00	33,660.50	11,722.83	11,616.84	11,669.84
MG1	22.11	64.89	43.50	16.74	34.47	25.61	20.86	32.01	26.44
股权现金流	20,581.00	23,659.00	22,120.00	33,435.00	32,377.00	32,906.00	11,597.00	11,496.00	11,546.50
MG2	22.67	68.79	45.73	16.74	36.07	26.41	21.07	32.26	26.67
EBIT	27,566.03	31,737.35	29,651.69	38,274.67	38,478.48	38,376.58	15,453.88	15,321.97	15,387.93
MG3	17.08	51.47	34.28	14.62	30.35	22.49	15.82	24.27	20.05
EBITDA	28,189.90	33,107.74	30,648.82	39,176.19	39,658.17	39,417.18	15,586.30	15,447.33	15,516.82
MG4	16.71	49.34	33.03	14.29	29.45	21.87	15.69	24.07	19.88
净利润	19,977.79	22,366.34	21,172.07	32,533.47	31,197.08	31,865.28	11,464.63	11,371.97	11,418.30
MG5	23.36	72.76	48.06	17.20	37.44	27.32	21.32	32.61	26.97
收入	72,091.15	92,046.57	82,068.86	103,385.53	90,417.18	96,901.36	39,340.30	37,788.33	38,564.32
MG6	6.53	17.75	12.14	5.41	12.92	9.17	6.22	9.84	8.03

注：MG1 为 NOIAT 价值比率；MG2 为股权现金流价值比率；MG3 为 EBIT 价值比率；MG4 为 EBITDA 价值比率；MG5 为净利润价值比率；MG6 为收入价值比率。

## 5. 可比公司价值比率的修正

由于被评估单位与可比公司之间存在经营风险的差异，包括公司特有风险等，因此需要进行必要的修正。我们以折现率参数作为被评估单位与可比公司经营风险的反映因素。

另一方面，被评估单位与可比公司可能处于企业发展的不同期间，对于相对稳定期的企业未来发展相对比较平缓，对于处于发展初期的企业可能会有发展速度较高的时期。另外企业的经营能力也会对未来预期增长率产生影响，因此需要对增长率进行相关修正。

综上所述，评估人员通过折现率和预期增长率计算修正系数来对各价值比率进行修正。其中预期增长率为可比公司 2013 年后的预期永续增长率与目标公司

评估基准日后的预期永续增长率，评估人员估算增长率时以简单再生产为前提，不考虑物价因素的影响。由于有效估计企业永续增长率较为困难，故采用一定年限的长期增长率（所选期限内的复合增长率）来替代永续增长率。

#### 6. 付息负债的评估

截至评估基准日，绿城传媒付息负债包括短期借款及应付利息以及其他应付款中性质为借款性质的款项，付息负债合计款项为 15,511.77 万元。

#### 7. 少数股东权益价值的确定

截至评估基准日，绿城传媒无少数股东权益。

#### 8. 营运资金最低保有量调整

市场法评估企业价值时，采用收益基础的价值比率应对其隐含被评估单位具有的最低营运资金水平进行调整。

由于评估基准日时营运资金最低保有量与收益法预测得到的营运资金需求量接近，故本次将收益法中 2015 年的营运资金补充金额作为绿城传媒的营运资金最低保有量调整额。根据收益法中的相关计算，绿城传媒的营运资金最低保有量调整额为 6,418.98 万元。

#### 9. 流通折扣率的确定

股权的自由流通性对其价值有重要影响。绿城传媒是非上市公司，其股权不能在股票交易市场上交易，这种不可流通性对其价值是有影响的。

本次评估采用新股发行价估算方式计算缺少流通性折扣，新股发行定价估算方式就是研究国内上市公司新股 IPO 的发行定价与该股票正式上市后的交易价格之间的差异来研究缺少流动折扣的方式。国内上市公司在进行 IPO 时都是采用询价的方式为新股发行定价，新股一般在发行期结束后便可以上市交易。新股发行的价格一般都要低于新股上市交易的价格。可以认为新股发行价不是一个股票市场的交易价，这是因为此时该股票尚不能上市交易，因此发行价不是“市场交易机制”下形成的价格，尚不能成为市场交易价，但是一种公允的交易价。当新股上市后这种有效的交易市场机制就形成了，因此可以认为在这两种情况下价值的差异就是由于没有形成有效市场交易机制的因素造成的。

2013 年非上市公司并购市盈率与上市公司市盈率比较估算缺少流通折扣率计算表：

非上市公司并购市盈率与上市公司市盈率比较估算缺少流通折扣率计算表  
(2013年按行业)

序号	行业名称	非上市公司并购		上市公司		缺少流通折扣率
		样本点数量	市盈率平均值	样本点数量	市盈率平均值	
1	采掘业	14	23.96	39	14.13	-69.6%
2	传播与文化产业	16	21.10	17	34.71	39.2%
3	电力、煤气及水的生产和供应业	28	16.87	44	23.67	28.7%
4	电子	46	19.28	64	49.01	60.7%
5	房地产业	53	12.24	61	24.39	49.8%
6	纺织、服装、皮毛	7	13.11	33	31.41	58.3%
7	机械、设备、仪表	73	15.44	242	37.11	58.4%
8	建筑业	18	16.29	28	26.53	38.6%
9	交通运输、仓储业	18	16.76	44	18.55	9.6%
10	金融、保险业	40	10.73	34	21.32	49.7%
11	金属、非金属	29	16.10	121	39.99	59.7%
12	农、林、牧、渔业	6	27.46	20	38.70	29.0%
13	批发和零售贸易	56	13.11	80	26.91	51.3%
14	社会服务业	7	28.94	39	37.81	23.5%
15	石油、化学、塑胶、塑料	27	13.80	114	32.34	57.3%
16	食品、饮料	18	16.31	48	34.84	53.2%
17	信息技术业	57	19.01	62	52.49	63.8%
18	医药、生物制品	41	19.71	71	44.33	55.5%
19	造纸、印刷	6	10.23	23	40.49	74.7%
20	其他制造业	4	16.00	10	40.37	60.4%
21	综合类	59	14.18	19	25.97	45.4%
22	合计/平均值	623	17.17	1213	33.10	42.7%
23	全部案例整体平均	623	16.03	1213	34.58	53.6%

原始数据来源：Wind资讯、CVSource

如上表，并购市盈率法估算的传播与文化产业缺少流通性折扣为 39.20%。

#### 10. 控股权溢价

由于可比公司都是上市公司，并且交易的市场价格采用的是证券交易市场上成交的流通股交易价格，上市公司流通股一般都代表小股东权益，不代表对公司的控股权。而本次经济行为对应的绿城传媒的股权是具有控制权的股权，因此需要对可比公司评估的价值进行控股权溢价调整。

根据 CVSource 金融数据库收集的截止 2013 年底的非上市公司股权收购案例计算，控股权溢价的平均值大约为 16.36%。

#### 11. 非经营资产净值的评估

非经营资产净值系溢余资产及非经营性资产评估值之和减去非经营性负债评估值的净值，本次以收益法中相关资产的评估结果确定。经收益法评估，绿城传媒非经营资产净值的评估值为 2,408.76 万元。

#### 12. 市场法评估结果分析及结论

股权价值最终评估结果=(全投资价值比率×被评估单位相应参数-付息负债-少数股东权益+营运资金需求量调整)×(1-缺少流通折扣率)×(1+控制权溢价)+非经营性资产净值

或

股权价值最终评估结果=(股权投资价值比率×被评估单位相应参数+营运资金需求量调整)×(1-缺少流通折扣率)×(1+控制权溢价)+非经营性资产净值

由于不能明确区分上述 6 项价值比率对企业价值或股权价值的影响程度,因此以上述 6 项价值比率计算结果去除最高、最低后的平均值确定评估结果。同时由于本次评估的基准日为 2014 年 12 月 31 日,而相关可比公司 2014 年年报尚未出具,因此选用 2011 年至 2013 年的可比公司的价值比率。但相比于前两年平均数据,2013 年的行业市场数据与评估基准日更为接近,且绿城传媒 2014 年的收益情况也较前两年平均收益情况更能反映其当前的市场价值水平,因而评估人员采用可比公司 2013 年的价值比率以及绿城传媒 2014 年的收益情况所得的股东全部权益的市场价值算术平均值作为评估值。

综上所述,评估人员认为收益法以及市场法中评估参数均依据企业历史数据、企业发展情况以及行业情况来确定,同时也具有合理性。

## 二. 评估增值率较高的原因及审慎性

上述收购涉及评估的绿城传媒股东权益价值评估结果为 72,015.64 万元,基准日账面价值为 5,635.20 万元,评估增值 66,380.44 万元,增值率为 1,177.96%。增值原因分析如下:

### 1. 文化产业发展迅速

近年来,中央政府各部门积极贯彻落实关于文化产业发展的战略部署,着力深化文化体制改革,完善文化产业政策,加强政府公共服务,为文化产业发展提供良好的政策环境和市场环境。中央政府先后出台了《文化产业振兴规划》、《国家“十二五”时期文化改革发展规划纲要》等重要文件,明确了文化产业发展的目标任务,大大提振了文化产业界的信心,为文化产业发展注入了强大动力。据《中国文化产业年度发展报告(2013)》报告显示,2012 年我国文化产业总产值即已突破 4 万亿元,在我国 GDP 中所占比重逐步提升,对社会经济发展的拉动效应逐渐增强,正逐渐成为国民经济支柱性产业。因此,受益于鼓励文化产业发展的政策背景和前景广阔的行业环境,绿城传媒正逐步进入发展的快车道,呈现出了较强的增长态势。

### 2. 影视行业具有轻资产特点

绿城传媒所处的影视类企业普遍具有“轻资产”的经营特点，影视作品生产投入的资金主要用于剧本创作服务、演职人员劳务及相关支出、摄制耗材、道具、服装、化妆用品等的采购，以及专用设施、设备和场景的经营租赁等，一般不需要购置生产型固定资产（生产设备、土地、厂房等）。因此，绿城传媒在日常生产经营过程中对于资产、尤其是固定资产的需求较低，净资产规模较小，从而导致绿城传媒的评估增值率相对于传统的生产性行业较高。

### 3. 无形资产价值体现

绿城传媒存在较多的账面未记录的无形资产，包括通过创作取得的影视作品著作权以及多部剧本的拍摄制作权。以上各项影视作品著作权通过授权使用，未来能带来较大收益。在采用收益法进行评估时，包含了这一部分无形资产的收益，因此，收益法的评估结果是涵盖包括全部无形资产价值在内的企业全部资产价值。

### 4. 明晰的产品定位和快速的发展

近年来，绿城传媒从市场需求出发制定发展战略，选择了“强情节”类民国剧、抗战剧等为主的电视剧类型路线，并通过加强发行能力、建设团队核心竞争力，使得电视剧作品逐渐获得了下游电视台、网络视频服务企业等客户的认可。其中，《喋血孤岛》等多部电视剧在 2014 年实现了良好的发行销售，驱动绿城传媒盈利水平迅速提升。2014 年，绿城传媒营业收入较 2013 年提高了 12,500.51 万元，增幅达到 285.65%。绿城传媒凭借清晰的市场定位及高质量的电视剧作品，在电视剧市场的众多竞争对手中占据了一席之地，在业界逐渐建立起了较高的知名度和良好的品牌形象，为公司未来的稳步发展奠定了坚实的基础。

### 5. 成熟的电视剧业务流程管理及质量控制能力

电视剧的制作及发行需要剧本筛选团队、演员、导演、拍摄制作团队、制片人及发行人共同完成，拍摄过程中对企业整合各方资源并进行有效管理的能力提出了很高的要求。绿城传媒虽然人员规模较小，但整体管理团队稳定、行业经验丰富，自成立以来一直专注于电视剧的筹划、制作及发行工作。绿城传媒主要核心人员多年来在电视剧策划、制作、发行业务流程的各个环节均积累了较丰富的实战经验及长期合作资源，具备了较强的整合各方资源并进行有效管理的能

力。同时绿城传媒制定了全工作流程的质量控制措施，使各部门能在各司其职的同时，共同协作、互相监督，有助于提高产品质量、增强市场竞争力。

#### 6. 与同行业上市公司比较

查询同花顺 iFinD 终端获取评估基准日时类似上市公司的市净率、市盈率情况如下表所示：

证券代码	证券简称	静态市盈率(P/E)	市净率(P/B)
600088. SH	中视传媒	86.56	5.30
300027. SZ	华谊兄弟	49.05	8.28
300133. SZ	华策影视	62.82	9.22
300251. SZ	光线传媒	73.00	10.79
300291. SZ	华录百纳	96.84	11.52
300336. SZ	新文化	44.34	5.50
平均		68.77	8.44

注：类似上市公司股价为 2014 年 12 月 31 日收盘价，类似上市公司每股收益、每股净资产为 2013 年 12 月 31 日年报数据。

本次评估得出的绿城传媒市净率 P/B 为 12.78，大于上市公司水平。主要是因为类似公司通过上市募集到大量的自有资金，净资产规模较大所致。

本次评估得出的绿城传媒静态市盈率为 17.56，显著低于类似上市公司市盈率水平。

#### 7. 与同行业可比交易案例比较

查询同花顺 iFinD 终端、cvsources 数据库获取可比公司估值指标见下表：

收购方	交易标的	交易股权比例	评估基准日	承诺首年度净利润(万元)	交易金额(万元)	市盈率
浙江金磊高温材料股份有限公司	北京完美影视传媒股份有限公司	100%	2014 年 4 月 30 日	17,500.00	272,622.50	15.58
江苏鹿港科技股份有限公司	世纪长龙影视股份有限公司	100%	2014 年 3 月 31 日	4,500.00	47,000.00	10.44
广西皇氏甲天下乳业股份有限公司	御嘉影视集团有限公司	100%	2014 年 3 月 31 日	6,500.00	68,250.00	10.50
四川高金食品股份有限公司	印纪影视娱乐传媒股份有限公司	100%	2013 年 12 月 31 日	42,980.00	601,197.79	13.99
江阴中南重工股份有限公司	大唐辉煌传媒股份有限公司	100%	2013 年 12 月 31 日	9,450.00	100,000.00	10.58
乐视网信息技术(北	东阳市花儿影视文	100%	2013 年 6 月	6,300.00	90,000.00	14.29

京)股份有限公司	化有限公司		30日			
市盈率平均						12.56
喜临门家具股份有 限公司	绿城传媒	100%	2014年12 月31日	6,606.66	72,015.64	10.91

本次评估得出的绿城传媒市盈率为 10.91 倍，低于交易案例平均市盈率。

综上所述，绿城传媒的股东权益价值与同行业可比交易作价和同行业上市公司估值相比具备合理性，同时考虑到影视行业的良好成长性及绿城传媒的自身情况，本次绿城传媒股东权益价值评估结果客观反映了绿城传媒的市场价值，其评估增值是合理的，也是审慎的。

### 三. 本次评估结果选择收益法作为最终评估结论的原因、合理性。

结合本次收购涉及评估的绿城传媒的评估目的、企业情况和评估师所收集的资料，确定分别采用收益法和市场法对委托评估的公司的股东全部权益价值进行评估。

经评估后，绿城传媒股东全部权益价值采用收益法的评估结果为 72,015.64 万元，市场法的评估结果为 81,400.00 万元，两者相差 9,384.36 万元，差异率为 13.03%。

经分析，评估人员认为上述两种评估方法的实施情况正常，参数选取合理。收益法是从企业未来发展的角度，通过合理预测企业未来收益及其对应的风险，综合评估企业股东全部权益价值，在评估时，考虑了各项资产及负债是否在企业中得到合理充分的利用，其资产及负债的组合是否发挥了其应有的贡献。市场法是从整体市场的表现和未来的预期来评定企业的价值，但由于近几年资本市场波动较大，非客观因素较多，同时对可比对象缺乏进一步的深入认识，导致市场法的参数选取中可能存在一定的不确定性。

综上所述，评估人员认为以收益法得出的评估结果更能科学合理地反映企业股东全部权益的价值。同时通过与同行业上市公司比较以及与同行业可比交易案例比较（详见本回复“二. 评估增值率较高的原因及审慎性—6、7”），绿城传媒的股东权益价值与同行业可比交易作价和同行业上市公司估值相比具备合理性。



## 【保荐机构核查问题及回复】

### 【反馈问题】

请保荐机构:(1)对上述事项进行核查;(2)对比本次发行完成后的资产负债率水平与同行业可比上市公司平均水平,说明偿还银行贷款金额是否与实际需求相符,是否存在变相通过本次募集资金补充流动资金或偿还银行贷款以实施重大投资或资产购买的情形发表意见。上述重大投资或资产购买的范围,参照证监会《上市公司信息披露管理办法》、证券交易所《股票上市规则》的有关规定;(3)结合上述事项的核查过程及结论,说明本次补流及偿贷金额是否与现有资产、业务规模相匹配,募集资金用途信息披露是否充分合规,本次发行是否满足《上市公司证券发行管理办法》第十条有关规定,是否可能损害上市公司及中小股东的利益。

### 【保荐机构的回复及核查意见】

#### 一、核查过程

保荐机构核查了发行人本次非公开发行股票预案(二次修订稿)、非公开发行股票预案(三次修订稿)、非公开发行股票预案(四次修订稿)、本次非公开发行股票募集资金使用可行性分析报告(二次修订稿)、本次非公开发行股票募集资金使用可行性分析报告(三次修订稿)、本次非公开发行股票的董事会决议、独立董事意见、股东大会决议、募集资金管理制度等文件;核查了发行人报告期内的审计报告和财务报告、银行借款和授信情况等;对比了发行人与同行业上市公司的资产负债率,了解了发行人拟偿还借款的安排情况,核查了借款相关的合同等资料;实地走访了发行人的主要生产经营现场,了解公司的生产经营现状和资金需求等情况。核查了公司收购绿城传媒的审计报告、评估报告、相关的协议、支付凭证等文件,并对相关人员进行访谈,了解公司收购绿城传媒的有关情况。

#### 二、本次发行完成后,公司资产负债率水平与同行业可比上市公司平均水平对比

以同行业上市公司 2015 年 12 月 31 日资产负债率数据和公司 2015 年 12 月

31 日财务数据为基础，公司本次发行完成前后的资产负债率水平、同行业可比上市公司资产负债率水平具体情况如下表：

项目	股票代码	公司简称	2015年末
资产负债率（合并）	002489	浙江永强	41.78%
	002572	索菲亚	23.18%
	002751	易尚展示	69.43%
	600337	美克家居	36.61%
	600978	宜华木业	46.15%
	603600	永艺股份	30.91%
	603818	曲美家居	17.71%
	603898	好莱客	18.38%
	平均值		<b>35.52%</b>
	中位数		<b>33.76%</b>
	603008	喜临门（本次发行前）	
喜临门（模拟本次发行后）		44.72%	

注：同行业上市公司财务数据来源于wind资讯。喜临门2015年末财务数据根据公司2015年度数据计算得出。根据wind资讯的证监会行业分类及证监会网站公告的上市公司分类，喜临门属于家具制造业，除美克家居（600337）、永安林业（000663）外，2015年3季度末和2016年1季度末，上表中其他同行业上市行业分类均属于家具制造业，未发生变化。证监会网站公布的《2015年3季度上市公司行业分类结果》显示，美克家居行业分类为家具制造业，永安林业行业分类为林业。证监会网站公布的《2015年4季度上市公司行业分类结果》、《2016年1季度上市公司行业分类结果》显示，美克家居行业分类变为零售业，永安林业行业分类变为家具制造业。根据美克家居的2015年年报，美克家居2015年家具业务收入占营业收入的比例为98.85%，家具业务占比较高，2015年4季度及2016年1季度，美克家居经营状况未发生重大变化，为了增加数据的可比性，仍将美克家居列为同行业上市公司。2015年，永安林业实施发行股份购买资产并募集配套资金，通过收购，永安林业在原有业务的基础上增加了家具业务，考虑到家具业务开展时间相对较短且发行股份购买资产及募集配套资金对永安林业2015年末财务数据影响较大，可比性不强，因此，未将永安林业列入同行业上市公司。

假设不考虑发行费用，以发行人 2015 年末财务报表数据为计算基础，按本次募集资金 94,000 万元，其中 4,000 万元用于偿还银行贷款进行模拟计算，则本次发行后发行人合并资产负债率将下降至 44.72%，仍高于同行业可比上市公司 2015 年 12 月 31 日资产负债率的平均值 35.52%，也高于中位数水平，并且高于 6 家同行业可比上市公司的资产负债率。

2014 年末、2015 年末，公司合并资产负债率不断提高，并且均高于同行业可比上市公司平均水平，主要是随着业务规模不断扩大，公司通过银行借款补充营运资金以及投资厂房、机器设备等，财务杠杆利用率较高所致。而此次通过股

权方式融资，本次非公开发行股票发行完成后，短时间内会导致公司资产负债率有较大幅度下降，这是股权融资会产生的普遍结果。但随着公司生产经营规模继续扩大，应付票据、应付账款等经营性负债也会有所增加；此外，后续产生的融资需求也会导致公司有新增的银行借款等金融性负债，公司资产负债率会受上述因素影响有所增长，而不会一直维持在股权融资后的较低水平。

股票代码	公司简称	2015年 12月31日	2014年 12月31日	2013年 12月31日
002489	浙江永强	41.78%	41.74%	35.73%
002572	索菲亚	23.18%	17.84%	14.08%
002751	易尚展示	69.43%	59.58%	43.07%
600337	美克家居	36.61%	28.67%	28.26%
600978	宜华木业	46.15%	37.76%	45.84%
603600	永艺股份	30.91%	48.16%	45.13%
603818	曲美家居	17.71%	34.31%	42.76%
603898	好莱客	18.38%	32.59%	36.74%
<b>平均值</b>		<b>35.52%</b>	<b>37.58%</b>	<b>36.45%</b>
603008	喜临门	58.45%	42.18%	27.32%

注：同行业上市公司财务数据来源于 wind 资讯，喜临门财务数据来自其年报。

2013 年末、2014 年末和 2015 年末，8 家同行业可比上市公司资产负债率（合并口径）存在较大波动。为避免单一时点同行业可比上市公司资产负债率异常所导致可比性较差的不利影响，综合分析 2013 年末、2014 年末和 2015 年末，同行业上市公司资产负债率情况以便更全面反映同行业上市公司资产负债率的情况。2013 年末、2014 年末和 2015 年末，同行业 8 家上市公司资产负债率主要分布在 25%-50%这一区间，按照 2015 年 12 月末的财务数据模拟测试，本次发行完成后，虽然公司合并资产负债率将下降至 44.72%，但仍处于相对合理区间范围内，不会出现资产负债率过低的情况。

截至 2015 年 12 月末，发行人资产负债率在同行业可比上市公司中处于较高水平，表明发行人有息债务规模较大，利息支出较高，一定程度上侵蚀了发行人的盈利能力。此外，较高的资产负债率也增加了发行人财务风险，进而削弱了发行人在行业中的竞争优势。而通过本次发行募集资金偿还部分银行贷款后，发行人的利息支出将有所减少。同时，发行人的资产负债率也将降低到行业的平均水平，资本结构得到优化，从而降低了发行人的财务风险和偿债压力。

### 三、核查意见

经核查，保荐机构认为，

根据 2015 年第一次临时股东大会对董事会的授权，2016 年 4 月 20 日，公司第三届董事会第八次会议审议通过了《关于调整公司非公开发行 A 股股票方案的议案》、《关于<喜临门家具股份有限公司 2015 年度非公开发行股票预案(二次修订稿)>的议案》等议案。根据修订后的发行方案，公司本次非公开发行股票募集资金投资项目不再包括补充流动资金项目。

公司第三届董事会第十次会议、2016 年第二次临时股东大会分别审议通过了《关于调整公司非公开发行 A 股股票方案的议案》、《关于<喜临门家具股份有限公司 2015 年度非公开发行股票预案(四次修订稿)>的议案》等议案。根据修订后的发行方案，公司本次非公开发行股票募集资金投资项目不再包括偿还短期融资券项目。

发行人通过本次非公开发行股票募集资金偿还银行贷款，有利于降低财务风险、提升盈利能力，具有经济性、合理性。发行人通过本次非公开发行股票募集资金偿还银行贷款金额与实际需求相符，与公司现有资产规模、财务状况相匹配。发行人偿还银行贷款的债务真实明确，不存在通过偿还贷款变相用于其他用途的情形。通过本次发行募集资金偿还部分银行贷款后，发行人的利息支出将有所减少。同时，发行人的资产负债率有所降低，资本结构得到优化，从而降低了发行人的财务风险和偿债压力。发行人本次偿还银行贷款金额与现有资产、业务规模相匹配，募集资金用途信息披露充分合规，本次发行满足《上市公司证券发行管理办法》第十条有关规定，未损害上市公司及中小股东的利益。

公司收购绿城传媒符合公司的发展战略，有利于提高公司的盈利能力。公司收购绿城传媒涉及评估中评估参数选择的依据具有合理性，评估增值率较高具有合理性和审慎性，该次评估结果选择收益法作为最终评估结论符合绿城传媒的实际情况，具有合理性。

(本页无正文,喜临门家具股份有限公司《关于喜临门家具股份有限公司非公开发行股票申请文件反馈意见的回复(修订稿)》之签署页)

法定代表人:



陈阿裕



2016年6月17日

（本页无正文，为财通证券股份有限公司《关于喜临门家具股份有限公司非公开发行股票申请文件反馈意见的回复（修订稿）》之签署页）

保荐代表人： 韩卫国

韩卫国

周涛

周涛

保荐机构（公章）：财通证券股份有限公司



2016年6月17日