

西南证券股份有限公司关于《深圳证券交易所关于对恒天海龙股份有限公司的重组问询函》的回复

深圳证券交易所：

就贵所于 2016 年 1 月 19 日下发的《关于对恒天海龙股份有限公司的重组问询函》（许可类重组问询函【2016】第 5 号）（以下简称“《问询函》”）中的要求，西南证券股份有限公司作为恒天海龙股份有限公司（以下简称“恒天海龙”、“公司”）本次重大资产重组的财务顾问，对有关问题进行了认真分析，现就《问询函》中相关问题的核查回复如下：

如无特别说明，本回复中的简称均与《恒天海龙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暨关联交易预案（修订稿）》中相同。

二、关于交易方案

1、请你公司根据《重组管理办法》第十二条的规定，充分披露本次方案构成重大资产重组的判断依据及计算过程；独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

一、本次方案构成重大资产重组的判断依据及计算过程

根据上市公司 2014 年经审计的财务数据，上市公司截至 2014 年底归属于母公司净资产为 21,124.67 万元。上市公司于 2015 年 11 月完成了重大资产出售，恒天海龙出售其持有的除博莱特 51.26% 股权、对博莱特负债之外的全部资产和负债。根据此次交易完成后的上市公司备考审计报告，上市公司 2014 年底归属于母公司净资产为 28,445.18 万元。

本次交易中，上市公司拟收购妙聚网络 100% 股权和灵娱网络 100% 股权，交易作价合计为 333,800.00 万元，占上市公司 2014 年经审计的合并财务会计报

告期末净资产额的比例为 1580.14%；占上市公司前次重大资产出售完成后 2014 年备考审计的合并财务会计报告期末净资产额的比例为 1173.49%；且本次交易价格超过 5,000 万元人民币。根据中国证监会《重组办法》的相关规定，本次交易构成重大资产重组。

二、独立财务顾问核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：本次交易构成《重组办法》第十二条所规定的重大资产重组。

2、请你公司按照《重组管理办法》第十三条的规定，充分披露本次方案不构成借壳上市的判断依据及计算过程；独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

一、本次交易不构成借壳上市

2015 年 5 月，兴乐集团与中国恒天签署《关于恒天海龙股份有限公司之股份转让协议》，约定兴乐集团受让中国恒天所持公司 2 亿股股份，占上市公司总股本的 23.15%；此次转让完成后，上市公司的控股股东变更为兴乐集团，虞文品先生成为上市公司的实际控制人。2015 年 12 月，上述股份转让的过户登记手续办理完毕。

本次交易中，兴乐集团的一致行动人兴乐宝盈认购募集配套资金 80,000.00 万元，认购股数为 15,325.67 万股，本次交易完成后，兴乐集团及其一致行动人持有公司 35,325.67 万股，占公司总股本的 20.50%，兴乐集团仍为上市公司控股股东。本次交易前后上市公司的控制权没有发生变更。此外，本次交易不涉及向兴乐集团、虞文品先生及其关联方购买资产。根据中国证监会《重组办法》的相关规定，本次交易不构成借壳上市。

二、独立财务顾问核查意见

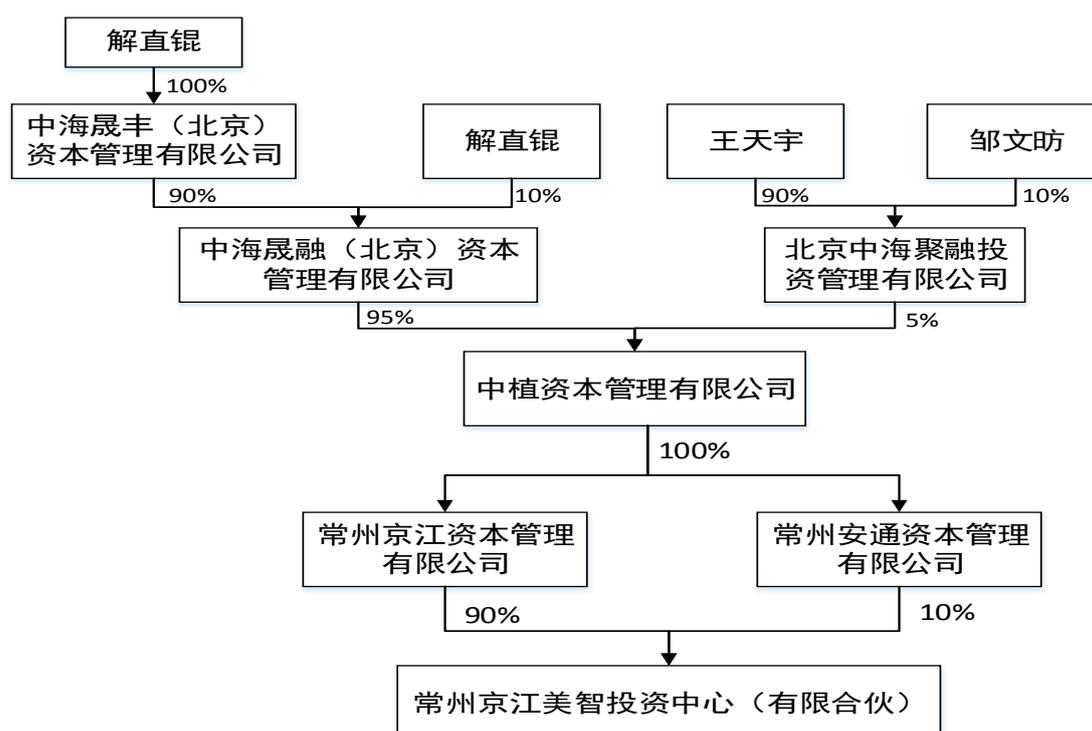
经核查，本独立财务顾问认为：本次交易不构成《重组办法》第十三条所规定的借壳上市的情形。

3、据重组预案披露显示，截至本预案出具之日，本次交易对方芜湖义善容管理咨询合伙企业（有限合伙）（以下简称“芜湖义善容”）持有的杭州妙聚网络科技有限公司（以下简称“妙聚网络”）部分股权被质押，质权人承诺其将在本次重组事宜提交中国证监会重组委员会审核前解除股权质押。请你公司披露：（1）质权人中植资本管理有限公司（以下简称“中植资本”）与富安达资产管理（上海）有限公司是否存在关联关系或者一致行动关系；（2）本次股权质押的具体情况，包括但不限于股权被质押的事由、质权人简介、质押的起始日和期限、股权质押合同的主要条款等；（3）本次交易是否符合《关于规范上市公司重大资产重组若干问题的规定》第四条第（二）款的规定和《重组管理办法》第十一条第（四）款的规定，如果不符合相关规定，公司及交易对手方的解决措施。另外，请你公司就股份未能及时解除质押将给本次重组带来的审批风险作出提示；独立财务顾问核查并发表明确意见。

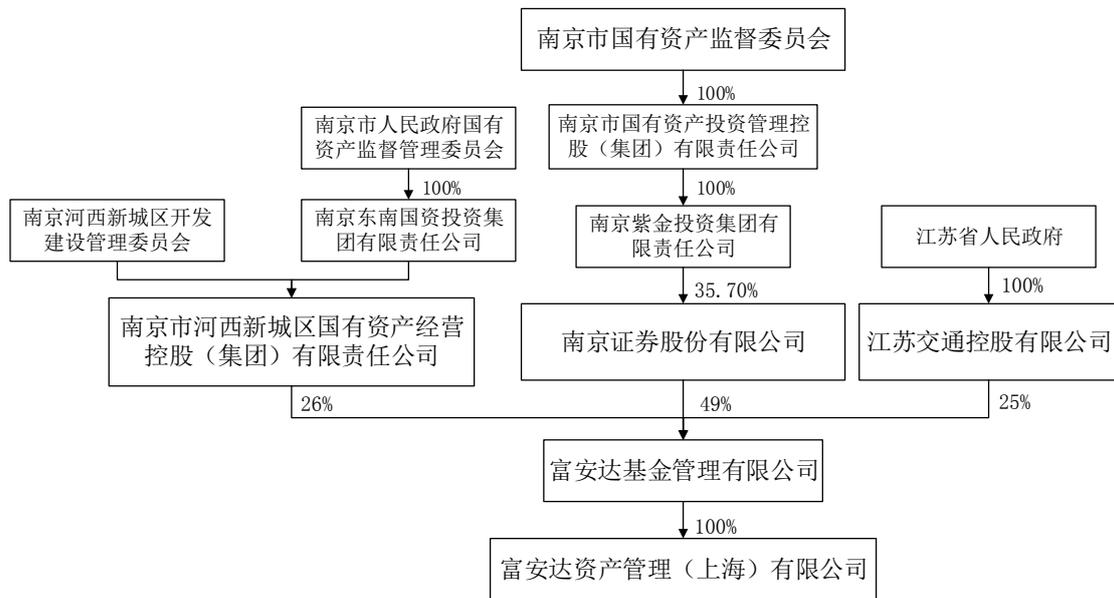
回复：

一、质权人中植资本与富安达之间不存在关联关系

截至本反馈回复出具之日，中植资本的股权结构如下：



富安达的股权结构如下：



根据中植资本、富安达出具的《无关联关系确认函》，中植资本与富安达之间不存在关联关系及一致行动关系。

二、本次股权质押的具体情况

(一) 芜湖义善容将其所持妙聚网络 20%股权质押给中植资本

1、股权被质押的事由

根据妙聚网络、芜湖义善容与京江美智、中植资本于 2015 年 4 月签署的《增资扩股及股权转让协议之补充协议》，中植资本拟通过其全资控股的京江美智，以股权转让和增资的方式对妙聚网络进行投资，在投资完成后将取得妙聚网络 25% 股权，协议中各方就增资、股权转让、补偿、违约等事项进行了约定。同时，根据《增资扩股及股权转让协议之补充协议》的约定，自协议签订之日起至妙聚网络与上市公司签订正式收购协议之日止，芜湖义善容需要将其持有的妙聚网络 20% 股权质押给中植资本、京江美智，作为芜湖义善容在《增资扩股及股权转让协议之补充协议》项下的全部义务提供担保。同日，芜湖义善容与中植资本签署了《股权质押协议》，芜湖义善容将其所持妙聚网络 20% 股权质押给中植资本。

2、质权人简介

质权人中植资本的基本信息如下：

名称	中植资本管理有限公司
注册资本	100000.00 万元
公司类型	有限责任公司
法定代表人	段迪
住所	天宁区恒生科技园二区 1601
成立日期	2011 年 05 月 09 日
营业执照号码	110105013869583
经营范围	资产管理，项目投资，投资管理，投资咨询（证券、期货投资咨询除外）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

3、质押的起始日和期限

根据芜湖义善容与中植资本签署的《股权质押协议》，上述股权质押自在工商登记管理部门办理质押物的质押登记时设立，直至（1）出质人在《增资扩股及股权转让协议之补充协议》、《股权质押协议》项下的全部责任与义务履行完毕之时；或（2）由于妙聚网络与上市公司重组、国内 IPO、新三板挂牌之需要而解除股权质押时，各方办理完毕解除质押的工商登记之日终止。

4、股权质押合同的主要条款

根据芜湖义善容与中植资本于 2015 年 4 月签署的《股权质押协议》，股权质押合同的主要条款如下：

（1）质押的性质

① 本协议项下的质押不受质权人就担保义务所拥有的其他质押或担保利益的影响，且不影响此等其他质押和担保利益的效力。

② 本协议项下之质权人之权利即使在下列任何情形下也不能被豁免或影响；

A. 经质权人同意的对“主合同义务人”任何义务的延长、豁免、减少或解除；

B. 任何对主合同及其补充协议之任何变更、修改或补充；

C. 就主合同及其补充协议权利之任何其他质押、保证或者担保权益的处分、改变或解除；

- D. 质权人任何延迟行使其在主合同及其补充协议或本协议项下权利；
- E. 主合同及其补充协议或其执行被认定为不合法、无效和 / 或不可执行；
- F. 主合同及其补充协议义务人破产、清算、解散等。

(2) 质押物

① 本协议项下的“质押物”是指出质人持有的妙聚网络的 20% 股权（包括但不限于利润、公积金和其它股东权益）；

② 出质人保证前述妙聚网络 20% 股权不存在任何既有抵押、质押或者其他项权利负担。

(3) 担保范围

① 出质人同意将质押物全部质押给质权人，作为“主合同及其补充协议义务人”履行主合同及其补充协议义务以及本协议项下所有责任与义务的担保。在发生本协议约定的违约事件或主合同及其补充协议义务人未能履行主合同及其补充协议义务以及本协议（如适用）项下责任与义务时，质权人有权按照主合同及其补充协议和本协议的约定处置质押物。

② 本协议中，质押物担保的范围为主合同及其补充协议义务人在主合同及其补充协议项下的义务以及本协议的所有责任与义务。

③ 出质人同意，出质物担保的范围不局限于各方签订的《增资扩股及股权转让协议之补充协议》，如根据需要各方就《增资扩股及股权转让协议之补充协议》签订补充协议，质物担保的范围自动扩至补充协议。

(4) 质押期限

本协议项下的质押权自在工商登记管理部门办理质押物的质押登记时设立，直至（1）出质人在本协议、主合同项下的全部责任与义务履行完毕之时；或（2）由于妙聚网络与上市公司重组、国内 IPO、新三板挂牌之需要而解除股权质押时，各方办理完毕解除质押的工商登记之日终止。

(5) 质押登记和备案

① 本协议签署后，出质人应及时通知妙聚网络内部决策程序。

② 在本协议签署后，质权人随时有权发出书面通知要求出质人办理股权质押登记。自质权人发出书面通知之日起十（10）个工作日（以下如无特指，“日”均指工作日）内，出质人和妙聚网络应在工商登记管理部门完成本协议项下的股权质押登记手续，如有需要质权人应给予必要的配合。

③ 质押登记完成当日，出质人和妙聚网络应将出质人的股权出资证明书、记载质权的股东名册及出质登记文件原件（如有）交由质权人保管。质权人将在质押期限内一直保管该等文件。

④ 主合同约定的质押终止事项发生后（即妙聚网络或相关主体与上市公司签订正式收购协议之日止）或为妙聚网络与上市公司重组、国内 IPO 或者新三板挂牌的需要需解除股权质押的，出质人随时有权发出书面通知要求质权人配合办理解除股权质押登记。自出质人发出书面通知之日起十（10）个工作日内，质权人应配合妙聚网络和出质人在工商登记管理部门完成解除股权质押登记手续，质权人需配合办理。

（6）质权的实现

① 如果出现本协议所述之违约事件时，质权人有权随时在中国法律允许的范围内按照主合同及其补充协议和本协议中约定的方式以及法律允许的其它方式采取行动以实现其在本协议项下的质权。

② 在出现第①款的情形下，出质人和妙聚网络应无条件配合、且出质人应无条件配合质权人按照法律、法规、规范性文件的要求尽快签署所有必要的文件并办理与质权人实现质权相关的一切变更登记手续。

（7）转让

本协议应约束各方及其各自承继人、经许可的受让人和被转让人，并对其有效，但未经质权人事先书面同意，出质人不得转让其在本协议项下的部分或全部权利或义务。

（二）芜湖义善容将其所持妙聚网络 10%股权质押给富安达

1、股权被质押的事由

根据芜湖义善容与富安达于 2015 年 12 月签署的《股权收益转让及回购合同》，芜湖义善容拟将其持有的妙聚网络 10% 股权之收益权转让至富安达，芜湖义善容将在股权收益权转让生效之日起满 12 个月的当日或妙聚网络与上市公司重大资产重组实施完毕后芜湖义善容收到第一笔现金股权转让款之日起第五(5)个工作日回购妙聚网络 10% 股权之收益权。在经芜湖义善容提前书面申请且富安达书面同意后，芜湖义善容可以部分或全部提前支付相应的股权收益权回购价款，并根据已支付的回购价款，部分或全部回购股权收益权。

为保证富安达资金安全，芜湖义善容以其所持妙聚网络 10% 股权为其按期履行到期回购义务向富安达提供股权质押担保措施。2015 年 12 月，芜湖义善容与富安达签署了《股权质押合同》，芜湖义善容将其所持妙聚网络 10% 股权质押给富安达。

2、质权人简介

质权人富安达的基本信息如下：

名称	富安达资产管理（上海）有限公司
注册资本	2,000.00 万元
公司类型	有限责任公司（法人独资）
法定代表人	蒋晓刚
住所	上海市虹口区广纪路 738 号 2 幢 228 室
成立日期	2013 年 1 月 17 日
营业执照号码	310109000616644
经营范围	特定客户资产管理业务以及中国证监会许可的其他业务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

3、质押的起始日和期限

根据芜湖义善容与富安达签署的《股权收益转让及回购合同》、《股权质押合同》，上述股权质押自在工商登记管理部门办理质押物的质押登记时设立，至芜湖义善容根据《股权收益权转让及回购合同》、《股权质押合同》的约定足额支付回购价款且履行完毕相关的责任与义务时，各方办理完毕解除质押的工商登记之日终止。

4、股权质押合同的主要条款

根据芜湖义善容与富安达于 2015 年 12 月签署的《股权质押合同》，其主要条款如下：

(1) 质押内容

本合同项下被担保的债权（“主债权”）系指债务人应当按主合同的约定向富安达支付股权收益权回购价款的义务。

主债权的金额、期限及其他具体内容以主合同的相关约定为准。

芜湖义善容以其持有的杭州妙聚网络科技有限公司 10% 的股权（即 200 万元股权，担保数额为人民币 3000 万元的主债权）为债务人按期履行到期回购义务向富安达提供股权质押担保措施。

(2) 质押权利

① 芜湖义善容以本合同“质押权利清单”所列之权利设定质押。

② 如果“质押权利清单”记载的权利与富安达实际接受的权利凭证、质权证书或质押证明文件或登记机关质押登记簿所表明权利不一致的，富安达实际接受的权利凭证、质权证书或质押证明文件或登记机关质押登记簿所表明权利为质押权利。

③ 若质押权利换发新的所有权或其他权利证书（明），导致本合同“质押权利清单”或者富安达收执的质权证书或质押证明文件与上述新的权利证书（明）或登记机关的登记簿相关记载不一致的，芜湖义善容不得以此为由拒绝承担担保责任。

④ 芜湖义善容应以最大的谨慎维持质押权利的有效性和价值，防止因为超过规定的期限或者发生任何其他事由，导致质押权利失效或贬值。质押权利价值增加，增加的部分仍作为富安达债权的质押担保。

⑤ 质押权利的孳息由富安达收取；孳息作为质押权利的一部分用于富安达债权的质押担保，但应优先用于清偿收取孳息的费用。

⑥ 如果质押权利的价值已经或者可能减少，影响富安达权利的实现，芜湖义善容应按照富安达要求提供新的担保。

（3）担保范围

本合同的质押担保范围：包括但不限于股权收益权回购价款、罚息、违约金、赔偿金；债务人应向富安达支付的其他款项（包括但不限于有关手续费、电讯费、杂费等）；富安达垫付的以及富安达为实现债权支出的全部费用等（包括但不限于诉讼费、仲裁费、财产保全费、差旅费、执行费、评估费、拍卖费、公证费、送达费、公告费、律师费等）。

（4）质押权利的登记或交付

① 依法需要办理质押登记（含记载、备案）的，双方应于本合同签订之日起 10 个工作日内到相应的登记部门办妥质押登记手续。芜湖义善容应于质押登记完成当日将质权证书、质押登记文件正本原件及其他权利证书交富安达持有。

② 依法不需要办理质押登记的，芜湖义善容应于本合同签订后 5 个工作日内将质押权利的凭证交付给富安达。依法需要背书的，芜湖义善容应在权利凭证上完成背书后交付富安达。

③ 质权的实现需要第三方履行义务的，芜湖义善容应当将质押事实书面通知该第三方。

（5）质押合同的效力

① 本合同为主合同的从合同，主债权债务合同无效，本合同无效，但法律另有规定的除外。本合同被确认无效后，债务人、出质人、质权人有过错的，应当根据其过错各自承担相应的民事责任。

② 如本合同的某条款或某条款的部分内容现在是或将来成为无效，该无效条款或该无效部分并不影响本合同及本合同其它条款或该条款其它内容的有效性。

（6）主合同变更

① 如果富安达与债务人协议变更主合同条款（包括但不限于变更支付币种、

支付方式、支付账号、支付计划、支付日、违约责任、债务履行期限的起始日或截止日变更)，芜湖义善容同意对变更后的主合同项下债务继续承担担保责任，无须另行办理任何手续。

② 芜湖义善容的担保责任不因出现下列任一情况而减免：

A. 富安达或债务人发生改制、合并、兼并、分赢、增减资本、合资、联营、更名等情形；

B. 富安达委托第三方履行其主合同项下的义务。

(7) 对芜湖义善容处分质押权利的限制

① 未经富安达书面同意，芜湖义善容不得以任何方式处分质押权利的全部或部分。

② 经富安达书面同意，芜湖义善容处分质押权利而获得价款或其他款项应当存入富安达指定的账户。富安达有权选择本合同第 8 条第 2 款第 A 至 C 项约定的任一方法对上述款项进行处理，芜湖义善容应协助办理有关手续。

③ 本合同有效期内，芜湖义善容任何行为足以使质押权利价值减少的，芜湖义善容应于事故发生之日起十五日内，书面通知富安达损失的情况，富安达有权要求芜湖义善容停止其行为。因芜湖义善容或第三方的行为导致质押权利价值减少时，富安达有权要求芜湖义善容恢复质押权利的价值或者提供富安达书面认可的新的担保。

④ 在本合同有效期内，芜湖义善容非经富安达书面同意，不得馈赠质押权利，芜湖义善容再质押或以其他方式转移本合同项下的质押权利的，应事先取得富安达书面同意。

(8) 第三方妨碍

① 国家或者其他第三方对质押权利进行注销、没收、强制收同、查封、冻结、扣押、监管、扣划、留置、拍卖、强行占有、毁损或者进行其他处置，芜湖义善容应当立即通知富安达，并及时采取制止、排除或补救措施，防止损失扩大；若富安达提出要求，芜湖义善容应提供符合富安达要求的新担保。

② 在本合同有效期内，质押权利若价值减少，或质押权利发生前款情形，则质押权利剩余部分仍作为富安达债权的质押担保。如芜湖义善容因上述原因取得的赔偿金、补偿金，应存入富安达指定账户。富安达有权选择下列任一方法对上述款项进行处理，芜湖义善容应协助办理有关手续：

- A. 经富安达同意，用于修复质押权利项下财产，以恢复其价值；
- B. 清偿或提前清偿主合同项下债务本息及相关费用；
- C. 芜湖义善容提供符合富安达要求的新的担保后，由芜湖义善容自由处分。

(9) 质权的实现

① 在本合同有效期内，发生下列情形之一的，富安达有权处分质押权利（股权不得流质）。芜湖义善容同意富安达有权选择折价、变卖、拍卖等方式处分质押权利：

- A. 主合同债务人不履行主合同项下到期债务或不履行被宣布提前到期的债务，或违反主合同的其他约定；
- B. 主合同债务人在本合同有效期内被宣告解散、破产或者被撤销；
- C. 主合同债务人与第三人发生纠纷，法院或者仲裁机构裁决主合同债务人承担责任，导致存在主合同债务人无力履行主合同的可能；
- D. 发生了针对芜湖义善容或其资产的重大诉讼、仲裁或行政程序；
- E. 芜湖义善容违反其在本合同项下的其他义务或发生富安达认为将会严重不利地影响富安达在本合同项下权利的其他事件。

② 本合同“质押权利清单”记载的或双方另行约定的质押权利的价值（下称“暂定价值”），均不表明质押权利的最终价值，其最终价值为富安达处分质押权利所得价款在扣除各项税费后的净额。

若以质押权利抵偿富安达债权的，上述暂定价值并不作为质押权利抵偿富安达债权的依据，届时质押权利的价值应由甲乙双方协商一致或依法公平评估确定。

③ 芜湖义善容不得以任何方式（包括作为或不作为）妨碍富安达实现质权。

④ 无论富安达是否拥有其他担保措施（包括但不限于保证、抵押、质押、保函、备用信用证等担保方式），不论上述其他担保何时成立、是否有效、富安达是否向其他担保人提出权利主张，也不论是否有第三方同意承担主合同项下的全部或部分债务，也不论其他担保是否由债务人自己所提供，芜湖义善容在本合同项下的担保责任均不因此减免，富安达均可直接要求芜湖义善容依照本合同约定在其担保范围内承担担保责任，芜湖义善容将不提出任何异议。

三、本次交易符合相关法律法规的规定

根据《关于规范上市公司重大资产重组若干问题的规定》第四条第（二）款的规定，“（二）上市公司拟购买资产的，在本次交易的首次董事会决议公告前，资产出售方必须已经合法拥有标的资产的完整权利，不存在限制或者禁止转让的情形。上市公司拟购买的资产为企业股权的，该企业应当不存在出资不实或者影响其合法存续的情况；上市公司在交易完成后成为持股型公司的，作为主要标的资产的企业股权应当为控股权。上市公司拟购买的资产为土地使用权、矿业权等资源类权利的，应当已取得相应的权属证书，并具备相应的开发或者开采条件”。

根据《重组管理办法》第十一条第（四）款的规定，“上市公司实施重大资产重组，应当就本次交易符合下列要求作出充分说明，并予以披露：...（四）重大资产重组所涉及的资产权属清晰，资产过户或者转移不存在法律障碍，相关债权债务处理合法”。

2016年1月22日，中植资本、富安达签署了《股权出质注销登记申请书》，同意解除上述股权质押；2016年1月25日，妙聚网络向杭州市余杭区工商行政管理局递了解除质押的申请材料，并于当日办理完成股权出质注销登记手续。

综上，妙聚网络30%股权质押事项已办理完成股权出质注销登记手续，本次交易涉及的资产过户或转移将不存在实质性障碍，符合《关于规范上市公司重大资产重组若干问题的规定》第四条第（二）款的规定和《重组管理办法》第十一条第（四）款的规定。

四、关于未能解除股权质押所带来的审批风险提示

本次交易对方芜湖义善容持有的妙聚网络20%的股权曾质押给中植资本管理有限公司，持有的妙聚网络10%的股权曾质押给富安达资产管理（上海）有限公司。2016年1月22日，中植资本、富安达签署了《股权出质注销登记申请书》，同意解除上述股权质押；2016年1月25日，妙聚网络向杭州市余杭区工商行政管理局递了解除质押的申请材料，并于当日办理完成股权出质注销登记手续。

五、独立财务顾问核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：中植资本与富安达之间不存在关联关系或者一致行动关系，妙聚网络30%股权质押事项已办理完成股权出质注销登记手续，本次交易涉及的资产过户或转移将不存在实质性障碍，符合《关于规范上市公司重大资产重组若干问题的规定》第四条第（二）款的规定和《重组管理办法》第十一条第（四）款的规定。

4、据重组预案披露显示，本次发行股份购买资产的定价基准日为董事会决议日前120个交易日的股票交易均价，请你公司补充披露按照《重组管理办法》第四十五条计算的董事会就发行股份购买资产作出决议公告日前二十个交易日、六十个交易日或者一百二十个交易日的公司股票交易均价，以及发行股份市场参考价的选择依据及理由，并进行合理性分析；独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

一、本次发行股份购买资产市场参考价选择依据及合理性分析

根据《重组管理办法》第四十五条的规定，“上市公司发行股份的价格不得低于市场参考价的90%。市场参考价为本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前20个交易日、60个交易日或者120个交易日的公司股票交易均价之一。”

本次发行股份购买资产的股票发行定价基准日为上市公司第九届董事会第三十一次临时会议决议公告日，董事会会议决议公告日前20个交易日、60个交易日、120个交易日的股票交易均价具体情况如下表：

市场参考价	交易均价（元/股）	不低于交易均价的90% （元/股）
-------	-----------	----------------------

前 20 日股票均价	5.80	5.22
前 60 日股票均价	5.12	4.61
前 120 日股票均价	4.43	3.99

本次交易以公司股票停牌前 120 个交易日的交易均价为市场参考价，上市公司向交易对方发行股票价格发行价格以市场参考价的 90%，即 3.99 元/股。本次重组上市公司拟通过发行股份和支付现金相结合的方式购买妙聚网络 100% 股权和灵娱网络 100% 股权。通过此次重组，上市公司的主营业务将在原有的帘帆布业务基础上增加网络游戏研发、发行及运营业务，上市公司将实现网络游戏研发、运营、营销推广至网络游戏门户网站运营的全链条协同化经营，上市公司的主营业务也将实现转型升级，上市公司发展空间和持续经营能力将得到有效提升。

本次重组购买资产发行股份的市场参考价选择定价基准日前 120 个交易日股票交易均价，参考了同行业上市公司估值水平（因上市公司处于亏损状态，因而选用市净率作为参考依据）。根据 Wind 资讯提供数据，截至上市公司停牌前一个交易日（2015 年 10 月 12 日），恒天海龙与同行业上市公司（上市公司行业分类：CSRC 化学纤维制造业）市净率对比情况如下：

证券代码	证券简称	市净率
000976.SZ	*ST 春晖	19.61
002127.SZ	新民科技	9.18
000687.SZ	华讯方舟	7.85
000782.SZ	美达股份	6.03
002254.SZ	泰和新材	4.72
000420.SZ	吉林化纤	4.40
002172.SZ	澳洋科技	4.25
000584.SZ	友利控股	3.92
600889.SH	南京化纤	3.73
002427.SZ	尤夫股份	3.21
002064.SZ	华峰氨纶	2.97
002493.SZ	荣盛石化	2.96
002206.SZ	海利得	2.92
600527.SH	江南高纤	2.84
000936.SZ	华西股份	2.77

601113.SH	华鼎股份	2.17
000949.SZ	新乡化纤	2.06
600063.SH	皖维高新	2.04
000703.SZ	恒逸石化	1.87
601233.SH	桐昆股份	1.65
600810.SH	神马股份	1.46
CSRC 化学纤维制造业平均值（算术平均）（剔除*ST 海龙）		4.41
恒天海龙（000677.SZ）	重大资产出售前 （2015年7月31日）	560.88
	重大资产出售后（备考） （2015年7月31日）	18.23
	2015年6月30日	147.21

注：市净率=上市公司停牌前一个交易日（2015年10月12日）的总市值/归属于上市公司股东的所有者权益。在上表的计算中，同行业可比上市公司的归属于上市公司股东的所有者权益数据采用2015年中报数据，恒天海龙另外选择2015年7月31日重大资产出售前后的归属于上市公司股东的所有者权益数据进行对比计算。

根据上表，与同行业上市公司相比，恒天海龙相对估值水平较高，公司市净率较同行业上市公司均值明显偏高，因此，选择以董事会决议公告日前120个交易日公司股票交易均价作为本次交易的市场参考价较为合理。

另外，考虑到自2014年下半年以来国内A股股票市场整体波动较大，采用更长时间区间的交易均价更能合理反映上市公司股票价格在重组定价基准日前的变动趋势，也更能真实、准确地反应公司股票的价值。

二、独立财务顾问核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：本次交易中发行股份购买资产的发行价格符合《重组管理办法》的相关规定，具有合理性。

6、关于募集配套资金，请你公司补充披露：（1）对募集配套资金中全部交易对手方产权结构关系执行穿透原则，每层次追溯披露直至自然人或国有资产管理部 门，并披露募集配套资金的交易对手方是否符合《重组管理办法》、《证券发行管理 办法》的相关规定；独立财务顾问核查并发表明确意见；（2）据重组预案披露

显示，乐清兴乐宝盈投资合伙企业（有限合伙）（筹）（以下简称“兴乐宝盈”）的出资总额仅 500 万元，而根据募集配套资金安排，该方需认购 800,000,000 元。补充披露兴乐宝盈参与募集配套资金的最终资金来源和履约能力；独立财务顾问核查并发表明确意见；（3）根据证监会《关于并购重组募集配套资金计算比例、用途等问题与解答》的要求，补充披露本次募集配套资金方案的必要性、可行性，以及募集资金规模的合理性；独立财务顾问核查并发表明确意见；（4）若兴乐宝盈最终放弃或未能认购募集配套资金将对本次交易后上市公司的股权结构产生什么影响，以及会否使本次交易构成借壳上市。如果构成借壳上市，请你公司披露本次交易购买的资产对应的经营实体是否符合《首次公开发行股票并上市管理办法》规定的发行条件，若不符合，请你公司提示相应风险；独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

一、募集配套资金的交易对方股权结构穿透结果

本次交易中，募集配套资金的交易对方穿透至自然人或国有资产部门后，涉及认购主体数量具体如下：

序号	认购对象	涉及认购主体数量	备注
1	兴乐宝盈	17	普通合伙人为虞文品、有限合伙人为郑理、兴乐集团，其中兴乐集团最终穿透至自然人戴本旺、朱丰美、何可仁、虞一杰、林广法、郑学清、陈小洋、虞文品、郑理、朱松奶、林岩林、叶根金、童亦成、金孝荣、冯江平、屠甘媚及上海兴乐投资控股有限公司，上海兴乐投资控股有限公司最终穿透至自然人虞文品、童亦成、屠甘媚、郑小燕，共计涉及主体 17 人
2	京江美智	3	普通合伙人为常州京江资本管理有限公司，有限合伙人为常州安通资本管理有限公司，均为中植资本全资子公司，中植资本有限公司最终穿透至自然人解直锟、王天宇、邹文昉，共计 3 人
3	华创振兴	2	最终穿透至普通合伙人谷鹏飞及有限合伙人蒋晓东，共计 2 人
4	上海胥然	1	最终穿透至张桂珍，共计 1 人
5	沈一开	1	-
6	汪晓晨	1	-

合计	25	
----	----	--

本次交易中，募集配套资金的交易对方穿透至自然人、国资委和股份公司后共计 25 名认购主体，未超过 200 名，认购对象符合《重组办法》、《证券发行管理办法》的相关规定。

二、兴乐宝盈具备认购配套资金的实力

（一）兴乐宝盈参与募集配套资金的资金来源

本次交易上市公司拟通过非公开发行股份的方式募集配套资金，其中，向兴乐宝盈发行不超过 153,256,704 股股票以募集不超过 80,000.00 万元的配套资金。兴乐宝盈是由兴乐集团、虞文品、郑理共同设立的用于认购本次交易配套融资的主体。

根据兴乐宝盈的出资人虞文品、郑理及兴乐集团出具的《关于资金来源的承诺函》，“本企业/本人以现金认购*ST 海龙重大资产重组配套融资非公开发行的股票，相关认购资金系本企业/本人的自有资金或合法筹集的资金，资金来源合法，不存在向第三方募集的情况，不存在来源于*ST 海龙及其董事、监事、高级管理人员、关联方直接或间接提供的资金、财务资助及补偿的情况，不存在通过与*ST 海龙进行资产置换或者其他交易获取资金的情况。本企业/本人本次认购*ST 海龙非公开发行的股票的最终出资不包含任何杠杆融资结构化设计产品及结构化安排，不存在任何结构化融资方式。”

（二）兴乐宝盈出资人控制的资产情况

截至本反馈回复出具之日，出资人虞文品先生控制的核心企业基本情况如下：

序号	企业名称	注册资本（万元）	业务范围
1	上海兴乐投资控股有限公司	5,000	投资
2	乐清汇聚投资有限公司	500	投资
3	温州融易购科技股份有限公司	1,000	电子商务
4	温州山海之味电子商务有限公司	300	电子商务
5	浙江兴乐易购电子商务有限公司	500	电子商务
6	上海兴乐电子商务有限公司	100	电子商务

序号	企业名称	注册资本（万元）	业务范围
7	黄山兴乐铜业有限公司	5,000	电线电缆生产销售
8	黄山兴乐铜材有限公司	3,000	铜杆贸易

出资人兴乐集团控制的重要核心企业如下：

序号	企业名称	持股比例	注册资本（万元）	业务范围
1	兴乐电缆有限公司	65.50%	5,500	一般经营项目：电力电缆、控制电缆、架空绝缘电缆、铝绞线、钢芯铝绞线、计算机电缆、其他电线电缆制造、加工、销售；货物进出口、技术进出口。
2	浙江兴乐高分子材料有限公司	100.00%	800	一般经营项目：PVC 电缆材料、电线电缆及配件制造、销售；货物进出口、技术进出口。（法律、行政法规禁止经营的项目除外；法律、行政法规限制经营的项目取得许可后方可经营）
3	浙江兴乐电线电缆制造有限公司	100.00%	5,000	一般经营项目：电线、电缆、电器、建筑材料、五金生产、销售，自营进出口业务
4	江西赣电兴乐电缆有限公司	100.00%	1,500	电线、电缆、铜铝电缆原材料生产销售
5	黄山兴乐电缆有限公司	95.00%	20,111	集电线电缆及配件、高频线、数据电缆、信号电缆、电子线、特种电缆、电磁线、高分子材料、电缆桥架、母线槽、连接装置及原材料的研发、设计、咨询、制造和销售；商品进出口业务（国家禁止经营、指定经营和限定经营的商品除外）。（以上经营范围涉及行政许可的凭有效许可证经营）
6	兴乐集团内蒙古长荣电缆有限公司	25%	3,000	电线、电缆生产、加工、销售；机电产品（不含汽车）销售
7	兴乐集团宁夏电缆有限公司	24%	10,300	计算机电缆、矿用电缆、监控电缆、电力电缆、控制电缆、布电线、屏蔽电缆及其他电线电缆；铜、铝材深加工、高分子材料生产、销售
8	兴乐集团温州浙高电气有限公司	30%	2,000	一般经营项目：高低压电器原件、成套设备、电缆配套附件加工、制造、销售；电气技术开发。（涉及许可生产的凭有效证件生产经营）

兴乐集团最近一年一期的财务数据如下：

单位：万元

项目	2015/9/30（未经审计）	2014/12/31
资产总额	205,260.59	238,908.48
负债总额	147,325.12	180,443.00

净资产	57,935.47	58,465.48
项 目	2015 年 1-9 月（未经审计）	2014 年度
营业总收入	109,872.87	130,886.00
利润总额	10,558.02	11,746.83
净利润	10,724.40	9,482.41

如上所述，兴乐宝盈的出资人中，虞文品及兴乐集团资产实力较为雄厚，具备认购募集配套资金的实力。兴乐宝盈的出资人已出具承诺，保证将在上市公司本次发行股份购买资产和非公开发行股份募集配套资金获得中国证监会核准后，独立财务顾问向中国证监会上报发行方案前，采取包括但不限于借款、增资等方式确保兴乐宝盈认购资金足额到位。

（三）放弃认购的违约责任

恒天海龙与虞文品、郑理及兴乐集团签署的《股份认购合同》中对兴乐宝盈可能出现的违约情形设置了如下违约金条款：“本协议生效后，如乙方不能在本协议规定的甲方发出的缴款通知书约定的认购款项支付时间内支付全部认购款项，则视为乙方放弃本次认购，甲方有权取消其认购资格，且有权要求乙方按其认购款项的 10% 向甲方支付违约金。该等违约金不足以赔偿甲方损失的，甲方有权向乙方追偿。”兴乐宝盈的合伙人虞文品、郑理及兴乐集团同时出具承诺函，如兴乐宝盈未按时足额认购 80,000 万元的配套资金份额，兴乐宝盈将承担《股份认购合同》所约定的违约责任，虞文品、郑理及兴乐集团亦将承担连带赔偿责任。

三、募集配套资金的必要性、合理性及配套资金规模的合理性

（一）上市公司前次募集资金已使用完毕

公司曾于 2007 年 12 月 12 日向社会公开发行股票 2,064 万股，共募得资金 32,466.72 万元，用于年产三万吨高湿模量及系列产品粘胶短丝技术改造项目和补充流动资金。截止 2009 年 12 月 31 日，上市公司上述募集资金已全部使用完毕。自此以后，上市公司未再进行过资本市场融资行为。

（二）上市公司、标的资产报告期末货币资金金额及用途

1、上市公司报告期末货币资金金额及用途

上市公司于 2015 年 11 月完成了重大资产出售，恒天海龙出售其持有的除博莱特 51.26% 股权、对博莱特负债之外的全部资产和负债。此次出售完成后，上市公司将主要经营帘帆布的生产和销售。根据重大资产出售完成后的上市公司备考审计报告，截至 2015 年 7 月底，上市公司账面货币资金余额为 7,273.37 万元，占资产总额的比例为 8.82%，占比较小。根据 Wind 资讯数据，截至 2015 年 9 月 30 日，公司的可比同行业上市公司（证监会行业分类化学纤维制造业，剔除上市公司）的货币资金平均余额为 75,045.21 万元，占 2015 年 9 月末总资产平均余额比重为 12.71%。与同行业相比，公司的资金余额处于相对较低水平。公司从事的帘帆布相关业务对销售及运营活动现金流有一定要求，上市公司需要保留一定金额的货币资金用于支付运营资金、保持企业经营周转等活动。目前公司货币资金余额的主要用途主要为支持经营活动所需支付现金流。

2、 标的资产报告期末货币资金金额及用途

（1）妙聚网络

根据妙聚网络截至 2015 年 9 月 30 日未经审计的财务数据，妙聚网络账面货币资金余额为 12,232.40 万元。妙聚网络于 2015 年 11 月进行了现金分红 5,700 万元，使得妙聚网络账面货币资金减少。目前妙聚网络货币资金余额的主要用途为支持经营活动所需支付现金流，包括产品运营与推广、互联网媒体资源的采购等项目。

妙聚网络主营业务为网络游戏的运行与发行、互联网广告营销、网页游戏门户网站运营，公司构建了国内较为领先的网络游戏发行、推广与运营网络；利用其发行和运营经验，进一步整合公司互联网广告营销、网页游戏门户网站运营资源，实现更低成本、更高效率的发行与推广业务。同时，妙聚网络也将拓展其在移动网络游戏、动漫游戏、移动互联网营销等方面的布局，以进一步拓宽产品范围，丰富其 IP 资源储备，增强行业竞争力，而此类业务的拓展也亟需必要的资金支持。

（2）灵娱网络

根据灵娱网络截至 2015 年 9 月 30 日未经审计的财务数据，灵娱网络账面货

币资金余额 5,433.94 万元，2015 年 12 月灵娱网络进行现金分红 3,200 万元，使得灵娱网络账面货币资金有所减少。目前灵娱网络货币资金余额的主要用途为支持经营活动所需支付现金流，包括产品研发、IP 资源采购等。

为丰富游戏产品内容、提高游戏产品的吸引力以及持续扩大公司业务规模，灵娱网络拟购买并储备一定数量优质的 IP 资源，并依托自身强大的游戏研发能力将网络文学作品、影视漫画作品等改编为游戏产品，从而推动相关作品爱好者发展成为游戏玩家，有效地将作品爱好者转化为游戏玩家乃至付费玩家，提高公司游戏玩家付费率。对优秀文学作品、动漫产品、影视产品 IP 版权金的购买需要相当数量的资金，这些都需要有赖于灵娱网络保持稳健的财务负债水平。

移动游戏市场是近年来发展最为迅速的细分市场，随着 WiFi、4G 的普及和智能手机渗透率的提高，用户已经逐渐养成了在手机上玩游戏的习惯。游戏已经成为在智能手机上启动最为频繁的应用类型之一。为进一步提高公司现有的业务发展速度、增强公司盈利能力，未来三年灵娱网络将在持续巩固提高网页游戏市场地位的情况下，进一步捕捉和把握互联网行业新的业务机会和增长点，继续推进移动网络游戏产品的研发与应用。移动网络游戏研发相关的游戏引擎、后台管理系统等的研发和升级均需要营运资金的支持。

（三）募集配套资金金额及用途与现有生产经营规模、财务状况相匹配

根据重大资产出售完成后的上市公司备考审计报告，截至 2015 年 7 月底，上市公司合并报表资产总额为 82,495.89 万元。本次交易中，上市公司拟以合计 333,800.00 万元的对价，收购妙聚网络 100% 股权和灵娱网络 100% 股权；同时拟募集不超过 108,000.00 万元的配套资金，扣除用于支付交易对价的金额后，用于投资项目、偿还银行贷款和补充流动资金的金额为 34,348.00 万元，占本次交易完成后上市公司的资产总额及负债总额的比例均较为合理。因此，本次募集配套资金金额与上市公司现有经营规模、财务状况相匹配，有助于上市公司的可持续发展。

四、兴乐宝盈最终放弃或未能认购募集配套资金对本次交易的影响

（一）本次交易发行股份及支付现金购买资产与募集配套资金互为前提，上市公司不存在被借壳上市的风险

根据上市公司与交易对方签订的《发行股份及支付现金购买资产协议》，本次交易方案为上市公司拟通过发行股份和支付现金相结合的方式购买芜湖义善容、京江美智合计持有的妙聚网络 100% 股权和购买王锐、上海万未、西藏万雨、京江美智、万海闽、汪鸿海、张磊、陈荣龙等合计持有灵娱网络 100% 股权。同时，公司拟向兴乐宝盈、京江美智、华创振兴、上海胥然、沈一开、汪晓晨等非公开发行股份募集配套资金，募集配套资金总额不超过 10.8 亿元。

上述发行股份及支付现金购买资产与发行股份募集配套资金两项内容互为前提，同时实施，均为本次交易不可分割的组成部分，其中任何一项未获得中国证监会的批准或核准，则本次交易自始不生效。

（二）兴乐宝盈具备认购募集配套资金的实力

兴乐宝盈是兴乐集团、虞文品、郑理设立的用于认购本次交易配套融资的主体，其合伙人兴乐集团、虞文品、郑理资产实力较为雄厚，兴乐宝盈具备认购募集配套资金的实力，详细分析请详见本题回复之“二、兴乐宝盈具备认购配套资金的实力”。

综上所述，本次交易发行股份及支付现金购买资产与发行股份募集配套资金两项内容互为前提，同时实施，均为本次交易不可分割的组成部分，其中任何一项未获得所需的中国证监会的批准或核准，则本次交易自始不生效。兴乐宝盈的合伙人资产实力雄厚，具备认购募集配套资金的实力。如果在取得证监会核准后兴乐宝盈最终放弃或未能认购募集配套资金，本次交易将面临终止的风险。

五、独立财务顾问核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：本次交易募集配套资金的交易对手方符合《重组办法》、《证券发行管理办法》的相关规定；本次配套融资投资者兴乐宝盈及其出资人承诺认购募集配套资金的资金均来源于其自有资金或自筹资金，同时各方已在股份认购协议中约定兴乐宝盈放弃认购的违约赔偿责任；本次交易发行股份及支付现金购买资产与发行股份募集配套资金两项内容互为前提，同时实施，均为本次交易不可分割的组成部分，其中任何一项未获得所需的中国证监会的批准或核准，则本次交易自始不生效，如果在取得证监会核准后兴乐宝盈最终放弃或未能足额认购募集配套资金，本次交易将面临终止的风险。本次交易募集配套资

金具备必要性、可行性，募集资金规模与现有生产经营规模、财务状况相匹配。

三、关于上市公司和交易对方

1、请你公司核实重组预案第 62 页、第 63 页所披露的两张股权结构及控制关系图的准确性，并补充披露中植资本的股权结构（按照穿透原则追溯披露到自然人或国有资产管理部門）；独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

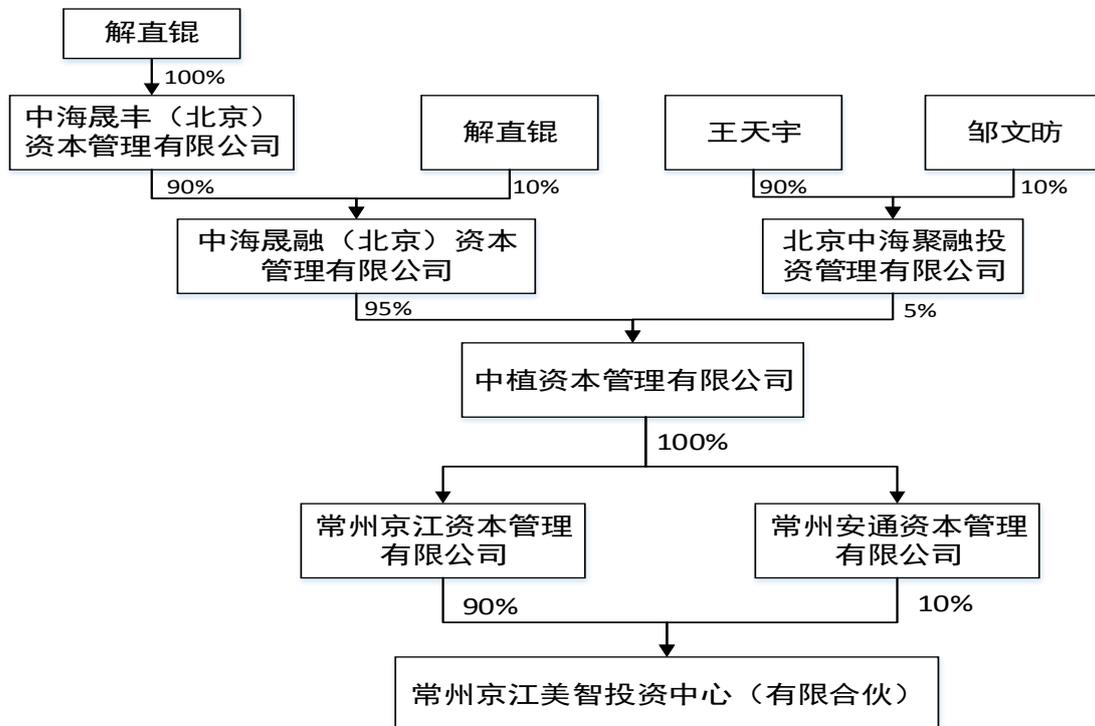
回复：

一、关于重组预案第 62 页、第 63 页股权结构及控制关系图的准确性

公司已修改重组预案第 62 页、第 63 页股权结构及控制关系图。

二、中植资本按照穿透原则股权结构图

截至本反馈回复出具之日，中植资本的股权结构及控制权关系（按照穿透原则追溯披露到自然人或国有资产管理部門）如下：



三、独立财务顾问核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：重组预案中已按照要求补充披露中植资本的

股权结构图。

2、请你公司根据《上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》第十三点的要求，披露本次重组是否涉及私募投资基金，如有，披露各私募投资基金的备案情况；独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

回复：

一、本次重组涉及私募投资基金备案情况

《私募投资基金监督管理暂行办法》第二条规定：“本办法所称私募投资基金（以下简称“私募基金”），是指在中华人民共和国境内，以非公开方式向投资者募集资金设立的投资基金”；“非公开募集资金，以进行投资活动为目的设立的公司或者合伙企业，资产由基金管理人或者普通合伙人管理的，其登记备案、资金募集和投资运作适用本办法”。根据《中华人民共和国证券投资基金法》，基金管理人由依法设立的公司或者合伙企业担任。

本次交易对方中，王锐、万海闽、汪鸿海、张磊、陈荣龙、沈一开、汪晓晨为自然人；芜湖义善容、上海万未、兴乐宝盈、华创振业均为有限合伙企业，但芜湖义善容、上海万未、兴乐宝盈、华创振业不存在对外募集资金的情形，不属于私募投资基金备案范围。

经核查，京江美智属于《中华人民共和国证券投资基金法》、《私募投资基金监督管理暂行办法》和《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》规范的私募投资基金，应当依法办理登记或备案手续。京江美智的普通合伙人常州京江资本管理有限公司已于2015年5月14日在中国证券投资基金业协会进行了私募投资基金管理人登记，取得了登记编号为P1013176的私募投资基金管理人登记证明。根据京江美智出具的承诺，目前其正在申请办理登记或备案手续，并将尽快完成前述私募投资基金备案手续。

二、独立财务顾问核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：本次交易对方中，王锐、万海闽、汪鸿海、张磊、陈荣龙、沈一开、汪晓晨为自然人；芜湖义善容、上海万未、兴乐宝盈、

华创振业不属于私募投资基金备案范围；京江美智正在申请办理登记或备案手续，并将尽快完成前述私募投资基金备案手续。

4、请你公司明确本次交易对方之间，以及交易对方与上市公司现有控股股东和实际控制人之间是否存在未披露的关联关系或者一致行动关系，如有，请你公司予以披露。

回复：

一、交易对方之间、以及交易对方与上市公司现有控股股东和实际控制人之间的关联关系或者一致行动关系

本次交易中，上市公司拟通过发行股份和支付现金相结合的方式购买芜湖义善容、京江美智合计持有的妙聚网络 100% 股权；购买王锐、上海万未、西藏万雨、京江美智、万海闽、汪鸿海、张磊、陈荣龙等合计持有灵娱网络 100% 股权；并拟向兴乐宝盈、京江美智、华创振兴、上海胥然、沈一开、汪晓晨等 6 名投资者发行股份募集配套资金。上述芜湖义善容、京江美智、王锐、西藏万雨、上海万未、汪鸿海、陈荣龙、万海闽、张磊、兴乐宝盈、华创振兴、上海胥然、沈一开、汪晓晨为本次交易的交易对方。

上述交易对方中，兴乐宝盈是兴乐集团、虞文品、郑理设立的用于认购本次交易配套融资的主体，其中虞文品为兴乐集团的实际控制人；王锐、西藏万雨、上海万未为一致行动人，除上述关联关系外，本次交易对方之间，以及交易对方与上市公司现有控股股东和实际控制人之间不存在其他关联关系或一致行动关系。

二、独立财务顾问核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：兴乐宝盈是兴乐集团、虞文品、郑理设立的用于认购本次交易配套融资的主体，其中虞文品为兴乐集团的实际控制人；王锐、西藏万雨、上海万未为一致行动人，除上述关联关系外，根据本次交易各方出具的承诺，本次交易对方之间，以及交易对方与上市公司现有控股股东和实际控制人之间不存在其他关联关系或一致行动关系。

四、关于交易标的

3、关于交易标的的业务资质，请你公司补充披露：（1）交易标的是否存在应取得而未取得的资质证书；（2）据重组预案披露显示，妙聚网络的网络文化经营许可证（证书编号：浙网文[2013]0886-090号）将于2016年3月31日到期，请披露该资质到期后的展期可能性、如未能展期对标的所经营业务的影响，以及公司是否有相应的补救措施及相应成本。（3）据重组预案披露显示，2015年8月，现由妙聚网络运营的“07073游戏网”因擅自从事经营性互联网文化活动的违法违规行为而被取缔，而该网站为妙聚网络从事互联网游戏媒体业务的重要载体。请披露该网站被取缔后，妙聚网络是否已纠正了违法违规行为，该网站目前是否正常运行，如果未能正常运行对公司后续开展相关业务有何影响，以及公司是否有相应的补救措施及相应成本。（4）据重组预案披露显示，截至预案披露时为止，妙聚网络未取得《互联网出版许可证》，而需委托具有《互联网出版许可证》的第三方申请出版审批和游戏版号。请披露目前妙聚网络申请《互联网出版许可证》的进展情况，委托第三方申请出版审批和游戏版号与自己申请相比的成本增加额，以及目前与具有《互联网出版许可证》的第三方的合作稳定程度。

回复：

一、标的公司的资质完备情况

（一）妙聚网络

妙聚网络是一家网络游戏的运营、发行、推广一体的综合性互联网公司，主营业务主要分为网络游戏运营与发行、互联网广告营销、游戏媒体运营。截至本反馈回复出具之日，妙聚网络及其子公司拥有的业务资质及其他行政许可如下：

1、增值电信业务经营许可证

证书名称	证书编号	有效期	证书持有人名称	发证单位	备注
增值电信业务经营许可证	浙B2-20130262	2015年6月15日至2018年12月5日	杭州妙聚网络科技有限公司	浙江省通信管理局	业务种类：第二类增值电信业务中的信息服务业务（仅限互联网信

					息服务)；互联网信息服务不含新闻、出版、教育、医疗保健、药品和医疗器械、广播电影电视节目、电子公告，含文化
增值电信业务经营许可证	皖 B2-2015002 3	2015年3月18日至2020年3月18日	芜湖乐时网络科技有限公司	安徽省通信管理局	业务种类：第二类增值电信业务中的信息服务业务(仅限互联网信息服务)；互联网信息服务不含新闻、出版、教育、医疗保健、药品和医疗器械、广播电影电视节目、电子公告，含文化内容
增值电信业务经营许可证	皖 B2-2015002 2	2015年3月18日至2020年3月18日	芜湖乐善网络科技有限公司	安徽省通信管理局	业务种类：第二类增值电信业务中的信息服务业务(仅限互联网信息服务)；互联网信息服务不含新闻、出版、教育、医疗保健、药品和医疗器械、广播电影电视节目、电子公告，含文化内容

2、网络文化经营许可证

证书名称	证书编号	有效期	证书持有人名称	发证单位	备注
网络文化经营许可证	浙网文 [2013]0886- 090号	2015年8月13日至2016年03月31日	杭州妙聚网络科技有限公司	浙江省文化厅	利用信息网络经营游戏产品(含网络游戏虚拟货币发行)
网络文化经营许可证	皖网文 【2015】 1008-001号	2015年 01月19日至 2018年01月 19日	芜湖乐时网络科技有限公司	安徽省文化厅	网站域名： www.leshix.com； 5941wan.com； 2333game.com； 92yeyou.com xdwan.com； ledu.com； gameol.com； 经营范围：利用信息网络经营游戏产品(含网络游戏虚拟货币发行)
网络文化经	皖网文	2015年12月	芜湖乐善网	安徽省文	利用信息网络经营游

营许可证	【2015】 2207-051 号	07日至2018年 12月06日	络科技有限 公司	化厅	戏产品（含网络游戏虚 拟货币发行）
------	----------------------	---------------------	-------------	----	----------------------

3、互联网出版许可证

截至本反馈回复出具之日，妙聚网络尚未取得《互联网出版许可证》，其《互联网出版许可证》正在办理过程当中。

根据《互联网出版管理暂行规定》（中国新闻出版总署、中国信息产业部令第 17 号），申请从事互联网出版业务，应当由主办者向所在地省、自治区、直辖市新闻出版行政部门提出申请，经省、自治区、直辖市新闻出版行政部门审核同意后，报新闻出版总署审批。妙聚网络需通过具有出版资质的出版单位对网络游戏内容进行审核并向省级出版管理部门申报，由省级出版管理部门上报请示到国家新闻出版广电总局审批，国家新闻出版广电总局核准出版后，下发核准批文。妙聚网络委托具有《互联网出版许可证》的第三方申请出版审批和游戏版号的行为并不违反国家新闻出版广电总局的相关要求，未取得《互联网出版许可证》不影响妙聚网络的正常经营。

（二）灵娱网络

经核查，截至本反馈回复出具之日，灵娱网络及其子公司的主营业务为网页游戏、移动网络游戏的开发，除营业执照、组织机构代码证等基本证照外，无需取得特殊行业资质。

综上，截至本反馈回复出具之日，除上述披露的情形外，标的公司妙聚网络和灵娱网络及其子公司不存其他在应取得而未取得的资质证书。

二、标的公司网络文化经营许可证的续期事宜

（一）展期的办理程序

根据《网络游戏管理暂行办法》及《互联网文化管理暂行规定》的规定，“《网络文化经营许可证》有效期为 3 年。有效期届满，需继续从事经营的，应当于有效期届满 30 日前申请续办”。

根据浙江省文化厅规定，省内的《网络文化经营许可证》到期时间为每年的 3 月 31 日。换证申请受理时间为每年的 3 月 10 日-31 日。

妙聚网络持有的浙网文【2013】0886-090号《网络文化经营许可证》将于2016年3月31日到期。根据妙聚网络的说明，妙聚网络将于浙江省文化厅开始办理该等业务后立即申请办理该《网络文化经营许可证》的延期事宜。

（二）展期办理不存在实质性障碍

根据《网络游戏管理暂行办法》及《互联网文化管理暂行规定》的规定，申请《网络文化经营许可证》的单位应符合如下条件：“（一）单位的名称、住所、组织机构和章程；（二）确定的互联网文化活动范围；（三）适应互联网文化活动需要并取得相应从业资格的8名以上业务管理人员和专业技术人员；（四）适应互联网文化活动需要的设备、工作场所以及相应的经营管理技术措施；（五）不低于100万元的注册资金，其中申请从事网络游戏经营活动的应当具备不低于1000万元的注册资金；（六）符合法律、行政法规和国家有关规定的条件”。

根据浙江省文化厅规定，在换证时需要审核公司在取得《网络文化经营许可证》以来互联网文化经营业务开展情况及今后三年经营业务发展规划、公司财务状况及备案内容是否与工商一致等。

根据妙聚网络的说明，妙聚网络目前仍旧符合前述申请《网络文化经营许可证》的条件，且自成立以来经营情况正常，妙聚网络财务状况及备案内容与工商信息一致。因此，网络文化经营许可证（证书编号：浙网文【2013】0886-090号）的展期办理不存在实质性障碍。

（三）未能展期对经营业务的影响

妙聚网络旗下的网络游戏运营业务主要由子公司芜湖乐时开展，芜湖乐时于2015年1月16日取得了网络文化经营许可证（证书编号：皖网文【2015】1008-001号），该证有效期至2018年1月15日。

综上，妙聚网络所持有的“浙网文[2013]0886-090号”《网络文化经营许可证》即将到期的情况不会对妙聚网络及其子公司的业务经营产生重大不利影响。

三、“07073游戏网”违规处罚及整改的说明

（一）“07073游戏网”受处罚事项的情况说明

2015年8月，沈阳市文化市场行政执法总队向沈阳分分钟科技有限公司送达《行政处罚决定书》（（辽沈）文罚字【2015】第2-062号）：2015年8月6日，沈阳市文化市场行政执法总队对文化部文化市场司要求查处的“07073游戏网”涉嫌未经批准，擅自从事经营性互联网文化活动的违规行为进行查处。经现场检查，认定沈阳分分钟运营的“07073游戏网”（<http://www.07073.com>；ICP备案编号：皖B2-20150022-6），未经批准，擅自从事经营性互联网文化活动（运营网页游戏），违反了《互联网文化管理暂行规定》，对其擅自从事经营性互联网文化活动的违法违规行为进行取缔，并对沈阳分分钟科技有限公司作出罚款2万元的行政处罚。

（二）妙聚网络已纠正受处罚行为，07073游戏网目前正常运营

2016年1月，沈阳市文化市场行政执法总队出具《证明》：“‘07073游戏网’已按照我队要求进行整改，且沈阳分分钟科技有限公司已按要求缴纳罚款。‘07073游戏网’的该等被处罚行为不构成重大违法违规行为，我队对‘07073游戏网’作出的行政处罚亦不属于重大行政处罚。除上述行政处罚外，自2013年1月1日起至该证明出具之日，‘07073游戏网’在经营过程中能够遵守国家及地方互联网文化方面的法律、法规及规范性文件，其经营活动符合相关法律法规的要求和标准，截至本证明出具之日不存其他因违反国家及地方互联网文化相关的法律、法规及规范性文件而受到行政处罚的记录”。

因此，根据沈阳市文化市场行政执法总队出具的《证明》，“07073游戏网”违法违规行为已按照要求完成了整改。截至目前网站运行正常。

四、标的公司《互联网出版许可证》申领进展事宜

（一）妙聚网络申请《互联网出版许可证》的进展情况

截至本反馈回复出具之日，妙聚网络《互联网出版许可证》正在办理过程当中，拟将于2016年1月底将相关申请材料提交至浙江省新闻出版广电局。

（二）妙聚网络委托第三方申请出版审批和游戏版号的成本说明

游戏出版可以通过出版社出版，也可以通过具有《互联网出版许可证》的互联网公司出版，妙聚网络目前游戏出版均由出版社代为出版。截至本反馈回复出

具之日，妙聚网络与主要合作的出版机构保持了长期稳定的合作关系，包括：北京青鸟科教电子出版社有限公司、江苏凤凰电子音像出版社有限公司、浦东电子出版社有限公司、上海同济大学电子音像出版社等。妙聚网络委托出版费用一般价格为 1.5-2 万元/款游戏。由于出版社较多，市场竞争相对充分，版本号办理成本相对较低，妙聚网络委托出版社代为出版不会对公司经营产生实质影响。

按照行业惯例，游戏产品由研发商或主运营商申请版本号。妙聚网络目前运营的游戏产品中，由妙聚网络总代理的游戏产品，如研发商无能力申请版号的，则由妙聚网络代为申请，办理费用由妙聚网络和研发商根据具体商务条款共同承担；由妙聚网络联合运营的游戏产品，不需要妙聚网络代为办理版本号。

五、独立财务顾问核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：截至本反馈回复出具之日，除披露情形外，标的公司不存在其他应取得而未取得的资质证书；妙聚网络所持有的“浙网文[2013]0886-090 号”《网络文化经营许可证》即将到期的情况不会对妙聚网络及其子公司的业务经营产生重大不利影响；标的公司“07073 游戏网”违法违规行 为已按照要求完成了整改，目前网站运行正常；标的公司目前正在申请《互联网出版许可证》，标的公司与具有《互联网出版许可证》的第三方的合作稳定。

6、据重组预案披露显示，2015 年 1 月，芜湖义善容创始合伙人针对妙聚网络进行了一系列业务整合。请你公司进一步补充披露该次整合的具体情况，包括但不限于整合的具体时间、范围、整合涉及资产的业务构成、财务状况、主要资产和负债情况、定价及其合理性分析。如存在资产评估的，请你公司详细披露其评估过程和评估结果，并披露其与本次重组资产预估情况是否存在差异，若存在，披露其原因及合理性；独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

一、妙聚网络 2014 年底业务整合的具体情况

2014 年以前，妙聚网络主营业务为网络游戏的自主平台运营。2014 年底，为实现资源互补、合作共赢，妙聚网络的创始股东陈博与北京优思行传媒的创始

股东宫怀兵、沈阳 07073 游戏网的创始股东王嵩达成了合作意向，拟以妙聚网络为主体，就各自实际控制的公司及其他相关关联主体和流量采购营销资源进行系列股权调整及业务整合，将妙聚网络打造成为以流量控制和游戏变现为核心的互联网娱乐营销公司。

2014 年底，陈博、王嵩、宫怀兵等三名自然人签署了《合作框架协议》，对业务整合约定如下：

1、关于业务合同及经营性资产

各方（指陈博、王嵩、宫怀兵，下同）将其实际控制公司的相关业务合同及经营性资产全部转移至芜湖系子公司，其中：

（1）除杭州妙聚本身已在运营的兄弟玩游戏运营平台业务外，陈博还将其实际控制的杭州乐港科技有限公司（以下简称“乐港科技”）中的乐都游戏运营平台相关业务全部转移至芜湖乐时，包括：①将所有在 2010 年 12 月 31 日之前未能履行完毕的乐都游戏运营平台业务合同主体变更为芜湖乐时；②自本协议签订之日起所有新签订的游戏平台业务合同均以芜湖乐时作为主体签订；③由芜湖乐时向乐港科技购买乐都游戏运营平台业务相关固定资产；④将乐港科技名下的与乐都游戏运营平台业务相关的无形资产（商标、域名等）所有人变更为芜湖乐时。

（2）王嵩将其实际控制的沈阳分分钟、芜湖分分钟广告有限公司（以下简称“沈阳及芜湖分分钟”）的游戏媒体相关业务全部转移至芜湖乐尚（即妙聚网络于 2014 年 12 月成立的芜湖乐善，下同），包括：①将所有在 2014 年 12 月 31 日之前未能履行完毕的业务合同主体变更为芜湖乐尚；②自本协议签订之日起所有新签订的业务合同均以芜湖乐尚作为主体签订；③由芜湖乐尚向沈阳分分钟、芜湖分分钟购买游戏媒体业务相关固定资产；④将沈阳分分钟、芜湖分分钟名下的与游戏媒体业务相关的无形资产（商标、域名等）所有人变更为芜湖乐尚。

（3）宫怀兵基于之前在流量采购营销相关业务方面的经验和资源，全职经营芜湖乐思，包括：①自本协议签订之日起全职负责芜湖乐思的流量采购营销业务，不得实际控制任何其他从事流量采购营销业务的公司；②宫怀兵在流量采购

营销领域洽谈下来签订的业务合同均以芜湖乐思作为主体签订。

2、关于人员

陈博、王嵩上述整合业务所涉及的人员转移至芜湖乐时、芜湖乐尚，以及宫怀兵全职全资源投入至芜湖乐思分别设立的杭州、沈阳、北京分/子公司，具体为：①由杭州、沈阳、北京分/子公司分别与相关员工签订劳动合同；同时，②依据杭州、北京、沈阳当地社保及住房公积金管理部门的要求为所有员工缴纳各项社会保险及住房公积金。

3、关于业务资质

由芜湖乐时、芜湖乐尚、芜湖乐思及其分别设立的杭州、沈阳、北京分/子公司将根据其未来业务经营发展的需要重新申请办理相关经营资质，包括但不限于增值电信业务许可、经营互联网经营服务许可等。

二、妙聚网络 2014 年底业务整合中相关无形资产收购情况

2015 年 1 月，妙聚网络通过全资子公司分别与沈阳分分钟、乐港科技、沈阳芝麻开门科技有限公司、芜湖艾优传媒有限公司、北京优思行、宫怀兵签署了资产收购协议，由妙聚网络及其全资子公司收购其所持有的域名、商标、软件著作权等无形资产。原乐港科技下属游戏运营及发行业务、王嵩控制的互联网游戏媒体相关业务及宫怀兵控制的互联网广告相关业务全部转移至妙聚网络。相关资产收购主要情况如下：

序号	转让时间	转让方	受让方	转让内容	是否进行评估	评估结果(元)	转让价格(元)
1	2015 年 1 月	杭州乐港科技有限公司	妙聚网络	域名、著作权、商标、版权金	是	5,177,600	5,177,600
2	2015 年 1 月	沈阳分分钟科技有限公司	芜湖乐思	网站 www.ailewan.com (域名为 ailewan.com)	是	50,000	34,000
3	2015 年 1 月	芜湖艾优传媒有限公司	芜湖乐思	商标(申请号分别为: 15025303、15025269)	是	2,044,500	1,950,000
4	2015 年 1 月	北京优思行广告有限公司	芜湖乐思	域名 www.usingad.com 以及相关的二级域名与子目录	是	20,000	8,000
5	2015 年 1 月	宫怀兵	芜湖乐思	域名 Usingde.com	是		8,000
6	2015 年 1 月	沈阳分分钟科技有限公司	芜湖乐善	域名 (5kbox.com、07073.cn、073img.com、07073.org、07073.com)、著作权(账号发放系统 V1.0、网络广告投放系统 V1.0、发条网页游戏浏览器软件 V1.0、网页游戏开服平台 V1.0、	是	2,650,000	2,500,000

				分布式网站内容管理系统 V1.0)			
7	2015年1月	沈阳芝麻开门 科技有限公司	芜湖乐善	商标（07073 商标第 9 类图形、 07073 商标第 35 类文字及图形、 07073 商标第 41 类文字及图形、 07073 商标第 42 类文字及图 形）、著作权（07073 游戏资讯 门户网站 LOGO）	是	1,080,000	1,000,000
合计						11,022,100	10,677,600

妙聚网络在进行上述无形资产收购时，相关资产均进行了评估，资产转让价格均是以评估值为基础由双方协商确定。本次交易中，妙聚网络 100% 股权预估值为 178,100.00 万元，与前次资产收购中对相关无形资产进行的评估（以下简称“前次评估”）相比：（1）两次评估标的不同，本次预估为针对妙聚网络 100% 股权的企业整体价值评估，前次评估为针对无形资产的专项价值评估；（2）评估方法不同，本次预估采用市场法与收益法进行预估，且以市场法作为最终的定价依据；前次评估中，主要资产（评估结果在 10 万元以上）的评估均为收益法评估；（3）收益法评估下的预测逻辑不同，本次收益法预估中，采用企业自由现金流折现模型确定企业自由现金流价值，并分析溢余资产、非经营性资产（负债）的价值，确定企业整体价值，然后扣除付息债务及少数股东权益后确定股东全部权益价值，且收益期为永续期；前次评估中，采用无形资产在未来特定时期内的预期超额收益按照适当的折现率折算成当期价值的总金额来进行评估，由于无形资产必须与其他资产结合才能创造收益，无形资产带来的超额收益一般无法单独测算，一般采用从无形资产运作后企业的净利润分成方法来测算；且与企业整体价值评估中的永续收益期不同的是，无形资产收益期有限，一般采用测算技术更新周期的方法测算无形资产剩余的经济年限，从而确定收益期。因此本次预估与前次评估的评估结果不具有可比性。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：妙聚网络 2015 年通过无形资产收购和业务承接的方式进行了业务整合，相关无形资产均进行了评估；由于前次资产收购与本次交易中，资产评估标的不同，评估结果不具有可比性。重组预案中已按照要求补充披露了妙聚网络 2015 年业务整合的具体情况。

五、关于评估与作价

1、请你公司按照《26号准则》第七节的相关规定和《信息披露业务备忘录第6号—资产评估相关事宜》的规定，完整披露采用市场法和收益法对交易标的价值进行预估的相关情况。特别考虑到妙聚网络的主营业务包括网络游戏运营与发行、互联网广告营销和互联网游戏媒体等多元业务，请你公司结合可比案例发生的时间分布、收购对象所处行业披露可比案例选取的合理性；独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

一、妙聚网络的预估情况

（一）市场法预估过程

1、市场法方法简介和选择

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。

由于本次评估对象与可比上市公司在业务结构、经营模式、企业规模与资产配置以及所处的经营阶段、成长性与经营风险等方面差异较大，故本次评估不选择上市公司比较法。近期类似游戏公司股权收购的交易案例较多，交易标的与评估对象一样均处于业务发展期，主营业务均为网页网络游戏和移动网络游戏，交易完成后均实现了控制权的转移。结合本次资产评估的对象、评估目的和所收集的资料，评估人员采用交易案例比较法对委托评估的“妙聚网络”的股东全部权益价值进行评估。

2、市场法评估思路

交易案例比较法是指通过分析并评估对象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，在与评估对象比较分析的基础上，得出评估对象价值的方法。具体如下：

- (1) 选择足够数量的可比交易案例；
- (2) 选择适当的价值比率，对交易案例进行修正、调整，进而估算出目标公司（即被评估单位）的价值比率；
- (3) 分析测算目标公司的非经营性资产和溢余资产价值，并对相关参数进行修正；
- (4) 根据目标公司的价值比率和相关参数确定目标公司的市场价值。

本次评估采用市盈率(PE)估值模型进行评估。评估人员通过公开渠道选取了标的企业与目标公司所处行业相似的若干个并购交易案例，并对并购案例的市盈率指标按照公司特性综合情况、交易时间、交易方式、交易股权的控制权等情况等进行了修正、调整，按所有并购案例修正后市盈率的加权平均数（权重由交易案例的进展情况确定）确定目标公司的市盈率，然后乘以公司（承诺期）首年净利润确定目标公司的市场价值。计算公式如下：

目标公司市场价值=目标公司（首年）动态市盈率×首年净利润+溢余资产+非经营性资产

目标公司动态市盈率（PE）= [可比企业基准日市盈率（PE）×公司特性综合修正系数×交易方式修正系数×交易时间修正系数×控制权因素修正]

注：

- (1) 目标公司动态市盈率根据各可比公司修正后数据的加权平均数确定；
- (2) 目标公司首年净利润采用 2016 年预计全年净利润，确定方式详见收益法。

3、市场法预估测算过程

(1) 选择可比交易案例

1) 可比交易案例的选择标准

市场法预估应当选择与预估对象有可比性的公司或者案例。本次预估确定的可比案例选择原则为：

- ① 同处一个行业，受相同经济因素影响；
- ② 企业业务结构和经营模式类似；
- ③ 企业规模和成长性可比，盈利能力相当；
- ④ 交易行为性质类似。

本次预估，围绕以运营或运营加广告的经营业态，参考其领域是否主要为网页游戏或同时包括网页游戏与移动网络游戏为核心的价值评价体系，同时考虑交易性质等因素，通过公开信息搜集了 2013 年至 2015 年 9 月报会或过会的 8 个案例作为可比案例。

2) 可比案例的选取

本次预估确定的可比交易案例选择的原则为：同处一个行业，受相同经济因素影响；企业业务结构和经营模式类似；企业规模和成长性可比，盈利能力相当；交易行为性质类似。

选取的可比交易案例涉及的标的公司均为游戏行业，企业的成长性均较好，交易行为基本相同。

根据本次预估的实际情况，案例选择的主要标准为业务结构和经营模式相近，对该项因素分别分析如下：

① 江阴中南重工股份有限公司（以下简称“中南重工”）收购深圳市值尚互动科技有限公司（以下简称“值尚互动”）

A. “值尚互动”业务结构分析

“值尚互动”主要从事移动游戏的代理发行和运营服务，旨在为游戏研发商和第三方平台渠道搭建一个快捷、精细、互利的桥梁。作为移动发行运营商，值

尚互动主要职责分为三部分：（1）为游戏研发商提供精细化运营方案；（2）为第三方平台渠道提供互惠互利的合作推广方案；（3）为游戏玩家提供良好的售后服务。从 2013 年创建至今，“值尚互动”形成了从发行到运营的“一站式”服务体系，包括从游戏的引入、端口接入、本地化、市场营销、推广、支付支持及完善的客户服务等。“值尚互动”运营的产品已基本覆盖国内大部分平台渠道，使国内用户能方便、快捷的寻找、体验到相关游戏产品。“值尚互动”拥有较为完善的产品线，从休闲游戏领域到中重度网游领域均广泛布局，其负责发行且已上线成功运营的《龙印 OL》、《马上三国》、《兄弟萌》、《街头激战》等产品涉及众多游戏类型，并以其各自特色而深受玩家喜爱。

B. “值尚互动”运营模式

“值尚互动”网络游戏的运营模式分为自主运营模式和第三方平台联合运营模式。

“值尚互动”信息推广服务是指“值尚互动”通过自主运营的游戏产品或者与各大流量拥有者（如各种网站、应用 APP 开发者、游戏开发或运营商、其他拥有用户的产品）进行技术对接，将流量与用户接入到“值尚互动”的信息推广服务平台。“值尚互动”向用户发布/推广游戏、应用软件、移动网站等信息，当这些信息经用户接受并采纳时（如用户通过接收到的信息成功下载了某个产品或成为了某个网站/应用的用户），广告主将向“值尚互动”支付一定的信息推广服务费。

被收购标的——“值尚互动”与预估对象的经营业务相似度高，可比性强，本次预估将本交易案例作为可比交易案例之一。

② 泰亚鞋业股份有限公司（以下简称“泰亚股份”）收购上海恺英网络科技有限公司（以下简称“恺英网络”）

A. “恺英网络”业务结构分析

“恺英网络”是一家拥有移动互联流量入口、集平台运营与产品研发于一体的互联网企业，旗下拥有多款互联网平台型产品。“恺英网络”始终坚持“用户至上、流量为王”的经营策略，通过打造多个互联网平台型产品并积极开拓海外

市场来快速获取流量，并以用户需求为导向、通过提供包括自主研发在内的丰富的互联网产品内容和精细、高效的互联网运营服务来经营流量，最终实现流量的变现。

B. “恺英网络”运营模式

XY 苹果助手的运营主要包括内容、社区及用户维护三个方面。

“恺英网络”目前已自主研发并运营多款网络游戏，涉及大型网页游戏、社交网页游戏、移动网络游戏等多个游戏品类。

除了运营自主研发产品外，“恺英网络”还代理运营多款其他公司开发的网络游戏，其中包括移动网络游戏《保卫萝卜 2》、《时空猎人》、《我叫 MT》、《天龙八部 3D》、《刀塔传奇》等，大型网页游戏《烈焰》、《烈火屠龙》、《武易》、《三国乱世》、《赤月传说世》等。

XY.COM 作为“恺英网络”主要游戏运营平台，是国内较具影响力的专业页游平台之一，截至 2015 年 2 月 28 日，XY.COM 平台累计注册用户数为 4,008 万，月均活跃用户超过 100 万，根据艾瑞咨询数据，按分成后收入统计的 2014 年中国垂直页游平台的营收排名，XY.COM 排名第四。

被收购标的——“恺英网络”与预估对象的经营业务相似度高，可比性强，本次预估将本交易案例作为可比交易案例之一。

③ 富春通信股份有限公司（以下简称“富春通信”）收购上海骏梦网络科技有限公司（以下简称“上海骏梦”）

A. “上海骏梦”业务结构分析

“上海骏梦”主要从事网页网络游戏和移动网络游戏的研发和运营，凭借强大的研发和创新能力，逐渐发展成为国内优秀的集研发和运营于一体的网络游戏厂商之一。“上海骏梦”的网络游戏产品不仅在中国大陆地区运营，还出口到包括北美、欧洲、俄罗斯、东南亚、中国台湾等国家与地区，这不仅为“上海骏梦”带来了大量的营收，同时“上海骏梦”通过从海外引进 IP 并将研发完成的网络游戏产品再输出。

B. “上海骏梦”运营模式

“上海骏梦”业务领域包括网页网络游戏和移动网络游戏。在网络游戏产品的运营方面，“上海骏梦”主要采用自主运营模式，通过自有游戏平台“好好玩”游戏平台进行推广和运营，并同时采用联合运营和代理运营的方式，充分利用各种渠道的客户资源，从而最大限度地提高产品的覆盖度，增加产品营收。

被收购标的——“上海骏梦”与预估对象的经营业务相似度高，可比性强，本次预估将本交易案例作为可比交易案例之一。

④ 松辽汽车股份有限公司（以下简称“松辽汽车”）收购上海都玩网络科技有限公司（以下简称“上海都玩”）

A. “上海都玩”业务结构分析

“上海都玩”主要从事网页、手机游戏开发以及游戏平台运营业务。

B. “上海都玩”运营模式

独家代理模式、发行商模式及自有平台运营模式。

被收购标的——“上海都玩”与预估对象的经营业务相似度高，可比性强，本次预估将本交易案例作为可比交易案例之一。

⑤ 中文天地出版传媒股份有限公司（以下简称“中文传媒”）收购北京智明星通科技有限公司（以下简称“智明星通”）

A. “智明星通”业务结构分析

“智明星通”的业务主要包括互联网业务及网络游戏业务。“智明星通”自主研发并且通过自有团队负责运营多款移动网络游戏和网页网络游戏。

B. “智明星通”运营模式

游戏业务主要包括自主研发游戏、代理运营游戏业务。其中，自主研发游戏包含自主运营和授权第三方代理运营两类模式。

a. 自主运营游戏：“智明星通”自主研发并且通过自有团队负责运营了《开心农场》、《Age of Warring Empire》、《Battle Alert》、《世界争霸》等多款移动网络

游戏和网页游戏。

授权运营游戏：“智明星通”自主研发并授权其他公司负责了《Battle Alert》、《开心农场（手机版）》等游戏在中国境内的运营。

b. 代理运营游戏：依托持续增长的海外流量及海外运营经验，“智明星通”代理了其他游戏开发商研发的《弹弹堂》、《悍将三国》等多款移动网络游戏和网页游戏在中国境外的运营。

被收购标的——“智明星通”与预估对象的经营业务相似度高，可比性强，本次预估将本交易案例作为可比交易案例之一。

⑥ 上海爱使股份有限公司（以下简称“爱使股份”）收购游久时代（北京）科技有限公司（以下简称“游久时代”）

A. “游久时代”业务结构分析

“游久时代”的主营业务为游戏的研发与运营，并拥有游戏行业一流的媒体资讯网站——游久网，系网络游戏领域为数不多的集媒体属性与游戏研发、运营为一体的企业。目前主要是以端游、页游和手游的代理发行业务为核心，兼顾手游研发，并全方位提供游戏资讯服务。

2013年，“游久时代”进军手游市场，自主研发了首款手游产品《刀塔女神》，并在手游行业内首次通过跨界跨平台营销模式成功发行了《刀塔女神》，凭借对《刀塔女神》的成功运作，游久时代陆续签下了《终极忍战》等多款精品手游的独代发行权，手游发行将成为公司未来主营业务之一。

B. “游久时代”的运营模式

“游久时代”的运营模式为自有平台运营。在自有平台运营模式下，“游久时代”通过代理第三方或开发商交由联运等形式获得一款网络游戏产品的经营权后，利用其自有的360U9等游戏平台发布并运营游戏产品。

“游久时代”的运营模式以联合运营为主，即游戏开发商、游戏运营商、游戏渠道商等多方合作运营与推广游戏产品的商业模式。“游久时代”与包括Apple Inc、百度多酷、91手机助手、小米应用中心、360手机助手、北京当乐、

PP 助手在内的多家国内外优秀游戏渠道商建立了广泛合作关系。

被收购标的——“游久时代”与预估对象的经营业务相似度高，可比性强，本次预估将本交易案例作为可比交易案例之一。

⑦ 广东星辉车模股份有限公司（以下简称“星辉车模”）收购广东天拓资讯科技有限公司（以下简称“天拓资讯”）

A. “天拓资讯”业务结构分析

“天拓资讯”主营业务为网络游戏的研发与运营及互联网广告的推广与服务。“天拓资讯”在网页游戏开发、运营能力不断提高的基础上，逐步将游戏产品开发拓展到移动游戏领域。

B. “天拓资讯”的运营模式

“天拓资讯”游戏业务的运营模式为自研游戏产品的发行运营及代理游戏产品的发行运营两种。

a. 自研游戏运营模式下的具体情况

在国内大陆地区，“天拓资讯”自研游戏产品主要在腾讯平台发行。在海外市场（包括港澳台地区），自研网页游戏发行运营由 R2GAMECO.,LIMITED、乐檬互动(北京)网络科技有限公司、戏堡股份有限公司、EZPARKINC.、Ingameinc.、GAMESERVICESLTD 等公司独代或联运。

b. 代理游戏运营模式下的具体情况

代理网页游戏产品的发行运营方面，“天拓资讯”通过独家代理形式取得《天战》、《剑与地下城》、《枪林弹雨》、《天子策》几款网页游戏产品的经营权后，与腾讯平台合作进行游戏的发行。

在代理移动游戏产品的发行运营方面，“天拓资讯”通过独家代理形式取得《三国名将》在 iOS、安卓平台的经营权。

被收购标的——“天拓资讯”与预估对象的经营业务相似度高，可比性强，本次预估将本交易案例作为可比交易案例之一。

⑧ 芜湖顺荣汽车部件股份有限公司（以下简称“顺荣股份”）收购上海三七玩网络科技有限公司（以下简称“三七玩”）

A. “三七玩”业务结构分析

“三七玩”目前主要从事网页游戏平台运营。已成为国内知名的页游平台运营公司，旗下拥有 37wan、37、6711 等国内知名网页游戏运营平台，“三七玩”业务覆盖中国大陆、港澳台及东南亚市场，已跻身于国内页游平台运营公司第一梯队。

“三七玩”旗下平台运营的游戏，《神曲》、《秦美人》、《龙将 2》、《武尊》、《攻城掠地》和《女神联盟》等多款游戏深受玩家追捧。同时其业务逐步拓展到移动游戏。

B. “三七玩”运营模式

根据游戏运营平台的所有权划分，目前“三七玩”的运营模式主要包括自有平台运营和第三方平台联合运营两种运营模式。

a. 自有平台运营

在自有平台运营模式下，“三七玩”通过代理、第三方或开发商交由联运等形式获得一款网页游戏产品的经营权后，利用其自有的 37wan、37、6711 等游戏平台发布并运营游戏产品。在自有平台运营模式下，“三七玩”全面负责游戏的运营、推广与维护，提供平台游戏上线的广告投放、在线客服及充值收款的统一管理。

b. 第三方平台联合运营

第三方平台联合运营模式指“三七玩”获得一款网页游戏产品的经营权后，除在自有平台发布并运营外，还与 360 游戏中心、YY 游戏等一个或多个游戏平台公司进行合作，共同联合运营的一种网页游戏运营方式。

被收购标的——“三七玩”与预估对象的经营业务相似度高，可比性强，本次预估将本交易案例作为可比交易案例之一。

综上所述，可比交易案例收购涉及的标的企业主营业务均以页游和手游运营

为主，部分兼营互联广告营销，因此在业务结构和经营模式方面，这 8 个交易案例具有可比性。

通过公开信息查询，收集到这 8 个股权交易案例基本情况如下：

序号	股票代码	收购方	收购对象	进展情况	基准日
1	002445	中南重工	值尚互动	报会	2015 年 7 月 31 日
2	002517	泰亚股份	恺英网络	完成	2015 年 2 月 28 日
3	300299	富春通信	上海骏梦	完成	2014 年 7 月 31 日
4	600715	松辽汽车	上海都玩	完成	2014 年 6 月 30 日
5	600373	中文传媒	智明星通	完成	2014 年 3 月 31 日
6	600652	爱使股份	游久时代	完成	2013 年 12 月 31 日
7	300043	星辉车模	天拓资讯	完成	2013 年 9 月 30 日
8	002555	顺荣股份	三七玩	完成	2013 年 7 月 31 日

(2) 选择并计算各可比公司的价值比率

价值比率是指资产价值与其财务指标或其他特定非财务类型指标之间的一个“比率倍数”。由于市场法是要通过通过分析可比公司股权或全投资资本市场价值与各种指标之间的价值比率来确定预估对象的价值比率，然后根据预估对象的参数来估算其股权或全投资资本的价值。因此，价值比率是市场法对比分析的基础。

1) 价值比率的选取

价值比率可以是盈利类的指标、收入指标、资产类指标或其他特别非财务类型的指标，针对不同类型的指标可以衍生出不同类型的价值比率，如盈利类指标衍生出盈利基础价值比率；资产类指标衍生出资产基础价值比率等。

价值比率通常分成三大类，包括：

盈利价值比率=企业整体价值或股权价值/盈利类参数
收入价值比率=企业整体价值/销售收入

资产价值比率=企业整体价值或股权价值/资产类参数

考虑到此次预估的目的为股权收购，且属于创始初期的轻资产企业，由于企业固定资产较少，其价值体现在未来收益，因此基于账面价值的资产价值比率的参考意义不大，故剔除与企业资产直接相关资产价值指标，选择与企业收益相关的盈利价值比率作为本次市场法预估的价值比率。

盈利指标包括净利润指标和营业收入指标，与营业收入指标相关经营数据（如付费用户数、ARPPU 值等）在净利润指标的运营状况因素修正中已经考虑，因此采用净利润指标能够充分反映股权的内在价值情况，并且符合本次股权收购的预估目的要求。

综上，本次预估选择与企业收益相关的盈利价值比率（净利润指标）作为本次市场法预估的价值比率。

2) 价值比率的计算

根据本次预估确定的盈利价值比率，选择市盈率作为具体的价值比率。

市盈率（P/E）=经营性股权价值/净利润

① 经营性股权价值确定

根据对可比交易案例交易价格和预估结果的分析，交易价格基本与预估结果相近，考虑到交易案例的交易价格更能体现市场对该游戏公司的认可程度，故选择交易案例的交易价格作为本次预估交易案例股东全部权益价值的取值依据较为合理。

② 可比交易标的溢余性或非经营性资产调整

由于可比交易案例的评估结果中包含部分溢余性或非经营性资产的价值，故需在此基础上，调整为经营性股权价值。对于可比交易标的溢余性或非经营性资产的界定包括交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、长期应收款、投资性房地产、长期股权投资、交易性金融负债、其他与经营无关的资产或负债、闲置资产（没有或暂时没有发挥作用的多余资产）、非生产经营资产（家属楼、职工子弟学校、医院等）、溢余资产（包括闲置溢余资产）、长期投资（对外长期股权投资、债权投资）、多余现金（超过生产经营用的现金）和金融性资产、其他与主营业务无关系的资产或负债等。

③ 可比交易标的净利润的确定

根据可比交易案例公开披露的公告信息，确定可比交易标的公司的承诺首年的净利润。

④ 价值比率的计算

市盈率（P/E）=经营性股权价值/承诺首年净利润

可比交易案例 PE 情况详见下表：

金额单位：万元

序号	收购对象	100%股权交易价格	溢余性或非经营性资产调整	承诺首年净利润	市盈率（P/E）
1	值尚互动	87,000.00	-53.18	6,000	14.51
2	恺英网络	630,000.00	46,459.55	46,193	12.63
3	上海骏梦	90,000.00	1,905.82	6,400	13.76
4	上海都玩	142,800.00	0.00	10,200	14.00
5	智明星通	266,000.00	0.00	15,100	17.62
6	游久时代	118,000.00	18,767.49	10,000	9.92
7	天拓资讯	81,200.00	630.50	6,000	13.43
8	三七玩	320,000.00	1,878.84	30,000	10.60

（3）调整、修正各可比公司的价值比率

1) 预期增长率系数修正

由于可比交易案例和预估对象在未来的增长预期、主营产品的运营情况、团队的研发能力等方面存在一定的差异，故需对其进行调整修正。对于处于创业初期的企业，其近期的盈利预测数据可能较低，无法真实体现标的企业的价值，因此可以采用增长性参数调整，弥补价值比率对企业动态成长性估计的不足。本次预估根据各可比交易案例中披露的股权收购方案中的数据，采用标的企业承诺期首年的盈利预测数据、折现率、100%股权预估值等，通过戈登模型测算企业的全周期预期平均增长率。

2) 可比公司营运状况修正

① 营运状况修正系数选择依据

根据游戏运营公司的特点，并结合市场对游戏公司的评定标准，本次预估制定一套应用于游戏运营公司的评分标准，具体如下：

序号	基准日
厂商背景	公司品牌
	公司营收规模
	产品数量
	税收风险
市场与运营模式	市场与运营模式
题材与游戏性	题材独特性
	玩法创新性
游戏品质	系统兼容性
	画质精细度
	新手引导
	游戏体验感
运营数据	付费率
	ARPPU 值

② 评分过程在确定评价体系的 5 个方面及具体 13 个指标之后，预估人员根据交易标的公司的实际经营情况与预估对象进行比较，最终确定了各项比较指标的分数，并根据该分数确定修正比率。

3) 其他因素修正

① 宏观因素和行业因素修正

由于可比交易标的及预估对象属于相同行业，其经营的业务相近并均设立于国内，所处的宏观经济条件、行业状况的变化基本一致，企业的竞争能力和技术水平已反映在各种价值比率之中。

② 交易方式修正

由于所选案例均为发行股份及支付现金购买资产，依据发行股份占比进行交易方式因素调整。

③ 交易日期修正

由于交易案例比较法中可比对象的交易日期一般与评估基准日都存在一定时间差异，在选择可比对象时虽然尽量选择与评估基准日较近成功的案例，但也不能保证可比对象交易日与评估基准日能够充分接近，这样就会有一个时间间隔。

对于上述交易时间因素，修正方式一般都是参考产权交易市场上的相关指数等进行修正，但是由于目前国内相关产权交易市场指数尚不完备，预估人员结合宏观经济、行业情况等对交易时间因素进行修正。

④交易案例的控制权状态修正

本次预估所选案例均发生控制权变化，故对交易案例的控制权状态不进行修正。

(4) 确定预估对象价值比率

本次选取的价值比率是 8 个可比交易案例的市盈率（PE），并分别通过公司特性综合及其他相关因素对可比交易案例的 PE 进行了修正。考虑到所选案例中“中南重工”收购“值尚互动”100%股权未上会，预估人员考虑降低其权重。

计算各交易案例修正后的价值比率加权平均值作为预估对象的价值比率。

序号	收购对象	公司特性综合修正	其他因素	最终修正系数（取小数点 2 位）	市盈率（P/E）	修正后 P/E	权重	PE*权重
1	值尚互动	0.942	1.020	0.96	14.51	13.93	0.1000	1.39
2	恺英网络	0.903	0.990	0.89	12.63	11.24	0.1286	1.45
3	上海骏梦	0.905	1.060	0.96	13.76	13.21	0.1286	1.70
4	上海都玩	0.927	1.113	1.03	14.00	14.42	0.1286	1.85
5	智明星通	0.874	1.102	0.96	17.62	16.92	0.1286	2.18
6	游久时代	1.351	1.131	1.53	9.92	15.18	0.1286	1.95
7	天拓资讯	1.016	1.142	1.16	13.43	15.58	0.1286	2.00
8	三七玩	1.105	1.130	1.25	10.60	13.25	0.1286	1.70
最终 P/E		14.22						

(5) 非经营性资产、负债及溢余资产

① 非经营性资产（扣减负债）

“妙聚网络”的非经营性资产主要为企业长期股权投资单位（宿州菲特网络技术有限公司）及其他应收款中关联方往来。

② 溢余资产

评估人员对企业货币资金总额进行了分析，参照公司近年最低现金保有政策，认为公司日常经营除保留必要的付现成本作为最低现金保有量外，其余货币资金均作为溢余资产考虑。

综上，妙聚网络截至预估基准日非经营性资产、负债及溢余资产合计为 9,945 万元。

（6）预估结论计算

目标公司市场价值=目标公司动态市盈率×首年净利润+溢余资产+非经营性资产

$$=14.22 \times 11,822 + 9,945$$

$$=178,100 \text{ 万元（取整到百万位）}$$

4、市场法预估结果

综上，采用市场法预估的妙聚网络股东全部权益价值为 178,100 万元。

（二）收益法预估过程

1、收益法模型

结合本次预估目的和评估对象，采用企业自由现金流折现模型确定企业自由现金流价值，并分析溢余资产、非经营性资产（负债）的价值，确定企业整体价值，然后扣除付息债务及少数股东权益后确定股东全部权益价值。计算公式为：

股东全部权益价值=企业整体价值（合并口径）-付息债务-少数股东权益价值

企业整体价值（合并口径）=企业自由现金流评估值+非经营性资产（负债）价值+溢余资产价值

本次评估采用分段法对企业的收益进行预测，即将企业未来收益分为明确的预测期期间的收益和明确的预测期之后的收益。计算公式为：

企业自由现金流=息前税后利润+折旧及摊销-资本性支出-营运资金增加额

$$\text{企业自由现金流评估值} = \sum_{t=1}^n \frac{CFF_t}{(1+r_t)^{ti}} + P_n \times (1+r_n)^{-tn}$$

式中：n——明确的收益预测年限

CFF_t ——第t年的企业现金流

r——加权平均资本成本

t——明确的收益预测年限中的第t年

ti、tn——第t年的折现期

P_n ——第n年以后的连续价值

2、假设前提

(1) 基本假设

① 宏观环境相对稳定假设：国家现有的宏观经济、政治、政策及被评估单位所处行业的产业政策无重大变化，社会经济持续、健康、稳定发展；国家货币金融政策保持现行状态，不会对社会经济造成重大波动；国家税收保持现行规定，税种及税率无较大变化；国家现行的利率、汇率等无重大变化；

② 经营环境相对稳定假设：企业主要经营场所及业务所涉及地区的社会、政治、法律、经济等经营环境无重大改变；企业能在既定的经营范围内开展经营活动，不存在任何政策、法律或人为障碍。

(2) 具体假设

① 评估预测是基于被评估单位提供的持续经营状况下的发展规划和盈利预测并经过评估人员剔除明显不合理部分后的基础上的；

- ② 假设被评估单位完全遵守所有有关的法律和法规，其所有资产的取得、使用等均符合国家法律、法规和规范性文件；
- ③ 假设被评估单位的经营者是负责的，且公司管理层有能力担当职务；
- ④ 假设预测期所基于的会计政策与基准日会计政策在所有重大方面一致；
- ⑤ 假设被评估单位的主要经营业务内容保持相对稳定，其主营业务及经营模式（分成水平）不会遭遇重大挫折，总体格局维持现状；
- ⑥ 假设被评估单位的产品或服务保持目前的市场竞争态势；
- ⑦ 假设被评估单位的后续（上线）产品能如期上线，其现有及期后上线产品能于生命周期内正常运营并产生收益；
- ⑧ 被评估单位取得的《网络文化经营许可证》、《中华人民共和国增值电信业务经营许可证》可持续取得许可及认证；
- ⑨ 假设被评估单位每一年度的营业收入、成本费用、改造等的支出，在年度内均匀发生；
- ⑩ 假设无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素，造成对企业重大不利影响。

评估人员根据资产评估的要求，认定这些前提条件在评估基准日时成立，当未来经济环境发生较大变化时，评估人员将不承担由于前提条件改变而推导出不同评估结果的责任。

3、主要评估参数说明

本次对于杭州妙聚网络科技有限公司的收益采用模拟合并的口径进行预测，对母体及下属子公司芜湖乐善网络科技有限公司、芜湖乐思网络科技有限公司和芜湖乐时网络科技有限公司的收入、成本、税金、费用、营运资金和资本性支出等按合并抵消后的金额进行预测。

（1）主营业务收入的预测

① 网络游戏运营与发行

本次对于网络游戏运营与发行板块未来营业收入的预估是根据妙聚网络目前的经营状况、市场竞争情况及市场销售情况等因素综合分析的基础上进行的。

本次预估中营业收入主要来自于页游和手游两部分，页游主要为乐都和兄弟玩自主平台和腾讯平台运营收入、独代游戏的国内发行联运收入；手游运营收入主要包含手游自主运营收入和手游独代游戏的国内发行联运收入。这两大部分构成营业收入的主要来源。

A. 乐都、兄弟玩、腾讯平台运营收入预测

平台运营收入计算公式：年平台运营收入=单位游戏运营收入×运营游戏数量×月份数

运营指标分析及预测：单位游戏运营收入指对在乐都、兄弟玩及腾讯等运营平台的游戏产品，分别按照自主运营及联合运营模式下的收入确认原则并参照历史及协议分成水平，确认其游戏运营收入。运营游戏数量是指在乐都、兄弟玩及腾讯平台运营的游戏数量。本次预估中，评估师按照游戏运营收入规模对平台运营的游戏进行了划分：将年运营收入在 10,000 万以上的划分为大型游戏，年运营收入在 5,000 万至 10,000 万之间的划分为中型游戏，年运营收入在 5,000 万以内的划分为小型游戏，并按照游戏类别的不同分别进行游戏数量的预测。

B. 独代游戏发行联运收入预测

商务发行联运收入计算公式：年商务发行联运收入=单位独代游戏年商务发行联运收入×独代游戏数量

单位独代游戏年商务发行联运收入=(联运平台 A 收入×分成比例 A+联运平台 B 收入×分成比例 B+...)÷独代游戏数量

运营指标分析及预测：妙聚网络每年都会保证稳定的独代游戏接入量，并会根据实际业务开展情况增加独代游戏接入数量。

联运平台收入：妙聚网络从 2015 年开始将国内发行作为一项主要的工作开展，目前发行工作已渡过最初的艰难期，步入正轨，未来这也将构成妙聚网络收入的一项主要版块。妙聚网络会继续保持与国内主要游戏平台的合作关系并不断

拓展加入新的潜力合作平台，增加商务发行联运收入。

C. 手游收入预测

经历了 2014 年的疯狂增长，目前手游市场已经趋于平稳，虽然目前不是进入手游市场的最好时机，不过只要有足够优质的产品，就一定会在市场竞争中脱颖而出。“妙聚网络”按照计划的进度逐步迈向手游市场，2016 年计划主攻细分人群市场，开始将陆续接入优质的细分市场手游产品。

手游收入计算公式：年手游自主运营收入=单位月游戏收入×运营游戏数量×月份数

月游戏收入根据历史的平均水平及其他类似妙聚网络的水平确定。

② 互联网营销

妙聚网络主要业务为程序化购买服务及互动营销。对其未来情况分析如下：

A.程序化购买服务中的蜜柚 DSP、自研、互动营销资源类型因其利润率高因此会成为妙聚网络越来越重视的业务类型。代理和主流 DSP 竞价因其利润率较低竞争激烈，因此其利润占比会逐渐降低。

B. 2015 年的利润贡献中，依然还是程序化购买服务中的包断/代理居首，互动营销次之；根据妙聚网络规划及相关分析，从 2016 年的利润贡献分析，随着妙聚网络对 DSP 以及自研媒体的重视及市场的高速发展，程序化购买服务中的蜜柚资源类型将成为主流利润来源，自研及互动营销收入亦有较大的增长。

C. 程序化购买服务中的主流 DSP 竞价资源中，2015 年腾讯系业务以腾讯广点通为主，到了 2016 年腾讯 MP 公共平台、腾讯的微信朋友圈广告和腾讯智汇推效果营销平台将有可能成长起来。2015 年 SEM 系仅有百度等，2016 年拟增加 360、搜狗、神马等产品的代理服务。腾讯广点通客户 2016 年开始将计划逐渐转入百度 SEM，而百度 SEM 客户也有部分拟逐渐转入腾讯广点通。

D. 程序化购买服务中的包断资源中，根据妙聚网络规划，与联通沃门户协议已覆盖 2016 年全年；与手机中国网于 2015 年 12 月正式签署合作协议；与中华万年历、航旅纵横合作均于谈判进程；与互动吧广告合作处于测试阶段，与

WIFI 运营启动页广告合作亦于进程之中。上述举措将有利保障妙聚网络业务的稳步增长。

E. 除原有的互动营销业务外，从 2015 年 9 月开始，妙聚网络开展了电影营销的业务，此块业务亦为妙聚网络的主要发展战略之一。

综上，妙聚网络在保留现有业务的前提下，积极开展自研及互动营销等高毛利业务，提升妙聚网络收入及净利润，实现可持续发展。

③ 互联网媒体（07073 游戏网）

07073 游戏网主要业务是以网页游戏媒体为核心展开的，主要表现形式有网站广告位的外租，以及开服表信息展示。根据运营情况及五年规划，07073 游戏网在开服业务上拟保持一定比例的增长，而广告业务会有反弹的迹象。

开服表业务方面，07073 游戏网较早地采用了开服表的推广形式，取得了较大的成功，随着开服表信息价值于市场中的凸显，预计仍将保持一定的增长。从起初不太重视的一块投放阵地到现在成为游戏运营厂商必投之地。

在硬广业务方面，随着开服表等新的推广形式出现，在一定程度上影响了广告投放量。但得益于大型网页游戏厂商追求游戏精品化，在明星代言和版权改编方面加大力度，广告投放方面的预算有所增加，预计硬广业务收入将略有增长。

另外，妙聚网络计划逐步进入 h5 游戏行业，打造一个带有社交性互动性的，包含上中下游的“全生态”媒体模式。

根据上述分析及预测过程，妙聚网络未来各年的主营业务收入确定如下（其中 2015 年 10 至 12 月财务数据参考企业提供的实际数据，下同）：

单位：万元

项目/年度	2015 年 10-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	永续期
网页游戏运营与发行	4,088.00	26,341.00	37,106.00	45,338.00	55,166.00	61,766.00	61,766.00
互联网营销	7,362.00	38,868.00	48,255.00	53,971.00	57,268.00	60,161.00	60,161.00
互联网媒体	1,406.00	5,820.00	6,480.00	7,140.00	7,830.00	8,500.00	8,500.00
合计	12,856.00	71,029.00	91,841.00	106,449.00	120,264.00	130,427.00	130,427.00

(2) 主营业务成本预测

“妙聚网络”未来年度主营业务成本包括游戏独代及代理分成成本、服务器成本及版权金、“乐思科技”媒体成本及 07073 游戏网的媒体成本等。

① 游戏联运分成成本

主要包括乐都、兄弟玩运营游戏与各大联运商和 cp 的分成，腾讯运营游戏与腾讯和 cp 的收入分成，以及移动网络游戏联合开发模式下向联合开发商的收入分成和移动网络游戏向各大联运商的分成。本次预估中，根据不同运营模式下游戏的分成比例结合历史年度数据进行了预测。

② 服务器成本

服务器成本主要为游戏产品服务器机架费、服务器托管费、带宽租赁费、云服务、CDN 服务费等，其中服务器托管费主要是向增值电信服务提供商租用服务器机柜、宽带费用及加速下载等费用，云服务是指在互联网上提供的各项增值服务，主要包括租用网络宽带，CDN 服务是尽可能避开互联网上有可能影响数据传输速度和稳定性的瓶颈和环节，使内容传输的更快、更稳定的服务形态。本次预估以历史数据为基础，并结合未来的游戏数、相应收入及服务器配比规划等，进行了相关测算。

③ 媒体成本

“乐思科技”和 07073 游戏网主营业务成本主要为媒体成本，即 MobiU 蜜柚 DSP 程序化购买服务中的包断/代理媒体成本、主流 DSP 竞价媒体成本、ADX 竞价媒体成本及百度阿拉丁、搜狐阿拉丁媒体成本等。其中，占比最大的成本为主流 DSP 竞价媒体成本、包断媒体成本。本次预估中，根据历史的相关数据，结合客户数量、各项收入、市场竞争状况、上下游议价分析等对未来各期成本进行了测算。

单位：万元

项目/年度	2015 年 10-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	永续期
网页游戏运营与发行	369.00	8,429.00	12,245.00	14,962.00	18,205.00	20,383.00	20,383.00
互联网营销	6,022.00	33,246.00	40,936.00	45,438.00	47,898.00	50,099.00	50,099.00

互联网媒体	-36.00	291.00	324.00	357.00	391.50	425.00	425.00
合计	6,355.00	41,966.00	53,505.00	60,757.00	66,495.00	70,907.00	70,907.00

(3) 其他业务利润（其他业务收入-其他业务成本）的预测

公司历史无其他业务收支，预测期亦不予考虑。

(4) 营业税金及附加的预测

营业税金及附加主要为增值税、营业税、城建税、教育费附加和地方教育附加等。其中增值税税率为收入的 6%，营业税为收入的 5%，城建税税率为应缴流转额的 7%，教育费附加税率为其 3%，地方教育附加税率为其 2%。

本次评估对未来各年营业税金及附加按近年占收入比率进行了确定。

(5) 期间费用的预测

① 销售费用的预测

公司的销售费用主要为独代项目的广告费及公司营销人员职工薪酬、差旅费、业务招待等构成。根据销售费用的性质，采用了不同的方法进行了预测。广告费结合历史与自主运营项目收入的相关比例进行确定。对于职工薪酬，按公司的营销人员规模和薪酬政策结合未来业务开展情况进行预测。对于其他费用项目则主要采用了趋势预测分析法预测，预计未来年度将会随着公司业务增长有小幅的增长。

② 管理费用的预测

管理费用主要由职工薪酬、差旅费、业务招待费、折旧摊销费、研发支出等构成。根据管理费用的性质，采用了不同的方法进行了预测。对于职工薪酬，按公司的管理人员规模和薪酬政策结合未来业务开展情况进行预测；折旧摊销费以公司的管理用固定资产及无形资产规模按财务折旧摊销方法模拟测算；研发支出为项目研发费用及委托外部研发的费用等，根据项目研发情况并结合企业质控制度等进行预测；对于其他费用项目则主要采用了趋势预测分析法预测，预计未来年度将会随着公司业务增长有小幅的增长。

③ 财务费用（不含有息负债利息）的预测

本模型中，主要考虑利息收入及银行手续费等。由于超出日常经营所需的货币资金已在溢余资产中考虑，其余日常经营所需的货币资金利息收入相对较小，手续费亦金额较小，且存在一定不确定性，故预测期对财务费用不予考虑。

（6）资产减值损失的预测

主要考虑往来款的回款损失。通过与企业相关人员沟通、了解，预计发生坏账的可能性较小，故对资产减值损失不予考虑。

（7）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，故不予预测。

（8）营业外收入、支出的预测

对于营业外收入和支出（除水利基金），由于不确定性较大，无法预计，故不予考虑。对于营业外支出中的水利基金，按照营业收入的 0.1% 确定。

（9）所得税费用的预测

计算公式为：

所得税=应纳税所得额×当年所得税税率

息税前利润总额=主营业务收入—主营业务成本—营业税金及附加+其他业务利润—销售费用—管理费用-财务费用（不含有息负债利息）—资产减值损失+补贴收入、公允价值变动损益+营业外收入—营业外支出

（10）息前税后利润的预测

息前税后利润=息税前利润总额—所得税费用

（11）折旧及摊销的预测

折旧及摊销由两部分组成，即基准日现有的资产以及基准日后新增的资产，对基准日后新增的资产，按预计使用的时间结合会计政策计提折旧和摊销。

年折旧（摊销）额=资产原值×年折旧（摊销）率

对于原有、更新的资产，评估中按照企业现有会计政策并结合评估经济年限

对其折旧和摊销进行预测。

（12）营运资本增减额的预测

营运资本主要为经营性流动资产减去不含有息负债的经营性流动负债。随着公司生产规模的变化，公司的营运资金也会相应的发生变化，具体表现在货币资金、应收账款、预付款项、存货的周转和应付、预收款项、应付职工薪酬、应交税费以及其他应收、应付款中的经营收、付款项等的变动上。

对于未来各年最低现金保有量，结合企业的现金保有政策、行业特征，根据一定期的非付现成本及费用进行确定。

评估人员分析了基准日及期后营运资金的变动情况，结合管理层营运资金策略，根据与营业收入的比例关系，在分析各项比例及公司未来的发展策略的基础上预测未来的比例。

以上述预测比例乘以各年的营业收入减去上一期账面数作为增加额。

2020年以后由于收入、成本不再变动，故相应的营运资金变动为零。

其中，对于2015年各资金测算的收入及成本均为全年金额。

2015年10-12月各营运资金变动需要分段计算，即：

2015年营运资金平均余额 \times 月份数12=（2015年初账面数+基准日账面数） \div 2 \times 年初至基准日月份数9+基准日至2015年末月份数3 \times 2015年基准日后平均营运资金余额

通过上述公式，可以计算出2015年基准日后平均营运资金余额，用该数据减去基准日账面数，可得到2015年10-12月营运资金变动数。

对于2015年及期后各营运资金变动数，以上述各资金全年平均数减去上期数即为变动数。

（13）资本性支出的预测

资本性支出主要为新增资产投资（增量资产）以及现有的资产（存量资产）的更新。

对于存量资产和增量资产的更新，评估人员按照资产在评估基准日（或投入使用时）的重置价格水平和经济使用年限确定未来年度所需的资产更新支出总额，在明确的收益预测期内以具体测算数进行确定，在永续期则将后续支出总额折现至永续期初后进行年金化确定各年的更新支出。

（14）企业自由现金流的预测

企业自由现金流=息前税后利润+折旧及摊销-资本性支出-营运资金增加额

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企业现金流进行预测。评估假设预测期后各年企业现金流将保持稳定。预测期企业现金流见下表：

单位：万元

项目	2015年 10-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	永续期
息前税后利润	3,108.32	11,822.12	15,743.90	19,384.45	23,658.77	27,043.70	27,043.70
加：折旧与摊销	72.00	171.00	95.00	106.00	74.00	95.00	95.00
减：资本性支出	-	-	-	5.00	65.05	92.00	92.00
减：营运资金增加	50.00	1,400.00	1,600.00	1,100.00	800.00	1,000.00	-
企业自由现金流量	3,130.32	10,593.12	14,238.90	18,385.45	22,867.72	26,046.70	27,046.70

4、折现率的确定

（1）折现率计算模型

在企业价值评估中，评估值对应的是企业所有者的权益价值和债权人的权益价值，对应的折现率是企业资本的加权平均资本成本(WACC)。

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

式中：WACC——加权平均资本成本；

Ke——权益资本成本；

Kd——债务资本成本；

T——所得税率；

D/E——资本结构。

债务资本成本 K_d 采用一年期贷款基准利率，权数参照同行业上市公司平均资本结构并根据企业实际状况后综合确定。

权益资本成本按国际通常使用的 CAPM 模型求取，计算公式如下：

$$K_e = R_f + \beta \times ERP + R_s = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + R_s$$

其中： K_e ——权益资本成本

R_f ——无风险报酬率

R_m ——市场收益率

β ——系统风险系数

ERP——市场风险溢价

R_s ——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

国债收益率通常被认为是无风险的，本次评估用评估基准日长期国债的到期收益率作为无风险利率 R_f 。无风险收益 R_f 为 4.15%。

② 系统风险系数 Beta (β)

通过“万得资讯情报终端”查询游戏研发及运营相关行业上市公司近 24 个月含财务杠杆的 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， β_l 为含财务杠杆的 Beta 系数， β_u 为剔除财务杠杆因素的 Beta 系数，D÷E 为类比公司资本结构) 对各项 Beta 调整为剔除财务杠杆因素后的 Beta 系数，然后

通过公式 $\beta_i = \beta_u \times [1 + (1-T) \times D \div E]$ ，计算被评估单位带自身财务杠杆系数的 Beta 系数。

公司企业所得税率为 25%，自身资本结构 D/E 为零，由此计算得到 Beta 系数为 0.8098。

③计算市场收益率及市场风险溢价 ERP

A. 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。

B. 指数年期的选择：本次对具体指数的时间区间选择为 2002 年到 2014 年。

C. 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 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 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。

D. 年收益率的计算采用算术平均值和几何平均值两种方法。

E. 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}。

F.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 7.83%。

D. R_s —企业特定风险调整系数的确定

企业特定风险调整系数在分析企业的经营风险、市场风险、管理风险以及财务风险等方面风险及对策的基础上综合确定。

经综合分析,取企业特定风险调整系数为 3.5%。

(3) 加权平均成本的计算

A. 权益资本成本 K_e 的计算

$$\begin{aligned} K_e &= R_f + \beta \times MRP + R_s + R_c \\ &= 4.15\% + 0.8098 \times 7.83\% + 3.5\% \\ &= 13.99\% \end{aligned}$$

B. 加权资本成本计算

由于企业无有息负债,故 $WACC = K_e = 13.99\%$ 。

5、预估值测算过程与结果

根据预测情况,企业自由现金流量预估值计算如下:

$$\text{企业自由现金流预估值} = \sum_{t=1}^n \frac{CFE_t}{(1+r_t)^{ti}} + P_n \times (1+r_n)^{-tn}$$

式中: n——明确的收益预测年限

CFE_t ——第 t 年的企业现金流

r ——加权平均资本成本

t ——明确的收益预测年限中的第 t 年

t_i 、 t_n ——第 t 年的折现期

P_n ——第 n 年以后的连续价值

(1) 预测期内折现系数的计算

折现系数= $1/(1+r)^t$

永续期折现系数的计算

折现系数= $1/r$

(2) 连续价值现值的计算（折现期为 4.75 年）

$P_n = R6/r/(1+r)^{4.75}$

式中： $R6$ ——未来的现金流

则企业自由现金流量预估值如下：

单位：万元

项目/年度	2015年10-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	永续期
企业自由现金流量	3,130.32	10,593.12	14,238.90	18,385.45	22,867.72	26,046.70	27,046.70
折现率	13.99%	13.99%	13.99%	13.99%	13.99%	13.99%	13.99%
折现期	0.13	0.75	1.75	2.75	3.75	4.75	
折现系数	0.9831	0.9065	0.7952	0.6976	0.6120	0.5369	3.8377
折现额	3,077.42	9,602.66	11,322.77	12,825.69	13,995.04	13,984.47	103,797.12
企业自由现金流预估值	168,605.00						

6、非经营性资产、溢余资产价值的确定

(1) 非经营性资产（扣减负债）

“妙聚网络”的非经营性资产主要为企业长期股权投资单位（宿州菲特网络技术服务有限公司）及其他应收款中关联方往来；非经营性资产（负债）净额为 10,449,961 元。

(2) 溢余资产

评估人员对企业货币资金总额进行了分析,参照妙聚网络近年最低现金保有政策,认为妙聚网络日常经营除保留必要的付现成本作为最低现金保有量外,其余货币资金均作为溢余资产考虑。溢余资产的预估值合计为 89,000,000 元。

7、收益法的评估结果

(1) 企业整体价值=企业自由现金流预估值+非经营性资产(扣减负债)预估值+溢余资产预估值

$$\begin{aligned} &=1,686,050,000 \text{ 元} + 10,449,961 \text{ 元} + 89,000,000 \text{ 元} \\ &=1,785,000,000 \text{ 元 (取整到百万位)} \end{aligned}$$

(2) 企业股东全部权益价值的计算

① 付息债务预估值的计算

“妙聚网络”基准日报表未列示有付息债务。

② 少数股东权益价值的计算

“妙聚网络”不存在少数股东权益。

③ 企业股东全部权益价值的计算

企业股东全部权益价值=企业整体价值-付息债务预估值-少数股东权益价值

$$\begin{aligned} &=1,785,000,000 \text{ 元} - 0 \text{ 元} - 0 \text{ 元} \\ &=1,785,000,000 \text{ 元} \end{aligned}$$

综上,采用收益法预估的“妙聚网络”的股东全部权益价值为 1,785,000,000 元。

二、灵娱网络的预估情况

(一) 市场法预估过程

1、市场法方法简介和选择

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。

由于本次评估对象与可比上市公司在业务结构、经营模式、企业规模与资产配置以及所处的经营阶段、成长性与经营风险等方面差异较大，故本次评估不选择上市公司比较法。近期类似游戏公司股权收购的交易案例较多，交易标的与评估对象一样均处于业务发展期，主营业务均为网页网络游戏和移动网络游戏，交易完成后均实现了控制权的转移。结合本次资产评估的对象、评估目的和所收集的资料，评估人员采用交易案例比较法对委托评估的“灵娱网络”的股东全部权益价值进行评估。

2、市场法评估思路

交易案例比较法是指通过分析与被评估对象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，在与评估对象比较分析的基础上，得出评估对象价值的方法。具体如下：

- (1) 选择足够数量的可比交易案例；
- (2) 选择适当的价值比率，对交易案例进行修正、调整，进而估算出目标公司（即被评估单位）的价值比率；
- (3) 分析测算目标公司的非经营性资产和溢余资产价值，并对相关参数进行修正；
- (4) 根据目标公司的价值比率和相关参数确定目标公司的市场价值。

本次评估采用市盈率(PE)估值模型进行评估。评估人员通过公开渠道选取了标的企业与目标公司所处行业相似的若干个并购交易案例,并对并购案例的市盈率指标按照公司特性综合情况、交易时间、交易方式、研发费用财务处理、交易股权的控制权情况进行了修正、调整,按所有并购案例修正后市盈率的加权平均数(权重由交易案例的进展情况确定)确定目标公司的市盈率,然后乘以公司首年净利润确定目标公司的市场价值。计算公式如下:

目标公司市场价值=目标公司动态市盈率×首年净利润+溢余资产+非经营性资产

目标公司动态市盈率(PE) = \bar{X} [可比企业基准日市盈率(PE) × 公司特性综合修正系数 × 交易方式修正系数 × 交易时间修正系数 × 会计政策因素系数 × 控制权因素修正]

注:

- (1) 目标公司动态市盈率根据各可比公司修正后数据的加权平均数确定;
- (2) 目标公司首年净利润采用 2016 年预计全年净利润,确定方式详见收益法。

3、市场法预估测算过程

(1) 选择可比交易案例

1) 可比交易案例的选择标准

市场法预估应当选择与预估对象有可比性的公司或者案例。本次预估确定的可比案例选择原则为:

- ① 同处一个行业,受相同经济因素影响;
- ② 企业业务结构和经营模式类似;
- ③ 企业规模和成长性可比,盈利能力相当;
- ④ 交易行为性质类似。

本次预估，围绕以研发或研发与运营一体的经营业态，参考其领域是否主要为网页游戏或同时包括网页游戏与移动网络游戏为核心的价值评价体系，同时考虑交易性质等因素，通过公开信息搜集了 2013 年至 2015 年 9 月报会或过会的 8 个案例作为可比案例。

2) 可比案例的选取

本次预估确定的可比交易案例选择的原则为：同处一个行业，受相同经济因素影响；企业业务结构和经营模式类似；企业规模和成长性可比，盈利能力相当；交易行为性质类似。

选取的可比交易案例涉及的标的公司均为游戏行业，企业的成长性均较好，交易行为基本相同。

根据本次预估的实际情况，案例选择的主要标准为业务结构和经营模式相近，对该项因素分别分析如下：

① 浙江升华拜克生物股份有限公司（以下简称“升华拜克”）收购成都炎龙科技有限公司（以下简称“炎龙科技”）

A. “炎龙科技”业务结构分析

“炎龙科技”的主营业务为网络游戏研发、代理发行及 IP 与源代码合作。通过自主或合作等方式研发了《荣耀之战》、《武斗群雄》、《仙剑炼妖录》、《傲视苍穹》、《风云无双》、《雷神之城》、《创世英雄》等多款网页游戏产品，树立并不断巩固了炎龙科技的品牌。

B. “炎龙科技”运营模式

网络游戏研发及授权运营：“炎龙科技”通过独立、合作研发等方式研发网络游戏产品并授权网络游戏运营商运营。

网络游戏代理发行：“炎龙科技”与网络游戏研发商合作，获得其旗下相关网络游戏产品独家发行权（主要为境外区域市场）并将该游戏产品授予游戏运营商运营。

网络游戏 IP 合作及游戏源代码采购、研发和销售：“炎龙科技”获得境外

知名 IP 授权后，通过代理、共同研发等方式实现知名 IP 资源的游戏产品转化及商业化。同时，“炎龙科技”采购境外网络游戏源代码并进行研发，将所研发的网络游戏产品出售给网络游戏运营商。

被收购标的——“炎龙科技”与预估对象的经营业务相似度高，可比性强，本次预估将本交易案例作为可比交易案例之一。

② 北京掌趣科技股份有限公司（以下简称“掌趣科技”）收购北京天马时空网络技术有限公司（以下简称“天马时空”）

A. “天马时空”业务结构分析

“天马时空”从事移动网络游戏及网页游戏的开发。“天马时空”成立于 2012 年 3 月，在设立之初主要从事网页游戏的研发。网页游戏是基于网页开发技术、以标准协议为基础传输形式的、无客户端或基于浏览器内核的微客户端网络游戏，游戏用户可以直接通过互联网浏览器玩网页游戏。2012 年-2013 年，“天马时空”成功开发了网页游戏《怒斩》。在“天马时空”从事网页游戏业务的这一历史阶段，其收入、利润规模不高，但在产品定位、游戏研发方面积累了丰富的经验，为其开发移动网络游戏奠定了基础。2013 年，移动网络游戏市场空间快速增长。“天马时空”结合其网页游戏研发经验，将公司研发重点调整为移动网络游戏领域，并于 2013 年 7 月立项并开始研发移动网络游戏《全民奇迹》。

B. “天马时空”运营模式

“天马时空”在移动网络游戏产业链中扮演着游戏开发商的角色。根据市场需求制定产品的开发或升级计划，组织游戏策划、美工、程序开发人员等按照特定的流程进行游戏的开发，再经过多轮测试并调整完善后形成正式的游戏产品。

“天马时空”目前在运营游戏产品的主要运营模式为代理模式，网络游戏的发行商以支付版权金或预付分成款的方式获得“天马时空”研发的游戏产品，由游戏发行商负责网络游戏产品在指定区域内的推广和运营，游戏发行商在获取游戏运营收入后，根据与“天马时空”约定的分成比例在每月对账后向“天马时空”进行分成，“天马时空”按照玩家虚拟货币消耗情况确认收入。

被收购标的——“天马时空”与预估对象的经营业务相似度高，可比性强，

本次预估将本交易案例作为可比交易案例之一。

③ 凯撒（中国）股份有限公司（以下简称“凯撒股份”）收购四川天上友嘉网络科技有限公司（以下简称“天上友嘉”）

A. “天上友嘉”业务结构分析

“天上友嘉”从事移动网络游戏及网页游戏的开发和运营。“天上友嘉”凭借其出色的游戏研发能力，在游戏行业内树立了良好的口碑和品牌，并与 360、中国手游、黑桃互动签署了长期合作协议，为其提供的知名 IP 资源改编成游戏产品。

B. “天上友嘉”运营模式

“天上友嘉”研发了《新仙剑奇侠传 3D》、《星座女神》、《净化》、《植物大战僵尸 OL》等多款游戏，并通过联合运营方式进行游戏运营。联合运营是指“天上友嘉”与陌陌、360、苹果 App Store、UC 九游、腾讯游戏等多个游戏平台运营商共同联合运营移动网络游戏的方式。

被收购标的——“天上友嘉”与预估对象的经营业务相似度高，可比性强，本次预估将本交易案例作为可比交易案例之一。

④ 大连科冕木业股份有限公司（以下简称“科冕木业”）收购北京妙趣横生网络科技有限公司（以下简称“妙趣横生”）

A. “妙趣横生”业务结构分析

“妙趣横生”的主营业务为网络游戏的研发，2013 年以来专注于移动网络游戏的研发。“妙趣横生”拥有一支研发实力卓越且富有创造力的研发团队，善于把握市场机会，产品定位精准，是目前国内为数不多的能够引领网络游戏技术发展方向的游戏研发商之一。

B. “妙趣横生”运营模式

“妙趣横生”游戏运营模式主要为授权运营模式。授权运营模式是指网络游戏发行商获得“妙趣横生”游戏产品在指定地区或指定区域内的指定平台的独家发行及运营权。游戏发行商在获取游戏运营收入后，根据与“妙趣横生”约定

的分成比例在每月对账后向“妙趣横生”进行分成，“妙趣横生”按照与发行商核对后的对账情况确认收入。“妙趣横生”与游戏发行商确认结算单无误后，办理款项结算。

被收购标的——“妙趣横生”与预估对象的经营业务相似度高，可比性强，本次预估将本交易案例作为可比交易案例之一。

⑤ 大连科冕木业股份有限公司（以下简称“科冕木业”）收购雷尚（北京）科技有限公司（以下简称“雷尚科技”）

A. “雷尚科技”业务结构分析

“雷尚科技”的主营业务为移动网游和网页网游的研发和发行。“雷尚科技”的游戏产品主要集中于军事类 SLG 策略游戏。军事类 SLG 策略游戏的主要玩法为通过在游戏中建立军事基地，通过建设资源采集设施、生产建造设施、科技研发设施等基础设施，以消耗资源的方式建立玩家指挥的军队，并通过各兵种之间的搭配，有针对性的发挥不同游戏兵种的长处，针对对方玩家的排兵布阵制定相应的进攻策略、防守策略等，以获得与对方玩家交战的胜利。

B. “雷尚科技”运营模式

“雷尚科技”游戏运营模式包括授权运营、联合运营及代理发行三种模式。

授权运营方式主要是指移动网络游戏的发行商获得“雷尚科技”研发的游戏产品在指定区域或指定区域内的指定平台/渠道内的独家发行及运营权，游戏发行商在获取游戏运营收入后，根据与“雷尚科技”约定的分成比例在每月对账后向“雷尚科技”进行分成，“雷尚科技”按照与发行商核对后的对账情况确认收入。“雷尚科技”游戏产品的海外发行一般采用授权运营模式。

联合运营模式是指“雷尚科技”就特定游戏产品与多家游戏平台类公司合作，在特定地区共同运营该游戏产品。游戏玩家需要注册成为上述网络游戏平台的用户，在网游平台商的充值系统中进行充值从而获得虚拟货币，再在游戏中购买虚拟道具。在联合运营模式下，游戏平台公司负责在各自平台上运营该游戏产品、对产品进行推广、充值服务以及计费系统的管理，“雷尚科技”负责提供游戏产品、版本更新、技术支持和维护，并提供部分客户服务。在联合运营模式下，

网络游戏运营商将其在游戏中取得的收入扣除相关费用后按协议约定的比例分成给“雷尚科技”，在双方核对数据确认无误后，“雷尚科技”确认营业收入。“雷尚科技”游戏产品的国内发行一般采用联运模式。

代理发行模式是指“雷尚科技”作为游戏的发行商，发行其他游戏厂商开发的游戏产品，独家获得相关产品在指定地区的发行权，并将该游戏产品投放到一家或多家游戏平台运营。“雷尚科技”与游戏运营平台共同负责游戏的发行推广，“雷尚科技”还负责部分技术支持及客户服务等。

网络游戏运营商将其在游戏中取得的收入扣除相关费用后，按照与游戏发行商的发行协议计算分成金额，经双方核对确认后，“雷尚科技”确认营业收入，“雷尚科技”再根据与游戏开发者的分成协议计算应分给开发者的金额，作为代理发行模式下的成本确认。

被收购标的——“雷尚科技”与预估对象的经营业务相似度高，可比性强，本次预估将本交易案例作为可比交易案例之一。

⑥ 厦门三五互联科技股份有限公司（以下简称“三五互联”）收购深圳市道熙科技有限公司（以下简称“道熙科技”）

A. “道熙科技”业务结构分析

道熙科技为网络游戏研发商，主营业务为网络游戏开发。自设立以来，“道熙科技”研发并推出《城防三国》、《凹凸三国》、《天下霸域》、《海底消消》、《战争霸业》等多款网页游戏，形成策略类游戏（SLG）、角色扮演类游戏（RPG）以及社交类游戏（SNS）三条业务线。

B. “道熙科技”运营模式

“道熙科技”《城防三国》、《海底消消》、《战争霸业》等在腾讯或 Facebook 上的运营模式为联合运营模式，《城防三国》在越南、台湾等地区的运营模式为代理运营模式。

被收购标的——“道熙科技”与预估对象的经营业务相似度高，可比性强，本次预估将本交易案例作为可比交易案例之一。

⑦ 骅威科技股份有限公司（以下简称“骅威股份”）收购深圳市第一波网络科技有限公司（以下简称“第一波”）

A. “第一波”业务结构分析

“第一波”成立至今坚持走“网络文学+游戏”的精品化移动游戏路线，专注于研发与推行围绕网络文学 IP 改编的游戏类型，先后打造出《莽荒纪》、《唐门世界》、《绝世天府》等多个成功产品，探索出独有的网络文学和游戏相结合的娱乐发展模式。第一波的《莽荒纪》上线以来月流水最高接近 1,700 万元，曾在 IOS 下载排行榜上名列第十；《唐门世界》和《绝世天府》上线至 2014 年 5 月底累计流水分别超过 7,300 万元和 3,700 万元。

B. 第一波运营模式

“第一波”游戏的运营模式可以分为自主运营和联合运营。首先，“第一波”分别获得作者或盛大关于小说约定内容的手机游戏改编权的授权；然后，“第一波”将所授权的小说约定内容自主研发或转授予合作研发商进行游戏的开发制作，并参与开发过程的策划；游戏最终研发成功后，运营权归“第一波”独家享有。

自主运营模式是指“第一波”的《莽荒纪》、《唐门世界》、《绝世天府》在游戏网站发布运营，玩家直接通过游戏网站链接下载游戏并注册账号，通过第三方充值渠道进行充值而获得游戏内的虚拟货币。截至 2014 年 5 月 31 日，三款游戏来自于游戏自主运营的总流水约 13,649 万元，约占总流水的 69%。

联合运营模式是指“第一波”与苹果、百度多酷、91 等多个平台合作，进行游戏的运营并提供多渠道的下载及消费。第一波的联合运营还可分为直接和间接两种方式：直接是指与平台商直接签订合作协议进行游戏的发行运营；间接是指与第三方运营商签订合作协议，由第三方运营商负责游戏在联运市场各平台的分发。

被收购标的——“第一波”与预估对象的经营业务相似度高，可比性强，本次预估将本交易案例作为可比交易案例之一。

⑧ 浙江世纪华通车业股份有限公司（以下简称“世纪华通”）收购无锡七

酷网络科技有限公司（以下简称“七酷网络”）

A. “七酷网络”业务结构分析

“七酷网络”自成立起一直专注于精品网页游戏开发，已经完成多款精品网页游戏的开发并投入运营，如《热血战纪》、《天神传奇》、《传奇国度》等游戏均取得月流水过千万的市场表现。其中，《热血战纪》在金翎奖 2013 年度优秀游戏评选大赛中被评为玩家最喜爱的网页游戏。2013 年 12 月 31 日，《热血战纪》在百度游戏（<http://youxi.baidu.com>）上运营的游戏开服数量排行第一，同时在线人数第二。

B. “七酷网络”运营模式

“七酷网络”专注于精品网页游戏开发业务，将开发完成的游戏直接或间接委托给运营商运营，并以从运营商处获得游戏运营收入分成为主要运营模式。

被收购标的——“七酷网络”与预估对象的经营业务相似度高，可比性强，本次预估将本交易案例作为可比交易案例之一。

综上所述，可比交易案例收购的标的企业均为页游和手游研发公司，且运营模式均为多种形式并存，因此在业务结构和经营模式方面，这 8 个交易案例均具有可比性。

通过公开信息查询，收集到这 8 个股权交易案例基本情况如下：

序号	股票代码	收购方	收购对象	进展情况	基准日
1	600226	升华拜克	炎龙科技	第一次反馈	2015 年 6 月 30 日
2	300315	掌趣科技	天马时空	通过	2015 年 5 月 31 日
3	002425	凯撒股份	天上友嘉	第一次反馈	2015 年 4 月 30 日
4	002354	科冕木业	妙趣横生	通过	2014 年 10 月 31 日
5	002354	科冕木业	雷尚科技	通过	2014 年 10 月 31 日
6	300051	三五互联	道熙科技	完成	2014 年 10 月 31 日
7	002502	骅威股份	第一波	完成	2014 年 5 月 31 日
8	002602	世纪华通	七酷网络	完成	2013 年 12 月 31 日

(2) 选择并计算各可比公司的价值比率

价值比率是指资产价值与其财务指标或其他特定非财务类型指标之间的一个“比率倍数”。由于市场法是要通过分析可比公司股权或全投资资本市场价值与各种指标之间的价值比率来确定预估对象的价值比率，然后根据预估对象的参数来估算其股权或全投资资本的价值。因此，价值比率是市场法对比分析的基础。

1) 价值比率的选取

价值比率可以是盈利类的指标、收入指标、资产类指标或其他特别非财务类型的指标，针对不同类型的指标可以衍生出不同类型的价值比率，如盈利类指标衍生出盈利基础价值比率；资产类指标衍生出资产基础价值比率等。

价值比率通常分成三大类，包括：

盈利价值比率=企业整体价值或股权价值/盈利类参数
收入价值比率=企业整体价值/销售收入

资产价值比率=企业整体价值或股权价值/资产类参数

考虑到此次预估的目的为股权收购，且属于创始初期的轻资产企业，由于企业固定资产较少，其价值体现在未来收益，因此基于账面价值的资产价值比率的参考意义不大，故剔除与企业资产直接相关资产价值指标，选择与企业收益相关的盈利价值比率作为本次市场法预估的价值比率。

盈利指标包括净利润指标和营业收入指标，与营业收入指标相关经营数据（如付费用户数、ARPPU 值等）在净利润指标的运营状况因素修正中已经考虑，因此采用净利润指标能够充分反映股权的内在价值情况，并且符合本次股权收购的预估目的要求。

综上，本次预估选择与企业收益相关的盈利价值比率（净利润指标）作为本次市场法预估的价值比率。

2) 价值比率的计算

根据本次预估确定的盈利价值比率，选择市盈率作为具体的价值比率。

市盈率（P/E）=经营性股权价值/净利润

① 经营性股权价值确定

根据对可比交易案例交易价格和预估结果的分析，交易价格基本与预估结果相近，考虑到交易案例的交易价格更能体现市场对该游戏公司的认可程度，故选择交易案例的交易价格作为本次预估可比交易案例股东全部权益价值的取值依据较为合理。

② 可比交易标的溢余性或非经营性资产调整

由于可比交易案例的预估结果中包含部分溢余性或非经营性资产的价值，故需在此基础上，调整为经营性股权价值。对于可比交易标的溢余性或非经营性资产的界定包括交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、长期应收款、投资性房地产、长期股权投资、交易性金融负债、其他与经营无关的资产或负债、闲置资产（没有或暂时没有发挥作用的多余资产）、非生产经营资产（家属楼、职工子弟学校、医院等）、溢余资产（包括闲置溢余资产）、长期投资（对外长期股权投资、债权投资）、多余现金（超过生产经营用的现金）和金融性资产、其他与主营业务无关系的资产或负债等。

③ 可比交易标的净利润的确定

根据可比交易案例公开披露的公告信息，确定可比交易标的公司的承诺首年的净利润。

④ 价值比率的计算

市盈率（P/E）=经营性股权价值/承诺首年净利润

可比交易案例 PE 情况详见下表：

金额单位：万元

序号	收购对象	100%股权交易价格	溢余性或非经营性资产调整	承诺首年净利润	市盈率（P/E）
1	炎龙科技	160,000.00	5,853.89	9,000	17.13
2	天马时空	334,700.00	5,766.46	21,100	15.59
3	天上友嘉	121,500.00	0.00	8,550	14.21
4	妙趣横生	62,000.00	0.00	4,150	14.94
5	雷尚科技	88,000.00	0.00	6,300	13.97

6	道熙科技	71,500.00	1,025.32	6,000	11.75
7	第一波	100,800.00	2,973.27	8,000	12.23
8	七酷网络	85,000.00	3,622.10	9,000	9.04

(3) 调整、修正各可比公司的价值比率

1) 预期增长率系数修正

由于可比交易案例和预估对象在未来的增长预期、主营产品的运营情况、团队的研发能力等方面存在一定的差异，故需对其进行调整修正。对于处于创业初期的企业，其近期的盈利预测数据可能较低，无法真实体现标的企业的价值，因此可以采用增长性参数调整，弥补价值比率对企业动态成长性估计的不足。本次预估根据各可比交易案例中披露的股权收购方案中的数据，采用标的企业承诺期首年的盈利预测数据、折现率、100%股权预估值等，通过戈登模型测算企业的全周期预期平均增长率。

2) 可比公司营运状况修正

① 营运状况修正系数选择依据

根据游戏运营公司的特点，并结合市场对游戏公司的评定标准，本次预估制定一套应用于游戏运营公司的评分标准，具体如下：

序号	基准日
厂商背景	公司品牌
	公司营收规模
	产品数量
	研发能力
	税收风险
市场与运营模式	市场与运营模式
题材与游戏性	题材独特性
	玩法创新性
游戏品质	系统兼容性
	画质精细度
	新手引导
	游戏体验感

运营数据	付费率
	ARPPU 值

② 评分过程在确定评价体系的 5 个方面及具体 14 个指标之后, 预估人员根据交易标的公司的实际经营情况与预估对象进行比较, 最终确定了各项比较指标的分数, 并根据该分数确定修正比率。

3) 其他因素修正

① 宏观因素和行业因素修正

由于可比交易标的及预估对象属于相同行业, 其经营的业务相近并均设立于国内, 所处的宏观经济条件、行业状况的变化基本一致, 企业的竞争能力和技术水平已反映在各种价值比率之中。

② 交易方式修正

由于所选案例均为发行股份及支付现金购买资产, 依据发行股份占比进行交易方式因素调整。

③ 交易日期修正

由于交易案例比较法中可比对象的交易日期一般与评估基准日都存在一定时间差异, 在选择可比对象时虽然尽量选择与评估基准日较近成功的案例, 但也不能保证可比对象交易日与评估基准日能够充分接近, 这样就会有一个时间间隔。

对于上述交易时间因素, 修正方式一般都是参考产权交易市场上的相关指数等进行修正, 但是由于目前国内相关产权交易市场指数尚不完备, 预估人员结合宏观经济、行业情况等对交易时间因素进行修正。

④ 会计政策因素修正

预估人员测算了研发费用资本化处理对其净利润的影响, 并对会计政策因素进行了修正。

⑤ 交易案例的控制权状态修正

本次预估所选案例均发生控制权变化，故对交易案例的控制权状态不进行修正。

(4) 确定预估对象价值比率

本次选取的价值比率是 8 个可比交易案例的市盈率（PE），并分别通过公司特性综合及其他因素对可比交易案例的 PE 进行了修正。考虑到所选案例中“升华拜克”收购“炎龙科技”100% 股权及“凯撒股份”收购“天上友嘉”100% 股权，交易进程为第一次反馈，预估人员考虑降低其权重。

计算各交易案例修正后的价值比率加权平均值作为预估对象的价值比率。

序号	收购对象	公司特性综合修正	其他因素	最终修正系数(取小数点 2 位)	市盈率 (P/E)	修正后 P/E	权重	PE*权重
1	炎龙科技	0.960	1.020	0.98	17.13	16.79	0.1000	1.68
2	天马时空	0.978	0.970	0.95	15.59	14.81	0.1333	1.97
3	天上友嘉	1.017	0.979	1.00	14.21	14.21	0.1000	1.42
4	妙趣横生	1.039	0.998	1.04	14.94	15.54	0.1333	2.07
5	雷尚科技	1.034	1.008	1.04	13.97	14.53	0.1333	1.94
6	道熙科技	1.124	1.028	1.16	11.75	13.63	0.1333	1.82
7	第一波	1.058	1.037	1.10	12.23	13.45	0.1333	1.79
8	七酷网络	1.044	1.064	1.11	9.04	10.03	0.1333	1.34
最终 P/E		14.03						

(5) 非经营性资产、负债及溢余资产

详见收益法，为 5,314 万元。

(6) 预估结论计算

目标公司市场价值=目标公司动态市盈率×首年净利润+溢余资产+非经营性资产

$$= 14.03 \times 11,355 + 5,314$$

$$= 164,600 \text{ 万元（取整到百万位）}$$

4、市场法预估结果

综上，采用市场法预估的“灵娱网络”股东全部权益价值为 164,600 万元。

（二）收益法预估过程

1、收益法模型

收益法模型的情况详见“妙聚网络的预估情况”之“（二）收益法预估过程”。

2、假设前提

（1）基本假设

①宏观环境相对稳定假设：国家现有的宏观经济、政治、政策及被评估单位所处行业的产业政策无重大变化，社会经济持续、健康、稳定发展；国家货币金融政策保持现行状态，不会对社会经济造成重大波动；国家税收保持现行规定，税种及税率无较大变化；国家现行的利率、汇率等无重大变化；

②经营环境相对稳定假设：企业主要经营场所及业务所涉及地区的社会、政治、法律、经济等经营环境无重大改变；企业能在既定的经营范围内开展经营活动，不存在任何政策、法律或人为障碍。

（2）具体假设

①本评估预测是基于被评估单位提供的持续经营状况下的发展规划和盈利预测并经过评估人员剔除明显不合理部分后的基础上的；

②假设被评估单位完全遵守所有有关的法律和法规，其所有资产的取得、使用等均符合国家法律、法规和规范性文件；

③假设被评估单位的经营者是负责的，且公司管理层有能力担当职务；

④假设预测期所基于的会计政策与基准日会计政策在所有重大方面一致；

⑤假设被评估单位的主要经营业务内容保持相对稳定，其主营业务不会遭遇重大挫折，总体格局维持现状；

⑥假设被评估单位每一年度的营业收入、成本费用、改造等的支出，在年度内均匀发生；

⑦假设无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素，造成对企业重大不利影响。

（3）特殊假设

根据上海市嘉定区国家税务局第六税务所 2015 年 3 月 4 日颁发的沪地税嘉六【2014】000017 号企业所得税优惠审批结果通知书，该通知书依据《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）规定，灵娱网络自 2013 年 1 月 1 日至 2014 年 12 月 31 日免征企业所得税，2015 年 1 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日减半征收企业所得税。

本次评估假设灵娱网络未来年度企业所得税优惠政策到期后不再享有，即自 2018 年起开始按 25% 征收所得税。

3、主要评估参数说明

本次对于“灵娱网络”的收益采用模拟合并的口径进行预测，对母体及下属子公司“灵耀网络”的收入、成本、税金、费用、营运资金和资本性支出等按合并抵消后的金额进行预测。

（1）主营业务收入

“灵娱网络”主营业务收入由基准日已在运营及未来拟上线运营的游戏的分成收入组成。

对于有一定在线运营历史的网页游戏，在对历史数据进行分析的基础上，结合期后实际运营情况，在游戏生命周期内对未来各月活跃用户、付费用户、ARPPU 值进行预测，从而得到未来各月游戏月流水，然后根据协议约定的分成比例计算得到“灵娱网络”对各款游戏的分成收入，扣税后得出“灵娱网络”的营业收入。

对于在研及拟研发游戏产品，根据“灵娱网络”的研发及运营计划，结合公司研发实力、市场需求及历史运营游戏的流水及分成情况，对 2016 年至 2020 年拟新上线游戏数量、类型进行了预测，结合各款游戏的生命周期分析，确定其于生命周期内各期流水，参考历史分成比例计算得到“灵娱网络”各款游戏的分成收入，扣税后确定营业收入。

根据上述分析及预测过程，“灵娱网络”未来各年的主营业务收入确定如下：

单位：万元

项目	2015年 10-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	永续期
收入合计	2,780.00	16,260.00	23,280.00	31,710.00	37,350.00	43,220.00	43,220.00

(2) 主营业务成本

“灵娱网络”主营业务成本为运维人员工资，其与主营业务收入成一定比例关系，本次预估根据主营业务收入的一定比例对其进行了预测，未来各年的主营业务成本预测如下：

单位：万元

项目	2015年 10-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	永续期
主营业务成本	30.00	162.60	232.80	317.10	373.50	432.20	432.20

(3) 营业税金及附加的预测

营业税金及附加主要为增值税、营业税、城建税、教育费附加和地方教育附加等。其中增值税税率为收入的 17%或 6%，营业税为收入的 5%，城建税税率为应缴流转额的 7%，教育费附加税率为其 3%，地方教育附加税率为其 2%。本次预估对未来各年营业税金及附加参照了近年占收入比率进行了确定。

(4) 期间费用的预测

公司历史不存在销售费用，预测期亦不予考虑。

管理费用主要由职工薪酬、差旅费、业务招待费、折旧摊销费（含资本化研发项目）、费用化研发支出等构成。根据管理费用的性质，采用了不同的方法进行了预测。对于职工薪酬，按公司的管理人员规模和薪酬政策结合未来业务开展情况进行预测；折旧摊销费以管理用固定资产及无形资产（含资本化研发项目）规模按财务折旧摊销方法进行测算；费用化研发支出主要为项目研发成功后所发生的改进、维护及零星研发等费用，根据项目研发情况并结合企业质控制度等进行预测；对于其他费用项目则主要采用了趋势预测分析法预测，预计未来年度将会随着公司业务增长有小幅的增长。随着企业业务和营业收入的稳定，管理费用将会趋于稳定。

财务费用主要考虑利息收入及银行手续费等。由于超出日常经营所需的货币资金已在溢余资产中考虑，其余日常经营所需的货币资金利息收入相对较小，手续费亦金额较小，且存在一定不确定性，故预测期不予考虑。

（5）营业外收入、支出的预测

营业外收支主要为政府补助、软件退税等，由于政府补助不确定性较大，不予预测；对于软件退税收入，由于目前公司产品增值税按 6% 计征，故不予考虑。

（6）所得税费用的预测

对于所得税费用的预测考虑纳税调整事项。计算公式为：

所得税=应纳税所得额×当年所得税税率

其中纳税调整事项主要考虑研发费用的加计扣除等事项。

息税前利润总额=主营业务收入－主营业务成本－营业税金及附加＋其他业务利润－销售费用－管理费用－财务费用（不含有息负债利息）－资产减值损失＋补贴收入、公允价值变动损益＋营业外收入－营业外支出

“灵娱网络”自 2015 年 1 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日减半征收企业所得税，本次预估假设“灵娱网络”未来年度企业所得税优惠政策到期后不再享受，即自 2018 年起开始按 25% 征收所得税；而“灵耀网络”目前企业所得税率为 25%，本次预估对于 2015 年至 2017 年合并的所得税率按两家公司预计息税前利润总额加权确定为 14%，对于 2018 年及以后的所得税率按 25% 确定。

（7）折旧及摊销的预测

折旧及摊销由两部分组成，即基准日现有的资产以及基准日后新增的资产，对基准日后新增的资产，按预计使用的时间或合同约定期限计提折旧和摊销。对于原有、更新及新增的资产，预估中按照企业现有会计政策并结合预估经济耐用年限对其折旧和摊销进行预测。

（8）营运资本增减额的预测

营运资本主要为经营性流动资产减去不含有息负债的经营性流动负债。随着

公司生产规模的变化，公司的营运资金也会相应的发生变化，具体表现在货币资金、应收账款、预付款项、存货的周转和应付、预收款项、应付职工薪酬、应交税费以及其他应收、应付款中的经营收、付款项等的变动上。

对于未来各年最低现金保有量，按照当年平均 2 个月的付现成本计算。

预估人员分析了 2013 年至基准日及期后营运资金的变动情况，结合管理层营运资金策略，根据与营业收入的比例关系，在分析各项比例及公司未来的发展策略的基础上预测。

（9）资本性支出的预测

资本性支出主要为新增资产投资（增量资产）以及现有的资产（存量资产）的更新。

其中新增资产投资主要为资本化研发项目（游戏）的投入，结合企业研发团队规模、技术水平、磨合程度及人员工资水平并结合历史单位游戏成本支出等进行测算。

对于存量资产和增量资产的更新，预估人员按照资产在预估基准日（或投入使用时）的重置价格水平和经济使用年限确定未来年度所需的资产更新支出总额，在明确的收益预测期内以具体测算数进行确定，在永续期则将后续支出总额折现至永续期初后进行年金化确定各年的更新支出。

（10）企业自由现金流的预测

企业自由现金流=息前税后利润+折旧及摊销-资本性支出-营运资金增加额

因本次预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企业现金流进行预测。预估假设预测期后各年企业现金流将保持稳定。

预测期企业现金流见下表：

单位：万元

项目	2015年 10-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	永续期
----	-----------------	-------	-------	-------	-------	-------	-----

息前税后利润	2,204.03	11,355.49	15,169.67	18,499.89	22,335.42	26,053.04	26,053.04
加：折旧与摊销	144.00	1,084.00	3,279.00	4,706.00	4,948.00	5,676.00	5,676.00
减：资本性支出	48.00	1,613.00	4,035.00	4,804.00	5,872.92	5,707.00	5,707.00
减：营运资金增加	460.00	140.00	880.00	1,050.00	710.00	730.00	-
企业自由现金流量	1,840.03	10,686.49	13,533.67	17,351.89	20,700.50	25,292.04	26,022.04

4、折现率的确定

(1) 折现率计算模型

在企业价值评估中，预估值对应的是企业所有者的权益价值和债权人的权益价值，对应的折现率是企业资本的加权平均资本成本(WACC)。

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

式中：WACC——加权平均资本成本；

K_e ——权益资本成本；

K_d ——债务资本成本；

T——所得税率；

D/E——资本结构。

债务资本成本 K_d 采用一年期贷款基准利率，权数参照同行业上市公司平均资本结构并根据企业实际状况后综合确定。

权益资本成本按国际通常使用的 CAPM 模型求取，计算公式如下：

$$K_e = R_f + \beta \times ERP + R_s = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + R_s$$

其中： K_e ——权益资本成本

R_f ——无风险报酬率

R_m ——市场收益率

β ——系统风险系数

ERP——市场风险溢价

R_s ——特定风险调整系数

(2) 模型中有关参数的计算过程

A. 无风险报酬率的确定

国债收益率通常被认为是无风险的，本次预估用预估基准日长期国债的到期收益率作为无风险利率 R_f 。无风险收益 R_f 为 4.15%。

B. 系统风险系数 Beta (β)

通过“同花顺 iFinD”终端查询游戏研发相关行业上市公司近 24 个月含财务杠杆的 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， β_l 为含财务杠杆的 Beta 系数， β_u 为剔除财务杠杆因素的 Beta 系数， $D \div E$ 为类比公司资本结构) 对各项 Beta 调整为剔除财务杠杆因素后的 Beta 系数，然后通过公式 $\beta_l = \beta_u \times [1 + (1-T) \times D \div E]$ ，计算预估对象带自身财务杠杆系数的 Beta 系数。

公司企业所得税率为 12.5% 或 25%，自身资本结构 D/E 为零，由此计算得到 Beta 系数为 0.7522。

C. 计算市场收益率及市场风险溢价 ERP

a. 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，预估人员选用沪深 300 指数为 A 股市场投资收益的指标。

b. 指数年期的选择：本次对具体指数的时间区间选择为 2002 年到 2014 年。

c. 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，因此预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 2002、2003 年，预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 2002 年、2003 年的成分股与 2004 年年末一样。

为简化本次测算过程，预估人员借助 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，因此预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。

d.年收益率的计算采用算术平均值和几何平均值两种方法：

e.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} ，本次预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} 。

f.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 7.83%。

D. R_s —企业特定风险调整系数的确定

企业特定风险调整系数在分析企业的经营风险、市场风险、管理风险以及财务风险等方面风险及对策的基础上综合确定。

经综合分析，取企业特定风险调整系数为 4%。

(3) 加权平均成本的计算

A. 权益资本成本 K_e 的计算

$$\begin{aligned} K_e &= R_f + \beta \times MRP + R_s + R_c \\ &= 4.15\% + 0.7522 \times 7.83\% + 4\% \\ &= 14.04\% \end{aligned}$$

B. 加权资本成本计算

由于企业无有息负债，故 $WACC=K_e=14.04\%$ 。

5、预估值测算过程与结果

根据预测情况，企业自由现金流量预估值计算如下：

$$\text{企业自由现金流预估值} = \sum_{t=1}^n \frac{CFF_t}{(1+r_t)^{ti}} + P_n \times (1+r_n)^{-tn}$$

式中：n——明确的收益预测年限

CFF_t ——第t年的企业现金流

r——加权平均资本成本

t——明确的收益预测年限中的第t年

t_i 、 t_n ——第t年的折现期

P_n ——第n年以后的连续价值

(1) 预测期内折现系数的计算

折现系数=1/(1+r)^t

永续期折现系数的计算

折现系数=1/r

(2) 连续价值现值的计算(折现期为 4.75 年)

$$P_n = R_6 / r / (1+r)^{4.75}$$

式中：R₆——末年的现金流

则企业自由现金流量预估值如下：

单位：万元

项目/年度	2015年10-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	永续期
企业自由现金流量	1,840.03	10,686.49	13,533.67	17,351.89	20,700.50	25,292.04	26,022.04
折现率	14.04%	14.04%	14.04%	14.04%	14.04%	14.04%	14.04%
折现期	0.13	0.75	1.75	2.75	3.75	4.75	
折现系数	0.9831	0.9062	0.7946	0.6968	0.6110	0.5358	3.8162

折现额	1,808.93	9,684.10	10,753.85	12,090.80	12,648.01	13,551.48	99,305.31
企业自由现金流预估值	159,842.48						

6、非经营性资产、溢余资产价值的确定

(1) 非经营性资产（扣减负债）

“灵娱网络”的非经营性资产主要为企业超过日常办公所需的场地装修费用（扣除企业自用部分），以核实后的账面金额确认为资产的预估价值。非经营性资产（负债）净额为 4,138,900 元。

(2) 溢余资产

预估人员对企业货币资金总额进行了分析，参照公司近年最低现金保有政策，认为公司账列其他货币资金中的 49,000,000 元（主要为短期理财产品）非公司生产经营之必需，可作为溢余资产。

7、收益法的预估结果

(1) 企业整体价值=企业自由现金流预估值+非经营性资产（扣减负债）预估值+溢余资产预估值

$$=1,598,424,800 \text{ 元} + 4,138,900 \text{ 元} + 49,000,000 \text{ 元}$$

$$=1,652,000,000 \text{ 元（取整到百万位）}$$

(2) 企业股东全部权益价值的计算

企业股东全部权益价值=企业整体价值-付息债务预估值-少数股东权益价值

$$=1,652,000,000 \text{ 元} - 0 \text{ 元} - 0 \text{ 元}$$

$$=1,652,000,000 \text{ 元}$$

综上，采用收益法预估的“灵娱网络”的股东全部权益价值为 1,652,000,000 元。

三、可比案例选取的合理性

关于本次预估中，标的公司可比案例选取的合理性，请详见本题回复之“一、妙聚网络的预估情况”之“（一）市场法预估过程”之“3、市场法预估测算过程”及“二、灵娱网络的预估情况”之“（一）市场法预估过程”之“3、市场法预估测算过程”。

四、独立财务顾问核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：公司已按照要求在重组预案中完整披露采用市场法和收益法对交易标的价值进行预估的相关情况，本次预估可比案例选取合理。

2、据重组预案披露显示，本次重组交易标的妙聚网络、灵娱网络的预估值增值率分别为 1182.51% 和 1973.97%，且妙聚网络 2014 年底的所有者权益为 1,345.19 万元，而 2015 年 9 月底为 17,683.05 万元。请你公司：（1）披露妙聚网络所有者权益发生较大变动的的原因，以及不考虑 2015 年股东现金增资所导致的所有者权益增加额的情况下妙聚网络的评估增值率，并作相应的风险提示；（2）结合同行业可比公司的估值，妙聚网络、灵娱网络的核心竞争力、行业地位等，补充披露交易标的估值的合理性；独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

一、妙聚网络所有者权益变动较大的原因

根据妙聚网络未经审计的财务报表，妙聚网络 2014 年底的所有者权益为 1,345.19 万元，而 2015 年 9 月底为 17,683.05 万元，变动原因主要为：（1）妙聚网络分别于 2015 年 3 月、4 月进行了两次增资，公司注册资本由 1,000 万增加至 2,000 万元，资本公积增加 10,800 万元；（2）妙聚网络 2015 年 1-9 月未分配利润增加约 4,337.86 万元。

截至预估基准日，妙聚网络未经审计的母公司报表净资产 13,886.80 万元，评估值为 178,100.00 万元，预估增值 164,213.20 万元，增值率为 1182.51%；如不考虑 2015 年股东现金增资所导致的所有者权益增加额（即 12,800 万元），本次交易妙聚网络预估增值率为 15009.79%。

二、标的公司估值的合理性分析

(一) 妙聚网络估值的合理性分析

本次交易对妙聚网络 100% 股权采用市场法进行预估，市场法确定的预估值约为 178,100.00 万元，预估增值率为 1182.51%。本次采用市场法进行预估的估值具有较好的合理性，主要在于合理地选择了可比对象以及在选择可比交易价值比率时综合考虑了评估标的的核心竞争力和行业地位等因素。

1、同行业可比公司的估值情况

本次交易，妙聚网络是采用市场法估值，通过与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定妙聚网络股权的价值。本次评估确定的可比案例选择依据四条原则：同处一个行业，受相同经济因素影响；企业业务结构和经营模式类似；企业规模和成长性可比，盈利能力相当；交易行为性质类似。本次对妙聚网络的评估，围绕以网络游戏运营或运营加广告的经营业态，参考其领域是否主要为网页游戏或同时包括网页游戏与移动网络游戏为核心的价值评价体系，同时考虑交易性质等因素，通过公开信息搜集了 2013 年至 2015 年 9 月报会或过会的 8 个案例作为可比案例。

通过公开信息查询，收集到 8 个股权交易案例，基本情况如下：

序号	股票代码	收购方	收购对象	进展情况	基准日
1	002445	中南重工	值尚互动	报会	2015 年 7 月 31 日
2	002517	泰亚股份	恺英网络	完成	2015 年 2 月 28 日
3	300299	富春通信	上海骏梦	完成	2014 年 7 月 31 日
4	600715	松辽汽车	上海都玩	完成	2014 年 6 月 30 日
5	600373	中文传媒	智明星通	完成	2014 年 3 月 31 日
6	600652	爱使股份	游久时代	完成	2013 年 12 月 31 日
7	300043	星辉车模	天拓资讯	完成	2013 年 9 月 30 日
8	002555	顺荣股份	三七玩	完成	2013 年 7 月 31 日

在可比交易价值比率上，考虑到此次评估的目的为股权收购，且属于创始初期的轻资产企业，由于企业固定资产较少，其价值体现在未来收益，因此基于账面价值的资产价值比率的参考意义不大，故剔除与企业资产直接相关资产价值指标，选择与企业收益相关的盈利价值比率作为本次市场法评估的价值比率。本次

交易选择市盈率作为具体的价值比率。

在考虑了经营性股权价值确定、可比交易标的溢余性或非经营性资产调整、可比交易标的净利润的确定之后，上述8个股权交易案例的估值情况以及价值比率的情况详见下表：

单位：万元

序号	收购对象	100%股权交易价格	溢余性或非经营性资产调整	承诺首年净利润	市盈率 (P/E)
1	值尚互动	87,000.00	-53.18	6,000	14.51
2	恺英网络	630,000.00	46,459.55	46,193	12.63
3	上海骏梦	90,000.00	1,905.82	6,400	13.76
4	上海都玩	142,800.00	0.00	10,200	14.00
5	智明星通	266,000.00	0.00	15,100	17.62
6	游久时代	118,000.00	18,767.49	10,000	9.92
7	天拓资讯	81,200.00	630.50	6,000	13.43
8	三七玩	320,000.00	1,878.84	30,000	10.60
加权平均					14.22
妙聚网络		178,100.00		1.19 亿	14.13

2、妙聚网络的核心竞争力、行业地位

(1) 优秀的运营能力

妙聚网络旗下有乐都网（www.ledu.com）、兄弟玩（www.XDW.com）两个国内知名的游戏运营平台，其运营和发行的游戏类型涵盖了战争策略类、角色扮演类、休闲竞技类等多种类型，包括《热血三国》、《热血三国2》、《莽荒纪》、《楚留香新传》、《神曲》和《传奇霸业》等业界较为知名的游戏，具有较为深厚的玩家基础。截至2015年9月底，乐都网、兄弟玩两个平台累计注册用户突破7,000万人次，报告期内妙聚网络自有平台代理运营的游戏超过150款，周开新服超过300组，日活跃用户近10万。

妙聚网络的游戏运营团队在产品鉴别、数据体系、运营计划、运营流程等方面具备较为丰富的行业经验，能够根据市场需求的变化调整和优化游戏运营，提高平台的吸引力和竞争力。

(2) 高效地导流能力

妙聚网络的子公司芜湖乐思是国内知名的互联网广告营销服务商，拥有较广的渠道网络，与官方媒体联通沃门户、互联星空、中国天气网、中国网等均建立了独家合作关系，同时与百度、腾讯等主流媒体也建立了较为稳固的合作关系。游戏运营平台的做大做强需要持续地导入大量的流量，积累大量的新用户。妙聚网络通过互联网广告营销服务为自有的游戏运营平台提供买量服务，以更低的价格购买到更优质的流量和用户，进而提高市场竞争力和行业地位。

（3）强大的品牌推广能力

妙聚网络旗下的大型网络游戏媒体07073游戏网（www.07073.com），是国内网络游戏产品推广宣传最重要的渠道和平台之一，同时也是游戏厂商和游戏玩家沟通的重要桥梁。07073游戏网能够给妙聚网络自身的游戏产品提供强大的品牌推广能力，提高推广效果。同时由于07073游戏网在国内网络游戏门户的行业地位，与国内较大部分游戏厂商有着良好的业务往来和合作关系，不仅能够为妙聚网络提供最新的游戏产品信息从而第一时间发现优质游戏产品，同时也能够促进妙聚网络与国内其他游戏厂商的深度合作。

（4）行业领先的发行能力

除自有运营平台外，妙聚网络也与国内各大小平台建立了良好的业务关系和往来，如国内的360游戏、37玩、百度游戏、51游戏、YY游戏、PPTV游戏、搜狗游戏、顺网游戏、腾讯开放平台等。强大的发行能力能够在最短的时间内集中提升一款游戏产品的市场热度，最大限度的吸引游戏玩家，达到最佳的游戏生态和氛围，以更短的时间使游戏收入达到更高的峰值，在降低游戏运营风险的同时延长了游戏的运营寿命。

（5）较强的IP整合能力

随着业务的发展和行业的变化，妙聚网络具备较强的IP整合能力，通过小说、影视、动漫等深度合作和互动获得较好的效果。如妙聚网络运营的根据热门网络小说《莽荒纪》与古龙著名小说《楚留香》改编的同名游戏产品，在2015年都取得了较好的效果。

（二）灵娱网络估值的合理性分析

本次交易对灵娱网络 100% 股权采用市场法进行预估，市场法确定的预估值约为 164,600 万元，预估增值率 1,973.97%。本次采用市场法进行预估的估值具有较好的合理性，主要在于合理地选择了可比对象以及在选择可比交易价值比率时综合考虑了评估标的的核心竞争力和行业地位等因素。

1、同行业可比公司的估值情况

本次交易，灵娱网络是采用市场法估值，通过与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定灵娱网络股权的价值。本次评估确定的可比案例选择依据四条原则：同处一个行业，受相同经济因素影响；企业业务结构和经营模式类似；企业规模和成长性可比，盈利能力相当；交易行为性质类似。选取的交易案例涉及的标的公司均属游戏行业，交易标的与评估对象一样均处于业务发展期，主营业务均为网页网络游戏和移动网络游戏。

通过公开信息查询，本次预估收集到 8 个股权交易案例，其基本情况如下：

序号	股票代码	收购方	收购对象	进展情况	基准日
1	600226	升华拜克	炎龙科技	第一次反馈	2015 年 6 月 30 日
2	300315	掌趣科技	天马时空	通过	2015 年 5 月 31 日
3	002425	凯撒股份	天上友嘉	第一次反馈	2015 年 4 月 30 日
4	002354	科冕木业	妙趣横生	通过	2014 年 10 月 31 日
5	002354	科冕木业	雷尚科技	通过	2014 年 10 月 31 日
6	300051	三五互联	道熙科技	完成	2014 年 10 月 31 日
7	002502	骅威股份	第一波	完成	2014 年 5 月 31 日
8	002602	世纪华通	七酷网络	完成	2013 年 12 月 31 日

在可比交易价值比率上，考虑到此次评估的目的为股权收购，且属于创始初期的轻资产企业，由于企业固定资产较少，其价值体现在未来收益，因此基于账面价值的资产价值比率的参考意义不大，故剔除与企业资产直接相关资产价值指标，选择与企业收益相关的盈利价值比率作为本次市场法评估的价值比率，本次交易选择市盈率作为具体的价值比率。

在考虑了经营性股权价值确定、可比交易标的溢余性或非经营性资产调整、可比交易标的净利润的确定之后，上述 8 个股权交易案例的估值情况以及价值比率的情况详见下表：

单位：万元

序号	收购对象	100%股权交易价格	溢余性或非经营性资产调整	承诺首年净利润	市盈率 (P/E)
1	炎龙科技	160,000.00	5,853.89	9,000	17.13
2	天马时空	334,700.00	5,766.46	21,100	15.59
3	天上友嘉	121,500.00	0.00	8,550	14.21
4	妙趣横生	62,000.00	0.00	4,150	14.94
5	雷尚科技	88,000.00	0.00	6,300	13.97
6	道熙科技	71,500.00	1,025.32	6,000	11.75
7	第一波	100,800.00	2,973.27	8,000	12.23
8	七酷网络	85,000.00	3,622.10	9,000	9.04
加权平均					14.03
灵娱网络		164,600		1.14 亿	14.03

2、灵娱网络的核心竞争力、行业地位等因素

(1) 灵娱网络的行业地位

本次交易标的灵娱网络是国内领先的网络游戏开发企业，主要从事网页游戏及手机游戏的开发，拥有同时开发多款高质量网络游戏产品的开发能力。目前灵娱网络自主研发的游戏包括《大闹天宫》、《仙战》、《暴风王座》、《诸神黄昏》等，其中，《大闹天宫》自上线以来也呈现出优异的运营表现，根据 9K9K.com 的数据统计，《大闹天宫》的流水在 2013Q4、2014Q1 连续获得 37wan 开服第一名、2014Q2 获得顺网游戏开服第二名、2014Q3 获得百度游戏开服第三名的游戏运营战绩，灵娱网络也因此获得了业内的广泛关注与充分认可。整体上来看，灵娱网络目前的研发能力和游戏策划能力在整个游戏行业中处于领先水平。

(2) 灵娱网络的核心竞争力

① 强大的研发能力

灵娱网络是专业的网络游戏开发商，拥有丰富的行业资源及研发经验，能为运营方提供全方位完善的游戏生态体系继而进行游戏盈利。公司拥有多年经验的程序开发团队，能充分的根据客户需求进行个性化开发，满足客户的各种需求。经过多年的磨合，灵娱网络形成了专业的游戏研发团队，具备优秀的游戏 IP 二次开发能力，形成了创新性的研发氛围。灵娱网络拥有自主开发的灵娱

Rutherfordium 2D 游戏引擎软件、灵娱 CLAY3D 游戏引擎软件等，提升了灵娱网络的游戏开发效率。

② 市场的充分认可及丰富的渠道资源

灵娱网络是国内领先的网页游戏研发商，凭借着多款产品在市面上的认可，已获得游戏运营商的认可。另外，灵娱网络经过多年的市场开拓及品牌积累，与国内外多家大型游戏平台的运营商形成了良好的合作关系，国内的运营平台如百度游戏、三七互娱、腾讯游戏、中青宝等，国外的运营平台如 ENP Games Co., LTD（韩国）、G-MEI NETWORK TECHNOLOGY CO., LIMITED（台湾及东南亚）、R2GAMECO., LIMITED（北美及欧洲）等。通过和大型运营平台的合作，灵娱网络可以增加游戏的日均点击量，提高游戏受众可视面，带动游戏消费群体的导流，从而扩大游戏的消费人数。

③ 有效的企业管理与创新的企业文化

灵娱网络自成立以来，不断加强内部管理，在管理团队的专业结构搭配上持续强化合理性和专业性。通过多年的磨练，公司形成了一支具备多年互联网从业经验的游戏研发团队。公司管理层对行业发展具有深刻的认识，具备战略性的眼光，能够引导公司在市场竞争中正确定位、合理经营，有效推动公司稳步地增长。此外，灵娱网络在内部为员工搭建了鼓励文化创新、技术创新等良性、积极、开放互动的平台，形成了富于创新的研发氛围，为公司的持续发展提供了强有力的人才保障。

④ 品牌游戏不断增长的国际影响力

一直以来，灵娱网络积极拓展国际市场，旗下精品游戏《大闹天宫》、《暴风王座》及《诸神黄昏》等目前已完成多个海外版本的研发，随着灵娱网络海外组的技术累计和团队磨合度的提高，灵娱网络有能力根据公司每年上线游戏的情况，同期完成海外版本的研发。灵娱网络目前海外市场的收入占比正逐年上升，公司未来将继续积极拓展海外市场，进一步提高公司产品在海外的影响力。

综上所述，本次交易估值充分结合了同行业可比公司的估值、交易标的的核心竞争力及行业地位等，交易标的估值具有合理性。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：本次交易标的公司估值具有合理性。

3、据重组预案披露显示，2015年4月，芜湖义善容将其所持妙聚网络300万元出资额转让给京江美智，转让价格为55元/股，而本次重组估值为86.2元/股，两次估值差别较大。请你公司结合2015年1-4月、1-9月妙聚网络已经实现的经营业绩、4月份、9月份时业务整合已经显现的规模效应和协同效应、4月份、9月份时交易双方对妙聚网络未来盈利的预测等因素，披露该两次估值作价差别较大的原因及合理性；独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

一、妙聚网络两次股权转让估值作价差异较大的原因

（一）转让及增资价格

2015年1月，经妙聚网络股东会审议，妙聚网络原股东芜湖义善容将其持有的妙聚网络300.00万元出资额转让至京江美智，转让价格为每份出资额55元；同时，妙聚网络注册资本由1,800.00万元增至2,000.00万元，新增注册资本全部由京江美智认缴，增资价格为每份出资额55元。

本次股权转让及增资价格，是在参考妙聚网络未来盈利能力的基础上，经过交易各方商业谈判而确定。

（二）与本次交易预估值的比较说明

1、两次股权转让妙聚网络所处发展阶段不同

2014年底，芜湖义善容与京江美智开始磋商关于妙聚网络的股权转让及增资事宜，京江美智拟在妙聚网络完成业务整合后对妙聚网络进行投资。2015年1月，妙聚网络进行了业务整合，新增了部分游戏运营与发行、互联网广告及游戏媒体业务，并开始由妙聚网络承接相关业务合同。至2015年4月京江美智投资妙聚网络前，业务整合后的妙聚网络运行时间较短，业务整合的规模效应、协同效应还未完全显现。2015年1-3月，妙聚网络实现收入7,561.45万元，实现净利

润 1,111.81 万元。

本次交易前，妙聚网络在业务整合后运行已有一定时间，妙聚网络的收入规模和盈利能力大幅提升。2015 年 1-9 月，妙聚网络实现收入 36,006.67 万元，实现净利润 4,291.15 万元，妙聚网络业务整合的规模效应、协同效应已开始显现。

2、两次股权转让妙聚网络的盈利预期不同

京江美智在 2015 年 4 月对妙聚网络进行投资时，芜湖义善容未对妙聚网络未来的经营业绩进行承诺。本次交易中，基于妙聚网络 2015 年 1-9 月良好的经营业绩，妙聚网络的盈利预期大幅提高；且芜湖义善容承诺妙聚网络 2016 年、2017 年、2018 年预计实现净利润分别不低于 1.19 亿元、1.58 亿元、1.94 亿元。在较高的盈利预期及业绩承诺下，妙聚网络的评估值相应提升。

二、独立财务顾问核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：与本次交易相比，2015 年 4 月芜湖义善容其所持妙聚网络 300 万元出资额转让给京江美智，由于两次股权转让妙聚网络所处发展阶段不同、妙聚网络的盈利预期不同，使得妙聚网络的整体估值与本次交易妙聚网络的预估值存在一定差异，股权转让价格具有商业合理性。

4、据重组预案披露显示，2015 年 7 月，墨麟科技、陈默及谌维将灵娱网络股权转让给王锐或其指定的关联方，该次股权转让的作价为 600 元/股，而本次重组灵娱网络的作价为 1614 元/股，两次估值差别较大。请你公司结合 7 月份到本次重组的评估基准日之间公司资产、业务发生的变化等因素，披露该两次估值作价差别较大的原因及合理性；独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

一、2015 年 7 月与本次交易两次估值作价差别较大的原因

2015 年 7 月，墨麟科技、陈默及谌维将灵娱网络股权转让给王锐或其指定的关联方，该次股权转让价格与本次重组预估值差异较大，主要原因为：

（一）墨麟科技战略调整

2015 年开始，墨麟科技进行了战略调整，在继续保持业务模式的基础上，着手进行股权结构调整并进行探索和尝试游戏开发理念、组织结构调整、自建运营平台的等方面的创新。墨麟科技在股权架构调整中，拟陆续出售旗下控股子公司的全部或部分股权。本次转让交易及双方中，转让方系出于战略调整，受让方系灵娱网络原股东，属于股东之间的内部调整。

（二）此次股权转让的投资风险不同

2015 年，墨麟科技、陈默与王锐开始进行灵娱网络股权转让的洽谈，经多次商业谈判，2015 年 7 月，墨麟科技、陈默、谌维与王锐签署股权转让协议，墨麟科技、陈默、谌维将持有的灵娱网络股权出售给王锐或其指定的关联方，交易各方根据灵娱网络的情况，初步确定灵娱网络的整体估值，同时考虑此次股权转让将采取现金形式，且未来不承担业绩承诺责任，最终确定此次股权转让的价格为 600 元/股（整体估值 6 亿元）。墨麟科技、陈默、谌维通过此次股权转让，实现了股权投资退出，取得了较好的投资收益。本次交易中，西藏万雨在进行股权转让的同时向上市公司做出业绩承诺，其取得的上市公司股权亦有较长的锁定期，投资风险相对较高。

（三）公司发展预期有所不同

2015 年初至 6 月，《诸神黄昏》、游戏 B 均处于测试阶段，在研游戏未来的前景尚存在一定的不确定性。预估基准日前后，《诸神黄昏》在 2015 年 8 月正式上线运营，游戏流水大幅增加；游戏 B 测试阶段已经持续了较长时间，预计在 2016 年初正式上线运营；游戏 C 为根据商业电影改编的网页游戏，拟确定与同名影片在 2016 年初同步上线运营。因此，截至预估基准日灵娱网络在研游戏的发展前景相对明确，公司未来发展的预期与 2015 年 7 月相比也发生了一定积极的变化。

综上，综合考虑墨麟科技战略调整、交易双方的风险承担以及 2015 年 7 月至预估基准日灵娱网络业务发展情况，灵娱网络 2015 年 7 月股权转让价格是交易各方合理商业谈判的结果，与灵娱网络本次预估值存在较大差异具备合理性。

二、独立财务顾问核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：综合考虑墨麟科技战略调整、交易双方的风险承担以及业务发展情况，灵娱网络 2015 年 7 月股权转让价格是交易各方合理商业谈判的结果，与灵娱网络本次预估值存在较大差异具备商业合理性。

六、关于业绩承诺与业绩奖励

1、据重组预案披露显示，本次交易就交易标的作出的业绩承诺与过去两年及一期的实际业绩差异较大，请你公司：（1）结合交易标的的业务开展情况（例如对于游戏研发业务而言，储备的游戏或订单）等，披露业绩承诺金额设置的合理性及可实现性；（2）披露本次重组对交易标的进行评估和业绩预测时，是否依赖于配套资金募集成功的假设，如果最终配套资金未能募集成功，公司的财务费用会否增加，交易标的的评估结果和业绩预测结果是否受影响，请你公司进行敏感性分析；独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

一、标的公司业绩承诺金额设置的合理性及可实现性

（一）妙聚网络

本次交易中，芜湖义善容承诺妙聚网络 2016 年度、2017 年度及 2018 年度预测净利润数额（扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润，含软件企业税收优惠政策的退免税导致的利润增加部分，下同）分别不低于 1.19 亿元、1.58 亿元、1.94 亿元。关于妙聚网络业绩承诺金额设置的合理性及可实现性按不同类别的业务分析如下：

1、网络游戏运营与发行业务

妙聚网络互联网游戏运营与发行业务未来各年的主营业务收入预测如下（其中 2015 年 10-12 月财务数据参考了企业提供的实际数据）：

项目	2015 年 10-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	永续期
收入预测	4,088.00	26,341.00	37,106.00	45,338.00	55,166.00	61,766.00	61,766.00
增长率	-	70.25%	40.87%	22.19%	21.68%	11.96%	0.00%

本次对于网络游戏运营与发行板块未来业绩的预估是根据妙聚网络目前的经营状况、市场竞争情况及市场销售情况等因素综合分析的基础上进行的。从游戏行业发展来看，在相关产业政策的支持下、网络环境及移动信息化基础设施的改善、游戏研发技术创新与产品技术的提升及海外市场的拓展等多方面的有利因素促进下，游戏行业将在未来的几年内持续增长，良好的行业环境将为企业未来的盈利能力提供一定的支撑。

截至本反馈回复出具之日，妙聚网络储备了 2 款大型网页游戏（年运营收入在 10,000 万以上）、5 款中型网页游戏（年运营收入在 5,000 万至 10,000 万之间）及多款小型网页游戏（年运营收入在 5,000 万以内）；妙聚网络在原有页游基础上，新增了毛利率较高的移动游戏，并已经储备了 6 款移动游戏。在行业较快增长的大背景下，妙聚网络自身较强的游戏储备资源，进一步有利于本次预估盈利预测及业绩承诺的实现。

2、互联网广告营销业务

妙聚网络的互联网广告营销业务主要通过子公司乐思科技进行。妙聚网络互联网广告营销业务未来各年的主营业务收入预测如下（其中2015年10-12月财务数据参考了企业提供的实际数据）：

单位：万元

项目	2015年 10-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	永续期
收入预测	7,361.60	38,868.00	48,255.00	53,971.00	57,268.00	60,161.00	60,161.00
增长率	-	40.02%	24.15%	11.85%	6.11%	5.05%	0.00%

对于妙聚网络互联网广告营销业务未来年度营业收入的预测，主要依据如下：

（1）从互联网广告营销行业来看，目前，我国互联网应用市场发展迅速，各种应用层出不穷；互联网营销服务受到越来越多服务商和客户的重视。相较于电视、报纸、杂志、广播、户外等传统媒体广告，互联网广告营销由于其具有双向互动、效果可量化、投放数据可积累复用等优势越来越受到广告主的青睐。2014年我国广告市场规模达 5,606 亿元，市场规模较大；其中互联网广告市场规模达

到 1540 亿元，2014 年同比增速达到 40%，增长强劲，增速远高于整体广告市场 2% 的增速。传统广告报纸杂志广告市场逐渐萎缩，电视广告市场增长停滞，互联网广告营销市场增长迅速，逐渐替代传统广告市场。此外，随着目前我国手机用户人数不断增加和手机应用不断发展，移动终端日渐成为广大个人用户使用的重要网络媒体终端，未来移动互联网广告也将持续呈现高速发展态势，整体互联网广告市场前景广阔。

(2) 根据乐思科技的发展规划，由于程序化购买服务中的蜜柚 DSP、自研、互动营销资源类型因其利润率较高，未来此项业务将成为乐思科技越来越重视的业务类型；而代理和主流 DSP 竞价因其利润率较低竞争激烈，因此其利润占比会逐渐降低。

(3) 根据乐思科技的发展规划，随着乐思科技对 DSP 以及自研媒体的重视及市场的高速发展，程序化购买服务中的蜜柚资源类型将成为主流利润来源，自研及互动营销收入亦有较大的增长。

(4) 程序化购买服务中的主流 DSP 竞价资源中，2015 年腾讯系业务以腾讯广点通为主，至 2016 年腾讯 MP 公共平台、腾讯的微信朋友圈广告和腾讯智汇推效果营销平台将有可能成长起来。乐思科技 2015 年 SEM 系仅有百度等，2016 年拟增加 360、搜狗、神马等产品的代理服务；腾讯广点通客户 2016 年开始将计划逐渐转入百度 SEM，而百度 SEM 客户也有部分拟逐渐转入腾讯广点通。

(5) 根据乐思科技的发展规划，程序化购买服务中的包断资源中，与联通沃门户协议已覆盖 2016 年全年；与手机中国网于 2015 年 12 月正式签署合作协议；与中华万年历、航旅纵横合作均于谈判进程；与互动吧广告合作处于测试阶段，与 WIFI 运营启动页广告合作亦于进程之中。上述举措将有利保障乐思科技业务的稳步增长。

(6) 除原有的互动营销业务外，从 2015 年 9 月开始，乐思科技开展了电影营销的业务，此块业务亦为乐思科技的主要发展战略之一。

综上，乐思科技在保留现有业务的前提下，通过积极开展自研及互动营销等高毛利业务，相应提升收入及利润，实现可持续发展。

3、互联网游戏媒体业务

妙聚网络的互联网游戏媒体业务主要通过子公司芜湖乐善进行。妙聚网络的互联网游戏媒体业务未来各年的主营业务收入预测如下（其中 2015 年 10-12 月财务数据参考了企业提供的实际数据）：

单位：万元

项目	2015 年 10-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	永续期
收入预测	1,406.00	5,820.00	6,480.00	7,140.00	7,830.00	8,500.00	8,500.00
增长率	-	11.46%	11.34%	10.19%	9.66%	8.56%	0.00%

芜湖乐善旗下主要运营“07073 游戏网”品牌，是国内主要的网页游戏资讯媒体之一。07073 游戏网主要业务是以网页游戏媒体为核心展开的，主要定位于一站式服务网页游戏媒体，主要表现形式有网站广告位的外租，以及开服表信息展示。根据芜湖乐善运营情况及五年规划，07073 游戏网在开服业务上拟保持一定比例的增长，而广告业务也会呈现一定的反弹迹象。

（1）开服表业务方面，07073 游戏网较早地采用了开服表的推广形式，取得了较大的成功，随着开服表信息价值于市场中的凸显，预计仍将保持一定的增长。

（2）在硬广业务方面，随着开服表等新的推广形式出现，在一定程度上影响了广告投放量。但得益于大型网页游戏厂商追求游戏精品化，在明星代言和版权改编方面加大力度，广告投放方面的预算将有所增加，预计硬广业务收入将略有增长。

（3）另外，芜湖乐善计划逐步进入 h5 游戏行业，打造一个带有社交性互动性的，包含上中下游的“全生态”媒体模式。

综上所述，本次业绩承诺综合考虑了未来游戏行业、互联网广告营销及互联网游戏媒体行业的发展趋势、妙聚网络储备游戏情况、公司未来运营计划等因素。因此，妙聚网络的业绩承诺具有较强的合理性及可实现性。

（二）灵娱网络

本次交易中，王锐、西藏万雨、上海万未、汪鸿海、陈荣龙、万海闽、张磊承诺灵娱网络 2016 年度、2017 年度及 2018 年度预测净利润数额分别不低于 1.14 亿元、1.52 亿元、1.85 亿元。灵娱网络未来各年的主营业务收入预测如下（其中 2015 年 10-12 月财务数据参考了企业提供的实际数据）：

单位：万元

项目	2015 年 10-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	永续期
收入预测	2,330.00	16,260.00	23,280.00	31,710.00	37,350.00	43,220.00	43,220.00
增长率	-	66.83%	43.17%	36.21%	17.79%	15.72%	0.00%

对于灵娱网络未来年度营业收入的预测，主要依据如下：

1、在研游戏情况

灵娱网络在研发的游戏项目主要包括游戏 A（ARPG 手游）、游戏 B（网页游戏）、游戏 C（ARPG 页游）、游戏 D（ARPG 页游），在研游戏主要的进展情况如下表：

游戏名称	研发进度	游戏类型	来源	预计上线时间
游戏 A	量产	移动网络游戏	原创	2016 年下半年
游戏 B	公测	网页游戏	原创	2016 年上半年
游戏 C	公测	网页游戏	原创	2016 年上半年
游戏 D	量产	网页游戏	原创	2016 年下半年
诸神黄昏海外版	内测	网页游戏	原创	2016 年上半年

凭借着《大闹天宫》、《仙战》等游戏产品的成功经验，灵娱网络的研发团队基于对游戏市场需求的特征、相关题材的挖掘进行了多款网页游戏及手机游戏的研发工作，例如，游戏 B 已配合同名电影正式开启不删档测试，测试相关话题冲上微博热门话题排行榜，获得极大的关注度，预计将获得较好的预期收入，其他在研游戏亦形成了相应的上线运营计划。此外，灵娱网络还有一款储备游戏 E，已签署相关 IP 授权协议，游戏 E 的相关题材具有较强的市场关注度，预计将会带来较好的市场反响。

2、研发优势

灵娱网络是专业的网络游戏开发商，拥有丰富的行业资源及研发经验，能为运营方提供全方位完善的游戏生态体系继而进行游戏盈利。公司拥有多年经验的程序开发团队，能充分的根据客户需求进行个性化开发，满足客户的各种需求。经过多年的磨合，灵娱网络形成了专业的游戏研发团队，具备优秀的游戏 IP 二次开发能力，形成了创新性的研发氛围。灵娱网络拥有自主开发的灵娱 Rutherfordium 2D 游戏引擎软件、灵娱 CLAY3D 游戏引擎软件等，提升了灵娱网络的游戏开发效率。在未来的游戏研发上，灵娱网络将充分利用研发团队积累的经验以及技术优势，在充分调研市场需求以及相关题材的基础上推出有竞争力的游戏产品。

3、未来运营计划

灵娱网络目前拥有 5 个成熟的游戏研发团队，包括 4 个页游研发团队和 1 个手游研发团队，随着公司研发团队技术水平提升、经验累积及配合度的提高，现有研发团队的研发水平和游戏研发速度将会持续提升，按照目前网游平均 6-8 个月的研发时间，公司原有团队完全有能力每年在国内完成 8 款左右精品游戏的研发并上线运营，其中手游 2 款、页游 6 款。同时，公司亦将采用以老带新的方式，在适当增加研发团队人员规模的基础上，每年增加 1-2 个研发团队，进而为公司的年游戏产量提供可靠的保证。

鉴于移动网络游戏研发时间短、上线速度快，且移动网络游戏发展前景良好，引领游戏业未来的发展方向，公司未来会加大移动网络游戏的研发力度。

另外，灵娱网络目前专注于精品游戏的研发，这些游戏投资成本相对较高、研发时间较长，未来公司拟增加中端页游（研发投入时间相对较短、成本相对较低）的研发力度，一方面有助于公司提升盈利能力，另一方面对于快速提高研发人员的技术水平也有积极的作用。

综上所述，本次业绩承诺综合考虑了未来游戏行业的发展趋势、灵娱网络在研游戏的情况、公司研发实力、公司未来运营计划等因素。因此，灵娱网络的业绩承诺具有较强的合理性及可实现性。

二、配套资金未纳入标的公司预测现金流的说明

本次重组对标的公司进行评估和业绩预测时，预测现金流中未包含募集配套资金投入带来的收益。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：本次交易中业绩承诺金额设置具有合理性，本次重组对标的公司进行评估和业绩预测时，预测现金流中未包含募集配套资金投入带来的收益。

2、据重组预案披露显示，妙聚网络的利润补偿方为芜湖义善容，灵娱网络的利润补偿方为王锐、西藏万雨、上海万未、汪鸿海、陈荣龙、万海闽、张磊。上述股东分别持有交易标的 75%和 72%的股权。请你公司：（1）披露约定由交易标的的部分股东而非全部股东承担业绩补偿责任的原因及合理性；（2）披露各利润补偿方的补偿份额；（3）结合各年股东股份解锁情况，披露各年的补偿覆盖率；（4）列举现金补偿方式的计算公式；独立财务顾问核查并发表意见。

回复：

一、业绩补偿安排的原因及合理性

根据上市公司与芜湖义善容、王锐、西藏万雨、上海万未、汪鸿海、陈荣龙、万海闽、张磊签署的《业绩补偿协议》，芜湖义善容承诺妙聚网络 2016 年度、2017 年度及 2018 年度预测净利润数额（扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润，含软件企业税收优惠政策的退税导致的利润增加部分，下同）分别不低于 1.19 亿元、1.58 亿元、1.94 亿元；王锐、西藏万雨、上海万未、汪鸿海、陈荣龙、万海闽、张磊承诺灵娱网络 2016 年度、2017 年度及 2018 年度预测净利润数额分别不低于 1.14 亿元、1.52 亿元、1.85 亿元。

若标的公司于业绩承诺期内各年度实际实现净利润未达到业绩承诺人在相应年度承诺净利润数额，则芜湖义善容、王锐、西藏万雨、上海万未、汪鸿海、陈荣龙、万海闽、张磊应就未达到承诺净利润的部分向上市公司承担补偿责任。芜湖义善容、王锐、西藏万雨、上海万未、汪鸿海、陈荣龙、万海闽、张磊实际承担补偿责任的上限为其所持标的公司股权在本次重组中的最终交易作价。

本次交易中，标的公司的股东京江美智未参与业绩对赌，主要原因系由于京江美智是标的公司的财务投资者，并未实质性的参与标的公司的实际经营管理，仅作为财务投资者享受财务投资收益；且京江美智与上市公司控股股东及实际控制人、标的公司的控股股东及实际控制人不存在关联关系。此外，京江美智亦未参与本次交易中的超额业绩奖励机制，超额业绩的奖励对象为妙聚网络/灵娱网络管理团队。

因此，根据上市公司、京江美智及其他交易对方的协商，约定本次交易中京江美智不参与业绩对赌，相关安排符合《重组办法》等相关法律法规的规定。

二、利润补偿方的补偿份额

（一）妙聚网络

如妙聚网络 2016 年度、2017 年度、2018 年度任一年内，截至当期期末累计实际实现净利润数低于截至当期期末累计承诺净利润数的（即：若妙聚网络 2016 年度实现的净利润低于 1.19 亿元的；若妙聚网络 2016 年和 2017 年度实现的合计净利润低于 2.77 亿元的；若妙聚网络 2016 年、2017 年和 2018 年度实现的合计净利润低于 4.71 亿元的），妙聚网络的业绩承诺方应向上市公司进行补偿。

妙聚网络的业绩承诺方及利润补偿方为芜湖义善容，如因妙聚网络承诺业绩未实现需向上市公司进行补偿，由其承担全部需补偿的份额。

（二）灵娱网络

根据上市公司与芜湖义善容、王锐、西藏万雨、上海万未、汪鸿海、陈荣龙、万海闽、张磊签署的《业绩补偿协议》，如灵娱网络 2016 年度、2017 年度、2018 年度任一年内，截至当期期末累计实际实现净利润数低于截至当期期末累计承诺净利润数的（即：若灵娱网络 2016 年度实现的净利润低于 1.14 亿元的；若灵娱网络 2016 年和 2017 年度实现的合计净利润低于 2.66 亿元的；若灵娱网络 2016 年、2017 年和 2018 年度实现的合计净利润低于 4.51 亿元的），灵娱网络的业绩承诺方应向上市公司进行补偿。

灵娱网络的业绩承诺方及利润补偿方为王锐、西藏万雨、上海万未、汪鸿海、陈荣龙、万海闽、张磊，各方以所持灵娱网络股权的相对比例承担上述补偿义务，

如因灵娱网络承诺业绩未实现需向上市公司进行补偿，各方承担补偿份额如下：

利润补偿方	所持灵娱网络的股权比例	承担补偿份额比例
王锐	21.00%	29.17%
西藏万雨	32.00%	44.44%
上海万未	10.00%	13.89%
汪鸿海	2.50%	3.47%
陈荣龙	2.50%	3.47%
万海闽	2.00%	2.78%
张磊	2.00%	2.78%
合计	72.00%	100.00%

三、利润补偿期内的补偿覆盖率

（一）业绩承诺无法实现的可能性较小

根据前述分析，基于标的公司所处的网络游戏研发与运营、互联网广告营销及互联网游戏媒体行业的市场前景依然广阔，加上标的公司自身的行业地位优势、业务协同优势，未来标的公司将拥有较强的市场竞争力，业务规模与盈利能力将逐步提升，预计未来业绩承诺无法实现且需要进行补偿的可能性较小。关于标的公司承诺金额设置的合理性及可实现性请详见本反馈回复“第六、关于业绩承诺与业绩奖励”之“1、据重组预案披露显示，本次交易就交易标的作出的业绩承诺与过去两年及一期的实际业绩差异较大，请你公司：（1）结合交易标的的业务开展情况（例如对于游戏研发业务而言，储备的游戏或订单）等，披露业绩承诺金额设置的合理性及可实现性；（2）披露本次重组对交易标的进行评估和业绩预测时，是否依赖于配套资金募集成功的假设，如果最终配套资金未能募集成功，公司的财务费用会否增加，交易标的的评估结果和业绩预测结果是否受影响，请你公司进行敏感性分析；独立财务顾问核查并发表明确意见”之“一、标的公司业绩承诺金额设置的合理性及可实现性”。

（二）利润补偿期内的补偿覆盖率

根据上市公司与芜湖义善容、王锐、西藏万雨、上海万未、汪鸿海、陈荣龙、万海闽、张磊签署的《业绩补偿协议》，若标的公司于业绩承诺期内各年度实际实现净利润未达到业绩承诺人在相应年度承诺净利润数额，则芜湖义善容、王锐、

西藏万雨、上海万未、汪鸿海、陈荣龙、万海闽、张磊应就未达到承诺净利润的部分向上市公司承担补偿责任。芜湖义善容、王锐、西藏万雨、上海万未、汪鸿海、陈荣龙、万海闽、张磊实际承担补偿责任的上限为其所持标的公司股权在本次重组中的最终交易作价。

因此，各补偿义务人在利润补偿期内的补偿覆盖率如下：

标的公司	承诺期第一年			承诺期第二年			承诺期第三年		
	已解锁股份比例	未解锁股份的补偿覆盖率	总补偿覆盖率	已解锁股份比例	未解锁股份的补偿覆盖率	总补偿覆盖率	已解锁股份比例	未解锁股份的补偿覆盖率	总补偿覆盖率
妙聚网络补偿义务人	0	100%	100%	30.00%	62.49%	100%	60.00%	21.00%	75.00%
灵娱网络补偿义务人	0	100%	100%	9.00%	74.77%	100%	18.00%	37.80%	72.00%

注：1、已解锁股份比例的计算方式为：根据各补偿义务人股份锁定期安排，截至承诺期末已解锁的股份数量，占其在本次交易中获取的股份总数的比例；考虑到西藏万雨、上海万未分别于2015年10月、11月取得灵娱网络股权，上述测算中假定西藏万雨、上海万未在本次交易中取得的上市公司对价股份锁定期为对价股份自上市之日起至36个月届满之日及该方业绩补偿义务（若有）履行完毕之日（若无业绩补偿义务，则为关于承诺业绩的《专项审计报告》公告之日）（以较晚者为准）。

2、未解锁股份的补偿覆盖率的计算方式为：假定截至各承诺期末标的公司累计实现利润为0时，补偿义务人截至各承诺期末尚未解锁的股份数量，占需补偿股份数量的比例；

3、总补偿覆盖率的计算方式为：假定截至各承诺期末标的公司累计实现利润为0时，补偿义务人可进行补偿的金额，占需补偿金额的比例。

如上表所述，芜湖义善容、王锐、西藏万雨、上海万未、汪鸿海、陈荣龙、万海闽、张磊实际承担补偿责任的上限为其所持标的公司股权在本次重组中的最终交易作价，因此妙聚网络补偿义务人在补偿期内总补偿覆盖率分别为100%、100%、75%（假定截至各承诺期末妙聚网络累计实现利润为0）；灵娱网络补偿义务人在补偿期内总补偿覆盖率分别为100%、100%、72%（假定截至各承诺期末灵娱网络累计实现利润为0）。

四、现金补偿方式的计算公式

根据上市公司与芜湖义善容、王锐、西藏万雨、上海万未、汪鸿海、陈荣龙、

万海闽、张磊签署的《业绩补偿协议》，各补偿义务人当期应补偿的金额的计算公式为：

补偿义务人当期应补偿的金额=（截至当期期末妙聚网络/灵娱网络累计承诺净利润-截至当期期末妙聚网络/灵娱网络累计实现净利润）÷承诺妙聚网络/灵娱网络净利润数总和×妙聚网络/灵娱网络 100%股权的最终交易价格-截至当期期末有关妙聚网络/灵娱网络已补偿金额

利润补偿义务人同意首先以股份方式向上市公司进行补偿，不足的部分由利润补偿义务人以现金方式补足，现金补偿金额的计算公式为：

现金补偿金额=补偿义务人当期应补偿的金额-补偿义务人当期已补偿的股份数量×本次交易中上市公司向补偿义务人的股份发行价格

五、独立财务顾问核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：本次交易中京江美智未参与业绩对赌系交易各方基于合理商业谈判协商确定，相关安排符合《重组办法》等相关法律法规的规定。重组预案中已补充披露了各利润补偿方的补偿份额、各年补偿覆盖率及现金补偿方式的计算公式。

3、据重组预案披露显示，本次交易设置了业绩奖励安排，请你公司：（1）明确奖励总额不超过本次重组交易作价的 20%；（2）披露设置业绩奖励的原因、依据及合理性，相关会计处理，以及对上市公司和中小股东权益的影响；独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

一、奖励总额不超过本次重组交易作价的 20%

根据公司与业绩承诺方、京江美智于 2016 年 1 月 25 日签署《关于恒天海龙股份有限公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易事宜的确认函》，各方一致同意，将《业绩补偿协议》中相关业绩奖励条款修改为“各方一致同意，若杭州妙聚/上海灵娱（杭州妙聚及上海灵娱应分别各自计算）在业绩承诺期实现的

净利润总和超出其承诺的净利润总和,甲方应将超出部分的 40%且业绩奖励总额不超过本次重组交易作价的 20%的部分,以现金方式奖励给杭州妙聚/上海灵娱管理团队。具体奖励对象及奖励安排届时由甲方董事会审议通过并负责具体实施。”。

二、设置业绩奖励的原因及合理性,对上市公司和中小股东权益的影响

(一) 业绩奖励设置利于维持标的公司管理层的稳定性和积极性,实现上市公司和管理层利益的绑定,以及未来上市公司业绩的持续增长

根据《业绩补偿协议》,杭州妙聚的交易对方(除京江美智外)承诺在杭州妙聚 2016 年度、2017 年度及 2018 年度预测净利润数额(扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润,含软件企业税收优惠政策的退税导致的利润增加部分,下同)分别不低于人民币 1.19 亿、1.58 亿、1.94 亿元。上海灵娱的交易对方(除京江美智外)承诺上海灵娱 2016 年度、2017 年度及 2018 年度预测净利润数额分别不低于 1.14 亿元、1.52 亿元、1.85 亿元。设置业绩奖励有利于激发管理层发展交易标的业务的动力,维持管理层的稳定性和积极性,实现上市公司利益和管理层利益的绑定,在完成基本业绩承诺后继续努力经营、拓展业务以实现交易标的业绩持续的增长,进而为上市公司股东尤其是广大中小股东实现超额收益。

(二) 符合自愿、公平原则,体现了市场化产业并购中交易双方权利义务基本对等的特点

《业绩补偿协议》是交易双方在充分考虑上市公司及中小投资者利益保护,以及交易标的经营情况的背景下,经过多次市场化磋商、博弈谈判而达成的一致意见,符合自愿、公平原则。

(三) 业绩奖励设置不存在违反法律法规的情形,有利于保护交易各方的合法权益

《重组办法》第三十五条第三款规定,上市公司向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象购买资产且未导致控制权发生变更的,上市公司与交易对方可以根据市场化原则,自主协商是否采取业绩补偿和每股收益填补

措施及相关具体安排。据此，上市公司向无关联第三方发行股份购买资产的产业并购，不再强制要求业绩承诺。本次交易中，为了维护上市公司及广大投资者的利益，《业绩补偿协议》设置了业绩补偿条款。

同时，为鼓励标的公司管理层在本次交易完成后努力经营，保障上市公司、投资人及交易对方的合法权益，上市公司和交易对方在《业绩补偿协议》中设定了超额业绩奖励条款。中国现行法律法规未对当事人在合同中设定超额业绩奖励条款作出禁止性的规定，该等条款的有效性需要结合各方当事人（包括上市公司、交易对方、股东及债权人等）的实际情况做具体判断。

就本次交易而言，交易协议中的超额业绩奖励条款系交易各方真实的意思表达，不违反相关法律法规的规定。超额业绩奖励条款有利于保护交易各方的合法权益，不存在侵害上市公司及其股东、债权人和其他不特定第三方利益的行为。

（四）本次交易方案已经由上市公司董事会、监事会审议通过，并且独立董事发表了事前认可意见和独立意见

2016年1月12日，上市公司召开的第九届董事会第三十一次会议、第九届监事会第七次会议分别审议并通过了本次交易方案。出席会议的关联董事虞文品先生回避表决。在本次交易董事会召开前，上市公司全体独立董事审议了本次交易相关材料，基于独立判断立场，出具了事前认可意见，同意本次交易相关议案提交董事会审议。本次交易董事会审议过程中，上市公司全体独立董事就公司董事会提供的本次交易报告书及相关文件进行了认真审阅，基于独立判断立场，对本次交易事项发表了同意的独立意见。

三、业绩奖励的相关会计处理方法

超额业绩奖励的会计处理方法根据协议条款，对于交易标的的超额业绩奖励是建立在交易标的在业绩承诺期（三年累计）实现净利润总和（指以经过具有证券业务资格的会计师事务所审计出具的标准无保留意见的审计报告中确认的，扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为准）高于承诺净利润总和的情况下，此种情况符合《企业会计准则 9 号—职工薪酬》中对长期职工福利类别的长期利润分享计划的定义，可将其视为上市公司对交易标的相关管理人员的长期利润分享计划。由于该等奖励确定、支付均发生在业绩承诺期届满后，在承诺期

内标的公司是否存在奖金支付义务存在不确定性，未来支付奖金金额不能可靠计量，承诺期内各年计提奖金的依据不充分。

公司将在业绩承诺期届满后，根据相关确定的奖励计算方法及发放方案在奖励金额能够可靠估计时将相应款项计入管理费用。

四、独立财务顾问核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：本次交易中的超额业绩奖励安排符合《重组办法》相关规定，有利于维持交易标的公司管理层的稳定性和积极性，实现上市公司股东利益和管理层利益的绑定，超额业绩奖励的会计处理符合《企业会计准则》的规定。

（本页无正文，为《西南证券股份有限公司关于<深圳证券交易所关于对恒天海龙股份有限公司的重组问询函>的回复》之盖章页）

西南证券股份有限公司

2016年1月26日