

北京国融兴华资产评估有限责任公司关于  
中通国脉通信股份有限公司《中国证监会行政许可项目审查  
一次反馈意见通知书》的核查意见

**中国证券监督管理委员会：**

贵会于 2017 年 12 月 5 日下发的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（172205 号）（以下简称“《反馈意见》”）已收悉，北京国融兴华资产评估有限责任公司对反馈意见所涉事项进行了逐项落实，现针对贵会的反馈意见回复如下，敬请审核。

除非文义载明，本核查意见的相关简称与《中通国脉通信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报告书（草案）》中“释义”所定义的词语或简称具有相同的含义。除特别说明外，若出现各分项数值之和与总数尾数不符的情况，均为四舍五入原因造成。本文所涉及上海共创 2017 年 1-11 月财务数据均为未经审计数。

# 目录

1.申请材料显示,收益法评估时上海共创信息技术股份有限公司(以下简称上海共创)2017年预测收入10,634.78万元,预测净利润2,797.61万元。其中,预测IDC运营维护业务收入7,259.63万元,IDC增值服务收入890.22万元,系统集成及软件开发收入2,484.93万元。请你公司结合最新经营数据,分业务类型补充披露上述预测收入和净利润的可实现性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。.....	1
2.申请材料显示,1)收益法评估时预测机柜服务单价为1,500元/个,预计增加服务的机柜数量10,000-16,000个/年,新增收入1,500-2,400万元/年。2)上海共创2017年度合作框架协议已达成,预计下半年收入为1,698.1万元,但具体合同项目尚未确定。请你公司:1)结合最新经营状况和在手订单情况,补充披露2017年上述预测的机柜服务单价和新增机柜数量的可实现性。2)补充披露2017年度合作框架协议的具体合作方、合作方式,截至目前落实的具体项目情况、产生的收入金额及占比、是否符合预期以及对上海共创2017年预测收入可实现性的影响。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。.....	4
3.申请材料显示,1)收益法评估时预测2017年IDC运维业务人工成本占收入比为45.47%,2018-2021年按比例增长,预测中考虑到各机房人员配置较为稳定,今后单个机房规模有增加趋势而运维人员并不需要同比例增加。2)收益法评估时,预计未来上海共创增加服务的机柜数量10,000-16,000个/年。请你公司:1)结合最新经营情况,补充披露人工成本比例是否与上述预测相符。2)补充披露最新运维人员增加情况、单位人员服务的机柜数量、新增机柜和机房数量,以及实际情况是否与上述运维人员不需要同比例增加的表述相符。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。.....	7
4.申请材料显示,2017年上半年上海共创IDC增值业务外购成本占收入的比例为18.26%,大幅高于预测数,主要是由于在2017年上半年上海共创将一单存储数据迁移业务进行了较大金额的外包以在规定时间内履行合同义务导致成本增加,未来上海共创将增加人力资源支持,减少外包采购。请你公司:1)结合上海共创现有的人员、技术、资金等资源情况,补充披露上海共创现有资源是否满足预测收入大幅增长的需要,如不满足,说明应对措施。2)补充披露上海共创未来增加人力资源支持是否影响IDC增值业务人力成本预测,并说明原因。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。.....	9
5.申请材料显示,上海共创未来年度预测毛利率情况高于可比交易预测毛利率平均水平。请你公司增加其他可比交易预测毛利率情况,并补充披露上海共创未来预测毛利率高于可比交易平均水平的原因及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。.....	12
6.申请材料显示,上海共创收益法评估时的折现率为12.63%。请你公司结合同行业可比交易案例,补充披露上海共创收益法评估折现率取值的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。.....	15

1.申请材料显示，收益法评估时上海共创信息技术股份有限公司（以下简称上海共创）2017年预测收入10,634.78万元，预测净利润2,797.61万元。其中，预测IDC运营维护业务收入7,259.63万元，IDC增值服务收入890.22万元，系统集成及软件开发收入2,484.93万元。请你公司结合最新经营数据，分业务类型补充披露上述预测收入和净利润的可实现性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

**【回复】**

**（一）预测收入和净利润的可实现性**

**1、上海共创2017年收入的可实现性**

上海共创2017年的预测收入10,634.78万元，截至2017年11月底，实现情况具体分析如下（本文所引用上海共创2017年1-11月数据均为未经审计数据）：

**（1）2017年1-11月主要经营指标**

单位：元

项 目	2017年1-11月
一、营业收入	90,213,237.25
二、营业成本	47,261,958.59
三、营业利润	31,707,408.03
四、利润总额	32,625,272.29
五、净利润	28,039,946.11
六、净利润（扣除非经常性损益）	27,269,114.79

**（2）2017年收入及净利润预估情况**

单位：元

项 目	金额
2017年1-11月营业收入	90,213,237.25
2017年12月预估收入	5,615,294.70
2017年全年预估收入	95,828,531.95

目前，上海共创已签订的合同在12月份能预估的收入情况具体如下：

单位：元

序号	合同名称	2017年12月 预估收入
1	有孚 IDC 机房基础运维服务合作合同	1,981.13
2	dell 设备服务合同	24,826.22
3	IDC 机房服务合同(桂箐)	37,735.85
4	金桥 IDC 机房服务合同(金桥)	35,377.36
5	全华 IDC 机房服务合同(全华)	62,893.08
6	万国数据 IDC 机房服务合同(万国)	99,056.60
7	蕴川 IDC 机房服务合同(蕴川)	73,506.29
8	蕴川 IDC 机房 2 期服务合同(蕴川 2 期)	103,773.58
9	蕴川 IDC 机房三期服务合同	103,773.58
10	蕴川 IDC 机房四期服务合同	103,773.58
11	维护服务框架协议	168,364.78
12	客户呼入受理服务合同	12,452.83
13	2017 年信网公司 WIFI 技术维护合同	24,545.45
14	2017 年上海电信信网部宝山运营区数据服务合同	195,000.00
15	中国电信股份有限公司上海分公司(信息网络部)授权代理合同	24,893.15
16	2017 年信息网络部基础数据产品客户服务外包合同	203,483.02
17	2017 年信息网络部新兴产品客户服务外包合同	320,018.87
18	2017 光网用户装维支撑业务外包服务技术服务合同	58,280.50
19	2016 天翼视讯数据库维护支撑技术服务合同	15,723.27
20	百灵达系列维护服务合同	11,792.45
21	安全防护增值服务合作合同	86,944.97
22	电信业务合作协议(车联网代理)	89,407.62
23	中区网络设备技术服务合同	28,262.58
24	2017 年 NOC 城域网数据设备维保服务合同	447,083.33
25	2017 年 Redware、Arbon 安全设备维保服务设备维护合同	44,166.25
26	信息生活体验馆 2017 年维护服务外包技术服务合同	6,289.31
27	上海电信网站安全监测平台及维护服务业务合作协议	95,547.17
28	兴顺数据中心服务合同	68,789.31
29	2017 年数据业务代理协议书	2,227.04
30	扬州移动 IDC 云服务项目(两年)	117,500.00
31	黄浦政务云设备维护服务合同	111,635.22
32	2017 年中国电信增值业务平台(上海)设备维护合同	22,012.58
33	云安全网站检测项目采购服务合同	58,962.26
34	2017 年数据网络运营中心基础数据业务服务外包维护合同	219,234.91
35	2017 信网部浦西 5 个物理点数据服务外包(数据中心)技术服务合同	370,457.55
36	2017 信网部浦东 14 个物理点数据服务外包(数据中心)技术服务合同	1,525,106.61
37	2017 年上海 NOC JUNIPER E320 等设备维护合同	105,413.11
38	2017 年上海移互部一级网关维护技术服务合同	33,273.74
39	IDC 托管服务协议	345.91

40	上海电信 NOC 通用服务器设备维护合同	112,421.38
41	宏睿科创园区综合服务平台技术服务合同	164,339.62
42	智韵物联云监控平台技术服务合同	71,415.09
43	子安科技政府决策支持平台技术服务合同	153,207.55
	合计	5,615,294.70

2017 年 1-11 月，上海共创实现销售收入 9,021.32 万元，其中 IDC 运营维护业务收入为 4,924.46 万元，IDC 增值服务收入为 1,093.46 元，软件及系统集成业务收入 3,003.40 万元。按照现有合同预估 2017 年 12 月实现收入 561.53 万元，其中 IDC 运维业务收入 485.39 万元，IDC 增值业务收入 37.24 万元，软件及系统集成业务收入 38.90 万元。由此估算上海共创 2017 年全年，IDC 运维业务收入 5,409.85.99 万元，IDC 增值业务收入 1,130.70 万元，软件及系统集成业务收入 3,042.30 万元，合计总收入 9,582.85 万元。

《资产评估报告》预测上海共创 2017 年度 IDC 运营维护业务收入 7,259.63 万元，IDC 增值服务收入 890.22 万元，系统集成及软件开发收入 2,484.93 万元，在上述三项业务中，IDC 运营维护业务尚未达到预期要求，其他两类业务高于预期。基于已签合同及业务开展情况估计，上海共创 2017 年 12 月预估收入 561.53 万元，故上海共创 2017 年全年预计可实现收入 9,582.85 万元，上述预估收入尚未达到 2017 年全年预测的 10,634.78 万元营业收入。

### (3) 关于 IDC 运维业务收入实现情况说明

目前，上海共创运营维护的机柜约为 3.83 万个，2017 年 1-11 月运营维护收入为 4,924.46 万元，2017 年度运营维护机柜的预估收入为 5,409.85 万元，则推算机柜的全年服务单价为 1,412.49 元/个，略低于原预测 1,500 元/个的单价。此种情况主要系上海共创 2017 年新增服务机柜服务周期非一个完整会计年度所致。

上海共创 2017 年当年新增服务机柜约 5,300 个，具体为：新增嘉定兴顺机房服务合同，新增机柜 500 个，于 2017 年 1 月份开始形成收入；新增扬州移动综合楼机房等 6 个位于扬州的机房服务合同，新增机柜约 2,250 个，于 2017 年 5 月开始形成收入；已进驻富特机房三期开展前期工作，新增机柜约 1,650 个，正在进行前期工作，尚未形成收入；原服务上海电信及其关联方机房新增机柜约

900 个。

上海共创 2017 年新增机柜未达预期的原因，主要系预测的中国移动临港机房在 2017 年尚未投入使用（该机房机柜总量约为 20,000 个，原预计 2017 年投入使用 5,000-8,000 个）。但是鉴于上海共创与上海中移已达成合作意向并签署《IDC 机房服务合作意向书》，因此在上海中移临港机房建设完毕后，上海共创预计将对临港机房的机柜提供运营维护服务。

## 2、上海共创 2017 年净利润的可实现性

2017 年 1-11 月，上海共创实现净利润 2,726.91 万元（扣除非经常性损益），《资产评估报告》所预测的 2017 年全年净利润为 2,797.61 万元。鉴于 2017 年 12 月预估收入为 561.53 万元，则基于 2017 年 1-11 月销售净利率所推算的 12 月净利润为 169.74 万元，则 2017 年度预估扣除非经常性损益净利润为 2,896.65 万元，可以达到《资产评估报告》预测净利润，故上海共创 2017 年预测的净利润具有可实现性。

上海共创在收入未完成《资产评估报告》预测数的情况下，2017 年 1-11 月扣除非经常性损益后净利润已接近完成预测数的原因，主要是上海共创收入增长的结构中，高毛利的 IDC 增值业务增长速度更加迅速（该业务 2017 年 1-11 月收入相对 2016 年全年增长 112%），使得 2017 年 1-11 月整体毛利率为 47.61%，比《资产评估报告》2017 年预测值 44.67% 较高。

## （二）评估机构核查意见

经核查上海共创近期财务资料，评估师认为：上述 2017 年可实现收入与预测收入有一定差异，但 2017 年当年可实现净利润数预计可以达到《资产评估报告》预测数。

2.申请材料显示，1) 收益法评估时预测机柜服务单价为 1,500 元 / 个，预计增加服务的机柜数量 10,000-16,000 个 / 年，新增收入 1,500-2,400 万元 / 年。2) 上海共创 2017 年度合作框架协议已达成，预计下半年收入为 1,698.1 万元，但具体合同项目尚未确定。请你公司：1) 结合最新经营状况和在手订单情况，补充披露 2017 年上述预测的机柜服务单价和新增机柜数量的可实现性。2) 补

充披露 2017 年度合作框架协议的具体合作方、合作方式，截至目前落实的具体项目情况、产生的收入金额及占比、是否符合预期以及对上海共创 2017 年预测收入可实现性的影响。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

**【回复】**

**（一）结合最新经营状况和在手订单情况，补充披露 2017 年上述预测的机柜服务单价和新增机柜数量的可实现性。**

目前，上海共创运营维护的机柜约为 3.83 万个，2017 年 1-11 月运营维护收入为 4,924.46 万元，2017 年度运营维护机柜的预估收入为 5,409.85 万元，则推算机柜的全年服务单价为 1,412.49 元/个，略低于原预测 1,500 元/个的单价。此种情况主要系上海共创 2017 年新增服务机柜服务周期非一个完整会计年度所致，具体见下文分析。

上海共创 2017 年当年新增服务机柜约 5,300 个，具体为：新增嘉定兴顺机房服务合同，新增机柜 500 个，于 2017 年 1 月份开始形成收入；新增扬州移动综合楼机房等 6 个位于扬州的机房服务合同，新增机柜约 2,250 个，于 2017 年 5 月开始形成收入；已进驻富特机房三期开展前期工作，新增机柜约 1,650 个，正在进行前期工作，尚未形成收入；原服务上海电信及其关联方机房新增机柜约 900 个。

上海共创 2017 年新增机柜未达预期的原因，主要系预测的中国移动临港机房在 2017 年尚未投入使用（该机房机柜总量约为 20,000 个，原预计 2017 年投入使用 5,000-8,000 个）。但是鉴于上海共创与上海中移已达成合作意向并签署《IDC 机房服务合作意向书》，因此在上海中移临港机房建设完毕后，上海共创预计将可对临港机房的机柜提供运营维护服务。

**（二）补充披露 2017 年度合作框架协议的具体合作方、合作方式，截至目前落实的具体项目情况、产生的收入金额及占比、是否符合预期以及对上海共创 2017 年预测收入可实现性的影响。**

上海共创与上海中移通信技术工程有限公司于 2017 年签署了《2017 年系统

集成项目框架协议》，合同金额 1,800 万元（扣增值税后金额为 1,698.11 万元）。约定上海中移通信技术工程有限公司有意在 2017 年度向上海共创“集中采购的项目金额预计为 1,800 万（壹仟捌佰万），具体以实际项目核准为准”。截至 2017 年 11 月 30 日，双方就该合同落实的具体项目情况列示如下：

项目名称	项目内容	项目金额（元）
上海申能燃气电厂项目管理信息系统（MIS）技术方案	MIS 主机房系统建设、综合布线系统建设、网络平台建设、信息安全平台建设、主机系统建设	1,940,400.00
宝山区卫生信息中心网络通信集成项目	服务器系统平台基本设计及搭建、主机系统存储区域网络（SAN）架构基本设计及搭建、服务器中间件设计及配置、服务器应用软件平台设计及配置	784,000.00
桌面云解决方案	桌面云计算架构设计及配置	1,201,480.00

截至 2017 年 11 月 30 日，上述项目的收入合计为 3,925,880.00 元，占框架协议约定金额的比例为 22%，尚未达到预期要求，因此该框架协议在 2017 年 12 月的执行进度对上海共创 2017 年预测收入的可实现性存在一定影响，但是鉴于 2017 年预估净利润可以达到预期要求，因此该合同尚未实现部分不会对 2017 年上海共创的预测净利润的可实现性产生影响。

### （三）评估机构核查意见

经核查上海共创近期财务资料以及相关业务合同等业务经营资料，评估师认为：上海共创 2017 年预估能够实现的全年机柜服务单价接近《资产评估报告》预测值，预估 2017 年全年新增机柜数量未达预期，与上海中移通信技术工程有限公司签署的《2017 年系统集成项目框架协议》的执行进度对上海共创 2017 年预测收入的可实现性存在一定影响，鉴于 2017 年预估净利润可以达到预期要求，上述事项不会对 2017 年上海共创的预测净利润的可实现性产生影响。



3.申请材料显示，1) 收益法评估时预测 2017 年 IDC 运维业务人工成本占收入比为 45.47%，2018-2021 年按比例增长，预测中考虑到各机房人员配置较为稳定，今后单个机房规模有增加趋势而运维人员并不需要同比例增加。2) 收益法评估时，预计未来上海共创增加服务的机柜数量 10,000-16,000 个 / 年。请你公司：1) 结合最新经营情况，补充披露人工成本比例是否与上述预测相符。2) 补充披露最新运维人员增加情况、单位人员服务的机柜数量、新增机柜和机房数量，以及实际情况是否与上述运维人员不需要同比例增加的表述相符。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

### 【回复】

#### (一) 结合最新经营情况，补充披露人工成本比例是否与上述预测相符

上海共创 2017 年 1-11 月 IDC 运营维护业务收入为 4924.46 万元(本文所涉及上海共创 2017 年 1-11 月财务数据均为未经审计数据)，2017 年 1-11 月运维业务人工成本占 IDC 运营维护业务收入比为 45.35%，2017 年度 IDC 运维人工成本占收入比例预测值为 45.47%，故 2017 年 1-11 月该业务实际发生人工成本占收入比例在预测值范围内。

(二) 补充披露最新运维人员增加情况、单位人员服务的机柜数量、新增机柜和机房数量，以及实际情况是否与上述运维人员不需要同比例增加的表述相符。

截至 2017 年 11 月 30 日，上海共创 IDC 运维人员（按照在 IDC 机房中工作人员统计）共 292 人，与 2016 年运维人数相同。2017 年新增机柜约 5,300 个，机房净增加 4 个，单位人员服务的机柜数量约为 130 个/人。因此随着 2017 年机房及机柜的增加，当年运维人员并未同比例增加，故实际情况与上述运维人员不需要同比例增加的预计相符。

#### (三) 评估机构核查意见

经核查上海共创近期财务资料、相关合同等业务经营资料、员工资料，比对《资产评估报告》相关内容，评估师认为：上海共创 2017 年 IDC 运营维护业务人工成本占收入比例在预测值范围内，与预测相符；根据上海运维人员情况、单位人员服务的机柜数量、新增机柜和机房数量，2017 年 1-11 月上海共创相关实

际情况与《重组报告书》中“运维人员并不需要同比例增加”的表述相符。

4.申请材料显示，2017年上半年上海共创 IDC 增值业务外购成本占收入的比例为 18.26%，大幅高于预测数，主要是由于在 2017 年上半年上海共创将一单存储数据迁移业务进行了较大金额的外包以在规定时间内履行合同义务导致成本增加，未来上海共创将增加人力资源支持，减少外包采购。请你公司：1) 结合上海共创现有的人员、技术、资金等资源情况，补充披露上海共创现有资源是否满足预测收入大幅增长的需要，如不满足，说明应对措施。2) 补充披露上海共创未来增加人力资源支持是否影响 IDC 增值业务人力成本预测，并说明原因。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

**【回复】**

(一) 结合上海共创现有的人员、技术、资金等资源情况，补充披露上海共创现有资源是否满足预测收入大幅增长的需要，如不满足，说明应对措施

上海共创的 IDC 增值业务，主要系向 IDC 机房用户提供有关客户服务器及其数据的服务。具体来说，上海共创提供的 IDC 增值服务主要包括：网络攻击防护、用户数据防篡改、漏洞检查、木马检查及其他各类数据应急响应等有关用户数据安全的增值服务，服务器上架、搬迁、网络割接、数据连通、各类数据迁移等有关用户数据基础设施保障的增值服务，以及一些电信业务代理业务。

上海共创现有人员、技术、资金等资源情况可以满足预测收入大幅增长的需要

截至到 2017 年 11 月 30 日，上海共创两年一期及近期 IDC 增值服务各类成本占收入的比例情况列示如下：

项目		2017 年 1-11 月	2017 上半年	2016 年	2015 年
IDC 增值服务 成本占收入 比例 (%)	外购成本	10.41	18.26	7.92	9.87
	人工费	10.63	6.94	14.91	13.96
	折旧摊销	5.90	6.13	11.19	-
	成本合计	26.94	31.34	34.03	23.83
IDC 增值服务收入 (万元)		1,093.46	592.70	516.07	495.33

该业务在 IDC 机房中完成，主要由上海共创 IDC 运维业务人员完成，占用较

少的公司资源，各类成本占收入比例均较小。日常工作主要是为客户提供服务性工作，无须大量资金支持。该业务的开展利用上海共创运维业务的人员具备 7X24 小时在 IDC 机房提供服务的能力，一方面是公司未来着力推广的业务，另一方面却不占用公司大量人员和资金、公司现有能力可以提供技术支持，这也使得该业务增长较快且毛利率较高。

由于 2017 年上半年上海共创将一单存储数据迁移业务进行了较大金额的外包以在规定时间内履行合同义务，导致该业务外购成本增加，但是 2017 年下半年未出现上述情况，所以该业务人工费比例略有上升、外购成本大幅下降。

综上，该业务的增长并不需要上海共创同比例投入资源，使得 2017 年以来随着该业务的增长，各项成本占收入的比例呈现下降趋势。上海共创现有资金、技术资源，预计可以保障公司 IDC 增值业务的预期增长；上海共创 IDC 增值业务所需人员不属于市场紧缺人员，未来适时增加相关人员（对该业务来说主要是新增机房派驻的新增运维人员）不存在障碍，不存在由于相关人员增加不及时导致阻碍 IDC 增值业务大幅增长的情况。

## **（二）补充披露上海共创未来增加人力资源支持是否影响 IDC 增值业务人力成本预测，并说明原因。**

未来增加人力资源支持不影响 IDC 增值业务人力成本预测

根据《资产评估报告》，上海共创 IDC 增值业务的人工成本占收入的比例从 2017 年到 2021 年预测值为 17.90%、20.21%、21.66%、22.38%、22.38%。由于上海共创 IDC 增值业务的业务特性（主要由 IDC 运维人员完成，占用较少公司资源），以及根据上海共创报告期以及 2017 年 1 月至 11 月实际发生成本比例情况，该业务人工费未来实际发生比例预计将在上述预测比例范围之内，《资产评估报告》预测较为谨慎，预计不会发生为该业务增加人力资源支持而导致人力成本占收入比例超出预期的情况。

## **（三）评估机构核查意见**

经核查，上海共创的 IDC 增值业务，主要系向 IDC 机房用户提供有关客户服务器及其数据的服务。具体来说，上海共创提供的 IDC 增值服务主要包括：网络攻击防护、用户数据防篡改、漏洞检查、木马检查及其他各类数据应急响应等有关用户数据安全的增值服务，服务器上架、搬迁、网络割接、数据连通、各

类数据迁移等有关用户数据基础设施保障的增值服务，以及一些电信业务代理业务。

评估师认为：（1）该类业务主要由上海共创派驻 IDC 机房中的运维人员完成，不存在占用大量公司人员、技术、资金等资源的情况。上海共创现有资源以及未来适度增加的员工（对该业务来说主要是新增机房派驻的新增运维人员）资源，预计可以保障公司 IDC 增值业务的预期增长；（2）上海共创该业务特性使得人工费未来实际发生比例预计将在预测比例范围之内，不会发生增加人力资源支持而导致人力成本超出预期的情况。

5.申请材料显示，上海共创未来年度预测毛利率情况高于可比交易预测毛利率平均水平。请你公司增加其他可比交易预测毛利率情况，并补充披露上海共创未来预测毛利率高于可比交易平均水平的原因及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

**【回复】**

**（一）增加其他可比交易预测毛利率情况，并补充披露上海共创未来预测毛利率高于可比交易平均水平的原因及合理性**

增加选取浙大网新收购华通云数据、湖北蓝鼎收购高升科技、高升控股收购莹悦网络三宗交易为可比交易。

近年来，上市公司收购以 IDC 业务为主业的标的公司的主营业务主要为服务器托管、租用以及相关增值服务，与上海共创的主营业务差异较大，该等标的公司预测期的毛利率仅供参考，具体情况如下：

项目	报告期第 1 年	报告期第 2 年	预测期第 1 年	预测期第 2 年	预测期第 3 年	预测期第 4 年	预测期第 5 年
光环新网收购中金云网	45.70%	41.92%	38.95%	51.43%	54.95%	57.88%	59.31%
科华恒盛收购天地祥云	22.14%	28.86%	26.81%	26.81%	26.81%	26.81%	26.81%
广东榕泰收购森华易腾	23.70%	40.46%	44.66%	42.70%	42.32%	42.12%	41.97%
华星创业收购互联港湾	29.15%	34.80%	33.83%	32.40%	32.62%	33.52%	34.36%
浙大网新收购华通云数据	34.47%	34.45%	39.83%	40.25%	39.86%	41.46%	42.66%
湖北蓝鼎收购高升科技	13.32%	28.72%	28.94%	29.15%	30.47%	31.33%	32.44%
高升控股收购莹悦网络	22.28%	49.16%	71.34%	67.77%	70.29%	70.56%	71.10%
平均值	27.25%	36.91%	40.62%	41.50%	42.47%	43.38%	44.09%
中通国脉收购上海共创	51.85%	44.70%	44.67%	44.47%	44.02%	43.16%	43.04%

资料来源：上述公司数据来源于其公开披露的收购报告书和评估报告。

注：中金云网、森华易腾、高升科技的报告期第 1 年为 2013 年，预测期第 1 年为 2015 年；华通云数据、莹悦网络的报告期第 1 年为 2014 年，预测期第 1 年为 2016 年；其余标的公司报告期第 1 年为 2015 年，预测期第 1 年为 2017 年。

如上表所示，可比标的公司根据自身情况，预测期毛利率逐年略有下降、持平、略有上升的情况均有。在被并购时上述标的公司的主营业务为：中金云网、华通云数据的主营业务为通过自建 IDC 机房向客户提供机房资源租用及一些增值服务等；天地祥云、森华易腾、互联港湾、高升科技的主营业务为通过租用 IDC 机房向客户提供机房资源租用及一些增值服务等；莹悦网络主营业务为“虚拟互联网业务”，利用自建网络节点为客户提供将分布于异地多处机房、服务器连接起来成为企业专用网络的业务。

上述可比被并购标的公司业务模式不尽相同，所以报告期及预测期毛利率的绝对水平及变化趋势呈现出不同的状态。中金云网、华通云数据、莹悦网络对于自建机房、网络节点设备一次性投入较大，但是后续支出较小，呈现出毛利率绝对水平相对较高、且逐步上升的态势。其他公司主要通过租用机房及网络带宽资源为客户提供服务，一次性投入小，但后续每年支付租金等费用较高（租金需满足资产所有人的折旧费用及一定的利润率），这类公司毛利率绝对水平相对较低，且呈现相对稳定的状态。

上海共创的业务模式与上述公司不同，上述公司为利用自建或租用的机房、设备、带宽等资源为客户提供相关服务、上海共创主要是利用人力资源为客户提供设备等固定资产以及数据的运维服务，软件开发及系统集成服务等（主要成本系人工及外购、外包费用）。虽然上海共创的未来年度预测毛利率略高于选取的可比被并购标的公司平均值，但分盈利模式来比较的话，上海共创的预测期毛利率低于上述公司中依赖自建机房自购设备运营公司的预测期毛利率平均水平，高于依赖租赁资源运营公司的预测期毛利率平均水平。

综上，上海共创预测期毛利率水平略高于选取的可比被并购标的公司平均值具有其合理性；上海共创将预测期的毛利率预测为逐年略有下降的趋势，与可比被并购标的公司预测期平均毛利率逐年略有上升没有重大差异，且较为谨慎。

## （二）评估机构核查意见

通过查询相关可比交易公告信息，结合上海共创经营实际情况，评估师认为：

（1）上海共创未来预测毛利率略高于可比交易平均水平的原因主要系主营业务与商业模式不尽相同所致；（2）上海共创报告期及未来预测毛利率略高于可比交

易标的公司平均水平具有合理性。



6.申请材料显示，上海共创收益法评估时的折现率为 12.63%。请你公司结合合同行业可比交易案例，补充披露上海共创收益法评估折现率取值的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

**【回复】**

**（一）结合合同行业可比交易案例，补充披露上海共创收益法评估折现率取值的合理性**

本次评估折现率计算方法选取资本资产定价模型（CAPM）。经计算，用于本次评估的折现率为 12.63%。

同行业可比交易案例中，评估折现率的取值具体列示如下：

交易标的	交易买方	折现率
中金云网	光环新网	12.40%
互联港湾	华星创业	13.00%
天地祥云	科华恒盛	12.87%
森华易腾	广东榕泰	12.73%
华通云数据	浙大网新	12.25%
高升科技	蓝鼎控股	12.70%
莹悦网络	高升控股	16.42%
平均值		13.20%
上海共创	中通国脉	12.63%

资料来源：上述公司数据来源于其公开披露的收购报告书和评估报告。

通过上表可以看出，上海共创收益法评估时采用的折现率 12.63%与可比交易案例中采用的折现率的平均值 13.20%基本接近，不存在重大差异，如果去除明显较高的莹悦网络评估折现率，则可比交易评估折现率均值为 12.66%，与上海共创评估折现率非常接近。

根据国融兴华评报字[2017]第 030043 号《资产评估报告》及《评估说明》，上海共创收益法评估折现率的取值与计算方法如下：

**第一：折现率模型**

按照收益额与折现率口径一致的原则，本次评估收益额口径为股权自由现金流量，则折现率选取加权平均资本成本（CAPM），CAPM 模型可用下列数学公式表

示：

$$R_e = R_{f1} + \beta (R_m - R_{f2}) + \text{Alpha}$$

其中： $R_e$ :权益期望回报率，即权益资本成本

$R_{f1}$ :长期国债期望回报率

$\beta$  :贝塔系数

$R_m$ :市场期望回报率

$R_{f2}$ :长期市场预期回报率

Alpha:特别风险溢价

$(R_m - R_{f2})$  :股权市场超额风险收益率，称 ERP

第二：具体参数取值过程：

①长期国债期望回报率 ( $R_{f1}$ ) 的确定。本次评估我们在沪、深两市选择评估基准日距到期日剩余期限十年以上的长期国债的年期到收益率的平均值，经过汇总计算取值为 3.20%，详见《国债到期收益率计算表》（数据来源：wind 资讯）。

②ERP，即股权市场超额风险收益率 ( $R_m - R_{f2}$ ) 的确定。

一般来讲，股权市场超额风险收益率即市场风险溢价，市场风险溢价是对于一个充分风险分散的市场投资组合，投资者所要求的高于无风险利率的回报率。由于目前国内 A 股市场是一个新兴而且相对封闭的市场，一方面，历史数据较短，并且在市场建立的前几年中投机气氛较浓，投资者结构、投资理念在不断发生变化，市场波动幅度很大；另一方面，目前国内对资本项目下的外汇流动仍实行较严格的管制，因此，直接通过历史数据得出的股权风险溢价包含有较多的异常因素，不具有可信度。

本次评估，根据美国著名教授达蒙得理所著的《价值评估》，对于亚洲新兴市场国家市场风险溢价 ( $R_m - R_f$ ) 一般取 7.08%。

市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家风险补偿额

式中：成熟股票市场的基本补偿额取 1928-2015 年美国股票与国债的算术平均收益差 6.18%；国家风险补偿额取 0.90%。

则： $MRP=6.18\%+0.90\%$

$=7.08\%$

③贝塔系数的确定

#### A、确定可比公司

在本次评估中对对比公司的选择标准如下：

- 对比公司所从事的行业或其主营业务为 IDC 机房服务及增值业务；
- 对比公司近年为盈利公司；
- 对比公司必须为至少有两年上市历史；
- 对比公司只发行 A 股。

根据上述四项原则，我们选取了以下 3 家上市公司作为对比公司：

对比公司一：光环新网

对比公司二：网宿科技

对比公司三：鹏博士

三家对比公司的详细信息参见《重组报告书》“第九节 管理层讨论与分析”之“三、标的公司行业地位及核心竞争力”之“(二) 标的公司行业内主要企业”。

#### B、确定无财务杠杆 $\beta$ 系数

目前中国国内 Wind 资讯公司是一家从事于  $\beta$  的研究并给出计算  $\beta$  值的计算公式的公司。本次评估我们是选取该公司公布的  $\beta$  计算器计算对比公司的  $\beta$  值，上述  $\beta$  值是含有对比公司自身资本结构的  $\beta$  值。经过筛选选取在业务内容、资产负债率等方面与委估公司相近的 3 家上市公司（光环新网、网宿科技、鹏博士）作为可比公司，查阅取得每家可比公司在距评估基准日 24 个月期间（至少有两年上市历史）计算归集的相对与沪深两市（采用沪深 300 指数）的风险系数  $\beta$ ，并剔除每家可比公司的财务杠杆后  $\beta$  系数，计算其平均值作为被评估企业的剔除财务杠杆后的  $\beta$  系数。剔除财务杠杆后的  $\beta$  系数为 0.8240。

#### C、确定被评估企业的资本结构比率

在确定被评估企业目标资本结构时参考对比公司资本结构平均值、被评估企业自身账面价值计算的资本结构，最后综合上述两项指标确定被评估企业目标资本结构为 0.0190。

#### D、估算被评估企业在上述确定的资本结构比率下的 $\beta$ 系数

我们将已经确定的被评估企业资本结构比率代入到如下公式中，计算被评估企业有财务杠杆  $\beta$  系数：

$$\text{有财务杠杆 } \beta = \text{无财务杠杆 } \beta \times [1 + D/E \times (1 - T)]$$

$$=0.8240 \times [1 + 0.0910 \times (1 - 16\%)]$$
$$=0.8372$$

通过计算贝塔系数确定为 0.8372

#### ④特别风险溢价 Alpha 的确定

我们考虑了以下因素的风险溢价：

##### A、规模风险报酬率的确定

世界多项研究结果表明，小企业平均报酬率高于大企业。因为小企业股东承担的风险比大企业股东大。因此，小企业股东希望更高的回报。

通过与入选沪深 300 指数中的成份股公司比较，被评估单位的规模相对较小，因此我们认为有必要做规模报酬调整。根据我们的比较和判断结果，评估人员认为追加 2%的规模风险报酬率是合理的。

##### B、个别风险报酬率的确定

公司处于发展阶段各种风险均可能发生。出于上述考虑，我们将本次评估中的个别风险报酬率确定为 1.5%。

从上述分析企业特别风险溢价确定为 3.5%。

#### ⑤权益资本成本的确定

根据以上分析计算，我们确定用于本次评估的权益期望回报率，即股权资本成本为 12.63%，具有合理性。

### （二）评估机构核查意见

经核查，根据国融兴华评报字[2017]第 030043 号《资产评估报告》及《评估说明》以及与同行业可比交易案例折现率取值的对比，评估师认为：上海共创收益法评估折现率的取值具有合理性。

(本页无正文，为《北京国融兴华资产评估有限责任公司关于中通国脉通信股份有限公司<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>的核查意见》之签字盖章页)

签字资产评估师：

  
资产评估师  
王化龙  
11000537

  
资产评估师  
杨瑞嘉  
11020123

资产评估机构法定代表人：

  
赵向阳

北京国融兴华资产评估有限责任公司



2017年12月14日