

## 中水致远资产评估有限公司

### 关于对百洋产业投资集团股份有限公司的重组问询函

#### (中小板重组问询函【2017】第 14 号)

#### 资产评估相关问题的回复

深圳证券交易所中小板公司管理部：

本公司作为百洋产业投资集团股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金项目的资产评估机构，现就贵所关于对百洋产业投资集团股份有限公司问询函（中小板重组问询函【2017】第 14 号）相关问题回复如下：

**【原问题一】**报告书披露，以 2016 年 12 月 31 日为基准日，北京火星时代科技有限公司（以下简称“火星时代”或“标的公司”）100%股权的收益法评估值为 105,928.94 万元，增值率为 909.38%。请结合火星时代业务特点、行业发展趋势、同行业可比公司的市盈率等指标，详细说明本次评估大幅增值的合理性，并请独立财务顾问发表专业意见；此外，火星时代 100%股权的市场法评估值为 118,463.03 元，请补充说明在采用市场法评估时对价值比率进行修正的具体方法以及评估结果的计算过程。

**答复：**关于问题第一部分本次评估大幅增值的合理性分析

火星时代主要从事数字艺术教育，所属行业为民办教育行业中的职业教育行业。职业教育行业在目前的发展现状下基本呈现如下特点：

#### 1、就业环境导致职业教育培训需求明显，行业增长潜力大。

由于我国高等教育普遍存在专业课程设置与社会经济发展需求相脱节的问题。而职业教育所涵盖的考试内容与体制内教育较大的差距，且专业性较强。除知识学习和技能培训之外，还提供相应的工作机会、资源对接等服务。因此职业教育培训基本属于刚性需求。中国产业结构处于转型升级中，且国际竞争日益激烈，企业发展对人力资源的专业知识与实践技能要求不断提升，专业能力与从业素质较高的人才仍然十分短缺。这些都为职业教育行业创造了巨大的市场需求。

职业教育核心目标是帮助求职者提升自身竞争力，就业压力催生千亿市场空

间。根据中国产业信息网数据，2015 年我国职业教育收入 4,536 亿元，同比增长 10.56%。受需求提升与政策推动双因素的驱动，未来五年我国职业教育的收入仍将保持快速增长，预计 2020 年收入达 11,620 亿元，职业教育市场空间巨大。

## 2、行业整体盈利水平较高

(1) 通过对主板市场、美股以及新三板市场中职业教育板块的 50 家上市/挂牌公司的数据查询及分析，大部分公司在过去 2-3 年中保持较高的毛利水平，从业公司平均毛利率约 59%，净利率约 16%。从业公司总体毛利率和净利率水平较高。

序号	证券代码	证券名称	销售毛利率 [报告期] 2015 年报 [单位]%	销售净利率 [报告期] 2015 年 报 [单位]%
1	002230.SZ	科大讯飞	48.90	17.46
2	600661.SH	新南洋	39.71	1.78
3	300010.SZ	立思辰	46.52	12.96
4	TEDU.O	达内科技	72.00	15.17
5	DL.N	正保教育	52.00	16.86
6	830858.OC	华图教育	60.50	15.61
7	831341.OC	必由学	68.93	52.26
8	831398.OC	东联教育	67.58	20.26
9	831891.OC	行动教育	74.24	8.98
10	833861.OC	麦可思	86.66	32.14
11	834266.OC	英谷教育	75.89	40.14
12	834543.OC	蔚蓝航空	42.40	13.44
13	834748.OC	神码在线	50.81	13.92
14	835079.OC	全美在线	50.00	24.56
15	835210.OC	十二年	89.36	40.89
16	835798.OC	中研瀚海	78.35	23.01
17	835867.OC	博睿健康	26.71	-27.44
18	835971.OC	尚睿通	42.36	19.58
19	835981.OC	环球优路	89.72	10.95
20	836143.OC	微力量	65.47	8.16
21	836218.OC	森霖木	51.76	10.57
22	836622.OC	中锐教育	68.99	13.75
23	836711.OC	志诚教育	62.77	15.21
24	837026.OC	青青藤	42.32	23.96
25	837052.OC	京融教育	55.90	11.08
26	837175.OC	轩创国际	52.77	16.77
27	837314.OC	中青科技	58.96	9.52

28	837352.0C	百锐基业	59.14	-12.21
29	837404.0C	西蔓色彩	39.80	-0.86
30	837549.0C	泰祺教育	62.22	17.51
31	837730.0C	正保育才	62.52	35.18
32	837906.0C	森纵教育	53.50	-8.05
33	837957.0C	明师教育	43.32	9.24
34	838254.0C	老鹰教育	65.12	38.30
35	838468.0C	光华教育	62.03	16.87
36	838504.0C	光环国际	60.70	12.40
37	838509.0C	环球拓业	81.52	-9.82
38	838830.0C	龙门教育	71.96	32.00
39	839163.0C	中安华邦	65.61	20.73
40	839264.0C	世纪明德	34.05	13.04
41	839467.0C	易第优	57.67	2.14
42	839818.0C	清大教育	51.28	19.46
43	839852.0C	九天飞行	39.90	12.11
44	839976.0C	传智播客	52.68	13.80
45	839994.0C	中德诺浩	54.38	14.02
46	870101.0C	玖零股份	53.91	22.19
47	870377.0C	中赫时尚	56.43	16.45
48	870385.0C	华普教育	88.68	33.41
49	870431.0C	鑫度武术	72.07	21.36
50	870639.0C	环球艺盟	60.62	-0.39
合计			59	16

数据来源：同花顺 iFinD

### 3、火星科技具有轻资产、高现金流等业务特点

火星时代主营业务是为学员提供教育培训服务，相比传统行业，固定资产投资比重较小，属于轻资产运营模式，资金流转速度较快，资产周转能力强。对于投资者而言，企业获得的单位投资资金运转效率高，因此，轻资产业务模式的公司虽然账面资产价值略低，但是单位资产价值产生的效益较高，评估增值幅度容易较高；其次，火星时代在收款模式上对所有学员要求预付学费，资金回笼能力强，经营性现金流入情况良好，收益法评估主要基于资产未来能产生的现金流能力，因此，火星时代良好的经营现金情况也是评估估值较高的一个原因。

### 4、火星时代本身具有较强的竞争优势

#### (1) 良好的品牌影响力

火星时代成立于 2001 年，是国内最早成立的从事数字艺术教育的企业之一，火星时代教学规模大、专业性强，凭借完善的课程体系、科学专业的教学方法以

及出色的教学成果，获得了广大学员和用人单位的认可。在数字艺术教育领域，火星时代长期以来保持着良好的口碑，赢得了广泛的声誉。

火星时代作为数字艺术教育领域的领导企业，曾多次获得“中国十大CG培训机构”、“最具综合实力置业培训机构”、“最具就业竞争力职业培训机构”、“最具影响力IT教育品牌”及“最受欢迎培训机构”的奖项和荣誉称号。火星时代具有较强的市场认可度和品牌影响力。

### （2）完善的课程体系与持续课程研发能力

火星时代主要以北京和上海作为讲师的现场授课中心，各个教学中心采用双师教学模式进行授课，保证了各地的教学质量一致，也保证了各教学中心课程体系的完整性。

课程研发水平是决定教育机构经营成果的核心组成该部分。火星时代具备深厚的课程研发经验，在课程研发中不断将行业实践经验、市场发展和需求、学员反馈转化为教研成果，体现于教学案例中、运用于教学实践中，实现课程体系紧跟市场需求和行业发展的目标，从而提升教学品质和学员满意度。

### （3）师资优势

职业教育行业的核心竞争力之一就是师资力量。通过构建合理的薪酬激励机制和可持续发展的职业晋升渠道，火星时代集聚了大批优秀人才。目前火星时代拥有全职讲师400多名，且讲师入职前大多从事相关领域的实践性工作，具有很高的理论知识和实践能力，能够及时将市场需求转化为教研成果。

此外，火星时代具有完整的讲师培训体系，通过岗前培训和定期及选拔性的在职培训，打造了一支业务知识精湛、教学技能娴熟、业内口碑俱佳的高水准全职讲师队伍。

### （4）优秀的就业服务

火星时代搭建了经验丰富的就业指导团队，拥有一整套科学完善的就业推荐流程，建立了教育、就业服务一体化机制。火星时代实训基地和国内各大知名企业均建立了良好密切的关系，充分了解市场招聘需求，另一方面，通过不断向行业输送人才，也提升了火星时代在企业用人市场的口碑和影响力。

火星时代不仅能够为学员提供优质的教育，同时还为学员提供专业的就业指导 and 就业推荐服务，进一步提升了火星时代的品牌优势和行业竞争力。。

通过以上分析，在内外双重有利因素的推动下，火星时代充分发挥自身优势，具备持续增长的潜力和空间，业绩增长预期对其股东权益价值的贡献相对合理，因而评估结果相比其净资产账面值有较大幅度增值是合理的。

## 5、同行业上市公司及可比交易情况比较

### (1) 可比交易对比分析

市场可比案例的市盈率情况如下：

上市公司	标的公司	作价（万元）	预测期首年的净利润（万元）	市盈率
科大讯飞	乐知行	49,595.00	4,186.65	11.85
盛通股份	乐博科技	43,000.00	2,289.02	18.79
文化长城	联汛教育	72,000.00	5,820.66	12.37
开元仪器	火星时代	120,000.00	8,959.52	13.39
平均值		-	-	14.10
百洋股份	火星时代	97,400.00	8,000.24	12.17

由上表可见，本次交易市盈率低于行业可比交易案例的平均市盈率。

### (2) 可比上市公司市盈率

火星时代主要从事数字艺术教育，教育行业上市公司的市盈率情况如下：

序号	代码	简称	2016年12月31日 TTM
1	600661.SH	新南洋	51.80
2	300010.SZ	立思辰	84.87
3	002230.SZ	科大讯飞	74.04
4	TEDU.0	达内科技	23.55
平均值			58.57

**注：以上数据来源于 Wind 资讯；**

以上教育行业上市公司的平均市盈率(2016年12月31日的动态市盈率 TTM)为 58.57。截至 2016 年 12 月 31 日，用收益法评估的火星时代企业股东全部权益价值为 105,928.94 万元。若以 2016 年归属于母公司股东的净利润计算，火星时代以收益法评估结果计算市盈率为 17.44 倍；若以 2017 年承诺的归属于母公司股东的净利润计算，市盈率为 13.24 倍，均显著低于教育行业上市公司的平均市盈率。

火星时代本次评估增值幅度虽然较大，但其承诺利润对应的市盈率却远远低于同行业可比上市公司的市盈率，这说明火星时代本次评估的增值幅度具有合理性。

**答复：关于问题第二部分市场法价值比例的具体计算方法及评估结果的具体计算过程**

市场法价值比例计算方法及评估结果的具体计算过程如下：

由于近期国内同行业并购案例较多，与并购案例相关的经营和财务数据、影响交易价格的背景和某些特定的条件可以通过公开渠道获知，故本次采用交易案例比较法。

由于被评估单位及上述标的企业均为典型的轻资产企业，故本次采用收益基础价值比率；同时，由于轻资产公司折旧摊销金额较小，结合交易案例可获取信息的程度，选择收益基础价值比率中的 P/E 比率乘数作为此次市场法评估的价值比率。价值比率的计算如下：

**1. 交易案例中交易价格的修正**

因交易案例均取收益法评估结果，交易价格等于评估结果或在评估结果的基础上进行取整；而收益法评估结果中包含了收益预测中不涉及的非经营性资产（负债），因此，在信息可以获取的前提下，将非经营性资产（负债）对交易定价的影响进行调整，具体如下表：

金额单位：人民币万元

序号	标的公司	交易价格 (100%股权)	非经营性资产 估值	调整后交易 价格
案例一	北京乐知行软件有限公司	49,595.00	2,286.26	47,308.74
案例二	北京乐博乐博教育科技有限公司	43,000.00	425.12	42,574.88
案例三	广东联讯教育科技有限公司	72,000.00	1,417.52	70,582.48
案例四	上海恒企教育培训有限公司	120,000.00	11,290.18	108,709.82

2. 计算价值比率 因交易案例均为上市公司收购项目，且标的公司股东均对标的公司未来利润的可实现性做出承诺，而交易价格的确定也是依据未来收益折现估值做出的，故用未来年度利润来测算 P/E 比率乘数更加合理。

具体计算过程见下表：

金额单位：人民币万元

序号	标的公司	调整后交易 价格	下一年度预测归属于 母公司净利润	P/E 比率 乘数
----	------	-------------	---------------------	--------------

案例一	北京乐知行软件有限公司	47,308.74	4,186.65	11.30
案例二	北京乐博乐博教育科技有限公司	42,574.88	2,289.02	18.60
案例三	广东联讯教育科技有限公司	70,582.48	5,820.66	12.13
案例四	上海恒企教育培训有限公司	108,709.82	8,959.52	12.13

### 3. 价值比率修正

交易案例比较法价值比率主要受交易时间、交易背景及交易条款、交易方式等因素的影响。由于选取的交易背景及交易条款均为上市公司并购重组案例，且均有三年的利润承诺，与此次经济行为相同，也无需对交易背景及交易条款等因素进行修正；故本次主要对交易时间进行相应的修正，本次评估交易时间修正主要根据沪深 300 指数及财务公司发展情况综合确定。

修正情况见下表：

项目/序号	被评估单位	案例一	案例二	案例三	案例四
标的企业	火星时代	北京乐知行软件有限公司	北京乐博乐博教育科技有限公司	广东联讯教育科技有限公司	上海恒企教育培训有限公司
P/E 比率乘数		11.30	18.60	12.13	12.13
交易时间（评估基准日替代）	2016 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日	2015 年 10 月 31 日	2016 年 3 月 31 日
沪深 300 指数	3,310.08	3,731.04	3,731.04	3,534.08	3,218.09
交易时间修正系数	100.00	100.84	100.84	100.45	99.82
交易背景及交易条款修正系数	上市公司并购重组，有三年利润承诺	上市公司并购重组，有三年利润承诺，无需修正	上市公司并购重组，有三年利润承诺，无需修正	上市公司并购重组，有三年利润承诺，无需修正	上市公司并购重组，有三年利润承诺，无需修正
交易背景及交易条款修正系数	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
交易方式修正系数	发行股份及支付现金对	发行股份及支付现	发行股份及支付现	发行股份及支付现	发行股份及支付现

	控股权收购	金对控股 权收购	金对控股 权收购	金对控股 权收购	金对控股 权收购
交易方式修正系数	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
修正后 P/E 比率 乘数		11.21	18.44	12.07	12.16
平均 P/E 比率乘数	<b>13.47</b>				

4. 火星时代 2017 年度预测净利润为 8,000.24 万元，并根据收益法说明可知溢余及非经营性资产净额为 10,704.50 万元，故股东全部权益价值计算结果如下：

股权价值评估结果 = 修正后价值比率 × 被评估单位相应参数 + 溢余及非经营性资产净额

$$= 13.47 \times 8,000.24 + 10,704.50$$

$$= 118,463.03 \text{ (万元)}$$

(本页以下无正文)



（本页无正文，为《中水致远资产评估有限公司关于对百洋产业投资集团股份有限公司的重组问询函（中小板重组问询函【2017】第 14 号）评估问题的回复》之签章页）

资产评估师：

资产评估师：

中水致远资产评估有限公司

年 月 日