

**湖北众联资产评估有限公司**

**关于**

**《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》**

**（181228 号）之资产评估相关问题的答复**

**中国证券监督管理委员会：**

贵会于 2018 年 9 月 6 日出具的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（181228 号）（以下简称“反馈意见”）已收悉。本公司作为成都博瑞传播股份有限公司（以下简称“博瑞传播”或“公司”）发行股份购买资产暨关联交易项目的评估机构。在本回复中，除非文义载明，相关简称与《成都博瑞传播股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）》中“释义”所定义的词语或简称具有相同的含义。现对贵会行政许可项目审查一次反馈意见中有关资产评估相关问题进行答复如下：

## 目 录

问题 5. 申请文件显示, 自 2018 年 3 月 31 日开始, 成都市人民政府将成都市公交广告经营权无偿授予现代传播 30 年, 现代传播与公交传媒签署《委托经营协议》, 依然由公交传媒负责受托运营成都市公交广告资源, 但公交传媒不再向成都市财政缴纳媒体资源使用费, 而是向现代传播缴纳媒体资源的经营管理费。经协商, 未来 30 年内, 公交传媒向现代传播采购的媒体资源使用费将由 2,241.22 万元/年增长至 9,552.55 万元/年。请你公司补充披露: 1) 未来年度上述媒体资源使用费的协商确定依据, 并以列表形式补充披露公交传媒运营的媒体资源类型、数量及其采购单价定价依据及其定价公允性。2) 结合上述媒体资源使用费在未来年度的定价公允性情况, 量化分析其对公交传媒和现代传播未来年度盈利水平和评估值的影响情况。3) 未来年度现代传播是否考虑新增媒体广告资源, 上述媒体资源使用费是否包含新增广告资源, 未来年度是否存在调整媒体资源使用费收费方式和收费金额的情况。如是, 量化分析影响金额。4) 未来年度现代传播是否考虑将所拥有的广告资源委托公交传媒外的第三方运营。如存在, 补充披露相关的媒体资源使用费定价依据, 并对比相应年度公交传媒媒体资源采购成本, 补充披露现代传播对不同客户媒体资源使用费定价的合理性, 及对未来年度盈利水平的影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。 .....	5
问题 7. 申请文件显示: 1) 报告期内, 公交传媒分别实现营业收入 9,429.66 万元、9,049.19 万元和 2,417.63 万元, 分别实现净利润 2,349.03 万元、3,792.46 万元和 908.66 万元。2) 现代传播成立于 2018 年 3 月, 报告期内, 尚未产生任何收入费用。未来年度, 现代传播主要收入来源为向公交传媒收取媒体资源使用费收入。请你公司: 1) 结合公交传媒报告期内主营业务开展情况、主要广告资源上刊率情况、主要客户变动及续约情况、主要客户应收款项的收款情况及实际坏账损失发生情况、目前互联网广告行业发展及对公交传媒业务冲击程度等, 对比同行业可比公司水平等因素, 补充披露公交传媒未来年度盈利水平的可持续性及其稳定性。2) 结合公交传媒未来年度业务发展预期、现代传播对公交传媒收取媒体资源使用费的定价依据、未来年度现代传播预期新增广告资源情况及新客户拓展和维系情况等, 补充披露未来年度现代传播是否具备持续盈利能力。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。 .....	12
问题 8. 申请文件显示, 本次交易以标的资产收益法的评估结果作为评估定价依据。公交传媒、现代传播 100% 股权的评估值分别为 60,115.50 万元和 39,929.08 万元, 公交传媒 70% 股权和现代传播 100% 股权交易作价分别为 42,080.85 万元和 39,929.08 万元。请你公司结合标的资产报告期内公交传媒业务开展情况、主要客户留存情况、未来年度预测营业收入的可实现性、市场竞争程度、可比交易作价及评估增值情况、市盈率和市净率水平等, 补充披露本次交易作价的合理性, 是否充分保护了上市公司和中小股东利益。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。 .....	23
问题 9. 申请文件显示, 本次对公交传媒的收益法评估中, 公交传媒详细预测期为 2018 年至 2031 年, 2031 年后将进入永续期。预测期内, 公交传媒营业收入将持续稳定增长, 营业收入将由 10,917.67 万元增长至 22,930.86 万元。请你公司: 1) 补充披露截至目前公交传媒 2018 年经营业绩的实际实现情况。2) 结合报告期内公交传媒自营的不同类型媒体资源数量情况、实际上刊率情况、销售单价水平、主要客	

户（穿透至最终广告主）留存率情况、新客户拓展情况、广告行业发展趋势变动及互联网广告行业发展对公交传媒主营业务冲击程度等因素，补充披露预测期内自营候车亭大牌收入和候车亭小牌收入及对应的媒体资源数量、上刊率水平和刊例价的预测依据及可实现性。3）补充披露公交传媒将与海南白马广告媒体投资有限公司和成都经典视线广告传媒有限公司委托经营业务转为自营业务模式的原因，上述不同业务模式下对公交传媒收费模式及盈利水平的影响，预测期内该项营业收入的预测依据及可实现性。4）结合报告期内公交车身广告收入业务发展情况、最终客户留存情况及付费意愿、未来年度公交车身广告收入业务发展预测等，补充披露预测期内公交车身业务收入的可实现性。5）补充披露公交传媒与成都道博文化传播有限公司、巴士在线科技有限公司、成都华视数字移动电视有限公司合作合同的主要内容（包括但不限于合作期限，合作内容、委托经营媒体资源情况、权利义务分配、收益分配、是否存在提前终止或调整收益分配条款等），并结合报告期内车内看板广告业务和车载电视广告业务的实际上刊率情况、主要客户留存及变动情况及上述因素对未来年度该业务销售定价影响情况等，补充披露预测期内车内看板广告业务收入和车载电视广告业务收入的可实现性。6）对比可比交易案例情况，补充披露本交易对公交传媒评估时详细预测期长达 13 年的原因及合理性，是否存在刻意延长详细预测期以增加评估值的情形，并量化分析对公交传媒评估值的影响。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。..... 28

问题 10. 申请文件显示，预测期内，公交传媒的营业成本主要为广告经营权经营管理费。请你公司结合报告期内广告经营权费管理费占营业收入的比例、媒体资源方对广告经营权经营管理费约定的收益分配方式及未来年度收益分配变动情况等因素，补充披露预测期内，公交传媒主营业务成本预测的充分性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。..... 54

问题 11. 申请文件显示，预测期内，公交传媒毛利率水平将由 64.27%下降至 48.63%。请你公司结合公交传媒报告期内毛利率水平、并对比同行业可比公司可比业务水平、所处行业发展预期及未来年度广告行业发展趋势等因素，补充披露预测期内公交传媒毛利率水平的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。..... 56

问题 12. 请你公司结合公交传媒报告期内资产减值损失发生情况、主要客户规模及未来年度业务发展预期、未来年度应收款项回款情况等，补充披露评估预测中未考虑资产减值损失的原因，并量化分析未考虑资产减值损失事项对公交传媒评估作价的影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。..... 59

问题 13. 请你公司以列表形式，按照成本费用的划分口径，补充披露报告期内及预测期内公交传媒的计入营业成本、管理费用和销售费用的员工人数、平均工资水平及报告期内职工薪酬水平，并结合公交传媒报告期及预测期内业务规模情况，补充披露员工人数及薪酬水平与其业务规模的匹配性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。..... 63

问题 14. 申请文件显示，现代传播主要资产为成都传媒集团无偿授予的成都市公交广告经营权，授予期限 30 年。现代传播已与公交传媒于 2018 年 5 月 10 日签署了《委托经营协议》，委托公交传媒在未来 30 年内经营上述公交广告经营权。预测期内，现代传播的收入来源均为公交传媒向其缴纳的媒体资源使用费。请你公司：1）结合双方对媒体资源使用费的约定情况及可调整性、委托经营内容、未来年度现代传播新增公交媒体广告资源获得情况、未来年度公交传媒主营业务发展预测实现情况及对资源使用费的影响情况等，补充披露预测期内现代传播营业收入的可实

现性。2) 补充披露传媒集团对成都市公交广告经营权授予期满后是否存在续约风险及其对现代传播持续盈利能力的影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。 .....	67
问题 15. 申请文件显示, 本次评估中, 现代传播使用折现率为 12.74%。请你公司对比可比交易案例情况, 并结合现代传播自身所处的特定风险水平, 补充披露本次评估中折现率主要参数的取值依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。 .....	69
问题 24. 申请文件显示, 现代传播因无偿授予的公交广告经营权形成无形资产 38,917.39 万元, 该无形资产根据川华夏评报字 [2018] 第 019 号《资产评估报告》而来。请你公司补充披露: 1)川华夏评报字 [2018] 第 019 号《资产评估报告》。2) 补充披露无形资产的评估方法、纳入评估范围的媒体资源类型、数量情况、预期收益实现方式、主要参数取值依据及合理性。请独立财务顾问、评估师和会计师核查并发表明确意见。 .....	74

问题 5. 申请文件显示, 自 2018 年 3 月 31 日开始, 成都市人民政府将成都市公交广告经营权无偿授予现代传播 30 年, 现代传播与公交传媒签署《委托经营协议》, 依然由公交传媒负责受托运营成都市公交广告资源, 但公交传媒不再向成都市财政缴纳媒体资源使用费, 而是向现代传播缴纳媒体资源的经营管理费。经协商, 未来 30 年内, 公交传媒向现代传播采购的媒体资源使用费将由 2, 241. 22 万元/年增长至 9, 552. 55 万元/年。请你公司补充披露: 1) 未来年度上述媒体资源使用费的协商确定依据, 并以列表形式补充披露公交传媒运营的媒体资源类型、数量及其采购单价定价依据及其定价公允性。2) 结合上述媒体资源使用费在未来年度的定价公允性情况, 量化分析其对公交传媒和现代传播未来年度盈利水平和评估值的影响情况。3) 未来年度现代传播是否考虑新增媒体广告资源, 上述媒体资源使用费是否包含新增广告资源, 未来年度是否存在调整媒体资源使用费收费方式和收费金额的情况。如是, 量化分析影响金额。4) 未来年度现代传播是否考虑将所拥有的广告资源委托公交传媒外的第三方运营。如存在, 补充披露相关的媒体资源使用费定价依据, 并对比相应年度公交传媒媒体资源采购成本, 补充披露现代传播对不同客户媒体资源使用费定价的合理性, 及对未来年度盈利水平的影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复:

一、未来年度上述媒体资源使用费的协商确定依据, 并以列表形式补充披露公交传媒运营的媒体资源类型、数量及其采购单价定价依据及其定价公允性

(一) 未来年度媒体资源使用费的协商确定依据

2016 年、2017 年、2018 年 1-3 月, 经与成都市财政局协商, 公交传媒定期向成都市财政局缴纳媒体资源使用费, 分别为 2,005.20 万元、2,241.22 万元和 672.37 万元。自 2018 年 3 月 31 日起, 成都市人民政府将成都市公交广告经营权无偿授予现代传播 30 年, 现代传播与公交传媒签署《委托经营协议》, 依然由公交传媒负责受托运营成都市公交广告媒体资源, 但公交传媒不再向成都市财政缴纳媒体资源使用费, 而是向现代传播缴纳媒体资源的经营管理费。因此, 经公交传媒与现代传播协商决定, 以公交传媒 2017 年向成都市财政局实际缴纳的金额为基数(即 2,241.22 万元), 确定未来年度媒体资源经营管理费金额的同比增长率, 以此确定未来年度媒体资源经营管理费的具体金额。

虽然受房地产行业广告投放金额减少的不利影响，导致成都公交广告 2017 年整体投放金额下滑，但是医疗医美、互联网、酒水饮料等其他大多数行业广告投放规模同比均有不同程度的增长。未来随着下游行业广告投放需求的不断增长，成都市公交广告市场预期仍将会快速增长。成都市作为我国“新一线”城市的代表，当地经济平稳发展，人均 GDP 持续上升，商业资源密集度高，商业品牌众多并且大型商圈密集，随着当地居民消费能力日益增强，成都公交广告市场未来整体向好。经公交传媒管理层预计，相比于 2017 年，公交传媒的 2018 年的收入将明显回升。

2019 年至 2026 年，公交传媒委托经营的公交候车亭大牌将逐渐收回，相关媒体资源将纳入其自营业务体系。一方面，委托经营候车亭转自营后，相应的候车亭大牌销售价格将大幅提升，提升公交传媒的盈利能力；另一方面，随着委托经营的优质候车亭公共资源的逐渐收回，将进一步提高公交传媒对成都公交广告市场的垄断地位，其媒体资源优势 and 议价能力将会得到进一步提升，因此预期其刊例价、上刊率等指标均将有明显提升。公交传媒计划在 2021 年前提升公交候车亭大牌的销售均价。

在综合考虑成都市公交广告未来发展趋势向好、公交传媒未来盈利能力增强等因素的情况下，经公交传媒管理层预测，2018 年至 2021 年公交传媒营业收入年复合增长率约为 20%，因此确定 2018 年至 2021 年媒体资源管理费的年增长率为 20%。其后年度按照增长率阶梯式下降的原则确定增长率，2022 年至 2026 年，年增长率下降为 10%；2027 年至 2031 年，年增长率下降为 5%；2031 年以后，不再增长。未来年度媒体资源经营管理费金额及增长率的具体情况如下（金额：万元）：

项目	2017 年	2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023	2024 年
金额	2,241.22	2,017.10	3,227.36	3,872.83	4,647.39	5,112.13	5,623.34	6,185.68
增长率	-	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	10.00%	10.00%	10.00%

（接上表）

项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年
金额	6,804.25	7,484.67	7,858.90	8,251.85	8,664.44	9,097.66	9,552.55

项目	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年
增长率	10.00%	10.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%

(接上表)

项目	2032年-2047年	2048年1-3月
金额	每年均为 9,552.55	2,388.14
增长率	-	-

注 1: 增长率=(本年度全年缴纳金额÷上一年度全年缴纳金额)-1, 对于缴纳期间不足一年的, 相关缴纳金额进行年化处理。例如, 2018 年 4-12 月缴纳金额为 2,017.10 万元, 年化处理后, 2018 年缴纳金额为 2,689.47 万元, 相对于 2017 年全年缴纳金额 2,241.22 万元, 同比增长了 20%;

注 2: 上述金额不含增值税。

## (二) 公交传媒运营的媒体资源类型、数量及其采购单价定价依据及其定价公允性

2016 年、2017 年及 2018 年 1-3 月, 公交传媒使用广告资源的具体范围为由公交集团直接或间接经营的成都市公交系统中所有广告媒体资源(包括现在及未来将会开发建设的资源), 具体包括:

- (1) 公交车身、公交移动电视、公交车内看板、公交站台、公交电子站牌、公交信息平台;
- (2) 其他依托车身、线路、站台开发的媒体和社会公共服务资源;
- (3) 公共自行车站点站棚(只能做公益广告)。

2016 年 12 月 31 日、2017 年 12 月 31 日及 2018 年 3 月 31 日, 公交传媒运营的公交媒体资源类型及数量如下:

媒体资源类型	2018.3.31	2017.12.31	2016.12.31
候车亭大牌(块)	3,161	3,159	3,174
候车亭小牌(块)	719	707	731
商业广告公交车身(辆)	838	838	-
公益广告公交车身(辆)	300	300	300
车内看板(辆)	5,801	5,801	5,801
车载电视(辆)	3,625	3,625	3,625
自行车棚广告牌(块)	138	138	138

2016 年、2017 年、2018 年 1-3 月, 公交传媒与成都市财政局协商, 并经成

都市财政局确认，定期向成都市财政局缴纳媒体资源使用费，媒体资源使用费的定价是合理的。未来年度，公交传媒运营的媒体资源范围、类型等与报告期内保持一致。

基于公交传媒向成都市财政缴纳媒体资源使用费的合理水平，现代传播与公交传媒经过友好协商，在综合考虑成都市公交广告未来发展趋势向好、公交传媒未来盈利能力增强等因素的情况下，确定了未来年度媒体资源经营管理费金额的同比增长率，以此确定未来年度媒体资源经营管理费的具体金额，其媒体资源经营管理费在未来年度的定价机制符合商业惯例，定价是合理、公允的。

## 二、结合上述媒体资源使用费在未来年度的定价公允性情况，量化分析其对公交传媒和现代传播未来年度盈利水平和评估值的影响情况

媒体资源经营管理费在未来年度的定价公允性情况详见本回复“问题 5”之“一、未来年度上述媒体资源使用费的协商确定依据，并以列表形式补充披露公交传媒运营的媒体资源类型、数量及其采购单价定价依据及其定价公允性”。

媒体资源经营管理费（不含增值税）变动对公交传媒及现代传播未来年度盈利水平的影响情况分析如下（金额：万元）：

媒体资源经营管理费变动金额	对公交传媒当年净利润的影响金额	对现代传播当年净利润的影响金额
100	-75.00	75.00
0	0	0
-100	75.00	-75.00

根据现代传播与公交传媒签署的《委托经营协议》，公交传媒在委托经营期限内向现代传播缴纳媒体资源经营管理费。因此，媒体资源经营管理费是公交传媒的营业成本，与其净利润呈负相关关系；媒体资源经营管理费是现代传播的营业收入，与其净利润呈正相关关系。

根据上表，未来年度媒体资源经营管理费每增长 100 万元（不含增值税），公交传媒当年净利润则减少 75 万元，现代传播当年净利润则增加 75 万元。考虑到本次交易中上市公司将对两家标的公司各年度完成的业绩合并计算并考核业绩实现情况，因此该媒体资源经营管理费变动金额对业绩承诺期间两家标的公



司合计实现净利润无重大影响。

假设本次交易作价完全依照两家标的公司相关股权价值的评估结果进行确定，则媒体资源经营管理费对公交传媒及现代传播的评估值及本次交易作价影响的敏感性分析如下（金额：万元）：

媒体资源经营管理费变动幅度	公交传媒100%股权评估值	公交传媒100%股权评估值变动幅度	现代传播100%股权评估值	现代传播100%股权评估值变动幅度	本次交易作价合计	交易作价变动幅度
9%	56,628.34	-5.80%	43,268.24	8.36%	82,908.08	1.10%
7%	57,403.26	-4.51%	42,526.20	6.50%	82,708.48	0.85%
5%	58,178.19	-3.22%	41,784.17	4.65%	82,508.90	0.61%
3%	58,953.11	-1.93%	41,042.13	2.79%	82,309.31	0.37%
1%	59,728.04	-0.64%	40,300.09	0.93%	82,109.72	0.12%
<b>0%</b>	<b>60,115.50</b>	<b>0.00%</b>	<b>39,929.08</b>	<b>0.00%</b>	<b>82,009.93</b>	<b>0.00%</b>
-1%	60,502.96	0.64%	39,558.06	-0.93%	81,910.13	-0.12%
-3%	61,277.89	1.93%	38,816.02	-2.79%	81,710.54	-0.37%
-5%	62,052.81	3.22%	38,073.99	-4.65%	81,510.96	-0.61%
-7%	62,827.74	4.51%	37,331.95	-6.50%	81,311.37	-0.85%
-9%	63,602.66	5.80%	36,589.91	-8.36%	81,111.77	-1.10%

根据上表显示，媒体资源经营管理费与公交传媒的评估值呈负相关关系，与现代传播的评估值呈正相关关系。整体来看，媒体资源经营管理费与本次交易作价呈正相关关系，媒体资源经营管理费每增长或减少 1%，本次交易作价相应增长或减少约 0.12%，媒体资源经营管理费的变动对本次交易作价影响较小。

三、未来年度现代传播是否考虑新增媒体广告资源，上述媒体资源使用费是否包含新增广告资源，未来年度是否存在调整媒体资源使用费收费方式和收费金额的情况

（一）未来年度现代传播是否考虑新增媒体广告资源，上述媒体资源使用费是否包含新增广告资源

2018年5月10日，现代传播与公交传媒签署了《委托经营协议》，委托经营范围为现代传播拥有的成都市公交广告经营权包含的公交广告媒体资源，其包括成都公交集团直接或间接经营的全市公交系统中的所有广告媒体资源（包括

现在及未来将会开发建设的资源），具体内容及有效区域如下：

（1）公交车身、公交移动电视、公交车内看板、公交站台、公交电子站牌、公交信息平台。

（2）其他依托车身、线路、站台开发的媒体和社会公共服务资源。

（3）公共自行车站点站棚（只能做公益广告）。

截至2018年3月31日，公交传媒实际受托运营的媒体资源类型及数量见本题之“一”之“（二）公交传媒运营的媒体资源类型、数量及其采购单价定价依据及其定价公允性”。

上述媒体资源类型和数量系现代传播依据《成都市人民政府关于同意成都传媒集团现代文化传播有限公司取得成都市公交广告经营权的批复》取得的成都市公交广告媒体经营权所包括的范围。如后期涉及媒体资源类型或数量的调整，需要现代传播依据政府相应调整文件与公交集团进行协商确定。截至本回复出具之日，除因成都市市政规划及当地政策调整的情况外，现代传播暂未考虑未来年度在上述范围内新增公交广告媒体资源。

截至本回复出具之日，现代传播仅拥有成都市公交广告经营权，以委托经营的方式与公交传媒进行合作，并根据约定收取一定金额的资源管理费。公交传媒和现代传播约定的媒体资源经营管理费的范围仅包含双方签署的《委托经营协议》中所约定的成都市公交广告媒体资源范围，不包含该范围外的新增广告资源。

根据现代传播未来的经营发展规划，其将以成都市公交广告媒体资源为发展基础，逐步构建开放并互动的媒体资源信息平台，实现跨区域与跨媒体的户外媒体资源整合，以实现成为户外媒体资源的管理运营平台公司的战略目标。因此，现代传播在未来将计划获得更多区域或更多媒体形式的户外广告经营权，例如成都市地铁广告媒体资源、四川省其他地级市的公交广告媒体资源、其他省市的相关户外媒体资源等。如现代传播取得成都市公交广告经营权以外的新增媒体资源，将视情况考虑自营或将其委托给相应领域的专业媒体运营商进行运营。若现代传播在未来取得新的广告媒体资源，并与公交传媒进行合作，将会另行签订合作协议，并约定相应的媒体资源经营管理费。

综上，截至本回复出具之日，除因成都市市政规划及当地政策调整的情况

外，现代传播暂未考虑在未来年度在授权的成都市公交广告经营权范围内新增公交广告媒体资源。根据自身的发展规划，现代传播计划在未来年度取得更多区域或更多媒体形式的其他广告经营权，增加更多的广告媒体资源，该等资源使用费未包含在前述成都市公交广告媒体资源经营管理费中。

#### **（二）未来年度是否存在调整媒体资源使用费收费方式和收费金额的情况**

根据现代传播与公交传媒签署《委托经营协议补充协议》，明确了现代传播在未来年度将按照《委托经营协议》约定的收费方式和金额向公交传媒收取媒体资源经营管理费，在现代传播受托经营的成都市公交广告资源范围整体不发生变化的情况下，未来年度不存在调整对公交传媒媒体资源经营管理费的收费方式和收费金额的情况。

#### **四、未来年度现代传播是否考虑将所拥有的广告资源委托公交传媒外的第三方运营**

根据《委托经营协议》的约定，在委托经营期限内，现代传播不得再将成都市公交广告媒体资源再委托第三方运营，保证公交传媒全面且排他的运营成都市公交广告媒体资源。因此，未来年度，现代传播不会将成都市公交广告媒体资源再委托公交传媒外的第三方运营。

现代传播在未来将计划获得更多区域或更多媒体形式的广告经营权，将会根据媒体资源的区域和类型的不同，考虑与相关专业领域媒体资源运营公司合作经营，其中可能包括公交传媒或其他第三方运营公司。

截至本回复出具之日，现代传播仅拥有成都市公交广告经营权，尚未获取其他媒体资源。若现代传播在未来年度取得其他媒体资源，届时现代传播将根据不同资源类型、经营期限、所在区域等实际情况，通过公开招标、邀请招标、竞争性谈判、竞争性磋商、询价、协商等方式确定合适的运营商，并对媒体资源使用费进行定价，确保定价的公允性。

#### **五、评估师核查意见**

经核查，评估师认为：（1）在综合考虑成都市公交广告未来发展趋势向好、公交传媒未来盈利能力增强等因素的情况下，经公交传媒与现代传播协商决定，以公交传媒 2017 年向成都市财政局实际缴纳的金额为基数并辅以一定增长率确定未来年度媒体资源经营管理费具体金额，其定价公允；（2）媒体资源经

营管理费与本次交易作价呈正相关关系，媒体资源经营管理费的变动对本次交易整体作价及业绩承诺的影响较小；（3）截至本回复出具之日，除因成都市市政规划及当地政策调整的情况外，现代传播暂未考虑在未来年度在授权的成都市公交广告经营权范围内新增公交广告媒体资源。在现代传播受托经营的成都市公交广告资源范围整体不发生变化的情况下，未来年度不存在调整对公交传媒媒体资源经营管理费的收费方式和收费金额的情况。现代传播计划在未来年度取得更多区域或更多媒体形式的其他广告经营权，增加更多的广告媒体资源，该等资源使用费未包含在前述成都市公交广告媒体资源经营管理费中。（4）若现代传播在未来年度取得其他媒体资源，届时现代传播将根据不同资源类型、经营期限、不同区域等实际情况，通过公开招标、邀请招标、竞争性谈判、竞争性磋商、询价、协商等方式确定合适的运营商，并对媒体资源使用费进行定价，确保定价的公允性。

**问题 7. 申请文件显示：1）报告期内，公交传媒分别实现营业收入 9,429.66 万元、9,049.19 万元和 2,417.63 万元，分别实现净利润 2,349.03 万元、3,792.46 万元和 908.66 万元。2）现代传播成立于 2018 年 3 月，报告期内，尚未产生任何收入费用。未来年度，现代传播主要收入来源为向公交传媒收取媒体资源使用费收入。请你公司：1）结合公交传媒报告期内主营业务开展情况、主要广告资源上刊率情况、主要客户变动及续约情况、主要客户应收款项的收款情况及实际坏账损失发生情况、目前互联网广告行业发展及对公交传媒业务冲击程度等，对比同行业可比公司水平等因素，补充披露公交传媒未来年度盈利水平的可持续性及其稳定性。2）结合公交传媒未来年度业务发展预期、现代传播对公交传媒收取媒体资源使用费的定价依据、未来年度现代传播预期新增广告资源情况及新客户拓展和维系情况等，补充披露未来年度现代传播是否具备持续盈利能力。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、公交传媒未来年度盈利水平的可持续性及其稳定性

（一）公交传媒报告期内主营业务开展情况

2016 年、2017 年、2018 年 1-3 月和 2018 年 1-6 月，公交传媒的营业收入按

媒体资源的明细如下（金额：万元）：

项目	2018年1-6月	2018年1-3月	2017年度	2016年度
自营候车亭大牌	2,355.55	1,225.34	4,077.03	6,678.84
自营候车亭小牌	31.83	8.29	21.94	49.79
委托经营候车亭	615.71	303.23	1,225.67	1,381.33
公交车身	1,270.78	618.27	2,540.24	25.66
车内看板	206.20	103.10	378.58	416.25
车载电视	315.60	159.40	805.73	877.79
<b>合计</b>	<b>4,795.67</b>	<b>2,417.63</b>	<b>9,049.19</b>	<b>9,429.66</b>

注 1：上述各媒体资源收入中包含少量公益广告收入。

按照业务模式类型划分，公交传媒业务可以划分为媒体资源自营业务和媒体资源委托经营业务，主要基于现有的四种公交媒体资源，即公交候车亭、公交车身、车载电视和车内看板，为客户提供广告发布服务。

#### 1、自营候车亭大牌及小牌

2016年、2017年及2018年1-6月，公交传媒自营候车亭大牌的收入分别为6,678.84万元、4,077.03万元和2,355.55万元。相比于2016年，公交传媒2017年自营候车亭大牌收入下降幅度较大，其主要原因是：（1）2017年度，公交传媒对客户营销政策进行调整，将现金支付销售回款奖励和代理营销费的营销政策，调整为根据客户销售及回款情况向客户赠送媒体点位的营销政策，从而导致对部分收入需进行递延处理，使2017年度能够确认的销售收入有所减少；（2）2017年成都市受房地产调控政策和可供开发地块减少影响，房地产市场持续火爆，市场供不应求，从而导致房地产行业客户广告投放金额大大降低。2018年以来，公交传媒积极调整营销策略，加大对互联网行业的市场开拓，2018年1-6月自营候车亭业务大牌收入有所回升，同比增幅约10%。

2016年、2017年及2018年1-6月，公交传媒自营候车亭小牌的收入分别为49.79万元、21.94万元和31.83万元，其收入变动的主要原因是由于小牌宣传效果相对大牌较弱，公交传媒过去的营销重点为大牌，对小牌营销力度较小，一般在广告主有“大牌+小牌”组合投放需求的时候，公交传媒才进行搭配销售，收入较低。2018年二季度起，公交传媒通过降低销售均价的方式，吸引客户投放

小牌广告，大幅提高小牌的上刊率，以增加营业收入。

## 2、委托经营候车亭

2016年、2017年及2018年1-6月，公交传媒委托经营候车亭业务的收入分别为1,381.33万元、1,225.67万元和615.71万元，收入水平整体较为稳定。2017年委托经营候车亭收入较2016年有小幅下滑，其主要原因是公交传媒委托白马广告经营的候车亭大牌中有362块于2016年下半年内陆续到期，相应候车亭大牌由委托经营转回自营。

## 3、公交车身

公交传媒自2017年1月1日起，取得838辆车的公交车身广告资源（可用于商业广告），并继续委托成都媒体伯乐运营上述资源，媒体伯乐每年定期向公交传媒支付媒体资源使用费。2017年及2018年1-6月，公交传媒的公交车身收入分别为2,540.24万元和1,270.78万元，收入水平较为稳定。

## 4、车内看板

2016年、2017年及2018年1-6月，公交传媒车内看板广告收入分别为416.25万元、378.58万元和206.20万元，占当期营业收入的比例分别为4.41%、4.18%和4.30%，占比较小，且整体收入相对稳定。公交传媒2017年车内看板的广告收入略有下降，其主要原因是慧和广告于2017年起不再与公交传媒合作，导致原委托其经营的1,815台公交车的车内看板媒体资源于2017年一季度暂时闲置。该部分媒体资源于2017年二季度起由公交传媒委托道博文化继续经营。

## 5、车载电视

2016年、2017年及2018年1-6月，公交传媒车载电视收入分别为877.79万元、805.73万元和315.60万元，占当期营业收入的比例分别为9.31%、8.90%和6.58%，逐渐下滑，其主要原因是原与公交传媒合作的广电星空因自身经营问题，于2017年6月起不再与公交传媒合作，导致原委托其经营的1,125台公交车的车载电视资源于2017年6月起闲置而未产生收入。车载电视业务收入占公交传媒当期营业收入的比例相对较小，对其整体经营业绩影响较小。公交传媒正在积极寻找符合条件的客户以承接运营相应车载电视媒体资源。

综上，公交传媒的自营候车亭业务因营销政策的调整及下游行业投放策略调整的影响，收入于2017年出现下降，2018年1-6月已有所回升。报告期内，除

车载电视广告业务出现下滑外，公交传媒的委托经营候车亭业务、公交车身广告业务、车内看板广告业务收入总体相对稳定。

## （二）主要广告资源上刊率情况

报告期内，公交传媒主要媒体资源的上刊率和出租率具体情况如下：

媒体资源类型	2018.6.30		2017.12.31		2016.12.31	
	数量	上刊率	数量	上刊率	数量	上刊率
自营候车亭大牌	1,708	38.45%	1,723	33.13%	1,692	57.80%
自营候车亭小牌	293	19.51%	300	2.86%	311	6.21%

媒体资源类型	2018.6.30		2017.12.31		2016.12.31	
	数量	出租率	数量	出租率	数量	出租率
委托经营候车亭大牌	1,435	100.00%	1,436	100.00%	1,482	100.00%
委托经营候车亭小牌	420	100.00%	407	100.00%	420	100.00%
公交车身	838	100.00%	838	100.00%	-	-
车内看板	5,801	100.00%	5,801	93.74%	5,801	100.00%
车载电视	3,625	58.57%	3,625	74.41%	3,625	81.38%

注 1：上刊率=期间平均上刊数量/期末媒体资源数量；

注 2：出租率=委托给客户的实际经营的媒体资源平均数量/期末可用于委托经营的媒体资源数量。

上述相关媒体资源的上刊率及出租率的变化具体原因详见本题之“一、公交传媒未来年度盈利水平的可持续性及其稳定性”之“1、公交传媒报告期内主营业务开展情况”。

## （三）主要客户变动及续约情况

报告期内，公交传媒的主要客户相对保持稳定，主要客户留存率较高，具体变动及续约情况如下：

媒体资源类型	2018年1-6月	2017年	2016年
自营候车亭	成都网泰、广来贝、鑫时空、苏宁云商、智元汇	成都网泰、广来贝、金瑞杰、鑫时空、苏宁云商、谦博文化、智元汇	成都网泰、广来贝、金瑞杰、鑫时空、苏宁云商、谦博文化
委托经营候车亭	白马广告、经典视线	白马广告、经典视线	白马广告、经典视线

公交车身 (委托经营)	媒体伯乐	媒体伯乐	-
车内看板 (委托经营)	道博文化	道博文化	道博文化、慧和广告
车载电视 (委托经营)	巴士在线、成都华视	广电星空、巴士在线、成都华视	广电星空、巴士在线、成都华视
<b>合计数量</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>13</b>
<b>上述主要客户收入合计占当年营业收入比例</b>	<b>97.74%</b>	<b>93.76%</b>	<b>90.16%</b>

#### 1、自营候车亭

2016年，公交传媒自营候车亭业务的主要客户包括成都网泰、广来贝、金瑞杰、鑫时空、苏宁云商、谦博文化等6家公司。2017年中旬，金瑞杰、谦博文化不再与公交传媒续约，公交传媒新增智元汇作为其主要客户。截至本回复出具之日，公交传媒与成都网泰、广来贝、鑫时空、苏宁云商、智元汇等客户均保持稳定的合作关系。

#### 2、委托经营候车亭

报告期内，公交传媒将部分候车亭委托经典视线及白马广告运营。截至本回复出具之日，公交传媒与经典视线、白马广告保持稳定的合作关系。

#### 3、公交车身

公交传媒自2017年1月1日起，取得838辆车的公交车身广告资源（可用于商业广告），并委托媒体伯乐运营上述资源，媒体伯乐每年定期向公交传媒支付媒体资源使用费。截至本回复出具之日，公交传媒与媒体伯乐保持稳定的合作关系。

#### 4、车内看板

2016年，公交传媒分别委托慧和广告及道博文化运营公交车车内看板广告媒体资源。因慧和广告自身经营问题，于2017年起不再与公交传媒合作，其负责运营的媒体资源已由道博文化承接并运营。截至本回复出具之日，公交传媒与道博文化保持稳定的合作关系。

#### 5、车载电视

报告期内，公交传媒分别委托巴士在线、成都华视、广电星空运营其公交车车载电视媒体资源。因广电星空因自身经营问题，于2017年6月起公交传媒不



再与其合作。截至本回复出具之日，公交传媒仍与巴士在线、成都华视保持合作关系。

#### （四）主要客户应收款项的收款情况及实际坏账损失发生情况

报告期内，公交传媒主要客户应收账款及实际坏账损失发生的情况如下（金额：万元）：

##### 1、2016 年度

客户名称	2015.12.31	本期含税收入额	本期销售回款	2016.12.31	实际坏账损失发生情况	备注
成都网泰	-	3,029.98	3,245.79	-215.81	无	预收款
白马广告	-	1,219.39	709.14	510.25	无	-
广来贝	-55.44	828.06	772.62	-	无	-
经典视线	752.07	755.07	1,507.14	-	无	-
金瑞杰	-17.43	630.90	628.31	-14.84	无	预收款
鑫时空	-	537.45	580.15	-42.71	无	预收款
苏宁云商	-	480.43	95.20	385.23	无	-
广电星空	-	360.00	180.00	180.00	无	-
谦博文化	-	318.54	309.55	8.99	无	-
成都华视	-	305.82	305.82	-	无	-
巴士在线	-	264.64	264.64	-	无	-
道博文化	-	293.76	293.76	-	无	-

##### 2、2017 年度

客户名称	2016.12.31	本期含税收入额	本期销售回款	2017.12.31	实际坏账损失发生情况	备注
成都网泰	-215.81	941.90	779.22	-53.14	无	预收款
白马广告	510.25	542.86	1,053.11	-	无	-
广来贝	-	700.48	757.59	-57.11	无	预收款
经典视线	-	802.33	824.24	-21.91	无	预收款
金瑞杰	-14.84	98.30	83.46	-	无	-
鑫时空	-42.71	1,199.44	1,139.53	17.21	无	-
苏宁云商	385.23	128.16	425.49	87.91	无	-

广电星空	180.00	120.21	-	300.21	无	-
谦博文化	8.99	76.90	77.04	8.85	无	-
成都华视	-	312.00	234.00	78.00	无	-
媒体伯乐	-	2,569.03	1,086.30	1,482.73	无	-
智元汇	-	742.72	751.88	-9.16	无	预收款
巴士在线	-	421.87	241.15	180.72	无	-
道博文化	-	401.29	401.29	-	无	-

### 3、2018年1-6月

客户名称	2017.12.31	本期含税收入额	本期销售回款	2018.6.30	实际坏账损失发生情况	备注
成都网泰	-53.14	1,089.29	1,738.09	-701.94	无	预收款
白马广告	-	267.59	-	267.59	无	-
广来贝	-57.11	262.27	413.38	-208.22	无	预收款
经典视线	-21.91	654.23	632.32	-	无	-
鑫时空	17.21	205.61	227.02	-4.20	无	预收款
苏宁云商	87.91	92.77	60.06	120.62	无	-
广电星空	300.21	-	-	300.21	无	-
谦博文化	8.85	-	-	8.85	无	-
成都华视	78.00	156.00	156.00	78.00	无	-
媒体伯乐	1,482.73	1,338.31	1,482.73	1,338.31	无	-
智元汇	-9.16	484.18	470.49	4.52	无	-
巴士在线	180.72	178.53	170.72	188.54	无	-
道博文化	-	218.57	218.57	-	无	-

根据上表，报告期内，公交传媒主要客户的应收账款整体回款情况良好，未实际发生资产减值损失。

截至2018年6月30日，公交传媒对白马广告、媒体伯乐、巴士在线、成都华视的应收账款分别为267.59万元、1,338.31万元、188.54万元、78.00万元，其主要原因是公交传媒与前述委托经营客户每半年或每季度结算一次，结算后一般在1-3个月内付款，该等应收账款是已结算尚未支付款项产生的。经核查，截至本回复出具之日，上述应收账款已全部收回。

截至 2018 年 6 月 30 日，公交传媒对苏宁云商的应收账款为 120.62 万元，其主要原因是苏宁云商为公交传媒的直接客户，且为信用良好的上市公司，经公交传媒领导批准，给予其 3-6 个月的信用账期。截至本回复出具之日，上述应收账款已全部收回。

截至 2018 年 6 月 30 日，公交传媒对广电星空的应收账款为 300.21 万元，其主要原因是广电星空拖欠的媒体管理费及违约金。公交传媒已于 2017 年 9 月向成都市武侯区人民法院提起诉讼，要求广电星空支付媒体管理费及违约金；2018 年 5 月 20 日，成都市武侯区人民法院作出一审判决，判决公交传媒胜诉，广电星空在判决生效之日起十日内向公交传媒支付媒体管理费及违约金。2018 年 6 月 15 日，广电星空不服一审判决，向成都市中级人民法院提起上诉。截至本回复出具之日，二审正在审理中，广电星空尚未支付媒体管理费及违约金。

#### **（五）目前互联网广告行业发展及对公交传媒业务冲击程度**

根据 CODC 数据显示，在互联网广告行业高速发展的背景下，2013 年至 2017 年，中国户外广告行业市场规模从 784 亿元增长至 1,312 亿元，占广告产业总规模比重由 15.62% 增长至 19.03%，呈稳步上升趋势。互联网广告行业的发展对户外广告行业的发展冲击相对有限，亦对公交传媒的主营业务冲击程度相对较小，具体原因如下：

在网络发展成熟的基础上，互联网广告出现并迅速发展起来，以其互联网技术赋予的特有优势给传统媒体带来了一定的冲击。互联网广告对传统媒体的替代效应较为明显，一方面，由于消费者每天的业余时间有限，其用于上网的时间增加，用于阅读报刊、观看电视的时间就会相应减少；另一方面，由于消费者阅读习惯、阅读场景、接受信息方式潜移默化的变化影响，也导致利用碎片化时间更为充分、阅读体验较好、信息流媒体形式丰富、互动性强的互联网广告相对传统媒体广告具有全方位的优势，因此互联网广告的发展对传统纸媒、电视媒体广告的冲击较大。

然而，户外广告以其丰富的表现形式、有效的信息传播、视觉冲击力强、发布时间长及经济实惠的成本投入等优势在互联网广告的冲击下依然维持稳定的发展，并且户外场景相对特殊，消费者在户外时较少浏览互联网终端，因此户外广告投放相对于传统媒体而言，被互联网广告替代的难度更大，反而因传统媒体

的挤出效应而有所受益。互联网媒体是线上媒体，在发布广告时具有传播速度快、门槛低等特点；户外媒体是线下媒体，具有高覆盖率、强制性阅读、与消费者联系紧密等特点。互联网广告擅于精准营销，户外广告以高覆盖率见长，两者各有优势，相辅相成。目前，越来越多广告主开始采用“线上+线下”媒体的组合方式进行广告投放，投放互联网广告更侧重于品牌的建设，投放户外广告更侧重于产品的宣传销售，各有侧重。公交广告作为户外广告的重要组成部分，具有覆盖面广、视觉冲击力强、广告效果突出等优势，深受广告主的青睐。

#### （六）同行业可比公司盈利水平

2016年、2017年，同行业可比公司的公交媒体相关业务的收入情况及毛利率水平如下所示（金额：万元）：

广告公司名称	2017年		2016年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
白马户外	170,630.60	44.77%	160,777.80	44.24%
北巴传媒	47,282.73	75.71%	46,449.09	77.44%
大象股份	10,515.34	45.19%	7,392.42	46.88%
龙帆广告	37,978.91	54.50%	37,098.75	52.66%
<b>平均值</b>	<b>66,601.90</b>	<b>55.04%</b>	<b>62,929.52</b>	<b>55.31%</b>
公交传媒	9,049.19	62.07%	9,429.66	62.68%

注1：上述营业收入和毛利率均为相关公司的公交媒体业务的数据；

注2：大象股份2017年营业收入和毛利率水平为其当年预测数据，其2017年实际数据并未公开披露。

根据上表，2016年、2017年，公交传媒同行业可比公司的公交媒体业务收入规模均呈现上升趋势，其毛利率水平相对维持在较高水平并保持相对稳定，也印证了国内公交媒体市场竞争力较强和总体向好趋势。

综上，公交传媒的主营业务主要分为自营业务和委托经营业务，报告期内，其委托经营业务的出租率和收入相对稳定，其自营业务的上刊率和收入在历经2017年短暂下滑后，已于2018年1-6月逐渐回升。报告期内，公交传媒的主要客户留存率较高，主要客户的回款情况良好，互联网广告行业发展对公交传媒业务的影响相对较小，与同行业可比公司的相关业务发展趋势、盈利水平相比不存

在明显差异。总体而言，公交传媒未来年度盈利水平具有可持续性和稳定性。

**二、结合公交传媒未来年度业务发展预期、现代传播对公交传媒收取媒体资源使用费的定价依据、未来年度现代传播预期新增广告资源情况及新客户拓展和维系情况等，补充披露未来年度现代传播是否具备持续盈利能力**

### **（一）公交传媒未来年度业务发展预期**

#### **1、自营候车亭广告**

户外媒体广告行业存在区域垄断性特征。由于优质户外媒体资源的区域集中，在某一城市占据媒体资源优势的媒体资源运营商往往对广告主的吸引力强，从而拥有较强的定价和议价能力，同时也会对处于资源弱势地位的竞争对手产生挤出效应，进一步巩固优质媒体资源运营商的区域垄断地位。公交传媒委托经营的公交候车亭大牌在逐渐收回后，进一步提高了其对成都公交广告市场的垄断地位，其媒体资源优势进一步增强，议价能力将会得到进一步提升，同时也会吸引更多的广告客户与之合作，从而提高其未来的盈利能力。

#### **2、委托经营候车亭广告**

报告期内，公交传媒自营候车亭大牌销售均价是委托经营候车亭大牌租赁均价的7倍左右。随着委托经营合同的逐步到期，合同约定的媒体资源将由公交传媒收回并纳入自营业务体系。公交传媒将以自营模式经营该部分媒体资源，对其进行运维、自主定价和独立销售。届时，该部分媒体资源的定价原则将与公交传媒现有的自营候车亭保持一致，其销售均价将远高于原委托经营的销售价格。因此，上述资源的收回预期可显著增强公交传媒的整体盈利能力。

#### **3、公交车身广告**

根据成都市当地政策，成都市中心城区内，仅媒体伯乐运营的838辆公交车可用于发布公交车身商业广告，公交车身媒体资源非常稀缺，媒体资源的广告价值较高。根据访谈，最近几年，媒体伯乐经营的公交车身广告年均上刊率近80%，处于相对较高的水平。同时，由于资源的稀缺性和成都市户外广告市场总需求量的增加，预计公交车身广告的销售均价有进一步上升的空间。

#### **4、车内看板广告**

截至本回复出具之日，公交传媒将5,801辆车的车内看板资源委托给道博文化运营，并根据合同约定的固定数量和单价，向道博文化收取媒体资源使用

费。公交传媒未来将继续与道博文化保持良好的合作关系，该业务未来收入预期稳定。

#### 5、车载电视广告

受终端广告主对车载电视广告投放减少的影响，报告期内，公交传媒的车载电视资源的出租率逐年下滑。但公交传媒车载电视广告收入规模相对较小，其出租率的下滑，对其整体盈利情况不利影响较小。截至本回复出具之日，公交传媒仍与巴士在线、成都华视保持合作关系，委托其运营公交车车载电视媒体资源。与此同时，公交传媒仍在积极寻找合作运营商，以提高车载电视的出租率。

#### **（二）现代传播对公交传媒收取媒体资源使用费的定价依据**

具体见本回复“问题 5”之“一、未来年度上述媒体资源使用费的协商确定依据，并以列表形式补充披露公交传媒运营的媒体资源类型、数量及其采购单价定价依据及其定价公允性”之“1、未来年度上述媒体资源使用费的协商确定依据”。

根据现代传播与公交传媒签署《委托经营协议补充协议》，明确了现代传播在未来年度将按照《委托经营协议》约定的收费方式和金额向公交传媒收取媒体资源经营管理费，在现代传播受托经营的成都市公交广告资源范围整体不发生变化的情况下，未来年度不存在调整媒体资源经营管理费的收费方式和收费金额的情况。

#### **（三）未来年度现代传播预期新增广告资源情况及新客户拓展和维系情况**

截至本回复出具之日，现代传播成立时间较短，目前仅拥有 30 年的成都市公交广告经营权一项核心资产。但根据传媒集团对现代传播未来发展的定位及现代传播自身的发展规划，现代传播将致力于成为全国性户外媒体资源的整合平台，将以成都市公交媒体资源为基础，在未来年度以眉山、德阳、雅安等成都周边城市或四川省内城市的公交广告媒体资源为首要目标进行业务拓展，同时也会努力争取各大省会城市的公交媒体、地铁媒体、户外商业大牌等优质媒体资源。

截至本回复出具之日，现代传播成立时间较短，尚在业务规划和人员招聘的筹备期，尚未进行新客户的拓展工作。未来年度，现代传播将会通过自有团队积极进行客户拓展和开发，在取得新增的户外媒体资源后，选择与专业媒体资源运

营公司合作经营（收入分成、利润分成等方式）、成立合资公司共同运营、兼并收购运营公司等多种模式来管理和运营新增的户外媒体资源。

综上，截至本回复出具之日，现代传播仅拥有 30 年成都市公交广告经营权一项核心资产，其主要客户为公交传媒，主要收入来源是在委托经营期限内向公交传媒收取媒体资源的经营管理费。未来年度，预计公交传媒业务将稳步发展，同时根据现代传播与公交传媒签署的《委托经营协议》及《委托经营协议补充协议》，未来年度不存在调整媒体资源经营管理费的收费方式和收费金额的情况，由此保证了现代传播未来年度营业收入的稳定性。此外，现代传播未来还将继续获取不同类型或不同区域的户外媒体资源，通过与第三方合资、合作等方式开展户外广告业务，进一步扩大业务规模和提升盈利能力。因此，现代传播在未来年度具备持续盈利能力。

### 三、评估师核查意见

经核查，评估师认为：（1）报告期内公交传媒主营业务发展较为稳定、主要客户的回款情况良好、互联网广告行业发展对公交传媒业务的影响相对较小、同行业可比公司的相关业务规模呈上升趋势、盈利能力保持相对稳定，因此公交传媒未来年度盈利水平具有可持续性和稳定性；（2）截至本回复出具之日，现代传播仅拥有 30 年成都市公交广告经营权，其主要收入来源是在委托经营期限内向公交传媒收取媒体资源的经营管理费。未来年度，预计公交传媒业务将稳步发展，同时根据现代传播与公交传媒签署的《委托经营协议》及《委托经营协议补充协议》，在现代传播受托经营的成都市公交广告资源范围整体不发生变化的情况下，未来年度不存在调整媒体资源经营管理费的收费方式和收费金额的情况，由此保证了现代传播未来年度营业收入的稳定性。此外，现代传播未来还将继续获取不同类型或不同区域的户外媒体资源，进一步扩大业务规模和提升盈利能力。因此，现代传播在未来年度具备持续盈利能力。

**问题 8. 申请文件显示，本次交易以标的资产收益法的评估结果作为评估定价依据。公交传媒、现代传播 100%股权的评估值分别为 60,115.50 万元和 39,929.08 万元，公交传媒 70%股权和现代传播 100%股权交易作价分别为 42,080.85 万元和 39,929.08 万元。请你公司结合标的资产报告期内公交传媒业务开展情况、**

**主要客户留存情况、未来年度预测营业收入的可实现性、市场竞争程度、可比交易作价及评估增值情况、市盈率和市净率水平等，补充披露本次交易作价的合理性，是否充分保护了上市公司和中小股股东利益。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。**

回复：

#### **一、报告期内公交传媒业务开展情况**

报告期内，公交传媒业务开展情况具体请见本回复“问题 7”之“一、公交传媒未来年度盈利水平的可持续性及其稳定性”之“1、公交传媒报告期内主营业务开展情况”。

#### **二、主要客户留存情况**

报告期内，公交传媒的主要客户留存率较高，具体请见本回复“问题 7”之“一、公交传媒未来年度盈利水平的可持续性及其稳定性”之“3、主要客户变动及续约情况”。

#### **三、未来年度预测营业收入的可实现性**

公交传媒未来年度预测营业收入的可实现性较强，具体分析请见本回复“问题 9”之“二、补充披露预测期内自营候车亭大牌收入和候车亭小牌收入及对应的媒体资源数量、上刊率水平和刊例价的预测依据及可实现性”，“三、预测期内该项营业收入的预测依据及可实现性”，“四、预测期内公交车身广告业务收入的可实现性”，“五、披露预测期内车内看板广告业务收入和车载电视广告业务收入的可实现性”。

现代传播未来年度预测营业收入的可实现性较强，具体分析见本回复“问题 14”之“一、结合双方对媒体资源使用费的约定情况及可调整性、委托经营内容、未来年度现代传播新增公交媒体广告资源获得情况、未来年度公交传媒主营业务发展预测实现情况及对资源使用费的影响情况等，补充披露预测期内现代传播营业收入的可实现性”。

#### **四、市场竞争程度**

从全国市场来看，户外广告行业涉及区域较广、媒体形式较多，市场参与者众多，户外广告行业市场整体上竞争充分，广告客户可根据广告公司各自拥有的媒体数量及服务质量进行投放决策。



从区域市场上来看，户外广告行业又存在区域垄断性特征。由于优质户外媒体资源的区域集中，在某一城市占据媒体资源优势的媒体资源运营商往往对广告主的吸引力强，从而拥有较强的定价或议价能力，同时也会对处于资源弱势地位的竞争对手产生挤出效应，进一步巩固优质媒体资源运营商的区域垄断地位。故在区域市场上，具有区域优势的地方性户外广告公司和全国知名的大型户外广告公司，会倾向于取得大部分或垄断当地某些户外媒体资源的运营权，以增强其在当地的竞争力和盈利能力。

公交传媒是一家专注于公共交通系统广告媒体资源运营的专业文化传媒公司，现代传播拥有成都市公交广告的独家经营权，公交传媒与现代传播共同负责管理和运营成都市公交广告媒体资源。成都市作为我国“新一线”城市的代表，商业资源密集度高，商业品牌众多并且大型商圈密集，而且当地居民消费能力日益增强，成都市户外广告媒体资源价值快速提升。公交传媒和现代传播在成都公交广告市场形成区域垄断，议价能力强，竞争优势明显，未来发展潜力较大。

## 五、可比交易作价及评估增值情况

本次交易的标的公司为公交传媒及现代传播，本次评估过程中，出于谨慎性考虑，现代传播未来年度的营业收入均来自于公交传媒向其缴纳的媒体资源经营管理费。

本次交易中，交易对方的业绩补偿方式为：在业绩承诺期间，如果公交传媒和现代传播截至当期期末合计的累积实现净利润数低于截至当期期末合计的累积承诺净利润数，则传媒集团需按照签署的《业绩补偿协议》及其补充协议的约定以其届时持有的上市公司的股份对上市公司进行补偿，以本次交易所获得的上市公司股份数量为上限，股份补偿不足的部分将以现金进行补偿。具体计算公式为：补偿股份数量=〔截至当期期末公交传媒及现代传播合计的累积承诺利润数-截至当期期末公交传媒及现代传播合计的累积实现利润数〕÷业绩承诺期内各年标的公司合计的承诺利润数总和×标的资产交易作价-已补偿金额〕÷发行价格。

综上，在与可比交易案例的相关指标进行对比时，将公交传媒与现代传播看作一个整体合并计算，更为合理，更具可比性。

根据 A 股上市公司公开资料，筛选 A 股上市公司收购广告行业的企业的相关案例作为参考。筛选的标准为，评估基准日在 2015 年及以后年份，标的资产为中国大陆注册、主营广告业务的企业，且交易对方做出了利润承诺。

可比交易案例中，评估作价及评估增值情况如下（金额：万元）：

上市公司	标的公司	净资产	评估值	评估增值率
浙江富润	杭州泰一指尚科技有限公司	28,751.86	120,150.65	317.89%
南通锻压	北京亿家晶视传媒有限公司	15,239.05	132,900.00	772.10%
天山生物	大象广告股份有限公司	133,403.36	247,060.00	85.20%
万润科技	杭州信立传媒广告有限公司	15,101.87	76,800.00	408.55%
南极电商	北京时间互联网络科技有限公司	6,419.33	95,615.77	1,389.50%
华扬联众	海南龙帆广告有限公司	56,723.35	189,300.00	233.73%
平均值		-	-	<b>534.49%</b>
中位数		-	-	<b>363.22%</b>
公交传媒		<b>6,209.71</b>	<b>60,115.50</b>	<b>868.09%</b>
现代传播		<b>39,917.29</b>	<b>39,929.08</b>	<b>0.03%</b>
公交传媒与现代传播合并计算		<b>46,127.00</b>	<b>100,044.58</b>	<b>116.89%</b>

根据上表，可比交易案例的评估增值率的平均值和中位数分别为 534.49% 和 363.22%。将公交传媒与现代传播合并计算后，标的资产的评估增值率为 116.89%，低于可比交易案例评估增值率的平均值和中位数，本次交易的评估增值具有合理性。

## 六、可比交易的市盈率和市净率水平

根据 A 股上市公司公开资料，筛选 A 股上市公司收购广告行业的企业的相关案例作为参考。筛选的标准为，评估基准日在 2015 年及以后年份，标的资产为中国大陆注册、主营广告业务的企业，且交易对方做出了利润承诺。

可比交易案例中，标的企业的评估作价对应的交易市盈率、交易市净率情况统计如下：

上市公司	标的公司	交易静态市盈率	交易动态市盈率	交易市净率
浙江富润	杭州泰一指尚科技有限公司	43.82	21.85	4.18
南通锻压	北京亿家晶视传媒有限公司	14.47	12.08	8.72

天山生物	大象广告股份有限公司	22.41	17.62	1.85
万润科技	杭州信立传媒广告有限公司	16.68	12.80	5.09
南极电商	北京时间互联网络科技有限公司	92.87	14.06	14.89
华扬联众	海南龙帆广告有限公司	38.39	11.27	3.34
平均值		<b>38.11</b>	<b>14.95</b>	<b>6.35</b>
中位数		<b>30.40</b>	<b>13.43</b>	<b>4.64</b>
公交传媒		<b>15.85</b>	<b>13.96</b>	<b>9.68</b>
现代传播		-	<b>54.43</b>	<b>1.00</b>
公交传媒与现代传播合并计算		<b>26.38</b>	<b>19.85</b>	<b>2.17</b>

注 1：交易静态市盈率=交易作价/评估基准日最近的一个年度的净利润；

注 2：交易动态市盈率=交易作价/业绩承诺第一年的净利润；

注 3：交易市净率=交易作价/评估基准日时的净资产。

可比交易案例的交易静态市盈率的平均值和中位数分别为 38.11 和 30.40，本次交易中，经合并计算，标的资产的交易静态市盈率为 26.38，低于可比交易案例的平均水平。

可比交易案例的交易动态市盈率的平均值和中位数分别为 14.95 和 13.43，本次交易中，经合并计算，标的资产的交易动态市盈率为 19.85，高于可比交易案例的平均水平，其主要原因是：（1）现代传播的成都市公交广告经营权的价值为 38,917.39 万元，按 30 年的受益期进行摊销，其摊销金额计入当期营业成本，年度摊销金额为 1,297.25 万元，直接减少了当期损益。而在收益法评估中，由于无形资产摊销没有产生现金实际流出，不影响自由现金流的预测，从而造成了现代传播净利润水平与其自由现金流较大的差异，导致其市盈率相对较高；（2）现代传播成立于 2018 年 3 月 27 日，成立时间较短，其 2017 年度无相关财务数据，2018 年度的净利润为 2018 年 4-12 月产生的净利润，盈利能力尚未得以完全体现，未来随着其开展其他经营业务，盈利能力将逐渐增强，从而降低市盈率水平。

可比交易案例的交易市净率的平均值和中位数分别为 6.35 和 4.64，本次交易中，经合并计算，标的资产的交易市净率为 2.17，显著低于可比交易案例平均水平。

为消除折旧摊销的影响，用企业价值倍数进行比较，可比交易案例中，标的企业的企业价值倍数情况如下：

上市公司	标的公司	EBITDA	EV	EV/EBITDA
浙江富润	杭州泰一指尚科技有限公司	6,530.06	120,150.65	18.40
南通锻压	北京亿家晶视传媒有限公司	14,922.32	132,900.00	8.91
天山生物	大象广告股份有限公司	23,030.03	247,060.00	10.73
万润科技	杭州信立传媒广告有限公司	7,568.47	76,800.00	10.15
南极电商	北京时间互联网络科技有限公司	5,667.34	95,615.77	16.87
平均值		-	-	<b>13.01</b>
公交传媒		<b>5,818.68</b>	<b>60,115.50</b>	<b>10.33</b>
现代传播		<b>1,954.49</b>	<b>39,929.08</b>	<b>20.43</b>
公交传媒与现代传播合并计算		<b>7,773.17</b>	<b>100,044.58</b>	<b>12.87</b>

注 1：企业价值倍数=交易作价/业绩承诺第一年的 EBITDA；

注 2：EBITDA=营业利润+财务费用+折旧摊销；

注 3：截至本回复出具之日，华扬联众收购龙帆广告只披露了重组预案，其中未披露 EBITDA 数据。

可比交易案例的企业价值倍数的平均值为 13.01，本次交易中，经合并计算，标的资产的企业价值倍数为 12.87，低于可比交易案例的平均值，本次交易评估值具有合理性。

综上，与可比交易案例相比，标的资产的交易静态市盈率、交易市净率及企业价值倍数较低，故本次交易评估值具有合理性。

### 七、本次交易作价的合理性

综上，报告期内公交传媒业务开展相对稳定、主要客户留存率高、标的公司未来年度预测营业收入的可实现性较强、标的公司在成都市公交广告市场竞争优势明显、本次交易的评估增值、市盈率及市净率水平合理，本次交易作价具有合理性，充分保护了上市公司和中小股股东利益。

### 八、评估师核查意见

经核查，评估师认为：本次交易的评估增值、市盈率及市净率水平合理，本次交易作价具有合理性，充分保护了上市公司和中小股股东利益。

**问题 9. 申请文件显示，本次对公交传媒的收益法评估中，公交传媒详细预测期为 2018 年至 2031 年，2031 年后将进入永续期。预测期内，公交传媒营业收入将持续稳定增长，营业收入将由 10,917.67 万元增长至 22,930.86 万元。请你**

公司：1) 补充披露截至目前公交传媒 2018 年经营业绩的实际实现情况。2) 结合报告期内公交传媒自营的不同类型媒体资源数量情况、实际上刊率情况、销售单价水平、主要客户（穿透至最终广告主）留存率情况、新客户拓展情况、广告行业发展趋势变动及互联网广告行业发展对公交传媒主营业务冲击程度等因素，补充披露预测期内自营候车亭大牌收入和候车亭小牌收入及对应的媒体资源数量、上刊率水平和刊例价的预测依据及可实现性。3) 补充披露公交传媒将与海南白马广告媒体投资有限公司和成都经典视线广告传媒有限公司委托经营业务转为自营业务模式的原因，上述不同业务模式下对公交传媒收费模式及盈利水平的影响，预测期内该项营业收入的预测依据及可实现性。4) 结合报告期内公交车身广告收入业务发展情况、最终客户留存情况及付费意愿、未来年度公交车身广告收入业务发展预测等，补充披露预测期内公交车身业务收入的可实现性。5) 补充披露公交传媒与成都道博文化传播有限公司、巴士在线科技有限公司、成都华视数字移动电视有限公司合作合同的主要内容（包括但不限于合作期限，合作内容、委托经营媒体资源情况、权利义务分配、收益分配、是否存在提前终止或调整收益分配条款等），并结合报告期内车内看板广告业务和车载电视广告业务的实际上刊率情况、主要客户留存及变动情况及上述因素对未来年度该业务销售定价影响情况等，补充披露预测期内车内看板广告业务收入和车载电视广告业务收入的可实现性。6) 对比可比交易案例情况，补充披露本交易对公交传媒评估时详细预测期长达 13 年的原因及合理性，是否存在刻意延长详细预测期以增加评估值的情形，并量化分析对公交传媒评估值的影响。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、补充披露截至目前公交传媒 2018 年经营业绩的实际实现情况

根据公交传媒 2018 年 1-9 月未经审计的财务报告及本次交易对公交传媒的评估报告，公交传媒 2018 年 1-9 月经营业绩的实际实现情况如下（金额：万元）：

项目	2018 年 1-9 月	2018 年（预测）	完成比例
营业收入	7,295.02	10,917.67	66.82%
扣除非经常性损益归属于母公司所有者的净利润	2,859.07	4,296.08	66.55%

2018 年 1-9 月，公交传媒实现营业收入 7,295.02 万元（未经审计）。截至本

回复出具之日，根据公交传媒已签订的合作协议及订单，预计其在 2018 年四季度可确认营业收入为 2,846.61 万元。2018 年全年预测营业收入为 10,917.67 万元，公交传媒 2018 年 1-9 月营业收入与其目前在手订单于 2018 年 10-12 月可确认收入金额之和占 2018 年全年预测收入的 92.89%。此外，考虑到 2018 年 10-12 月，公交传媒仍将持续开发和拓展客户，并带来的增量合同收入，公交传媒 2018 年承诺业绩的可实现性较强。

二、结合报告期内公交传媒自营的不同类型媒体资源数量情况、实际上刊率情况、销售单价水平、主要客户（穿透至最终广告主）留存率情况、新客户拓展情况、广告行业发展趋势变动及互联网广告行业发展对公交传媒主营业务冲击程度等因素，补充披露预测期内自营候车亭大牌收入和候车亭小牌收入及对应的媒体资源数量、上刊率水平和刊例价的预测依据及可实现性

（一）报告期内公交传媒自营的不同类型媒体资源数量情况、实际上刊率情况、销售单价水平

2016 年、2017 年、2018 年 1-3 月，公交传媒自营的不同类型媒体资源数量情况、实际上刊率情况、销售单价水平具体情况如下：

资源类型	项目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年
候车亭大牌	可用于发布商业广告的数量（块）	1,722	1,723	1,692
	年均上刊率	41.73%	33.13%	57.80%
	媒体刊例含税单价（元/天）	593.00	593.00	566.00
	媒体实际销售均价的含税单价（元/天）	198.66	202.60	175.95
	综合折扣率	33.50%	34.17%	31.09%
候车亭小牌	可用于发布商业广告的数量（块）	299	300	311
	年均上刊率	4.16%	2.86%	6.21%
	媒体刊例含税单价（元/天）	224.00	224.00	214.00
	媒体实际销售均价的含税单价（元/天）	78.53	74.27	74.68
	综合折扣率	35.06%	33.16%	34.90%

（二）主要客户（穿透至最终广告主）留存率情况

公交传媒 2016 年自营业主要客户（穿透至最终广告主）共 14 家，1 年以后仍继续合作的有 11 家，客户留存率为 78.57%；1 年半以后仍继续合作的有 9 家，客户留存率为 64.29%，客户留存率较高，具体情况如下：

2016 年主要客户	2017 年是否继续合作	2018 年 1-6 月是否继续合作
苏宁云商	是	是
成都铜雀台整形美容医院有限公司	是	是
北京陌陌科技有限公司	是	是
四川米兰柏羽医学美容医院有限公司	是	否
美莱医学美容医院有限公司	是	是
成都顶津食品有限公司	否	否
上海行川信息科技有限公司	否	否
京东集团	是	是
海尔集团	是	否
成都玛丽亚妇产儿童医院有限公司	否	否
北京字节跳动科技有限公司	是	是
美国科勒公司	是	是
内蒙古伊利实业集团	是	是
四川省体育彩票管理中心	是	是

### （三）新客户拓展情况

报告期内，公交传媒自营候车亭广告业务的主要客户为广告代理商，其采用分行业年度代理营销策略，与拥有特定行业客户资源优势的广告代理商合作，对细分行业进行市场开拓。报告期内，公交传媒的自营业的主要客户相对保持稳定，主要客户留存率较高。2017 年，公交传媒与金瑞杰、谦博文化终止合作后，新开发客户智元汇进行合作；2018 年 1-6 月，公交传媒新开发客户一刻文化进行合作，具体变动情况如下：

类型	2018 年 1-6 月	2017 年	2016 年
续约客户	成都网泰、广来贝、鑫时空、苏宁云商、智元汇	成都网泰、广来贝、鑫时空、苏宁云商	成都网泰、广来贝、金瑞杰、鑫时空、苏宁云商、谦博文化
变动客户	一刻文化（当年新增）	金瑞杰（当年终止）、	-



	谦博文化（当年终止）、 智元汇（当年新增）	
--	--------------------------	--

报告期内，相对于 2016 年，公交传媒 2017 年及 2018 年 1-6 月自营业主要客户（穿透至最终广告主）的新增情况如下：

项目	2018 年 1-6 月	2017 年
终端新增客户数量	53	132

注：终端新增客户数量为当年相对于上一年新增的终端客户数量。

#### （四）广告行业发展趋势变动及互联网广告行业发展对公交传媒主营业务冲击程度

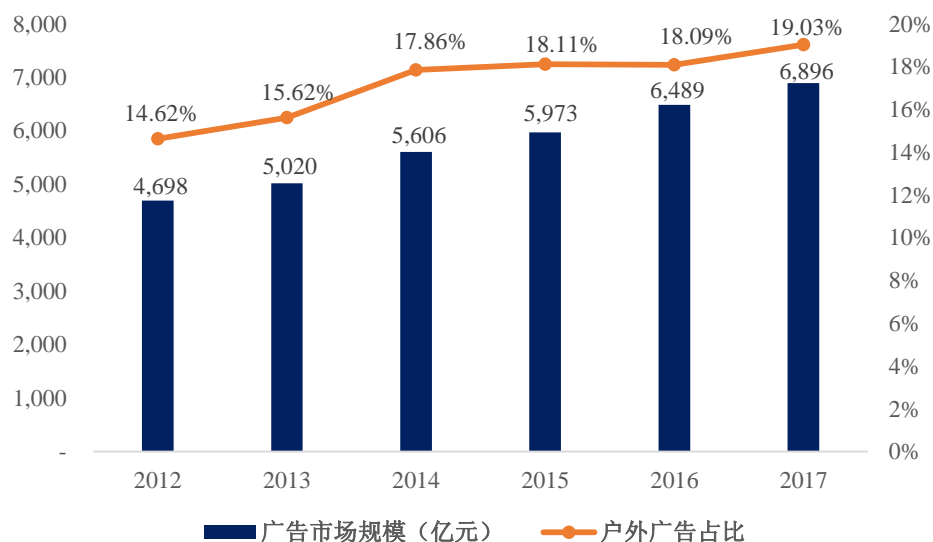
公交传媒主要通过运营成都市公交广告媒体资源为客户提供广告发布服务，属于户外广告行业，为广告行业的细分行业。

我国广告行业的发展与 GDP 增长密切相关，尽管近年来受宏观经济增速放缓等因素影响，中国广告行业市场规模增速放缓，但增长趋势未改，根据国家市场监督管理总局的统计数据，2012 年至 2017 年，我国广告市场规模整体增长 46.79%，年复合增长率为 7.98%。2017 年，我国广告市场经营总额为 6,896.41 亿元，广告行业经营总额占 GDP 比重为 0.83%，但与欧美等广告市场成熟国家超过 2% 的平均水平相比，我国的广告产业占 GDP 比重仍然偏低，行业未来增长空间较大。

与传统广告形式相比，面向出行人群的户外广告具备城市覆盖率高、千人成本低、不可替代性高、发布时段长、数量巨大、视觉冲击强烈等优势。根据 CODC 数据显示，2012 年至 2017 年，我国户外广告市场规模占广告产业总规模比重由 14.62% 增长至 19.03%，呈上升趋势，其具体情况如下：

#### 2012-2017 年我国广告市场规模及户外广告市场占比





数据来源：CODC，国家市场监督管理总局

户外广告媒体运营商所运营的媒体资源的质量和数量直接决定了其广告播出网络的范围、层次、服务水平以及广告传播效果和转化率，是广告主衡量广告运营商的重要因素，也是广告媒体运营商竞争的核心要素。对于户外广告媒体运营商而言，为了获取优质媒体资源而支付的经营权费用是其最主要的营业成本，该成本直接影响运营商的毛利率水平。目前，越来越多的广告主开始重视公交广告、地铁广告、楼宇广告等线下户外广告媒体资源的商业价值，随着市场对户外广告媒体资源的商业价值的重估，未来可能会吸引更多的竞争者加入本行业，并就媒体资源的经营权展开竞争，增加未来获取媒体资源经营权的成本，从而可能降低行业的平均毛利率。

综上，我国广告行业的发展潜力大，竞争优势明显的户外广告细分市场未来还将保持高于整体广告行业的发展速度，我国户外广告行业未来的市场空间较大。未来户外广告运营商的竞争将主要是对优质媒体资源经营权的竞争，随着竞争的日益激烈，将会增加未来获取媒体资源经营权的成本，从而可能降低行业的平均毛利率。

互联网广告行业发展对公交传媒主营业务冲击程度具体分析见本回复见“问题 7”之“一、公交传媒未来年度盈利水平的可持续性及其稳定性”之“（五）目前互联网广告行业发展及对公交传媒业务冲击程度”。

**（五）预测期内自营候车亭大牌收入和候车亭小牌收入及对应的媒体资源数量、上刊率水平和刊例价的预测依据及可实现性**

本次评估，根据公交传媒提供的公交候车亭媒体资源的数量、刊例价、平均上刊率、综合折扣率及相关经营状况统计表，结合其业务收入的构成和发展规划，预测未来年度各项经营指标的变动趋势。

对公交传媒未来自营候车亭业务收入预测，其公式如下：

自营候车营业收入=候车亭大牌收入+候车亭小牌收入+委托经营转自营的候车亭大牌收入。

营业收入计算公式如下：

营业收入=媒体数量×刊例价×综合折扣率×平均上刊率×发布天数

其中：媒体数量根据企业提供的媒体资源统计表计算，并假设未来保持不变，未考虑未来可能新增媒体资源的影响。

刊例价是广告发布执行的参考指标。根据企业制定的历史年度价格基准和调整幅度，结合媒体资源周边及商圈的环境、媒体资源的稀缺性或区域垄断性、销售模式来确定未来年度的上涨幅度。

综合折扣率主要参照历史年度平均水平、媒体规模和营销策略预测。综合折扣率包括销售折扣和套装折扣，以达到吸引客户批量投放、平衡各媒体资源利用效率的目的。综合折扣率=实际销售均价/刊例价。

平均上刊率是指一定发布期间内，广告实际上刊平均数量占媒体数量的比例，与闲置率相对应。根据媒体的成熟度、位置、客流受众并参考行业水平预测。

公交候车亭自营候车亭广告业务预测收入主要参数如下（数量：块，金额：万元）：

项目	2018年 4-12月	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
自营候车亭大牌收入	4,615.00	7,189.65	9,243.84	9,243.84	9,243.84	9,449.25	9,449.25	9,449.25
媒体数量	1,722	2,012	2,012	2,012	2,012	2,012	2,012	2,012
平均上刊率	52.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
平均实际上刊数	895.44	1,006.00	1,006.00	1,006.00	1,006.00	1,006.00	1,006.00	1,006.00
刊例价（元/块）	593.00	593.00	593.00	593.00	593.00	593.00	593.00	593.00

项目	2018年 4-12月	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
/天)								
综合折扣率	33.50%	35.00%	45.00%	45.00%	45.00%	46.00%	46.00%	46.00%
发布天数(天)	275	365	365	365	365	365	365	365
自营候车亭小牌收入	<b>91.68</b>	<b>162.24</b>	<b>185.12</b>	<b>277.68</b>	<b>296.19</b>	<b>296.19</b>	<b>323.95</b>	<b>323.95</b>
媒体数量	300	300	300	300	300	300	300	300
平均上刊率	15.00%	20.00%	20.00%	30.00%	32.00%	32.00%	35.00%	35.00%
平均实际上刊数	45.00	60.00	60.00	90.00	96.00	96.00	105.00	105.00
刊例价(元/块/天)	224.00	224.00	224.00	224.00	224.00	224.00	224.00	224.00
综合折扣率	35.06%	35.06%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
发布天数(天)	275	365	365	365	365	365	365	365

(续上表)

项目	2026	2027	2028	2029	2030	2031	永续期
自营候车亭大牌收入	<b>9,449.25</b>	<b>9,449.25</b>	<b>9,449.25</b>	<b>9,449.25</b>	<b>9,449.25</b>	<b>9,449.25</b>	<b>9,449.25</b>
媒体数量	2,012	2,012	2,012	2,012	2,012	2,012	2,012
平均上刊率	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
平均实际上刊数	1,006.00	1,006.00	1,006.00	1,006.00	1,006.00	1,006.00	1,006.00
刊例价(元/块/天)	593.00	593.00	593.00	593.00	593.00	593.00	593.00
综合折扣率	46.00%	46.00%	46.00%	46.00%	46.00%	46.00%	46.00%
发布天数(天)	365	365	365	365	365	365	365
自营候车亭小牌收入	<b>323.95</b>	<b>323.95</b>	<b>370.23</b>	<b>370.23</b>	<b>370.23</b>	<b>370.23</b>	<b>370.23</b>
媒体数量	300	300	300	300	300	300	300

项目	2026	2027	2028	2029	2030	2031	永续期
平均上刊率	35.00%	35.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
平均实际上刊数	105.00	105.00	120.00	120.00	120.00	120.00	120.00
刊例价（元/块/天）	224.00	224.00	224.00	224.00	224.00	224.00	224.00
综合折扣率	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
发布天数(天)	365	365	365	365	365	365	365

### 1、自营候车亭大牌

截至评估基准日，可用于发布商业广告的自营候车亭大牌数量为 1,722 块，由于成都三环路修建改造完毕，被拆除的大牌预计将于 2018 年末恢复，自 2019 年起将能够投入使用，数量为 290 块，故 2019 年及以后年度的预测数量为 2,012 块。

2016 年、2017 年、2018 年 1-3 月，公交传媒的自营候车亭大牌的上刊率分别为 57.80%、33.13%、41.73%。2018 年一季度，公交传媒自营候车亭大牌业务上刊率已有所回升。根据 CODC 数据显示，2017 年全国公交候车亭广告平均上刊率约在 70%左右。根据大象股份公开披露的信息，其武汉公交候车亭广告的上刊率平均为 88%左右。根据对经典视线和白马广告的访谈，其成都公交候车亭的实际的年均上刊率在 80%左右。综上所述，公交传媒自营候车亭大牌的上刊率可提升空间较大。为了进一步提高公交传媒未来的盈利能力，公交传媒的管理层制定了“保价”的经营战略，以上刊率 50%为目标，提高综合折扣率，提高销售均价，实现收入最大化。因此，本次评估预测中，预测期的自营候车亭大牌的平均上刊率均为 50%，自营候车亭大牌的销售均价逐渐上升。

2016 年、2017 年、2018 年 1-3 月，公交传媒候车亭大牌销售价格的综合折扣率分别为 31.09%、34.17%、33.50%，综合折扣率小幅上升，实际销售均价相对较低。2018 年，公交传媒将加大营销力度，优化行业划分，提高代理商业绩经营目标，加快直营广告主的开发，提高整体上刊率，完成年平均上刊率至 50%的目标。2019 年起，公交传媒将着重实施“保价”经营战略，在刊例价保持不变的情况下，整体提升综合折扣率，从 35%提升至 45%，以提升销售均价，实现收入最大化。

公交传媒制定的候车亭大牌的“保价”经营战略具有可实现性，其主要原因

如下：

(1) 与同行业可比公司平均 80%左右的公交候车亭广告上刊率相比，公交传媒制定 50%的上刊率目标相对谨慎，而且其 2016 年度的平均上刊率曾达到 57.80%，该目标可实现性较强；

(2) 根据公交传媒的销售制度，公交传媒与广告代理商签约，其折扣率一般为 30%-35%；公交传媒直接与终端广告主签约，其折扣率一般为 45%-60%。报告期内，公交传媒自营候车亭广告的客户大多为广告代理商，其综合折扣率相对较低。2018 年起，公交传媒逐渐加大对终端广告主的开发力度。2018 年三季度，公交传媒已新增成都林新板材有限公司、金汇通包装设计有限公司、四川新网银行等 3 家终端广告主客户，并已与之签署协议。未来随着公交传媒的终端广告主客户数量的增加，其销售的综合折扣率将会提升，销售均价将相应提升；

(3) 自 2019 年起，公交传媒的委托经营候车亭合同到期后，将会陆续转回自营，将进一步提高公交传媒对成都公交广告市场的垄断优势，其议价能力将会得到进一步提升，为其整体提升销售均价提供了进一步的保障；

(4) 根据白马广告公开的 2018 年公交候车亭刊例价信息，其在北京、上海一线城市的报价为 61.60 万元/50 个/2 周，其在深圳、杭州、成都等新一线城市的报价为 40.30 万元/50 个/2 周，一线城市的公交候车亭广告的报价要远高于新一线城市。成都作为国内的新一线城市的代表，其在商业资源聚集度、城市枢纽性、城市人活跃度、生活方式多样性和未来可塑性等因素上正逐渐接近一线城市水平，其户外广告的商业价值正逐渐向一线城市看齐。2018 年，公交传媒的自营候车亭的刊例价仅为 41.50 万元/50 个/2 周，其未来提升空间较大。而本次评估预测中，假设刊例价未来保持不变，以提升综合折扣率提高销售均价，是可行的及合理的。

综上，本次评估预测中，自营候车亭大牌预测期的媒体资源数量、上刊率水平、销售均价的预测具有合理性，其收入可实现性较强。

## **2、自营候车亭小牌**

2016 年、2017 年、2018 年 1-3 月，公交传媒可用于发布商业广告的候车亭小牌数量为 300 块左右。根据管理层的规划，从 2018 年起，公交传媒将加大小牌营销力度，进而提高其上刊率，公交传媒小牌各预测期的上刊率从 15%逐渐上

升至 40%，低于全国公交候车亭平均上刊率 70%的水平，具有一定的合理性。

预测期内，随着未来成都市户外广告商业价值的整体提升，在小牌的刊例价保持不变的情况下，其综合折扣率由报告期内 35%的平均水平小幅提升至 40%，预测谨慎，具有合理性。

综上，预测期内自营候车亭大牌收入和候车亭小牌收入及对应的媒体资源数量、上刊率水平和销售均价的预测具有合理性，其收入可实现性较强。

**三、补充披露公交传媒将与海南白马广告媒体投资有限公司和成都经典视线广告传媒有限公司委托经营业务转为自营业务模式的原因，上述不同业务模式下对公交传媒收费模式及盈利水平的影响，预测期内该项营业收入的预测依据及可实现性**

**（一）公交传媒将与海南白马广告媒体投资有限公司和成都经典视线广告传媒有限公司委托经营业务转为自营业务模式的原因**

**1、委托经营候车亭销售价格较低，转回自营后显著提升盈利能力**

报告期内，公交传媒自营候车亭销售均价约是委托经营候车亭销售均价的 7 倍，考虑到委托经营候车亭的地理位置优于公交传媒自营候车亭的地理位置，自营候车亭的销售均价理论上要低于委托经营候车亭对外实际销售均价，因此成都市公交候车亭广告牌真实的销售均价和目前的委托经营候车亭租赁价格之间的差异还会进一步拉大。在相关委托经营协议到期后，若将合同约定的媒体资源收回并纳入自营业务体系，公交传媒将能够以媒体资源自营模式经营该部分候车亭广告牌资源，对其进行运维、自主定价和独立销售，可显著增强公交传媒的整体盈利能力。

**2、进一步提升媒体资源竞争优势**

户外媒体广告行业存在区域垄断性特征。由于优质户外媒体资源的区域集中，在某一城市占据媒体资源优势的媒体资源运营商往往对广告主的吸引力强，从而拥有较强的定价和议价能力，同时也会对处于资源弱势地位的竞争对手产生挤出效应，进一步巩固优质媒体资源运营商的区域垄断地位。公交传媒委托经营的公交候车亭大牌在逐渐收回后，将进一步提高其对成都公交广告市场的垄断地位，其媒体资源优势进一步增强，议价能力将会得到进一步提升，同时也会吸引更多的广告客户与之合作，从而保证其未来的盈利能力。

## （二）不同业务模式下对公交传媒收费模式及盈利水平的影响

### 1、自营模式

自营业务模式下，公交传媒与广告代理公司或广告主签署合同，按照广告发布订单，确定实际使用的媒体资源数量及单价，向其客户收取广告发布费。在实际销售过程中，刊例价作为销售定价参考依据，公交传媒综合考虑客户类型、合作期限、广告投放额、媒体资源类型、投放的季节性等因素后给予客户一定折扣率，即实际销售价格=刊例价×折扣率。

### 2、委托经营模式

委托经营业务模式，类似媒体资源的“租赁业务”，在委托经营期限（租赁期）内，公交传媒作为委托人（出租方）将部分公交候车亭委托（出租）给白马广告和经典视线（承租方）运营，白马广告和经典视线根据合同约定的固定媒体资源数量（或根据实际情况进行小幅调整）及档期内的执行价格与公交传媒进行结算，定期向公交传媒缴纳媒体资源使用费（租金）。上述执行价格是按原有长期协议约定的价格及价格增长机制所确定的。由于历史上，白马广告和经典视线采用类 BOT 模式修建了候车亭，因此长期协议中约定的价格相对较低。

### 3、对公交传媒盈利水平的影响

由于公交传媒自营候车亭销售均价显著高于委托经营候车亭销售均价，且目前委托给白马广告和经典视线经营的候车亭所处的地段要优于公交传媒目前自营候车亭大牌所处地段，其广告商业价值相对更高，因此公交传媒将委托经营候车亭收回后，可显著增强其盈利能力。2016年、2017年、2018年1-3月，公交传媒自营候车亭销售均价与委托经营候车亭销售均价的具体情况如下（金额：万元）：

类型	2018年1-3月		2017年度		2016年度
	销售均价	变动幅度	销售均价	变动幅度	销售均价
自营候车亭大牌	72,510.58	-1.12%	73,335.05	13.91%	64,379.88
委托经营候车亭大牌	9,058.77	0.93%	8,975.52	3.84%	8,643.51

## （三）预测期内该项营业收入的预测依据及可实现性

对委托经营中候车亭广告牌（含白马广告和经典视线两家），合同期内收入按合同数量和合同约定单价确定，委托经营合同到期后，相关候车亭站牌全部转

为自营，按上述自营业务收入的公式测算。

### 1、上刊率

根据公交传媒管理层的介绍及对委托经营客户的访谈，从候车亭大牌所处地段位置来看，经典视线优于白马广告，白马广告优于公交传媒。因此，该部分候车亭转回自营后，相应候车亭大牌的上刊率和销售均价要高于公交传媒原有自营的候车亭。经典视线和白马广告实际的年均上刊率约 80%。预测期内，白马广告委托经营候车亭转回自营部分，上刊率为 55.00%；经典视线委托经营候车亭转回自营部分，上刊率为 60.00%，均高于公交传媒原自营候车亭的上刊率。委托经营转自营的候车亭的上刊率略高于其原自营候车亭的上刊率，但仍低于目前全国公交候车亭广告平均上刊率 70%，及经典视线和白马广告实际上刊率 80%的水平，所以预测期委托经营转为自营的上刊率较谨慎，具有合理性。

### 2、刊例价及综合折扣率

委托经营候车亭转自营后，其销售定价参照公交传媒自营候车亭销售定价体系，刊例价相同，各预测期均与报告期执行的刊例价相同，均不考虑上涨因素。

从候车亭大牌所处地段位置来看，经典视线优于白马广告，白马广告优于公交传媒，因此白马广告委托经营候车亭转回自营部分的综合折扣率为 50%，经典视线委托经营候车亭转回自营部分的综合折扣率为 55%，均略高于原自营公交候车亭站牌，具有合理性。

### 3、媒体资源数量

公交传媒根据与白马广告和经典视线签署的委托经营合同，按照合同约定，在委托经营期限到期后，陆续收回相应候车亭大牌，具体收回安排如下（数量：块）：

客户名称	候车亭大牌数量	收回时间
白马广告	250	2019年4月
	282	2020年12月
合计	532	-
经典视线	126	2020年10月
	49	2022年1月
	193	2022年9月



客户名称	候车亭大牌数量	收回时间
	179	2023年12月
	360	2026年12月
合计	907	-

#### 4、委托经营转自营后，公交传媒保证其上刊率的方式与措施

委托经营候车亭大牌转自营后，公交传媒将不断加强内部管理，积极调整营销策略，加强营销投入，扩大客户数量，以保证其上刊率，具体措施如下：

##### (1) 优化行业划分，提高业绩经营目标

目前，公交传媒的自营业务采用分行业年度代理营销策略，与拥有特定行业客户资源优势的广告代理商合作，对细分行业进行深度挖掘。公交传媒每年会与行业代理商协商，制定该行业代理商下年度的经营目标。公交传媒将进一步优化行业划分，同时扩大合格代理商储备，加大对广告代理商的激励，从而逐年提高其业绩经营目标。

##### (2) 加强自有营销团队的建设，提高直销比例

依托传媒集团和新网公共强大的股东背景，公交传媒未来将通过内部挖潜、外部引进等多种方式，逐步加强自有营销团队的建设，提高直销比例。一方面，通过自有营销团队对于年度代理广告商无法覆盖的行业进行直接广告客户的开发；另一方面，通过自有营销团队提高营销服务质量，与终端广告主直接建立长期稳定的合作关系。

##### (3) 自营模式下，与白马广告和经典视线继续合作

基于白马广告和经典视线拥有较为丰富客户资源及广告订单，委托经营候车亭大牌转自营后，公交传媒将与白马广告和经典视线协商沟通，将其由委托经营客户转变为广告代理商，并与其继续保持良好的合作关系，以保证上刊率。

综上，委托经营候车亭转为自营后，各预测期的上刊率、刊例价、综合折扣率的预测具有合理性，其收入可实现性较强。

四、结合报告期内公交车身广告收入业务发展情况、最终客户留存情况及付费意愿、未来年度公交车身广告收入业务发展预测等，补充披露预测期内公交车身广告业务收入的可实现性

##### (一) 报告期内公交车身广告业务发展情况

报告期内，公交传媒营业收入构成具体情况如下（金额：万元；比例：%）：

收入	2018年1-6月	2018年1-3月	2017年	2016年
公交车身	1,270.78	618.27	2,540.24	25.66

2016年，公交传媒尚未完成838辆可用于发布商业广告的公交车身广告资源的交接工作，无相关商业广告收入；公交传媒2016年度仅拥有只能用于公益广告发布公交车身媒体资源，其2016年的公交车身广告收入均来自于公交车身公益广告。2017年，成都公交集团、成都媒体伯乐、公交传媒签署《关于转移<代理经营协议>中甲方权利义务给丙方经乙方同意的合同主体变更协议》，公交传媒自2017年1月1日起，取得838辆车的公交车身广告资源，并继续委托成都媒体伯乐运营上述资源。成都媒体伯乐以公交车身广告发布收入为计算媒体资源使用费的基数，按照基数的70%向公交传媒支付媒体资源使用费。

### （二）最终客户留存情况及付费意愿

根据媒体伯乐提供的相关资料，其客户留存情况如下（数量：个）：

项目	2018.6.30	2017.12.31
期初数量	120	105
老客户流失数量 (相对上一年度)	36	60
新增客户数量	48	75
期末数量	132	120

根据上表，2017年以来，媒体伯乐的客户每年新增客户数量要多与当年流失的客户，整体上合作的客户数量逐渐增多。媒体伯乐的客户整体付费意愿较强，其回款情况良好。

### （三）未来年度公交车身广告业务发展预测

根据成都市当地政策，成都市中心城区内，仅媒体伯乐运营的838辆公交车可用于发布公交车身商业广告，公交车身媒体资源非常稀缺。根据媒体伯乐提供的资料，其2017年的平均上刊率为77%，2018年1-6月的平均上刊率约为79%，上刊率较高，而且销售均价相对稳定。随着成都市户外广告市场总量的增加，由于公交车身广告资料的稀缺性，预计媒体伯乐的 sales 均价未来还将稳步小幅上涨，上刊率相对稳定在80%左右。因此，公交传媒的公交车身广告收

入未来将呈小幅增长趋势。

#### （四）预测期内公交车身广告业务收入的可实现性

预测期内，公交车身广告业务收入及增长率如下（金额：万元）：

项目	2018年 4-12月	2019	2020	2021	2022	2023-2030	2031	永续期
公交车身	1,972.78	2,642.87	2,722.15	2,776.60	2,832.13	2,832.13	2,032.05	-
增长率	2%	2%	3%	2%	2%	-	-	-

预测期内，公交传媒未来公交车身广告总体收入会稳中略有上升，2018年、2019年同比增长率为2%，2020年同比增长率为3%，2021年、2022年年均同比增长率为2%，2023年至2030年不再增长，每年均为2,832.13万元。由于截至2031年9月19日，媒体伯乐运营的838辆公交车的合同到期后，不再用于发布公交车身商业广告，则2031年当年收入按照实际使用时间平均计算后为2,032.05万元。2031年以后，不再预测公交车的车身广告收入。

考虑到报告期内公交车身广告收入稳定、媒体伯乐的最终客户数量逐渐增多且付费意愿较高、未来年度成都市公交车身广告发展向好等因素，本次对公交传媒未来年度公交车身广告收入的预测较为谨慎，收入可实现性较强，具有合理性。

五、补充披露公交传媒与成都道博文化传播有限公司、巴士在线科技有限公司、成都华视数字移动电视有限公司合作合同的主要内容（包括但不限于合作期限，合作内容、委托经营媒体资源情况、权利义务分配、收益分配、是否存在提前终止或调整收益分配条款等），并结合报告期内车内看板广告业务和车载电视广告业务的实际上刊率情况、主要客户留存及变动情况及上述因素对未来年度该业务销售定价影响情况等，补充披露预测期内车内看板广告业务收入和车载电视广告业务收入的可实现性

（一）补充披露公交传媒与成都道博文化传播有限公司、巴士在线科技有限公司、成都华视数字移动电视有限公司合作合同的主要内容

##### 1、公交传媒与道博文化合作合同的主要内容

公交传媒委托道博文化运营公交车车内看板广告，合同期限一般为3个月，每季度到期后进行续签，共签署三份合同。三份合同仅是约定的媒体资源数量及

单价不一致，其他条款均相同。截至本回复出具之日，公交传媒与道博文化已续签 2018 年第四季度的《委托经营合同》，共三份，主要内容如下：

(1) 合作期限

合作期限为 2018 年 10 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日。

(2) 合作内容

公交传媒将合同约定的公交车的车内看板位有偿委托给道博文化在合同期限内经营。

(3) 委托经营媒体资源情况

委托经营的媒体资源为合同约定的公交车的车厢内部的屏风型看板位，不包含车厢内外其他地方。

(4) 权利义务分配

1) 公交传媒的权利及义务：

(I) 道博文化拟发布的广告画面内容均应经过公交传媒审查同意后方可对外发布，对于不符合法律法规、道德规范、善良风俗或公交传媒认为会给她带来不利影响的广告，公交传媒有权要求道博文化进行修改。如道博文化拒绝修改，公交传媒有权拒绝广告发布；如道博文化未经公交传媒同意擅自发布广告，公交传媒有权对广告画面进行处置，由此造成的一切损失全部由道博文化承担，且每发生一次，道博文化应向公交传媒支付违约金 30 万元，同时公交传媒有权解除合同。

(II) 道博文化对车内看板广告内容负责，且发布的看板广告等信息内容应符合相关法律法规、道德规范、善良风俗等。因道博文化发布的信息违反相关法律法规受到行政处罚或损害了第三方的合法权益，由道博文化自行承担全部责任，且每发生一次，道博文化应向公交传媒支付违约金 10 万元，同时公交传媒有权解除合同。

(III) 在道博文化安装看板的过程中，公交传媒及成都市公交集团有权对其安装情况进行监督，若发现未按照本合同的要求进行安装，出现影响公交车安全的情形，公交传媒及成都市公交集团有权责成道博文化修改安装方案，并有权要求其使用安全性材料。如因道博文化原因导致看板造成损害的，所引起的一切损失全部由道博文化承担。

(IV) 看板损坏或丢失等风险由道博文化承担，道博文化应及时进行维修、更换或重新安装，公交传媒不承担任何赔偿责任。道博文化安装、维修或更换看板不得影响公交车车辆的正常运行。

(V) 道博文化的安装方案须事先报经公交传媒确认，看板安装时，公交传媒及成都市公交集团可派人到现场监督。安装费用由道博文化承担。看板安装完毕或已安装使用后，公交传媒根据车辆营运安全及其他原因的需要，有权要求道博文化进行看板位置的调整或重新安装。

(VI) 公交传媒有权按本合同约定向道博文化收取看板位的媒体资源使用费。

(VII) 公交传媒保证道博文化使用合同所列公交车的车厢内屏风型看板位用于安装看板刊载广告。

## 2) 道博文化的权利及义务

(I) 合同签订后，道博文化在合同有效期内取得合同所列车辆内看板位的使用权，道博文化有权安装看板、刊登广告，非经道博文化书面同意，公交传媒不得向第三方转让合同权益。

(II) 负责合同所列公交车内屏风型看板位看板安装，看板所登广告的规划、开发和发布；广告看板的安装、维护费用由其自行承担，并承担其经营风险。

(III) 在合同期限内，道博文化自行负责该公交车内的看板的日常看护。如看板出现损坏、丢失等情形，与公交传媒无关。道博文化应及时负责维修、更换或重新安装，并自行承担费用。如因未及时负责维修、更换或重新安装导致的后果，均由道博文化自行承担。

(IV) 道博文化应制定完善的广告发布管理制度，依照相关法律、法规的规定从事广告发布活动。

(V) 道博文化负责看板广告内容的审查和相关手续的办理及备案，保证负责经营的“屏风型看板”发布的广告内容不违背有关法律、法规及社会公德，发布的广告内容要合法、健康，道博文化因经营广告业务产生的经济纠纷和法律责任由其自行承担，因看板及广告内容造成他人侵害的，由其自行承担赔偿责任及法律责任。

(VI) 若所涉及车辆进行更新时，道博文化负责对更新车辆的看板的重新安

装，若车辆报废不更新时，双方据实结算媒体使用费。

#### (5) 收益分配

合同签署后，道博文化与公交传媒进行媒体资源交付，按照合同约定并交付使用的公交车辆数计算收取媒体资源使用费。合同所列车辆一经交付，无论道博文化是否实际安装看板或是否发布广告，不论收益与否，都必须按照合同的约定支付媒体资源使用费。

公交传媒与道博文化签署共三份合同，其约定媒体资源数量及单价如下：

- 1) 委托经营数量 3,293 辆车，单价为每辆车 770 元/年；
- 2) 委托经营数量 693 辆车，单价为每辆车 580 元/年；
- 3) 委托经营数量 1,815 辆车，单价为每辆车 790 元/年。

#### (6) 提前终止条款

1) 合同期限内，道博文化未按照合同约定一次性支付媒体资源使用费，公交传媒有权单方面解除合同。

2) 合同期限内，道博文化将合同项下的媒体资源的经营权利转让、出租或质押的，公交传媒有权单方面解除合同。

3) 道博文化违反相关规定发布广告，经公交传媒或相关部门告诫后拒不整改的，公交传媒有权单方面解除合同。

4) 由于政府要求或其他不可抗力的因素，使合同不能执行时，合同自动终止，双方不构成任何违约责任，媒体使用费按照实际使用车辆数及使用期间进行结算。

5) 在合同有效期内，道博文化单方面擅自解除合同的，应向公交传媒支付与媒体使用费等额的违约金。

#### 6) 调整收益分配条款

合同中未有调整收益分配的条款。

## 2、公交传媒与巴士在线合作合同的主要内容

公交传媒委托巴士在线运营公交车车内数字电视媒体（简称“车载电视”），合同期限一般为 3 个月，每季度到期后进行续签。截至本回复出具之日，公交传媒与巴士在线已续签 2018 年第四季度的《委托经营合同》，共一份，主要内容如下：

(1) 合作期限

合作期限为 2018 年 10 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日。

(2) 合作内容

公交传媒将合同约定的公交车的车载电视媒体有偿委托给巴士在线在合同期限内经营。

(3) 委托经营媒体资源情况

委托经营的媒体资源为合同约定的公交车的车载电视媒体。

(4) 权利义务分配

1) 公交传媒的权利及义务

(I) 公交传媒有权按合同的约定向巴士在线收取媒体资源使用费。

(II) 公交传媒有权要求巴士在线提供数字电视设备安装明细及安装进度情况。

(III) 如第三方破坏巴士在线安装的数字电视设备，公交传媒不承担责任，但应协助其向有关侵权主体追偿。

(IV) 在合同约定的期间内，公交传媒不得将本合同项下的媒体资源使用权提供给第三方使用，公交传媒不干涉巴士在线合法的且符合本合同约定的经营活动。

(V) 公交传媒应及时将路线及车辆调整情况告知巴士在线（临时调整不在告知义务范围内），但巴士在线不得对相关的路线、车辆调整有异议。

2) 巴士在线的权利及义务

(I) 合同期间，巴士在线有权利利用数字电视设备发布广告等信息并获得收益，对数字电视媒体自主经营，自负盈亏。

(II) 巴士在线负责数字电视终端及相关配套设备的安装、维修、保养等工作，并承担全部风险和费用，且数字电视设备安装位置、尺寸大小等均应符合公交传媒的要求。数字电视终端及相关配套设备的所有权属于巴士在线。

(III) 巴士在线安装的设备必须符合安全技术的要求，且须为数字电视安装防爆装置。若巴士在线在设备安装或设备使用过程中造成公交传媒或第三方损失的，由巴士在线承担全部责任。

(IV) 在合同期间内，如巴士在线在使用数字电视媒体过程中，或因巴士在

线发布的数字电视媒体信息内容损害了第三方利益，由巴士在线自行承担全部责任，并赔偿由此造成的给公交传媒的损失。

(V)巴士在线发布的数字电视媒体广告等信息内容应符合相关法律、法规、道德规范、善良风俗等，由其发布的信息违反相关法律法规而受到行政处罚或给第三方造成侵权的，由巴士在线承担全部责任。

#### (5) 收益分配

巴士在线按合同约定收费单价，以交付使用的公交车辆数计算收取媒体资源使用费。委托经营数量为 1,500 辆双屏媒体车辆，单价为每辆车 3,200 元/年。

#### (6) 提前终止条款

1) 合同期间内，巴士在线擅自将合同中的权利义务转让给第三方的，公交传媒有权解除合同。

2) 若巴士在线在合同规定的付款期限内未支付相关费用，公交传媒有权解除合同。

3) 巴士在线使用数字电视媒体经营不得违反法律、法规、道德规范、善良风俗等。如巴士在线发布的广告等信息违法或违反合同约定，公交传媒有权解除合同。

#### (7) 调整收益分配条款

若遇公交集团及其子公司对公交线路增减及车辆数量进行调整，并影响合同履行的，双方据实结算，互不承担责任。

### 3、公交传媒与成都华视合作合同的主要内容

公交传媒委托成都华视运营公交车车载电视媒体，合同期限一般为 3 个月，每季度到期后进行续签。截至本回复出具之日，公交传媒与成都华视已续签 2018 年第四季度的《委托经营合同》，共二份。除委托经营的数量和单价有所不同外，合同其他的主要内容均与公交传媒和巴士在线签署的《委托经营合同》一致。

公交传媒与成都华视签署共两份合同，其约定媒体资源数量及单价如下：

- 1) 委托经营数量为 900 辆双屏媒体车辆，单价为每辆车 3,200 元/年；
- 2) 委托经营数量为 100 辆单屏媒体车辆，单价为每辆车 2,400 元/年。

(二) 报告期内车内看板广告业务和车载电视广告业务的实际上刊率情况  
根据道博文化提供的相关资料，其车内看板广告的实际刊率如下：



项目	2018年1-6月	2017年	2016年
车内看板广告上刊率	24.00%	27.37%	26.42%

报告期内，道博文化车内看板广告的上刊率相对稳定，能够如期缴纳媒体资源使用费。

根据与巴士在线及成都华视沟通，因涉及对方商业机密，对方已回函拒绝提供实际上刊率的数据。

### （三）主要客户留存及变动情况

报告期内，公交传媒车内看板及车载电视的委托经营客户的留存及变动情况如下：

项目	2018年1-6月	2017年	2016年
车内看板	道博文化（5801 辆车）	道博文化（5801 辆车）	道博文化（3986 辆车）、 慧和广告（1815 辆车）
车载电视	巴士在线（1500 辆车）、 成都华视（1000 辆车）	广电星空（1125 辆车）、 巴士在线（1500 辆车）、 成都华视（1000 辆车）	广电星空（1125 辆车）、 巴士在线（1500 辆车）、 成都华视（1000 辆车）

慧和广告于 2017 年起不再与公交传媒合作，原委托其经营的 1,815 辆公交车的车内看板媒体资源于 2017 年一季度暂时闲置，该部分媒体资源于 2017 年二季度起由公交传媒委托道博文化继续经营。

广电星空因于 2017 年 6 月起不再与公交传媒合作，原委托其经营的 1,125 辆公交车的车载电视资源于 2017 年 6 月起一直闲置至今。

报告期内，公交传媒与道博文化、巴士在线、成都华视保持稳定的合作关系，主要客户较稳定。

### （四）上述因素对未来年度车内看板业务及车载电视业务销售定价的影响

报告期内，公交传媒与道博文化保持良好的合作关系，道博文化车内看板广告的上刊率相对稳定，能够维持其正常经营，并缴纳媒体资源使用费，对未来年度车内看板业务销售定价不会产生不利影响。

报告期内，虽然公交传媒与广电星空终止了合作关系，但公交传媒与巴士在线和成都华视保持稳定的合作关系，巴士在线和成都华视均能缴纳媒体资源使用费，对未来年度车载电视业务销售定价不会产生不利影响。

### （五）预测期内车内看板广告业务收入和车载电视广告业务收入的可实现性

## 1、预测期内车内看板广告业务收入的可实现性

预测期内，车内看板广告业务收入及增长率如下（金额：万元）：

项目	2018年 1-3月	2018年 4-12月	2019-2023	2024	2025-2031	永续期
收入	103.10	309.30	412.40	433.02	433.02	433.02
增长率	-	-	-	5%	-	-

报告期内，公交传媒共 5,801 辆车的车内看板可用于委托经营，分别对应三个固定数量及单价，其中收费单价为 770 元/辆/年，共 3,293 辆；收费单价为 790 元/辆/年，共 1,815 辆，收费单价为 580 元/辆/年，共 693 辆。截至评估基准日，公交传媒将 5,801 辆车的车内看板委托给道博文化运营，价格参照上述固定价格。

本次评估根据公交传媒与道博文化历史上的合作情况、道博文化实际上刊率的情况，未来委托经营车内看板的车辆数为 5,801 辆，2018 年 4 月至 2023 年各预测期收费单价维持现有协议单价不变，考虑物价上涨的因素，2024 年在 2023 年的基础上上涨 5%，后面各预测期收费单价均不变。本次预测公交传媒车内看板广告业务收入较为谨慎，收入的可实现性较强。

## 2、预测期内车载电视广告业务收入的可实现性

预测期内，车载电视广告业务收入及增长率如下（金额：万元）：

项目	2018年 1-3月	2018年 4-12月	2019-2031	永续期
收入	159.40	560.38	747.17	747.17
增长率	-	-	-	-

报告期内，公交传媒运营的可用于发布车载电视广告的公交车数量保持不变，为 3,625 辆，其中双屏车 3,525 辆，单屏车 100 辆。根据公交传媒与客户签订的《委托经营合同》，约定按每辆车固定收取媒体资源使用费，双屏车单价为 3,200 元/辆/年，单屏车单价为 2,400 元/车/年。截至评估基准日，公交传媒委托巴士在线运营 1,500 辆双屏车，委托成都华视运营 900 辆双屏车、100 辆单屏车。

本次预测车载电视业务收入，出于谨慎性考虑，未来委托经营车载电视的车辆数量保持不变，为 2,500 辆，价格与评估基准日时的价格保持一致，收入可实现性较强。

六、对比可比交易案例情况，补充披露本交易对公交传媒评估时详细预测期长达 13 年的原因及合理性，是否存在刻意延长详细预测期以增加评估值的情形，并量化分析对公交传媒评估值的影响

(一) 可比交易案例采用的预测期年限

可比交易案例中，评估过程中采用的预测期年限情况如下：

证券代码	上市公司	标的公司	预测期年限（年）
600070.SH	浙江富润	杭州泰一指尚科技有限公司	5
300280.SZ	南通锻压	北京亿家晶视传媒有限公司	5.5
300313.SZ	天山生物	大象广告股份有限公司	5.5
002654.SZ	万润科技	杭州信立传媒广告有限公司	5.5
002127.SZ	南极电商	北京时间互联网络科技有限公司	5.25
603825.SH	华扬联众	海南龙帆广告有限公司	5.58
公交传媒		-	<b>13.75</b>

从上表可以看出，可比交易案例的预测期年限一般为 5-6 年之间，本次对公交传媒的评估预测期间为 2018 年 4 月 1 日至 2031 年 12 月 31 日，预测期年限共计 13.75 年，公交传媒的预测期均长于上述各可比交易案例。

(二) 本交易对公交传媒评估时详细预测期长达 13 年的原因及合理性

本次交易采用收益法进行评估，一般采用“预测期+永续期”的两个阶段进行预测。第一阶段为预测期，也称为明确的预测期，是指从评估基准日至企业达到稳定状态的收益期限，根据《资产评估执业准则——企业价值》（中评协[2017]36号）第二十五条规定：资产评估专业人员应当知晓企业经营达到相对稳定前的时间区间是确定预测期的主要因素，并对经营达到相对稳定的判断标准作出如下规定：资产评估专业人员应当在对企业收入结构、成本结构、资本结构、资本性支出、投资收益和风险水平等综合分析的基础上，结合宏观政策、行业周期及其他影响企业进入稳定期的因素合理确定预测期。第二阶段为永续期，在此阶段中，企业经营达到稳定的状态，相关参数后续保持不变。

在评估实务中，一般认为被评估企业持续运营 5 年左右，即可达到稳定的经营状态，故较多采用 5-6 年的预测期，但这并非是一个固定不变的标准，确定预测期年限需要根据企业实际经营情况，以达到相对稳定前的时间来确定。对于未来年度明显处于波动期的企业，通常需要适当延长预测期，以使企业的经营状态

能够达到稳定状态。

本次交易评估中对公交传媒的预测期为 2018 年 4 月 1 日至 2031 年 12 月 31 日，预测期年限共计 13.75 年，其主要原因如下：

### 1、公交车身委托经营合同至 2031 年 9 月到期

截至评估基准日，公交传媒委托媒体伯乐运营的 838 辆公交车的公交车身广告资源，合同经营期限至 2031 年 9 月 19 日。根据成都市当地政策，成都市中心城区内，仅媒体伯乐运营的 838 辆公交车可用于发布公交车身商业广告，在其合同到期后，不再用于发布公交车身商业广告。

因此，处于谨慎性考虑，根据成都市政府目前对中心城区公交车身广告清理的相关政策，在 2031 年 9 月之后，不再预测公交传媒的 838 辆公交车的车身广告收入。

### 2、媒体资源经营管理费导致营业成本的波动

未来年度，公交传媒根据《委托经营协议》向现代传播缴纳约定的媒体资源经营管理费，该费用是公交传媒最主要的营业成本，其从 2018 年至 2031 年逐年增长，各年度的所需支付的费用不同，导致公交传媒 2018 年至 2031 年的营业成本波动相对较大。

### 3、委托经营候车亭转自营带来的收入增长

根据经营模式和定价方式的不同，公交传媒的候车亭广告收入可分为自营收入和委托经营收入。由于历史原因，委托经营合同约定的销售单价较低，待相关委托经营合同到期，候车亭广告牌转回自营后，公交传媒的营业收入会有明显的上涨。公交传媒根据与白马广告和经典视线签署的委托经营合同，按照合同约定，在委托经营期限到期后，陆续收回相应候车亭大牌，具体收回安排如下（数量：块）：

客户名称	候车亭大牌数量	收回时间
白马广告	250	2019 年 4 月
	282	2020 年 12 月
合计	<b>532</b>	-
经典视线	126	2020 年 10 月
	49	2022 年 1 月

客户名称	候车亭大牌数量	收回时间
	193	2022年9月
	179	2023年12月
	360	2026年12月
<b>合计</b>	<b>907</b>	-

综上，考虑到公交传媒的收入结构、成本结构、收益情况等因素在 2018 年至 2031 年的变化，其在 2031 年之后才能达到稳定经营的状态，故选取 2018 年至 2031 年为预测期，符合实际情况及准则的规定，具有合理性。

### （三）量化分析详细预测期长达 13 年对公交传媒评估值的影响

若按照评估实务中的通用方法，选取 5-6 年作为预测期，公交传媒的预测期为 2018 年 4 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日（测期年限共计 5.75 年），2024 年（含）后均不考虑收入、成本主要参数变化因素，并以 2023 年自由现金流量作为永续期的自由现金流量进行预测。经测算，预测期年限为 5.75 年与 13.75 年对公交传媒评估值的影响如下（金额：万元）：

预测期年限	公交传媒评估值
5.75年	65,035.69
13.75年	60,115.50
差异金额	4,920.19
变动百分比	8.18%

由上表可以看出，当预测期分别为 5.75 年及 13.75 年时，公交传媒对应的评估值分别为 65,035.69 万元和 60,115.50 万元，预测期年限为 5.75 年测算的评估值结果高于预测期年限为 13.75 年的评估值 4,920.19 万元，主要原因是未考虑公交车身委托经营合同至 2031 年到期、未来年度媒体资源经营管理费导致营业成本的波动、委托经营候车亭转自营带来的收入增长等三个主要因素，不符合公交传媒的实际经营情况。

综上，本次交易对公交传媒的评估中采用 13.75 年的预测期，是符合公交传媒的实际经营情况，具有合理性和谨慎性，不存在刻意延长详细预测期以增加评估值的情形。

## 七、评估师核查意见

经核查，评估师认为：（1）根据未经审计的财务数据，公交传媒 2018 年 1-9 月的营业收入为 7,295.02 万元，扣除非经常性损益归属于母公司所有者的净利润为 2,859.07 万元；（2）预测期内自营候车亭大牌收入和候车亭小牌收入及对应的媒体资源数量、上刊率水平和刊例价的预测依据具有合理性，收入具有可实现性；（3）预测期内，委托经营候车亭转自营业务的收入的预测依据具有合理性，收入具有可实现性；（4）预测期内公交车身广告业务收入具有可实现性；（5）预测期内车内看板广告业务收入和车载电视广告业务收入具有可实现性；（6）本次交易对公交传媒的评估中采用 13.75 年的预测期，是符合公交传媒的实际经营情况，具有合理性和谨慎性，不存在刻意延长详细预测期以增加评估值的情形。

**问题 10. 申请文件显示，预测期内，公交传媒的营业成本主要为广告经营权经营管理费。请你公司结合报告期内广告经营权费管理费占营业收入的比例、媒体资源方对广告经营权经营管理费约定的收益分配方式及未来年度收益分配变动情况等因素，补充披露预测期内，公交传媒主营业务成本预测的充分性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。**

回复：

**一、报告期内广告经营权管理费占营业收入的比例**

报告期内，公交传媒的媒体资源经营管理费及其他成本占当期营业收入的比例如下（金额：万元）：

项目	2018 年 1-6 月	2017 年度	2016 年度
营业收入	4,795.67	9,049.19	9,429.66
营业成本	1,991.71	3,432.53	3,519.33
其中：媒体资源经营管理费	1,344.73	2,241.22	2,005.20
其他成本	646.98	1,191.31	1,514.13
媒体资源经营管理费占当期营业收入的比例	28.04%	24.77%	21.26%
其他成本占当期营业收入的比例	13.49%	13.16%	16.06%

**二、媒体资源方对广告经营权经营管理费约定的收益分配方式及未来年度收益分配变动情况**



具体见本回复“问题 5”之“一、未来年度上述媒体资源使用费的协商确定依据，并以列表形式补充披露公交传媒运营的媒体资源类型、数量及其采购单价定价依据及其定价公允性”之“1、未来年度上述媒体资源使用费的协商确定依据”。

### 三、预测期内，公交传媒主营业务成本预测的充分性

预测期内，公交传媒主营业务成本构成及占比情况如下（金额：万元）：

项目	2018年 4-12月	2019年	2020年	2021年	2022年
营业收入	8,500.04	13,273.82	15,921.48	17,856.70	18,608.80
营业成本	3,036.85	4,813.06	5,684.67	6,696.07	7,315.22
其中：媒体资源经营管理费	2,017.10	3,227.36	3,872.83	4,647.39	5,112.13
其他成本	1,019.75	1,585.70	1,811.84	2,048.68	2,203.09
其他成本占当期收入的比例	12.00%	11.95%	11.38%	11.47%	11.84%
项目	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
营业收入	19,567.21	20,742.40	20,742.40	20,756.58	22,579.00
营业成本	7,911.62	8,598.98	9,235.12	9,917.60	10,511.92
其中：媒体资源经营管理费	5,623.34	6,185.68	6,804.25	7,484.67	7,858.90
其他成本	2,288.28	2,413.30	2,430.88	2,432.93	2,653.02
其他成本占当期收入的比例	11.69%	11.63%	11.72%	11.72%	11.75%
项目	2028年	2029年	2030年	2031年	永续年
营业收入	22,727.14	22,930.86	22,930.86	22,130.79	20,098.74
营业成本	10,915.85	11,345.30	11,778.52	12,189.16	12,076.79
其中：媒体资源经营管理费	8,251.85	8,664.44	9,097.66	9,552.55	9,552.55
其他成本	2,664.00	2,680.86	2,680.86	2,636.61	2,524.24
其他成本占当期收入的比例	11.72%	11.69%	11.69%	11.91%	12.56%

公交传媒的营业成本可分为固定成本和变动成本。

固定成本为媒体资源经营管理费，是公交传媒最主要的营业成本，媒体资源经营管理费的预测是根据现代传播与公交传媒签署的《委托经营协议》中约定的

金额。

变动成本包括电费及用电维护费、候车亭修建费及维修费、上下刊费用、清洁费、员工工资、广告画面制作费等，该部分成本与公交传媒当期营业收入呈一定的正相关关系。

报告期内，公交传媒的其他营业成本占当期营业收入比例分别为 16.06%、13.16%、13.49%。公交传媒 2016 年其他营业成本占当期营业收入比例较高的主要原因是公交传媒曾在 2016 年向成都网泰采购云平台服务并支付相关服务费用 297.37 万元，导致其 2016 年营业成本较高。自 2017 年起，公交传媒不再使用云平台服务，而是通过自建系统满足正常经营的需求，大大降低了运营成本。在剔除云平台使用成本的情形下，公交传媒 2016 年的其他成本占当期营业收入比例为 12.90%，与 2017 年及 2018 年 1-6 月的水平相当。

预测期内，其他成本占当期收入的比例基本维持在 11.75% 左右，略低于报告期内其他成本占当期收入的比例的平均水平，主要原因是公交传媒未来年度自营候车亭销售均价提升幅度要高于相关变动成本单价的涨幅。

综上，公交传媒的主营业务成本预测的主要是根据《委托经营协议》确定的媒体资源经营管理费以及其他变动成本构成情况等因素确定，成本预测合理，充分。

#### 四、评估师核查意见

经核查，评估师认为：公交传媒的主营业务成本预测主要是根据《委托经营协议》确定的媒体资源经营管理费以及其他变动成本构成情况等因素确定，成本预测合理、充分。

**问题 11. 申请文件显示，预测期内，公交传媒毛利率水平将由 64.27% 下降至 48.63%。请你公司结合公交传媒报告期内毛利率水平、并对比同行业可比公司可比业务水平、所处行业发展预期及未来年度广告行业发展趋势等因素，补充披露预测期内公交传媒毛利率水平的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。**

回复：

##### 一、公交传媒报告期内毛利率水平

报告期内，公交传媒的毛利及毛利率情况如下（金额：万元，毛利率：%）：



项目	2018年1-6月	2018年1-3月	2017年度	2016年度
毛利	2,803.96	1,364.04	5,616.66	5,910.34
销售毛利率	58.47	56.42	62.07	62.68

2016年度、2017年度、2018年1-3月和2018年1-6月，公交传媒的毛利率分别为62.68%、62.07%、56.42%和58.47%，整体相对稳定。

公交传媒2018年1-6月的毛利率与2016年度和2017年度的毛利率相比略有下降，主要是因为：一季度受春节长假影响，通常为广告投放淡季，广告主会适当减少广告投放量，而每年支付的媒体资源使用费，按照月度进行平均分摊计入成本，因此，上半年计入成本的媒体资源使用费占收入的比重较高，导致2018年1-6月的毛利率有所下降。预计从全年来看，与2016年、2017年的毛利率相比，公交传媒2018年的毛利率水平保持相对稳定。

## 二、同行业可比公司可比业务水平

2016年及2017年，同行业可比公司的公交媒体或公交广告相关业务的毛利率水平如下所示：

广告公司	经营的公交媒体类型	2017年度	2016年度
白马户外	公交候车亭	44.77%	44.24%
北巴传媒	公交车身、公交候车亭、车载电视、车内看板、公交场站LED屏	75.71%	77.44%
大象股份	公交候车亭、公交车身	45.19%	46.88%
龙帆广告	公交候车亭、公交车身	54.50%	52.66%
<b>平均值</b>	-	<b>55.04%</b>	<b>55.31%</b>
公交传媒	公交车身、公交候车亭、车载电视、车内看板	62.07%	62.68%

注1：上述毛利率均为可比公司的公交媒体业务的数据；

注2：大象股份2017年的毛利率水平为其当年预测数据，其2017年实际数据并未公开披露。

从公交媒体广告业务的毛利率来看，2016年和2017年，公交传媒的毛利率分别为62.68%和62.07%，同行业上市公司相关业务板块的毛利率分别为55.31%和55.04%，公交传媒的毛利率略高于同行业可比公司可比业务的平均水平，其主要原因如下：

(1) 同行业可比公司所运营的公交媒体资源类型有所差异。白马户外、大

象股份、龙帆广告的公交媒体的毛利率相对偏低，主要原因是三家公司主营公交候车亭广告，只运营少量公交车身广告，公交媒体资源类型较为单一。而北巴传媒、公交传媒都同时运营公交车身、公交候车亭、车载电视、车内看板等多种公交媒体资源，能够产生协同作用，从而整体提升其公交媒体业务的毛利率。

(2) 公交传媒独家运营成都市公交广告媒体资源，具有资源优势，市场议价能力较强，其毛利率相对较高。

### 三、所处行业发展预期及未来年度广告行业发展趋势

所处行业发展预期及未来年度广告行业发展趋势的具体分析见本回复“问题9”之“二”之“(四) 广告行业发展趋势变动及互联网广告行业发展对公交传媒主营业务冲击程度”。

### 四、预测期内公交传媒毛利率水平的合理性

预测期内，公交传媒的毛利率水平如下（金额：万元）：

项目	2018年 4-12月	2019年	2020年	2021年	2022年
营业收入	8,500.04	13,273.82	15,921.48	17,856.70	18,608.80
营业成本	3,036.85	4,813.06	5,684.67	6,696.07	7,315.22
毛利率	64.27%	63.74%	64.30%	62.50%	60.69%
项目	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
营业收入	19,567.21	20,742.40	20,742.40	20,756.58	22,579.00
营业成本	7,911.62	8,598.98	9,235.12	9,917.60	10,511.92
毛利率	59.57%	58.54%	55.48%	52.22%	53.44%
项目	2028年	2029年	2030年	2031年	永续年
营业收入	22,727.14	22,930.86	22,930.86	22,130.79	20,098.74
营业成本	10,915.85	11,345.30	11,778.52	12,189.16	12,076.79
毛利率	51.97%	50.52%	48.63%	44.92%	39.91%

根据上表，2018年4-12月至2024年，公交传媒的毛利率水平处于58.54%-64.30%的范围内，与公交传媒报告期内的毛利率水平相当。2026年至2031年，公交传媒的毛利率从55.48%逐渐下降至44.92%，符合未来户外广告市场竞争激烈，毛利率下降的趋势，而且低于同行业可比公司公交媒体业务的毛利率平均水平，预测谨慎。

从整个预测期来看，公交传媒的毛利率水平处于 44.92%-64.30%的范围内，同行业可比公司的公交媒体业务的毛利率处于 44%-78%的区间范围内，公交传媒的预测期的毛利率水平处于同行业可比公司可比业务毛利率的合理范围内，其毛利率具有合理性。

综上，预测期内，公交传媒毛利率水平由 64.27%下降至 44.92%，是基于公交传媒报告期内毛利率水平，并考虑同行业可比公司可比业务水平、所处行业发展预期及未来年度广告行业发展趋势等因素进行的谨慎性预测，具有合理性。

### 五、评估师核查意见

经核查，评估师认为：预测期内，公交传媒毛利率水平由 64.27%下降至 44.92%，是基于公交传媒报告期内毛利率水平，并考虑同行业可比公司可比业务水平、所处行业发展预期及未来年度广告行业发展趋势等因素进行的谨慎性预测，具有合理性。

**问题 12. 请你公司结合公交传媒报告期内资产减值损失发生情况、主要客户规模及未来年度业务发展预期、未来年度应收款项回款情况等，补充披露评估预测中未考虑资产减值损失的原因，并量化分析未考虑资产减值损失事项对公交传媒评估作价的影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。**

回复：

#### 一、公交传媒报告期内资产减值损失发生情况

报告期内，公交传媒资产减值损失实际发生情况如下（金额：万元）：

项目	2018年1-6月	2017年	2016年
应收账款坏账准备	780.51	772.15	649.50
其他应收款坏账准备	604.38	604.14	601.97
应收款项计提坏账准备产生的资产减值损失金额	8.60	124.82	1,045.80
实际核销应收款项	-	-	-

报告期内，公交传媒的资产减值损失均是由应收款项计提坏账准备产生的资产减值损失，是公交传媒根据会计估计计提的当期坏账准备，并未实际核销。

2016年末，公交传媒管理层对成都通诚的应收账款 514.55 万元、其他应收款 599.54 万元的可回收性进行评估时发现：截至 2016 年底，成都通诚已处于停

业状态，未开展任何业务，只有出纳、财务人员、法定代表人和总经理 4 名员工，无其他业务人员；通过查看成都通诚提供的财务报表，成都通诚几乎没有可用于偿债的资产；经过和成都通诚管理层沟通，成都通诚无未来业务规划和股东注资计划。经公交传媒董事会审议通过，认为成都通诚已基本丧失了偿债能力，所欠款项收回的可能性较小，决定于 2016 年末对成都通诚的应收账款余额 514.55 万元、其他应收款余额 599.54 万元全额计提坏账准备。截至本回复出具之日，成都通诚银行账户的电子密钥已托管给公交传媒，由公交传媒对成都通诚的银行流水进行实时监管，同时要求成都通诚定期提供财务报表，持续跟踪其财务状况。

## 二、主要客户规模及未来年度业务发展预期

根据市场公开信息查询及主要客户提供的相关资料，公交传媒目前合作的主要客户的规模如下（金额：万元）：

业务类型	客户名称	注册资本	总资产	净资产	营业收入
自营	成都网泰	3,000.00	2,819.23	2,661.86	1,228.07
	鑫时空	500.00	341.08	127.80	1,685.85
	智元汇	2,842.00	-	-	-
	广来贝	200.00	451.06	202.05	1,051.94
	苏宁云商	931,004.00	15,727,668.80	8,362,765.50	18,792,776.40
委托经营	经典视线	5,000.00	29,117.18	23,014.62	27,529.95
	白马广告	5,694.50	314,484.80	232,132.10	170,630.60
	媒体伯乐	50 万美元	2,707.00	650.00	4,170.00
	道博文化	1,000.00	195.81	213.23	785.42
	巴士在线	5,000.00	48,303.09	22,280.53	45,137.45
	成都华视	1,000.00	2,516.50	901.72	165.71

注 1：上述财务数据均为客户提供的 2017 年度财务数据及客户公开披露的 2017 年度财务数据；

注 2：因涉及企业商业秘密，智元汇拒绝提供相关财务数据。

公交传媒目前的自营业务客户主要包括成都网泰、鑫时空、智元汇、广来贝、苏宁云商，除鑫时空与广来贝外，其他客户的规模相对较大，抗风险能力强。目前，公交传媒的自营业务客户均正常经营，未来还将继续保持与公交传媒的合作

关系。此外，公交传媒的自营业务一般采用“刊前付款”的结算方式，坏账风险较小。

公交传媒目前的委托经营客户主要包括经典视线、白马广告、媒体伯乐、道博文化、巴士在线、成都华视，其中经典视线、白马广告、巴士在线为上市公司或上市公司的子公司，其客户整体规模相对较大，抗风险能力强，均在正常经营，未来将与公交传媒保持合作关系。

### 三、未来年度应收款项回款情况

截至本回复出具之日，公交传媒采用的销售信用政策如下：

#### 1、媒体资源自营业务

若客户为广告代理商，公交传媒要求其按照合同要求一般在广告上刊前支付全部款项。若客户为广告主，公交传媒一般向客户提供以下三种结算方式予以选择：

(1) 刊前全款，客户可享受合同约定的刊例价折扣外加 9.8 折的优惠；

(2) 刊前付款 70%，刊后付款 30%，客户可享受合同约定的刊例价折扣外加 9.9 折的优惠，刊后付款部分根据合同约定享有 1 至 3 个月的信用期；

(3) 刊前付款 50%，刊后付款 50%，客户除合同约定的刊例价折扣外不再享有任何优惠，刊后付款部分根据合同约定享有 1 至 3 个月的信用期。

截至本回复出具之日，除苏宁云商外，公交传媒的直接客户均为广告代理商，均采用“刊前付款”的结算方式，不存在坏账风险。而苏宁云商为上市公司，也是全国知名电商品牌，资产和业务规模大，财务风险较低，且其历史上按时付款，信用良好，坏账风险较低。

#### 2、媒体资源委托经营业务

对于委托经营候车亭广告业务，公交传媒与客户每半年结算一次。每半年发布期结束后，公交传媒根据发布期内实际使用媒体资源数量与客户核对结算，一般在 1-3 个月内付款。

对于公交广告车身委托经营业务，公交传媒与客户每半年结算一次。结算后，一般在 1-3 个月内向公交传媒进行付款。

对于公交车载电视和公交车内看板委托经营业务，公交传媒与客户每季度结算一次。每季度发布期结束后，公交传媒根据合同约定数量或发布期内实际使用

媒体资源数量与客户核对结算，客户一般在 1-3 个月内付款。

截至本回复出具之日，公交传媒与委托经营客户保持着长期良好的合作关系，相关委托经营客户的资产和业务规模大，财务风险较低，且其历史上一般在信用期内进行付款，信用良好，坏账风险较低。

综上，公交传媒未来年度应收款项回款情况预期良好，坏账风险较小。

#### **四、评估预测中未考虑资产减值损失的原因**

本次评估方法为收益法，选用企业自由现金流折现模型进行评估，通过预测未来年度的自由现金流，进行贴现得到评估值。目前，预测企业自由现金流最为常用的方法是通过预测当期的息税前利润、折旧摊销、资本性支出、运营资金追加额等主要参数，经过对当期损益的调整间接得出自由现金流，即自由现金流=息税前利润×（1-所得税率）+折旧及摊销-资本性支出-运营资金追加额。

报告期内，公交传媒的资产减值损失均来自于应收款项计提的坏账准备，并无实际需要核销应收账款的情况，而对成都通诚进行单项全额计提坏账准备属于个案，具有较强的偶然性，不具备可预测性。截至评估基准日，公交传媒合作的客户整体规模较大，抗风险能力强，而且公交传媒采用账期较短的销售信用政策，其未来年度应收款项回款情况预期良好，坏账风险较小。

基于上述因素，本次评估的假设之一为公交传媒预计未来年度不会发生实际坏账损失的情况，即收益法预测的营业收入均为现金流实际流入。因此，按照会计政策确认的资产减值损失实际不会导致现金流的流出，不会对预测期现金流产生影响，预测期则不考虑资产减值损失，具备合理性。

#### **五、量化分析未考虑资产减值损失事项对公交传媒评估作价的影响**

由于按照会计政策确认的资产减值损失实际不会导致现金流的流出，不会对预测期现金流产生影响，因此未考虑资产减值损失事项不会影响公交传媒的评估作价。

若考虑未来年度可能产生的实际资产减值损失事项，且将按照坏账准备会计政策预测的资产减值损失直接作为现金流出计算。在对资产减值损失进行预测时，按照未来年度收入的一定比例进行预测，该比例参照公交传媒 2017 年度资产减值损失占当年收入的百分比，即 1.38%。经测算，考虑资产减值损失与未考虑资产减值损失的情形下，公交传媒的评估作价及业绩承诺如下（金额：万元）：

情形	公交传媒评估值		业绩承诺		
	100%股权评估值	70%股权评估值	2018	2019	2020
考虑资产减值损失	58,525.16	40,967.61	4,218.00	5,226.25	6,365.36
未考虑资产减值损失	60,115.50	42,080.85	4,305.98	5,363.63	6,530.14
差异金额	-1,590.34	-1,113.24	-87.98	-137.38	-164.78
变动百分比	-2.65%	-2.65%	-2.04%	-2.56%	-2.52%

根据上表,与未考虑资产减值损失的情形相比,考虑资产减值损失的情形下,公交传媒的评估值及业绩承诺均有小幅下滑,影响较小。

## 六、评估师核查意见

经核查,评估师认为:报告期内,公交传媒的资产减值损失均来自于应收款项计提的坏账准备,并未实际产生资产减值损失,而对成都通诚进行单项全额计提坏账准备属于个案,具有较强的偶然性,不具备可预测性。截至评估基准日,公交传媒合作的客户整体规模较大,抗风险能力强,而且公交传媒采用账期较短的销售信用政策,其未来年度应收款项回款情况预期良好,坏账风险较小。此外,按照会计政策确认的资产减值损失实际不会导致现金流的流出,不会对预测期现金流产生影响,预测期则不考虑资产减值损失,具备合理性。若考虑未来年度可能产生的实际资产减值损失事项,且将按照坏账准备会计政策预测的资产减值损失直接作为现金流出计算,公交传媒的评估值及业绩承诺均有小幅下滑,但整体影响较小。

**问题 13. 请你公司以列表形式,按照成本费用的划分口径,补充披露报告期内及预测期内公交传媒的计入营业成本、管理费用和销售费用的员工人数、平均工资水平及报告期内职工薪酬水平,并结合公交传媒报告期及预测期内业务规模情况,补充披露员工人数及薪酬水平与其业务规模的匹配性。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、报告期内公交传媒计入营业成本、管理费用和销售费用的员工人数、平均工资水平及报告期内职工薪酬水平**

报告期内,公交传媒计入营业成本、管理费用和销售费用的员工人数、平



均工资水平及职工薪酬水平如下（人数：人；平均工资：万元/年；金额：万元）：

项目	2018年1-6月			2018年1-3月		
	人数	平均工资	职工薪酬合计	人数	平均工资	职工薪酬合计
营业成本	13	10.09	65.57	13	9.38	30.47
管理费用	17	14.73	125.21	17	14.95	63.54
销售费用	4	11.47	22.95	4	10.97	10.97
<b>合计</b>	<b>34</b>	<b>12.57</b>	<b>213.73</b>	<b>34</b>	<b>12.35</b>	<b>104.98</b>
项目	2017年度			2016年度		
	人数	平均工资	职工薪酬合计	人数	平均工资	职工薪酬合计
营业成本	13	9.07	117.97	11	8.77	96.48
管理费用	16	20.49	327.79	18	20.24	364.33
销售费用	4	14.10	56.38	4	13.06	52.24
<b>合计</b>	<b>33</b>	<b>15.22</b>	<b>502.15</b>	<b>33</b>	<b>15.55</b>	<b>513.05</b>

注：2018年1-3月及2018年1-6月的年平均工资进行了年化处理。

## 二、预测期内公交传媒计入营业成本、管理费用和销售费用的员工人数、平均工资水平及报告期内职工薪酬水平

预测期内，公交传媒计入营业成本、管理费用和销售费用的员工人数、平均工资水平及职工薪酬水平如下（人数：人；平均工资：万元/年；金额：万元）：

项目	2018年4-12			2019年			2020年		
	人数	平均工资	职工薪酬合计	人数	平均工资	职工薪酬合计	人数	平均工资	职工薪酬合计
营业成本	13	9.94	96.94	14	10.19	142.7	14	11.21	156.97
管理费用	17	23.02	293.56	17	22.38	380.50	17	24.62	418.55
销售费用	4	16.64	49.93	8	15.00	120.00	10	16.20	162.00
<b>合计</b>	<b>34</b>	<b>17.27</b>	<b>440.43</b>	<b>39</b>	<b>16.49</b>	<b>643.2</b>	<b>41</b>	<b>17.99</b>	<b>737.52</b>
项目	2021年			2022年			2023年至永续年		
	人数	平均工资	职工薪酬合计	人数	平均工资	职工薪酬合计	人数	平均工资	职工薪酬合计



营业成本	14	12.11	169.53	14	12.84	179.7	14	13.61	190.48
管理费用	17	28.25	452.04	17	28.19	479.16	17	29.88	507.91
销售费用	12	17.50	209.95	13	18.90	245.64	14	18.95	265.30
<b>合计</b>	<b>43</b>	<b>19.34</b>	<b>831.52</b>	<b>44</b>	<b>20.56</b>	<b>904.5</b>	<b>45</b>	<b>21.42</b>	<b>963.69</b>

注：2018年4-12的年平均工资进行了年化处理。

三、结合公交传媒报告期及预测期内业务规模情况，补充披露员工人数及薪酬水平与其业务规模的匹配性。

#### （一）公交传媒报告期及预测期内业务规模情况

报告期内，公交传媒业务规模情况如下（金额：万元）：

项目	2018年1-6月	2018年1-3月	2017年	2016年
自营	2,387.38	1,233.63	4,098.97	6,728.63
委托经营	2,408.29	1,184.00	4,950.22	2,701.03
<b>合计</b>	<b>4,795.67</b>	<b>2,417.63</b>	<b>9,049.19</b>	<b>9,429.66</b>

预测期内，公交传媒业务规模情况如下（金额：万元）：

项目	2018年4-12月	2019	2020	2021	2022	2023	2024
自营	4,706.68	8,363.42	11,011.90	13,357.91	14,141.29	15,212.51	16,446.44
委托经营	3,793.36	4,910.40	4,909.58	4,498.79	4,467.51	4,354.70	4,295.96
<b>合计</b>	<b>8,500.04</b>	<b>13,273.82</b>	<b>15,921.48</b>	<b>17,856.70</b>	<b>18,608.80</b>	<b>19,567.21</b>	<b>20,742.40</b>

（接上表）

项目	2025	2026	2027	2028	2029-2030	2031	永续期
自营	16,446.44	16,446.44	18,566.68	18,714.82	18,918.54	18,918.54	18,918.54
委托经营	4,295.96	4,310.14	4,012.32	4,012.32	4,012.32	3,212.25	1,180.20
<b>合计</b>	<b>20,742.40</b>	<b>20,756.58</b>	<b>22,579.00</b>	<b>22,727.14</b>	<b>22,930.86</b>	<b>22,130.79</b>	<b>20,098.74</b>

根据上表，相比于报告期，公交传媒预测期内的业务整体规模逐渐增加，其主要增长来自于自营业务的增长，即自营候车亭业务的增长。

#### （二）员工人数及薪酬水平与其业务规模的匹配性

2016年末、2017年末、2018年3月末，公交传媒的员工人数合计为33人、33人、34人，人数较稳定。2016年、2017年，公交传媒员工人均工资为15.55

万元/年、15.22 万元/年，成都市人均薪酬水平同期为 6.13 万元/年、6.51 万元/年，公交传媒人均薪酬水平高于成都市人均薪酬水平，具有一定的合理性。

报告期内，公交传媒的营业成本中的员工薪酬主要是其媒介部的人员工资。媒介部的员工主要负责媒体资源日常的经营管理及维护工作、管理清洁公司及上下刊公司等。由于媒体资源的日常维护、清洁、上下刊等具体工作是由公交传媒聘请的第三方单位完成，故公交传媒的媒介部的员工人数相对较少，其人数也无需随着业务规模的扩大而扩大。因此，预测期内，计入营业成本的员工人数相对稳定，其人均工资逐年上升至 2023 年的 13.61 万元/年，高于报告期平均水平。

报告期内，公交传媒的管理费用中的员工薪酬主要是高级管理人员、财务人员、行政人事人员的工资。根据公交传媒报告期内运营情况来看，相关人员足以满足其日常经营需要，其人数也无需随着业务规模的扩大而扩大。因此，预测期内，计入管理费用的员工人数相对稳定，其人均工资逐年上升至 2023 年的 29.88 万元/年，高于报告期平均水平。

报告期内，公交传媒作为成都市公交广告经营权的独家运营方，垄断了成都市中心城区的公交广告媒体资源，资源优势突出，其下游的广告公司对其具有较强的依赖性。此外，公交传媒约 50% 的主营业务收入来自于委托经营业务。因此，虽然公交传媒的营销人员较少，但足以满足其正常经营的需求。由于公交传媒未来业务规模的增长主要来自于自营业务收入的增长，预计其将通过增加营销人员，自建销售团队，积极开发市场等方式，一方面保证委托经营候车亭转回自营后的平均上刊率，一方面直接与终端广告主建立合作关系以提升销售均价。因此，预测期内，随着业务规模的扩大，预测的营销人员人数也逐渐增加，其人均工资也同时逐年上升至 2023 年的 18.95 万元/年，高于报告期平均水平。

综上，相比于报告期，公交传媒预测期内业务规模逐渐扩大，其员工人数及薪酬水平也逐渐上升，与其业务规模具有一定的匹配性。

### 三、评估师核查意见

经核查，评估师认为：相比于报告期，公交传媒预测期内业务规模逐渐扩大，其员工人数及薪酬水平也逐渐上升，与其业务规模具有一定的匹配性。

**问题 14.** 申请文件显示，现代传播主要资产为成都传媒集团无偿授予的成都市公交广告经营权，授予期限 30 年。现代传播已与公交传媒于 2018 年 5 月 10 日签署了《委托经营协议》，委托公交传媒在未来 30 年内经营上述公交广告经营权。预测期内，现代传播的收入来源均为公交传媒向其缴纳的媒体资源使用费。请你公司：1) 结合双方对媒体资源使用费的约定情况及可调整性、委托经营内容、未来年度现代传播新增公交媒体广告资源获得情况、未来年度公交传媒主营业务发展预测实现情况及对资源使用费的影响情况等，补充披露预测期内现代传播营业收入的可实现性。2) 补充披露传媒集团对成都市公交广告经营权授予期满后是否存在续约风险及其对现代传播持续盈利能力的影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、结合双方对媒体资源使用费的约定情况及可调整性、委托经营内容、未来年度现代传播新增公交媒体广告资源获得情况、未来年度公交传媒主营业务发展预测实现情况及对资源使用费的影响情况等，补充披露预测期内现代传播营业收入的可实现性

### 1、双方对媒体资源使用费的约定情况及可调整性

2018 年 5 月 10 日，现代传播与公交传媒签署了《委托经营协议》，明确约定了未来年度媒体资源经营管理费的金额及缴纳时间。2018 年 9 月 30 日，现代传播与公交传媒签署了《委托经营协议补充协议》，进一步明确了公交传媒在未来年度将严格按照《委托经营协议》约定的收费方式和金额向现代传播缴纳媒体资源经营管理费，在委托经营的成都市公交广告经营权总体范围不变的前提下，未来年度不存在调整媒体资源经营管理费的收费方式和收费金额的情况。

### 2、委托经营内容

现代传播的委托经营范围为现代传播拥有的成都市公交广告经营权包含的公交广告媒体资源，具体内容见本回复“问题 5”之“三、未来年度现代传播是否考虑新增媒体广告资源，上述媒体资源使用费是否包含新增广告资源，未来年度是否存在调整媒体资源使用费收费方式和收费金额的情况”。

### 3、未来年度现代传播新增公交媒体广告资源获得情况

具体内容见本回复“问题 7”之“二、结合公交传媒未来年度业务发展预

期、现代传播对公交传媒收取媒体资源使用费的定价依据、未来年度现代传播预期新增广告资源情况及新客户拓展和维系情况等，补充披露未来年度现代传播是否具备持续盈利能力”。

#### **4、未来年度公交传媒主营业务发展预测实现情况及对资源使用费的影响情况**

具体内容见本回复“问题 7”之“二、结合公交传媒未来年度业务发展预期、现代传播对公交传媒收取媒体资源使用费的定价依据、未来年度现代传播预期新增广告资源情况及新客户拓展和维系情况等，补充披露未来年度现代传播是否具备持续盈利能力”。

综上，截至本回复出具之日，现代传播仅拥有 30 年成都市公交广告经营权，其报告期内收入来源为向公交传媒收取媒体资源的经营管理费。未来年度，公交传媒主营业务预期将稳步发展，同时根据现代传播与公交传媒签署的《委托经营协议》及其补充协议，未来年度不存在调整媒体资源经营管理费的收费方式和收费金额的情况，公交传媒将严格按照协议的要求向现代传播缴纳约定的媒体资源经营管理费，由此保证了预测期内现代传播营业收入的可实现性。此外，现代传播未来还将继续获取不同类型或不同区域的户外媒体资源，进一步扩大业务规模和提升盈利能力，将进一步保证现代传播在未来年度收入的可实现性。

#### **二、补充披露传媒集团对成都市公交广告经营权授予期满后是否存在续约风险及其对现代传播持续盈利能力的影响**

根据成都传媒集团出具的说明，成都市公交广告经营权授权期满后，除法律、法规、规章另有规定外，成都传媒集团作为成都市公交广告经营权的经营管理的主管单位，将重新确定成都市公交广告经营权的经营者。若原经营者现代传播在授权期内提供了符合《授权协议》约定或者法律法规、国家标准、行业标准规定的公共产品和服务的，将在同等条件下享有优先受让权。因此，在成都市公交广告经营权授予期满后，现代传播的续约风险较小，不会对现代传播持续盈利能力产生重大不利影响。

#### **三、评估师核查意见**

经核查，评估师认为：（1）现代传播仅拥有 30 年成都市公交广告经营权，其报告期内收入来源为向公交传媒收取媒体资源的经营管理费。未来年度，公交

传媒主营业务预计将稳步发展，同时根据现代传播与公交传媒签署的《委托经营协议》及其补充协议，在委托经营的成都市公交广告经营权总体范围不变的前提下，未来年度不存在调整媒体资源经营管理费的收费方式和收费金额的情况，公交传媒将严格按照协议的要求向现代传播缴纳约定的媒体资源经营管理费，由此保证了预测期内现代传播营业收入的可实现性。此外，现代传播未来还将继续获取不同类型或不同区域的户外媒体资源，进一步扩大业务规模和提升盈利能力，将进一步保证现代传播在未来年度收入的可实现性；（2）传媒集团对成都市公交广告经营权授予期满后，现代传播将在同等条件下享有优先受让权，续约风险较小，不会对现代传播持续盈利能力产生重大不利影响。

**问题 15. 申请文件显示，本次评估中，现代传播使用折现率为 12.74%。请你公司对比可比交易案例情况，并结合现代传播自身所处的特定风险水平，补充披露本次评估中折现率主要参数的取值依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。**

回复：

一、折现率主要参数的取值依据

（一）计算公式

本次收益法评估采用资本资产加权平均成本模型（WACC）确定折现率，计算公式如下：

$$R_{WACC} = \frac{E}{E + D} K_E + \frac{D}{E + D} K_D(1 - t)$$

式中：E 代表所有者权益，D 代表有息负债， $K_E$  代表股权资本成本， $K_D$  代表债权资本成本，t 代表税率。

其中，权益资本成本  $K_E$  按国际通行的权益资本资产定价模型（CAPM）确定折现率，计算模型为： $K_E = R_f + \beta_e \times (R_m - R_f) + \text{Alpha}$

式中： $K_E$ ：权益资本成本；

$R_f$ ：无风险报酬率；

$R_m$ ：市场期望回报率；

$(R_m - R_f)$ ：股权市场超额风险收益率，又称 ERP；

Alpha：特别风险调整系数；

$\beta_e$ : 评估对象权益资本的预期市场风险系数;

$$\beta_e = \beta_u \times \left[ 1 + (1-t) \times \frac{D}{E} \right]$$

$\beta_u$ : 可比公司的无杠杆市场风险系数;

$$\beta_u = \frac{\beta_i}{1 + (1-t) \frac{D_i}{E_i}}$$

$\beta_i$  为可比公司股票（资产）的预期市场平均风险系数;

$D_i$ 、 $E_i$  分别为公司实际的付息债务与权益资本。

## （二）折现率主要参数取值依据

### 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，因为持有该债权到期不能兑付的风险很小，可以忽略不计。参照国家当前已发行的中长期国库券利率的平均水平，选取从评估基准日到国债到期日剩余期限超过 10 年期的国债，该国债利率平均水平确定无风险报酬率的近似，即  $R_f=4.1266\%$ （数据来源同花顺 iFinD 资讯平台）。

### 2、ERP，即股权市场超额风险收益率的确定

市场风险超额回报率（ERP）是市场投资组合或具有市场平均风险的股票投资组合所期望的收益率超过无风险资产收益率的部分。我们在测算中国市场 ERP 时选用了沪深 300 指数从 2005 年底到 2017 年底各年的成份股，通过同花顺查询了各年成份股的后复权年末收盘价，并计算了几何平均收益率  $R_m$ ，最终计算 ERP 为 6.82%。

### 3、市场风险系数 $\beta$

经过筛选，选取了主营业务与被评估企业相近的 12 家广告传媒行业的上市公司作为可比公司，根据同花顺 iFinD 资讯，计算剔除每家可比公司的财务杠杆后系数  $\beta_u$ ，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，具体情况如下：

序号	证券简称	证券代码	$\beta_u$
1	省广集团	002400.SZ	0.7407
2	蓝色光标	300058.SZ	0.7506

3	北巴传媒	600386.SH	1.2156
4	中南传媒	601098.SH	0.9475
5	粤传媒	002181.SZ	1.5292
6	中视传媒	600088.SH	1.1278
7	华闻传媒	000793.SZ	0.4636
8	思美传媒	002712.SZ	0.6629
9	龙韵股份	603729.SH	1.1823
10	电广传媒	000917.SZ	0.3166
11	深大通	000038.SZ	0.4173
12	分众传媒	002027.SZ	0.7371
平均值			<b>0.8409</b>

根据现代传播评估基准日实际财务状况，其  $D/E=0\%$ ，计算具有被评估企业实际财务杠杆系数的 $\beta$  系数为 0.8409。

由于估算 $\beta$  系数的目的是估算折现率，但折现率是用来折现未来的预期收益，因此折现率应该是未来预期的折现率，因此要求估算的 $\beta$  系数也应该是未来的预期 $\beta$  系数，但我们采用的 $\beta$  系数估算是采用历史数据（评估基准日前对比公司的历史数据），因此我们实际估算的 $\beta$  系数应该是历史的 $\beta$  系数而不是未来预期的 $\beta$  系数。为了估算未来预期的 $\beta$  系数，我们需要采用布鲁姆调整法（Blume Adjustment），实践中一般采用 $\beta_e = 0.35 + 0.65\beta_L$ 。其中： $\beta_e$  为调整后的 $\beta$  值， $\beta_L$  为历史 $\beta$  值。

经调整，被评估单位含资本结构因素的 $\beta$  为 0.8966。

#### 4、特别风险调整系数 Alpha 的确定

特别风险指的是企业相对于同行业企业的特定风险，主要有：企业规模；企业所处经营阶段；历史经营状况；企业经营业务、产品和地区的分布；公司内部管理及控制机制；管理人员的经验和资历；对主要客户及供应商的依赖；财务风险等。

出于上述考虑，将本次评估中的特别风险调整系数确定为 2.5%。

#### 5、权益资本成本的确定

根据相关计算公式，本次评估的权益期望回报率，即股权资本成本为

12.74%。

## 6、运用 WACC 模型计算加权平均资本成本

在 WACC 分析过程中，本评估采用了下列步骤：

权益资本成本（ $K_e$ ）采用 CAPM 模型的计算结果；

截至评估基准日，公交传媒无有息负债，故采用其自身资本结构，即  $D/E=0$ ；

债务资本成本（ $K_d$ ）按评估基准日中长期银行贷款利率确定；

所得税率（ $t$ ）分别采用被评估企业适用的法定税率 25% 计算。

将上述确定的参数代入加权平均资本成本计算公式，计算得出被评估单位的加权平均资本成本，即：加权平均资本成本为 12.74%。

## 二、折现率选取的合理性

### （一）可比交易案例折现率选取情况

根据 A 股上市公司公开资料，筛选 A 股上市公司收购广告行业的企业的相  
关案例作为参考。筛选的标准为，评估基准日在 2015 年及以后年份，标的资产  
为中国大陆注册、主营广告业务的企业，且交易对方做出了利润承诺。

可比交易案例中，评估过程中对折现率的选取情况如下：

证券代码	上市公司	标的公司	折现率
600070.SH	浙江富润	杭州泰一指尚科技有限公司	12.48%
300280.SZ	南通锻压	北京亿家晶视传媒有限公司	13.96%
300313.SZ	天山生物	大象广告股份有限公司	12.35%
002654.SZ	万润科技	杭州信立传媒广告有限公司	12.00%
002127.SZ	南极电商	北京时间互联网络科技有限公司	13.09%
平均值		-	<b>12.78%</b>
现代传播		-	<b>12.74%</b>

注：截至本回复出具之日，华扬联众收购龙帆广告只披露了重组预案，其中未披露具体的折现率取值情况。

可比交易案例中选择的折现率的平均值为 12.78%，对现代传播的评估中选择的折现率为 12.74%，本次评估所采用的折现率与同行业可比案例的折现率平均水平差异较小，处于折现率选择区间范围内，因此本次评估采用的折现率具备合理性。

### （二）本次评估选择的折现率充分反映了现代传播自身所处的特定风险水



平

$\beta$  系数反映了某个行业相对整体市场的风险程度。根据相关理论，市场整体的 $\beta$  系数为 1， $\beta$  系数小于 1，说明该行业风险相对于整体市场较小；反之， $\beta$  系数大于 1，说明该行业风险相对于整体市场较大。现代传播属于广告行业中的细分子行业的户外广告行业，广告行业的发展速度和水平很大程度上依赖于国家和地区的宏观经济发展速度和水平，与宏观经济的波动密切相关。随着我国国民经济的平稳增长，居民的消费意愿与消费能力不断提升，持续扩张的消费需求和市场经济下激烈的行业竞争，促使各行业广告主不断增加广告投入。我国户外广告市场近年来呈高速增长态势，根据 CODC 数据显示，中国户外广告行业市场规模从 2012 年的 687 亿元增长至 2017 年的 1,312 亿元，年复合增长率为 13.81%，高于同期 GDP 增速，户外广告市场风险相对于整体市场较小。本次评估中，选择的 $\beta$  系数为 0.8966，充分反映了现代传播所处行业的特定风险，具有合理性。

$\beta$  系数测算过程中所选择的参照企业均为国内上市公司，该类企业属于行业内的龙头企业。由于企业经营风险与规模、收益水平密切相关，因此在折现率选取过程中需考虑由于企业规模、收益水平差异导致的风险报酬率差异，则需要对折现率进行调整，即考虑被评估企业特定风险系数。

现代传播于 2018 年 3 月 27 日成立，并于 2018 年 3 月 31 日取得 30 年成都市公交广告经营权，截至评估基准日（2018 年 3 月 31 日），现代传播的净资产为 39,917.29 万元。截至评估基准日，现代传播的主营业务是将成都市公交广告经营权委托公交传媒运营，在委托经营期限内向公交传媒收取约定的经营管理费。公交传媒独家负责受托运营成都市公交广告媒体资源，在成都公交广告市场形成区域垄断，议价能力强，具有明显的媒体资源优势，业务预计将稳步发展，而且未来年度不存在调整媒体资源经营管理费的收费方式和收费金额的情况，由此保证了现代传播未来年度营业收入的稳定性，现代传播经营风险较小。此外，现代传播并无有息负债，财务风险较小。出于上述综合考虑，本次评估取评估对象的特定风险调整系数为 2.5%。

综上，本次评估选择的折现率充分反映了现代传播所处的行业特定风险水平及自身经营特定风险水平。

### 三、评估师核查意见

经核查，评估师认为：本次评估中，现代传播使用折现率与可比交易案例选取的折现率差异较小，本次评估选择的折现率充分反映了现代传播自身所处的特定风险水平，本次评估中折现率主要参数的取值具备合理性。

**问题 24. 申请文件显示，现代传播因无偿授予的公交广告经营权形成无形资产 38,917.39 万元，该无形资产根据川华夏评报字 [2018] 第 019 号《资产评估报告》而来。请你公司补充披露：1) 川华夏评报字 [2018] 第 019 号《资产评估报告》。2) 补充披露无形资产的评估方法、纳入评估范围的媒体资源类型、数量情况、预期收益实现方式、主要参数取值依据及合理性。请独立财务顾问、评估师和会计师核查并发表明确意见。**

回复：

#### 一、补充披露川华夏评报字 [2018] 第 019 号《资产评估报告》

截至本回复出具之日，上市公司已通过上海证券交易所公开补充披露川华夏评报字 [2018] 第 019 号《资产评估报告》。

#### 二、无形资产的评估方法、纳入评估范围的媒体资源类型、数量情况、预期收益实现方式、主要参数取值依据及合理性

##### （一）评估方法

本次对公交广告经营权的评估采用收益法，具体为收入分成法。该方法的思路是预测使用该经营权获得未来年期的收入，分析该经营权对收入的贡献程度，确定适当的分成率，计算该经营权的未来收益状况，确定未来收益年限，再用适当的折现率折现得出评估值。具体计算公式如下：

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i \times K}{(1+r)^i}$$

其中：P 为评估价值；r 为折现率； $R_i$  为第 i 年的收入；K 为收入分成率；n 为授权经营年限 30 年。

评估基准日为 2018 年 3 月 31 日，预测期为公交广告经营权的授权年限 30 年。

##### （二）纳入评估范围的媒体资源类型及数量情况

现代传播取得的成都市公交广告经营权，其范围包括成都公交集团直接或间接经营的全市公交系统中的所有广告媒体资源（包括现在及未来将会开发建设的资源），具体内容及有效区域如下：

- 1、公交车身、公交移动电视、公交车内看板、公交站台、公交电子站牌、公交信息平台；
- 2、其他依托车身、线路、站台开发的媒体和社会公共服务资源；
- 3、公共自行车站点站棚（只能做公益广告）。

其中：截至2018年3月31日，公交站台的区域范围为成都市辖区内的锦江区、成华区、金牛区、武侯区、青羊区以及高新区；公交车身范围为838辆公交车车辆车身媒体资源；车内看板范围为5,801辆公交车车辆的车内看板媒体资源；车载电视为3,625辆公交车车辆的车载电视媒体资源。

### （三）预期收益实现方式

根据成都市人民政府于2018年3月30日出具的《成都市人民政府关于同意成都传媒集团现代文化传播有限公司取得成都市公交广告经营权的批复》（成府函[2018]43号），成都市人民政府将成都市公交广告经营权无偿授予现代传播，自2018年3月31日起，期限30年。

现代传播已与公交传媒于2018年5月10日签署了《委托经营协议》，委托经营期限为30年，自2018年3月31日起至2048年3月30日止，公交传媒在委托经营期限内向现代传播缴纳媒体资源的经营管理费。

### （四）主要参数取值依据及合理性

#### 1、营业收入

根据《委托经营协议》，现代传播在委托经营期限内向公交传媒收取约定的媒体资源的经营管理费，并确认相应的收入，具体情况如下（金额：万元）：

2018年4-12月	2019	2020	2021	2022年	2023	2024
2,017.10	3,227.36	3,872.83	4,647.39	5,112.13	5,623.34	6,185.68

（续上表）

2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
6,804.25	7,484.67	7,858.90	8,251.85	8,664.44	9,097.66	9,552.55

（续上表）

2032-2047	2048年1-3月
每年均为 9,552.55	2,388.14

## 2、收入分成率

企业的收益是企业和管理、技术、人力、物力、财力等方面多因素共同作用的结果。无形资产作为特定的生产要素，为企业整体收益做出了一定贡献，因此参与企业的收益分配是合理的。

在确定收入分成率时，一般首先确定收入分成率的取值范围，再根据影响无形资产的因素，建立测评体系，确定收入分成率的调整系数，最终得到收入分成率。具体计算公式如下：

$$K=m+(n-m) \times r$$

其中：K 为收入分成率；m 为分成率下限；n 为分成率上限；r 为分成率调整系数。

截至评估基准日（2018年3月31日），现代传播仅拥有成都市公交广告经营权，出于谨慎性考虑，预测其未来年度的收入仅考虑了公交传媒向其缴纳的媒体资源的经营管理费。现代传播作为成都公交广告经营权的承载主体，资金、人员、无形资产、管理等因素对收入均具有一定的贡献，多位专家通过对分成率的取值有影响的各个因素，即资金、人员、无形资产、管理四个因素进行测评，最终确定收入分成率的取值区间为 80%-100%。

影响无形资产价值的因素包括法律因素、技术因素、经济因素及风险因素，其中风险因素对无形资产资产价值的影响主要在折现率中体现，其余三个因素均可在分成率中得到体现。将上述因素细分为法律状态、保护范围、侵权判定、资源类型、授权期限、应用范围、替代性、获取难度、供求关系等 9 个因素，分别给予权重和评分，确定收入分成率的调整系数，具体结构如下：

权重	考虑因素	权重	分值						合计	
			100	80	60	40	20	0		
0.2	法律因素	法律状态	0.40	100						0.08
		保护范围	0.30	100						0.06
		侵权判定	0.30	100						0.06
0.6	技术因素	资源类型	0.20		80					0.10

		授权期限	0.20	100					0.12
		应用范围	0.20		75				0.09
		替代性	0.20			60			0.07
		获取难度	0.20			60			0.07
0.2	经济因素	供求关系	1.00			50			0.10
		<b>合计</b>							<b>0.75</b>

#### (1) 法律状态

2018年3月30日，成都市人民政府出具了《成都市人民政府关于同意成都传媒集团现代文化传播有限公司取得成都市公交广告经营权的批复》，同意成都传媒集团作为成都市公交广告经营权的经营管理单位，并由其直接与成都传媒集团全资子公司现代传播签订授权协议，将成都市公交广告经营权无偿授予现代传播，授权期自2018年3月31日起，期限为30年。

2018年5月10日，成都传媒集团作为成都市公交广告经营权的经营管理单位与现代传播签署了《授权协议》，约定现代传播在授权期内完整的享有成都市公交广告经营权，负责成都市公交广告经营权的出租、运营、维护、移交等经营管理工作并获取收益，授权期限为30年，自2018年3月31日起至2048年3月30日止。

公交广告经营权的资产权属清晰，受到法律保护，法律状态取100分。

#### (2) 保护范围

《授权协议》已经明确了公交广告经营权的范围，保护范围取100分。

#### (3) 侵权判定

《授权协议》中已明确约定现代传播在授权期内完整的享有成都市公交广告经营权，负责成都市公交广告经营权的出租、运营、维护、移交等经营管理工作并获取收益，侵权判定容易，侵权判定取100分。

#### (4) 资源类型

媒体资源类型为公交广告媒体资源，具体主要包括公交车身、公交移动电视、公交车内看板、公交候车亭。公交广告媒体资源是户外广告媒体资源的重要组成部分，且该经营权包含多种公交广告媒体资源，商业价值较高，资源类型取80分。

#### （5）授权期限

成都市人民政府将成都市公交广告经营权无偿授予现代传播，经营年限 30 年，为同类资产的最高年限，授权经营年限取 100 分。

#### （6）应用范围

该无形资产为成都市公交广告经营权，可供广告主在成都市场发布公交广告进行宣传。成都市为“新一线”城市的代表，经济发展良好，当地居民消费能力较强，但与北京、上海、广州等一线城市相比，尚有一定差距，应用范围取 75 分。

#### （7）替代性

除公交广告外，楼宇广告、地铁广告、户外大牌广告、机场广告等也是户外广告的重要表现形式。各类型的户外媒体资源在一定程度上存在一定的竞争性和替代性，但不同媒体形式拥有各自不同的传播优势，不同类型的广告主会选择符合自身要求的媒介形式。因此，对于公交广告媒体资源而言，虽然其他形式的户外媒体资源会在对其产生一定程度的冲击，但是公交仍是大众出行的主要方式之一，公交广告凭借其受众范围广、千人成本较低、更换灵活、视觉冲击力强等优势，仍是广告主最青睐的户外广告媒体形式之一，替代性取值 60 分。

#### （8）供求关系

随着城市化进程的逐渐深入，城市基础设施建设节奏加快，公交、地铁、机场等优质户外媒体资源数量逐渐增多，户外媒体资源数量供应相对充足，因此，供求关系取 50 分。

经逐项调整，确定各因素的调整系数，测评结果为  $r=75.00\%$ 。

$$K=m+(n-m) \times r=80\%+(100\%-80\%) \times 75\%=95\%$$

### 3、折现率

折现率=无风险报酬率+风险报酬率

#### （1）无风险报酬率

本次评估采用的数据为评估基准日距到期日十年以上的长期国债的年到期收益率的平均值，经过汇总计算取值为 4.1266%（数据来源：同花顺 iFinD 资讯）。

#### （2）风险报酬率的确定

影响风险报酬率的因素包括政策风险、市场风险、资金风险、管理风险。根

据评估惯例，4个风险系数各取值范围在0-15%之间（合计40%），具体的数值根据测评表求得。任何一项风险大到一定程度，不论该风险在总风险中的比重多低，该项目都没有意义。

项目	取值范围	权重	因素	分值						得分	风险系数
				100	80	60	40	20	0		
市场风险	10%	60.00%	市场容量风险				40			24	2.8%
		40.00%	市场竞争风险					10		4	
财务风险	10%	70.00%	流动资金风险					20		14	1.70%
		30.00%	非流动资产风险					10		3	
经营管理风险	10%	50.00%	管理风险					20		10	2.50%
		50.00%	经营风险				30			15	
政策风险	10%	50.00%	行业管理风险				40			20	4.00%
		50.00%	政策限制				40			20	

### 1) 市场风险

成都公交广告市场容量一般，但发展平稳，潜力较大，市场竞争对手较少，市场竞争风险较低，市场容量风险取40分，市场竞争风险取10分。

$$\text{市场风险调整系数} = (40 \times 60.00\% + 10 \times 40.00\%) \times 10\% = 2.8\%$$

### 2) 资金风险

企业资金风险是指企业资金再循环过程中，由于各种难以预料和无法控制的因素作用，使企业资金的实际收益小于预计收益而发生资金损失进而造成企业运转不顺，甚至破产倒闭。经评估，现代传播资产负债率低，无有息负债，非流动资产和流动资产风险小，按资金风险取值表确定其风险系数为 $(20 \times 70.00\% + 10 \times 30.00\%) \times 10\% = 1.70\%$ 。

### 3) 经营管理风险

经营管理风险是指企业决策人员和管理人员在经营管理中出现判断失误、管理不善而导致公司盈利水平变化从而产生投资者预期收益下降的风险。按经营管理风险取值表确定其风险系数为： $10\% \times 25\% = 2.50\%$

#### 4) 政策风险

该行业属于广告行业的细分子行业户外广告行业，属于国家政策支持的行业，成都市公交广告市场主要受当地户外广告的相关政策影响，目前成都公交广告市场的监管已较严格，进一步趋严的可能性较小，故整体政策风险较小。政策风险调整系数为  $(40 \times 50.00\% + 40 \times 50.00\%) \times 10\% = 4.00\%$

本次评估的无形资产风险主要考虑市场风险、经营风险、财务风险和政策风险。经综合考虑后，本次评估确定风险报酬率为 11%。

折现率 = 无风险报酬率 + 风险报酬率 =  $4.1266\% + 11\% = 15.1266\%$

#### 4、计算结果

根据收入分成法具体计算公式，按 30 年进行贴现，经计算，广告经营权的资产价值为 38,917.39 万元。

#### 五、评估师核查意见

经核查，评估师认为：（1）截至本回复出具之日，公司已通过上海证券交易所公开补充披露川华夏评报字 [2018] 第 019 号《资产评估报告》；（2）公司已在《重组报告书》中补充披露对成都市公交广告经营权评估的评估方法、纳入评估范围的媒体资源类型、数量情况、预期收益实现方式、主要参数取值依据，评估结果具有合理性。



(此页无正文，为湖北众联资产评估有限公司《关于<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>(181228号)之资产评估相关问题的答复》之签章页)

签字资产评估师:

