

**北京中同华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》**

**第 162103 号的回复**

中国证券监督管理委员会：

根据贵会 2016 年 8 月 30 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》（162103 号）（以下简称“反馈意见”）的要求，北京中同华资产评估有限公司（以下简称“评估师”）就贵会反馈意见中要求评估师核查和发表意见的事项进行了核查，现将有关核查结果和反馈意见所涉及的问题回复如下：

6.申请材料显示，2015 年 9 月、12 月，恒峰信息引入财务投资人，对应的公司整体估值分别为 3 亿元、3.8 亿元。本次交易以 2016 年 3 月 31 日为评估基准日，恒峰信息评估作价 8.06 亿元。申请材料同时显示，恒峰信息 2015 年实现的净利润为 2398.36 万元，低于 2015 年 9 月引入财务投资人时出具的业绩承诺 2500 万元。请你公司：1) 补充披露恒峰信息 2015 年实现的净利润低于此前引入财务投资人时出具的业绩承诺金额，但本次交易评估作价仍远高于前次评估的合理性，申请材料关于恒峰信息 2016 年度承诺净利润提高及估值市盈率提高合理性的解释是否矛盾。2) 结合上述情形及交易背景、相关协议约定、业绩变化情况等，进一步量化分析并补充披露恒峰信息本次交易评估作价与 2015 年 9 月、12 月的评估作价差异较大的合理性。3) 就上述股权转让作价差异事项进行重大风险提示。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

**【回复】**

1) 补充披露恒峰信息 2015 年实现的净利润低于此前引入财务投资人时出具的业绩承诺金额，但本次交易评估作价仍远高于前次评估的合理性，申请材料关于恒峰信息 2016 年度承诺净利润提高及估值市盈率提高合理性的解释是否矛盾。

### **1.1 2015 年 9 月第一轮财务投资**

2015 年 9 月，恒峰信息引入中广影视等财务投资人，整体估值约 3 亿元。根据 2015 年 8 月中广影视等财务投资人与恒峰信息签订的《投资协议》及《补充协议》所示，刘胜坤、杨天骄共同承诺 2015 年度恒峰信息的税后净利润不低于 2,500 万元、2016 年度不低于 3,200 万元、2017 年度不低于 4,100 万元，年均增长 28%，若未达到该承诺利润的 90%，则刘胜坤、杨天骄按照约定向投资者无偿转让股权/股份；同时协议约定，2017 年 12 月 31 日前恒峰信息向新三板递交申请挂牌材料，若恒峰信息在 2017 年 12 月 31 日以前的任一时间已经成功在新三板挂牌，则业绩承诺条款自挂牌之日起自动失效。

因此，财务投资人是基于恒峰信息 2017 年底前实现新三板挂牌的预期，并结合预计盈利能力给予恒峰信息 3 亿元估值的。

### **1.2 新三板申报会计师审计的 2015 年净利润为 2,530.71 万元，实现了业绩承诺，并得到财务投资者认可**

2015 年 9 月，恒峰信息开始实质性启动新三板挂牌工作，选择海通证券股份有限公司、亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“亚太会计师”）、中伦律师事务所等中介机构，并确定了以 2015 年 12 月 31 日经审计净资产整体变更为股份公司的新三板申报方案。根据 2016 年 02 月 28 日亚太会计师出具的编号为亚会 B 审字（2016）0676 号《审计报告》，恒峰信息 2014 年度经审计的净利润为 500.00 万元，2015 年度经审计的净利润为 2,530.71 万元。该审计结果得到中广影视等财务投资人的认可，认为恒峰信息实现了《投资协议之补充协议》约定的 2015 年度承诺税后净利润 2,500 万元。

### **1.3 瑞华会计师的审计调整使恒峰信息 2015 年净利润减少、2014 年净利润增加**

2016 年 5 月，汇冠股份聘请的瑞华会计师进场审计恒峰信息 2014 年度、2015 年度及 2016 年 1-3 月财务数据。瑞华会计师对亚太会计师的审后报表重新进行了审计，执行了全套审计程序，抽取并复核更大范围的样本量，根据恒峰信息的最新情况，结合瑞华会计师的职业判断，将部分项目在 2014 年、2015 年和 2016 年 1-3 月之间进行了会计期间调整。上述审计调整对 2015 年度利润总额的影响为-173.26 万元，调整收入、成本的同时影响应收账款、相关税费及坏账准备、当期所得税费用及递延所得税费用等科目，上述调整导致恒峰信息 2015 年的净

利润调减为 2,398.36 万元，较亚太会计师审计的 2015 年度净利润减少 132.35 万元。恒峰信息经审计的净利润如下：

单位：人民币万元

项目	亚太会计师审计净利润	瑞华会计师审计净利润
2014 年度	500.00	706.68
2015 年度	2,530.71	2,398.36
合计	<b>3,030.71</b>	<b>3,105.04</b>

上述审计调整属于根据最新情况进行的会计期间调整，属于正常的会计期后调整，并不存在虚构交易的情况。

#### 1.4 此次并购交易开始实质性谈判时，盈利预测基础为新三板申报会计师的审计净利润

2016 年 3 月 15 日，恒峰有限召开创立大会暨第一次股东大会，决议整体变更为股份公司，新三板申报的各项准备工作已基本完成。后由于媒体报道，国家取消“战略性新兴产业板”的设立规划，恒峰信息管理层认为原计划通过新三板转到战略新兴板的发展方向受阻，于是开始考虑由上市公司并购的方案，并开始接触潜在买家。2016 年 3 月下旬汇冠股份与恒峰信息首次接触，并在 4 月中下旬开始实质性谈判，双方市场化商业谈判的基础为亚太会计师审计的 2015 年度净利润 2,530.71 万元，以及教育信息化行业的上升趋势和恒峰信息未来的盈利能力。因此，不存在未实现承诺净利润的情况下仍提高此次交易的 2016 年承诺净利润的情况。

综上所述，恒峰信息 2015 年承诺净利润已经实现，并得到财务投资者认可。提高此次并购交易的 2016 年承诺净利润是由于市场需求增长和企业盈利能力提升。根据瑞华会计师的审计数据，2014 年度恒峰信息实现净利润 704.36 万元，2015 年实现净利润 2,418.62 万元，恒峰信息的业绩实现快速增长，2015 年净利润增长率为 243.38%。这一方面是由于教育信息化行业快速发展，市场需求急剧增长；另一方面也是由于恒峰信息教育教学软件产品在 2015 年陆续开发完成并受到市场认可的结果，2015 年恒峰信息软件业务贡献毛利润 1,190.27 万元，占当年毛利总额的 25.96%，软件业务的良好发展，提高了恒峰信息未来的盈利能力。因此，申请材料关于恒峰信息 2016 年度承诺净利润提高及估值市盈率提高合理性的解释不存在矛盾。

2) 结合上述情形及交易背景、相关协议约定、业绩变化情况等，进一步量化分析并补充披露恒峰信息本次交易评估作价与 2015 年 9 月、12 月的评估作价差异较大的合理性。

## **2.1 相关交易背景和协议约定**

恒峰信息核心股东在 2014 年就产生了筹划创业板上市的想法，并开始完善公司治理、调整股权结构、加强内部控制和规范运作等工作，经过长期的筛选和商谈，在 2015 年 1 月引入对企业未来发展能够提供支持的外部股东。

### **2.1.1 2015 年 9 月第一轮财务投资**

2015 年 9 月，中广影视等财务投资人采取受让刘胜坤等人股权的方式进入恒峰信息，合计转让价款 3,500 余万元，价格为 5.88 元/出资额，整体估值约 3 亿元。

根据 2015 年 8 月中广影视等财务投资人与恒峰信息签订的《投资协议》及《补充协议》所示，刘胜坤、杨天骄共同承诺 2015 年度恒峰信息的税后净利润不低于 2,500 万元、2016 年度不低于 3,200 万元、2017 年度不低于 4,100 万元，年均增长 28%，若未达到该承诺利润的 90%，则刘胜坤、杨天骄按照约定向投资者无偿转让股权/股份；同时协议约定，2017 年 12 月 31 日前恒峰信息向新三板递交申请挂牌材料，若恒峰信息在 2017 年 12 月 31 日以前的任一时间已经成功在新三板挂牌，则业绩承诺条款自挂牌之日起自动失效。

综上所述，此次投资的 3 亿元估值相对于 2015 年承诺净利润 2,500 万元的市盈率为 12 倍，且以 2017 年底实现“新三板”挂牌为预期，故该估值对财务投资者而言是合理的。

### **2.1.2 2015 年 12 月第二轮财务投资**

根据上海源美等财务投资者与恒峰信息签订的《投资协议》和《补充协议》，刘胜坤、杨天骄承诺恒峰信息 2016 年净利润不低于 3,250 万元，2017 年净利润不低于 4,225 万元，2018 年净利润不低于 5,492.5 万元，年均增长率 30%，如未实现承诺净利润的 90%，将进行现金补偿；协议约定，如未在 2018 年 12 月 31 日前完成 IPO 或未在 2017 年 12 月 31 日前完成新三板挂牌，投资者有权要求回购。

此次增资虽完成于 2015 年底，但基本属于承继之前中广影视的投资行为，主要因中广影视未能完全支付第一轮投资款，于是其引荐上海源美等对恒峰信息

进行投资，因此，新的投资者只肯接受较中广影视略高的估值水平。

综上所述，此次投资的 3.8 亿元估值相对于 2016 年承诺净利润 3,250 万元的市盈率为 11.67 倍，且仍以 2017 年底实现“新三板”挂牌为预期，故该估值对财务投资者而言是合理的。

## 2.2 此次交易的估值合理性

### 2.2.1 本次交易背景

汇冠股份 2015 年 8 月控股股东变更为和君商学，并于同年 9 月完成董事会、监事会换届和管理团队聘任工作。新的管理团队就任后，对公司现有业务进行了系统梳理，经过详细调研和论证，决定在充分利用公司现有的技术储备和量产能力的基础上，依托新控股股东在教育行业的基因和资源，抓住未来教育装备智能化的行业趋势，通过自身内生及外延并购等手段，打造一流的教育装备及教育智能化整体解决方案提供商，并最终致力于打造智能教育服务生态圈。

恒峰信息作为一家长期主要为中小学、职业学校及各级教育管理部门等各类教育机构提供教育信息化综合解决方案、教育软件服务提供商，目前已在广东省拥有相对靠前的市场地位，因此本次交易完全符合上市公司的既定发展战略。

### 2.2.2 恒峰信息业绩增长

根据瑞华会计师的审计数据，2014 年度恒峰信息实现净利润 706.68 万元，2015 年实现净利润 2,398.36 万元，恒峰信息的业绩实现快速增长，2015 年净利润增长率为 239.38%。

教育信息化市场的快速增长已经成为行业共识，在 2015 年以来上市公司收购类似行业标的案例中，其承诺的第一年和第二年净利润增长率平均数均较高，恒峰信息处于行业平均水平区间之内，如下表：

年度	海云天	长征教育	康邦科技	联汛教育	乐知行	恒峰信息
承诺第一年	132.09%	79.68%	87.27%	140.00%	93.57%	116.81%
承诺第二年	33.02%	30.00%	30.00%	30.00%	16.67%	25.00%
平均	<b>82.56%</b>	<b>54.84%</b>	<b>58.64%</b>	<b>85.00%</b>	<b>55.12%</b>	<b>70.91%</b>

注：上述承诺第一年、第二年对海云天、长征教育、康邦科技是指 2015 年和 2016 年，对联汛教育和乐知行是指 2016 年和 2017 年

由于市场需求旺盛、盈利快速增长，提升恒峰信息对未来盈利能力的信心，本次交易的承诺净利润较 2015 年财务投资者进入时有所提升，2016 年-2018 年

的承诺净利润分别不低于 5,200 万元、6,500 万元和 8,100 万元,年均增长约 25%。  
三次承诺业绩具体如下:

单位: 人民币万元

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	三年业绩	估值
2015 年 9 月	2,500.00	3,200.00	4,100.00		9,800.00	30,000.00
2015 年 12 月		3,250.00	4,225.00	5,492.50	12,967.50	38,000.00
本次评估		5,191.11	6,449.43	8,049.83	19,690.37	81,200.00
与 9 月差异		62.22%	57.30%		100.92%	170.67%
与 12 月差异		59.73%	52.65%	46.56%	51.84%	113.68%

恒峰信息 2016 年 1-8 月份已实现收入 11,181.53 万元,占预期 2016 年全年收入的 42.46%,实现净利润 2,352.04 万元,占预期 2016 年全年净利润的 45.31%。

此次评估估值 8.12 亿元较 2015 年标的公司财务投资者的估值提高,主要由于教育信息化市场发展状况良好,恒峰信息盈利能力提升,与之前财务投资者进入时的交易背景、市场状况等方面均有较大差异,所以评估作价存在差异具备合理性。

### 3) 就上述股权转让作价差异事项进行重大风险提示。

上市公司已在《重组报告书》“重大风险提示”之“一、与本次交易相关的风险(三)本次交易与近期增资及股权转让价格差异较大的风险”补充披露。

评估师意见:经核查,已明确 2015 年度瑞华会计师审计净利润低于 2,500 万元的原因,以及恒峰信息完成引入财务投资人时的业绩承诺的理由。基于教育信息化行业的发展状况变化及恒峰信息盈利能力的提升,且本次评估与之前财务投资者进入时的交易背景、市场状况等方面均有较大差异,故本次评估作价高于 2015 年两轮财务投资估值具有合理性。

**10、申请材料显示,恒峰信息目前主营业务集中在广东省,从 2016 年开始,恒峰信息筹划省外布局,计划陆续在内蒙古、广西、海南、贵州、湖南、江西、河南 8 省开设办事处,配合所在地代理商销售软件产品。请你公司补充披露恒峰信息未来年度广东省外具体扩张计划及实施进展,并结合市场竞争状况、行业发展前景和业务的区域性特点,分析其扩张的可行性,以及上述情形对本次交易评估结果的影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。**

## 【回复】

### 10.1 广东省外的扩张计划及实施进展

现阶段，教育信息化行业具有较为明显的地域性特征，恒峰信息目前业务主要集中于广东省，2014 年度和 2015 年度广东省内收入占比分别为 93.32% 和 96.68%。为保证业绩的持续增长，在更大范围进行品牌推广，在积极开拓广东省内市场的同时，恒峰信息计划未来几年陆续在内蒙古、广西、海南、贵州、湖南、湖北、江西、河南 8 省开设办事处，授权代理商直接销售恒峰信息自主开发的智慧教育系列软件产品实现收入，恒峰信息主要负责软件产品的个性化调整、维护更新等。

#### 10.1.1 本次交易前，恒峰信息已积累了省外业务拓展经验

2016 年之前，恒峰信息已在湖南、河北、内蒙古等广东省外地区开展业务，2014 年、2015 年分别在广东省外实现收入 608.49 万元和 463.12 万元，积累了省外开展业务的经验。

#### 10.1.2 未来几年的拓展计划

恒峰信息已设立专门的教育细分部门，按 K12 和职业教育两大应用方向进行划分，主要职责是增强技术支持部门与前端业务部门的协调配合。在代理商网络开拓方面，计划 2016 年下半年在内蒙、广西、海南设立三个办事处并开始试运行，2017 年在贵州、湖南、湖北、江西、河南再设立五个办事处。每个办事处初期筹建费用约 18 万元，成熟后年运行费用约 70 万元。

为保障办事处的有效运行，恒峰信息已在办事处选址、员工招聘、内部管理、规章制度等方面制订了具体计划。在选址方面，要求交通便捷、人员密集，有利于企业形象和品牌宣传；在员工招聘方面，初期配置一名员工，负责业务拓展和渠道维护，成熟后将设置一名负责人、一名文员和一名产品经理；内部管理方面，已制定了费用划拨、财务管理、人员管理等规章以及工作流程、考勤、文档管理和工作汇报制度等。

#### 10.1.3 拓展计划实施进展

经过长期考察和洽谈，截止 2016 年 8 月末，恒峰信息已与内蒙古、广西、海南、江西的当地优质教育信息化企业签订了代理协议，配备专职业务人员跟踪当地市场，负责市场调研和业务拓展工作，了解当地教育信息化行业的发展现状以及终端用户的具体需求，协助当地代理商推广恒峰信息的教育教学软件。在贵

州省，恒峰信息已基本完成前期市场调研，正与当地主要教育信息化企业洽谈业务合作模式与前景，经筛选后将选择最终合作伙伴签订代理协议。在湖南、湖北、河南等省，目前尚处在市场调研和合作伙伴筛选过程中。

另外，恒峰信息已多次组织外省代理商和合作伙伴参加产品演示和培训，介绍恒峰信息软件产品在备课、教学和课堂等教育、教学各个环节的用途、操作方法以及与最终使用方需求的契合度等内容，加深代理商对恒峰信息软件产品的理解。同时，利用上述代理商培训中获取的反馈信息，进一步优化恒峰信息软件产品的操作性并作个性化调整，为后续的业务拓展打下坚实的基础。

## 10.2 市场竞争状况、行业发展前景和业务的区域性特点

受制于经济社会发展水平等多种因素，我国教育信息化区域发展水平仍存在较大差异。相较于恒峰信息业务集中地广东省，上述内蒙古、广西、海南、贵州等 8 个目标拓展省份的教育信息化发展水平不高，尚有较大的发展空间。另外，国家教育部在《教育信息化“十三五”规划》中指出，当前我国教育信息化推进中“较为普遍的只管硬件忽视软件的粗放式管理模式”，无法满足提升教育信息化应用水平，拓展教育信息化应用广度与深度的要求，这预示着“十三五”期间教育信息化软件应用市场将有较快发展。

### 10.2.1 目标拓展省份的教育信息化发展空间大，尤其是教育教学软件尚处于起步阶段

由内蒙古、广西、海南、贵州等 8 个目标拓展省份 2014 年中小学学生数、学校数的统计情况看，这几个省份教育信息化发展潜力较大：

单位：所/万人

项目	小学在校生	初中在校生	学生合计	小学学校	初中学校	学校合计
内蒙古	129.65	66.97	<b>196.62</b>	2,174	725	<b>2,899</b>
广西	431.81	195.11	<b>626.92</b>	12,946	1,843	<b>14,789</b>
海南	75.26	33.74	<b>109.00</b>	1,619	392	<b>2,011</b>
贵州	346.31	206.83	<b>553.14</b>	9,275	2,166	<b>11,441</b>
湖南	473.84	220.63	<b>694.47</b>	8,560	3,314	<b>11,874</b>
湖北	321.16	137.59	<b>458.75</b>	5,513	2,011	<b>7,524</b>
江西	412.98	175.01	<b>587.99</b>	9,764	2,127	<b>11,891</b>
河南	564.29	228.82	<b>793.11</b>	12,529	2,391	<b>14,920</b>
<b>合计</b>	<b>2,755.30</b>	<b>1,264.70</b>	<b>4,020.00</b>	<b>62,380</b>	<b>14,969</b>	<b>77,349</b>

数据来源：根据各省统计年鉴及教育厅公开披露内容整理

#### ◆ 内蒙古计划到 2020 年实现全区教育信息化

根据《内蒙古自治区中长期教育改革和发展规划纲要（2010—2020 年）》，内蒙古将加快教育信息化基础设施建设，到 2020 年实现全区教育信息化；实施教育管理信息化系统工程，到 2020 年全面实现学校管理、政府教育管理信息化；加强优质教育教学资源开发与应用，建立自治区、盟市、各高等学校共享优质教学资源的数据交换平台和教学资源库。由此可见，内蒙古的“三通两平台”建设尚处于起步阶段，还有较大的发展空间。

◆ 广西正稳步推进“班班通”，试点运行“人人通”，教育教学应用软件需求将逐步增加

目前，广西已基本实现全区中小学互联网接入，“宽带网络校校通”已基本实现覆盖。根据《广西教育信息化建设三年行动计划（2015-2017 年）》，广西壮族自治区将稳步推进“优质资源班班通”，试点开展“网络学习空间人人通”，基本建成广西教育资源公共服务平台和广西教育管理公共服务平台。扩大优质教育资源覆盖面、加快教育管理信息化进程是广西近两年教育信息化的重点任务。广西计划 2016 年完成教育资源公共服务平台的试运行工作，2017 年全面建成功能完备、服务优良的教育资源公共服务平台。

#### ◆ 海南通过政府采购鼓励企业开发专业化教学应用软件

根据《海南省 2016 年教育信息化工作要点》，海南省 2016 年教育信息化的核心目标是实现全省中小学互联网接入率达到 100%，其中 10M 以上宽带接入比例达到 90% 以上；省级教育资源公共服务平台上线试运行，初步实现义务教育各阶段各学科教学资源全覆盖；完成省级教育数据中心三期建设，开发省级自建应用系统。同时，通过政府购买服务、后补助等方式，鼓励企业和社会机构根据教育教学改革方向和师生教学需求，开发一批专业化教学应用工具软件，并通过教育资源平台提供资源服务，推广普及应用。由此可见，未来几年海南省的教育教学软件投入将会有所增加，有利于恒峰信息软件产品在当地的市场开拓。

#### ◆ 贵州的“三通两平台”建设尚有较大提升空间

根据贵州省教育厅、中共省委教育工委联合发布的《省教育厅（省委教育工委）2015 年工作总结》以及《省教育厅（省委教育工委）2016 年工作要点》，贵州 2015 年已建设完成中职资助等国家教育管理信息系统，初步建成国家教育管理公共服务平台贵州数据中心；贵州 2016 年将深入推进“三通两平台”建设，加

快全省中小学教育信息化教育环境建设，推动优质教育教学资源广泛应用，扩大标准化考点建设规模，完善考生身份证识别系统建设。贵州省的“三通两平台”建设也显著落后于东部省份，在教育教学软件方面较大的市场空间。

◆ 湖南已制定计划推进“湘教云”等系统的建设与应用

根据《2015年四季度湖南省教育信息化推进工作季报》，截至2015年末湖南省“宽带网络校校通”比例达到75.49%，“优质资源班班通”比例达到72.53%，“网络学习空间人人通”总体覆盖率达到43.28%；教育资源公共服务平台“湘教云”正式部署上线投入正常使用。根据湖南省教育厅公布的《2016年厅信息化办工作要点》，湖南将推进智慧校园建设；推进“湘教云”建设与应用；推进国家各类管理信息系统建设与应用；推进“优质教育资源云覆盖工程”建设与应用；组织开展2016年教育信息化试点工作。

◆ 湖北计划2016年基本实现“校校通”，未来将开始推广应用软件

根据中共湖北省委高校工委、湖北省教育厅印发的《省委高校工委、省教育厅2016年工作要点》，湖北将于2016年基本实现宽带网络“校校通”，初步建成省级教育资源公共服务平台并推广应用。

◆ 江西将提高“三通”覆盖率，加快“两平台”建设和应用

根据江西省教育厅发布的《发展规划处（社管处）2015年工作总结和2016年工作打算》，江西省2016年将提高“三通”覆盖率，加快“两平台”建设和应用。根据《关于江西省教育信息化专项督导情况的通报》，江西省存在不同区域、学校之间，“三通”覆盖率及应用水平差距较大的情况：有的地方“校校通”覆盖率达到96%，有的地方仅为55%。

◆ 河南将深化“三通两平台”的建设和应用

根据《中共河南省委高校工委 河南省教育厅2016年工作要点》，河南省2016年将全民深化“三通两平台”的建设和应用，加大优质教育资源汇聚，推动优质教育资源共享。

### 10.2.2 目标拓展省份的市场竞争状况、行业发展前景和业务的区域性特点

受到经济发展水平、教育资源分布、财政性教育经费投入规模等因素的影响，目标拓展省份的教育信息化行业发展较慢。当前，目标拓展省份的主要目标是提高“校校通”的覆盖率并优化校园信息化软硬件环境，同时稳步推进“班班通”、试点开展“人人通”，培育一批能够发挥示范辐射带动作用的骨干学校、教师、课程，

并加以推广。与全国教育信息化行业集中度不高的行业特征一致，这些省份的教育信息化市场也总体呈现“小而散”的局面，尤其是教育软件产品和 IT 服务应用领域，参与者较多，行业集中度不高，缺乏具有优势地位的龙头企业。

在加强教育信息化基本条件建设的同时，目标拓展省份也对优质教育资源、教育管理公共服务平台设定了具有本地化特色的目标，通过优化校园信息化软硬件环境支撑“优质资源班班通”和“网络学习空间人人通”。在坚持应用驱动和政府购买公益性服务为主导、市场提供个性化服务为补充的行业大背景下，目标拓展省份教育信息化应用软件将快速发展。并且，随着“宽带网络校校通”不断完善，未来软件应用将成为加快推进数字校园建设的重要推手。根据国家教育部公布的数据，目标拓展省份 2014 年财政性教育经费投入合计达 5,229.33 亿元，同比增长 6.61%，市场空间较大。

### **10.3 恒峰信息已具备拓展省外市场的能力**

恒峰信息聚焦“教与学”过程的深入研究，依靠对“个性化学习”的理解，自主开发了从教务云平台、智慧教室、智慧教研、智慧教学到智慧资源和智慧学习全覆盖的软件体系，如中小学学科工具平台、网络协同教研平台、慕课与微课应用平台、仿真实训平台、翻转课堂教学平台等应用系统。恒峰信息目前已取得 50 余项教育领域的软件著作权和近 20 项教育领域软件产品登记认证，基本覆盖除“宽带网络校校通”之外的“三通两平台”各个领域。通过过去两年的省外业务拓展经验，恒峰信息已有能力实施上述省外拓展计划。

虽然恒峰信息存在规模不大、省外品牌知名度不高、骨干业务人员不足、资金实力不强等拓展省外市场的不利因素，但随着本次交易完成后，恒峰信息成为上市公司的全资子公司，将获得上市公司提供的品牌背书、人才导入和资金支持，克服上述不利因素。

综上所述，恒峰信息已制定切实可行的省外业务扩张计划，实施进展顺利，上述目标省份教育信息化行业发展空间巨大，不存在具有优势地位的龙头企业，业务扩张具备可行性，符合本次收益法评估时的预期，对评估结果无重大不利影响。

评估师意见：经核查，恒峰信息的省外扩张计划具有可行性，符合本次收益法评估时的预期，对本次交易评估结果不存在重大不利影响。

11、申请材料显示，收益法评估预测恒峰信息 2016 年 4-12 月、2017 年、2018 年收入增长率分别为 89%、21%，16%。申请材料同时显示，教育信息化行业的季节性非常明显，为减少季节性波动，报告期恒峰信息承接了部分非教育行业的相关业务。请你公司：1) 结合 2015 年尚未执行完毕的合同、2016 年签订的合同、期后新增合同、截至目前已确认的收入等，分业务补充披露恒峰信息 2016 年 4-12 月收入预测的可实现性。2) 结合区域市场容量、市场竞争状况、客户拓展情况、主要客户合作的稳定性、可比公司业绩发展趋势等，补充披露恒峰信息 2017 年及以后年度收入预测的合理性。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】**

1) 结合 2015 年尚未执行完毕的合同、2016 年签订的合同、期后新增合同、截至目前已确认的收入等，分业务补充披露恒峰信息 2016 年 4-12 月收入预测的可实现性。

**1.1 根据历史占比分析收入预测整体合理性**

2016 年 6 月初，在对恒峰信息进行 4-12 月收入预测时坚持了审慎的原则。虽然教育信息化行业季节性较强，总体上第四季度的收入和利润规模占全年比重最高，但评估师在评估预测时将 4-12 月的收入占比设定为低于历史平均水平，以提高收入预测的可实现性。恒峰信息历史上 4-12 月收入占比情况如下：

恒峰信息历史年度收入占比（一）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	平均值	2016 年
1-3 月	10.51%	6.23%	5.19%	1.18%	5.78%	9.86%（实现值）
4-12 月	89.49%	93.77%	94.81%	98.82%	94.22%	90.14%（预测值）

由上表，恒峰信息最近四年 4-12 月的营业收入占比，呈现逐年升高的趋势，由 2012 年的 89.50% 提高到 2015 年的 98.83%，四年平均值为 94.22%，反映了恒峰信息的季节性特征在逐年增强。此次收益法评估预测的恒峰信息 2016 年 4-12 月营业收入占比为 90.14%，显著低于 2015 年的 98.82%，也低于近四年的平均值，本次评估预测是审慎、合理的。

**1.2 结合在手订单、已确认收入分析预测的合理性**

本次评估中，2016年4-12月营业收入23,735.22万元的预测由2015年尚未执行完毕的合同、2016年新签订的合同（统计至6月初）、意向性合同三部分组成。截止2016年6月初，2015年尚未执行完毕的合同预计将在2016年4-12月确认收入1,899.58万元，2016年新签订的合同预计将在2016年4-12月确认收入5,326.34万元，意向性合同总金额为23,460.00万元，预计将在2016年4-12月确认收入16,509.30万元。

截止2016年8月末，恒峰信息2016年4-12月各项业务在手订单的情况如下：

单位：人民币万元

项目	2015年未完成项目		2016年新签项目 (截止6月初)		期后新签项目 (6-8月)		4-12月可确认收入分析				
	合同总金额 (A)	4-12月可确认收入 (B)	合同总金额 (C)	4-12月可确认收入 (D)	合同总金额 (E)	4-12月可确认收入 (F)	合同总金额 (G=A+C+E)	可确认收入 (H=B+D+F)	预测收入 (I)	可确认收入/预测收入 (J=H/I)	
主营业务收入	4,753	1,900	6,268	5,326	7,765	5,240	18,786	12,466	23,735	53%	
一、系统集成	4,753	1,900	6,168	5,263	5,999	3,724	16,919	10,887	21,438	51%	
教育 “三通两平台”	小计	2,440	1,226	4,006	3,428	2,225	958	8,671	5,612	10,321	54%
	硬件集成	2,080	918	3,442	2,947	2,122	868	7,645	4,732	7,256	65%
	智慧课堂	360	308	0	0	11	12	371	319	1,915	17%
	智慧教学教研	0	0	122	104	36	31	158	135	800	17%
	其他教育辅助软件	0	0	442	377	56	48	498	426	350	122%
实训 教学 平台	小计	634	542	159	136	2,328	1,991	3,122	2,669	2,791	96%
	硬件集成	614	525	83	71	2,306	1,972	3,004	2,568	2,591	99%
	实训软件	20	17	76	65	22	19	118	101	200	50%
其他行业系统集成	1,679	132	2,002	1,698	1,445	776	5,127	2,606	8,326	31%	
二、软件产品销售	0	0	63	54	1,651	1,411	1,714	1,465	1,825	80%	
智慧课堂	0	0	0	0	882	754	882	754	340	222%	
智慧教学教研	0	0	50	43	545	466	595	509	1,085	47%	
其他教育辅助软件	0	0	13	11	224	191	236	202	400	50%	
三、其他IT业务	0	0	38	10	115	104	153	114	472	24%	
合计	4,753	1,900	6,268	5,326	7,765	5,240	18,786	12,466	23,735	53%	

截止2016年8月，恒峰信息已确认收入情况如下：

单位：人民币万元

项目	合同总金额	预计4-12月将确认收入	4-8月已确认收入
----	-------	--------------	-----------

1: 2015 年尚未执行完毕合同	4,753	1,900	1,558
2: 2016 年新签订的合同(截止 6 月初)	6,268	5,326	4,129
3: 期后新签订的合同(截止 8 月末)	7,765	5,240	2,899
<b>合计</b>	<b>18,786</b>	<b>12,466</b>	<b>8,585</b>

具体各业务完成情况如下:

单位: 人民币万元

项目	2016 年 4-8 月已确认收入				已确认收入情况			
	2015 年延续合同(A)	2016 年新签订合同(B)	期后新签订合同(C)	合计(D=A+B+C)	1-3 月收入(E)	预期 2016 年收入(F)	1-8 月确认全年占比(G=(D+E)/F)	
<b>主营业务收入</b>	1,558	4,129	2,899	8,585	<b>2,596</b>	<b>26,331</b>	<b>42%</b>	
<b>一、系统集成</b>	1,558	4,065	1,514	7,137	<b>2,427</b>	<b>23,865</b>	<b>40%</b>	
教育“三通两平台”	小计	1,197	2,921	950	5,068	94	10,415	50%
	硬件集成	918	2,802	509	4,229	94	7,350	59%
	智慧课堂	279	0	0	279	0	1,915	15%
	智慧教学教研	0	104	31	135	0	800	17%
	其他教育辅助软件	0	15	410	426	0	350	122%
实训教学平台	小计	229	136	88	454	9	2,800	17%
	硬件集成	212	71	88	372	9	2,600	15%
	实训软件	17	65	0	82	0	200	41%
其他行业系统集成	132	1,008	476	1,616	2,324	10,650	37%	
<b>二、软件产品销售</b>	0	54	1,280	1,334	<b>141</b>	<b>1,966</b>	<b>75%</b>	
智慧课堂	0	0	686	686	0	340	202%	
智慧教学教研	0	43	403	446	141	1,226	48%	
其他教育辅助软件	0	11	191	202	0	400	50%	
<b>三、其他 IT 业务</b>	0	10	104	114	28	500	28%	
<b>合计</b>	1,558	4,129	2,899	8,585	<b>2,596</b>	<b>26,331</b>	<b>42%</b>	

由于教育行业行政采购的流程特点, 主要合同招投标集中于第四季度, 当前并未进入业务招投标高峰期。参考历史数据, 恒峰信息近 4 年 1-8 月收入占全年收入比例平均为 28.68%, 且近三年来占比持续下降, 2015 年仅为 28.68%, 具体见下表。

恒峰信息历史年度收入占比(二)

月份	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	平均值
第一季度	10.51%	6.23%	5.19%	1.18%	5.78%
第二季度	12.94%	25.12%	8.65%	5.40%	13.03%
第三季度	23.26%	11.19%	30.10%	36.27%	25.20%

第四季度	53.29%	57.47%	56.08%	57.16%	56.00%
1-8 月合计	34.21%	39.18%	26.86%	14.49%	28.69%
9-12 月合计	65.79%	60.82%	73.14%	85.51%	71.31%

结合恒峰信息历史收入分析，恒峰信息截止 2016 年 8 月末，其在手订单、已确认收入情况远超历史平均水平。具体各项业务而言，除系统集成-智慧课堂、系统集成-智慧教学教研、实训教学平台-硬件集成外，其他各项业务 1-8 月已确认收入占比均远超历史平均水平；系统集成-智慧课堂、系统集成-智慧教学教研、实训教学平台-硬件集成已确认收入占比略低，主要系其业务的招标工作通常在每年的第三、四季度展开，其确认收入占比仍略高于 2015 年水平。

截至 2016 年 8 月末，恒峰信息管理层目前正在跟踪并有较大可能获得的系统集成-智慧课堂、系统集成-智慧教学教研、实训教学平台-硬件集成的意向性合同分别为 2,929.19 万元、7,773.10 万元和 4,631.30 万元，合计 15,333.59 万元。随着 2016 年第四季教育信息化行业进入项目集中招标期，恒峰信息的系统集成-智慧课堂、系统集成-智慧教学教研、实训教学平台-硬件集成三项业务全年预测收入是合理的、可行的。

综上所述，结合恒峰信息在手订单、以确认收入情况，恒峰信息 2016 年 4-12 月收入预测是合理的、可行的。

**2) 结合区域市场容量、市场竞争状况、客户拓展情况、主要客户合作的稳定性、可比公司业绩发展趋势等，补充披露恒峰信息 2017 年及以后年度收入预测的合理性。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】**

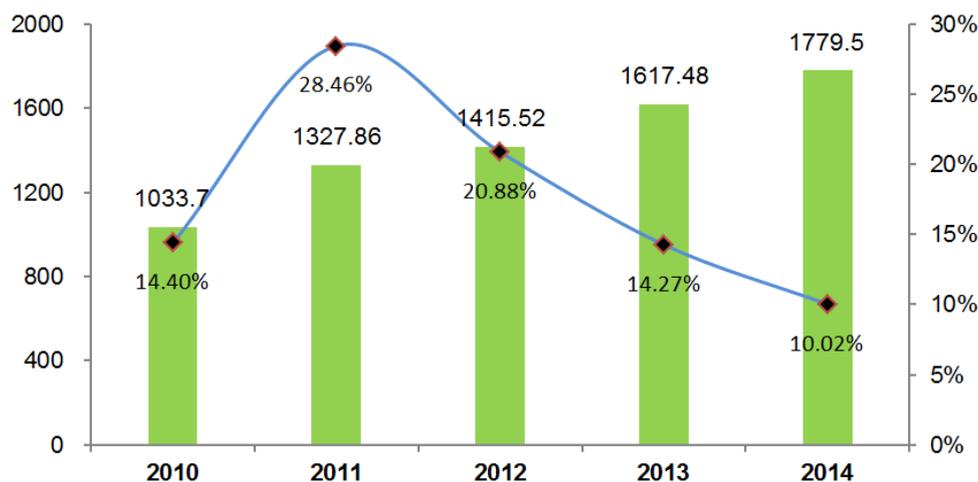
**(1) 广东省市场容量足够大，在硬件集成和软件应用领域均有较大发展空间**

现阶段，教育信息化行业具有较为明显的地域性特征，恒峰信息也不例外。目前恒峰信息业务主要集中于广东省，2014 年度和 2015 年度广东省内收入占比分别为 93.32%和 96.68%。未来几年，在外省业务拓展上，恒峰信息主要采取授权代理商直接销售软件产品，系统集成业务暂无在外省开展的计划。因此，广东省的教育信息化市场容量及其变化对恒峰信息未来几年的收入增长有较大影响。

广东省教育信息化市场容量的公开权威数据难以获得，但可以从教育经费投

入方面对教育信息化市场容量进行大致判断。广东省是全国经济大省，也是教育大省，年公共财政预算教育经费金额已接近 2,000 亿元，并多年来保持两位数的增长速度（如下图）。参照国家教育部在《教育信息化十年发展规划（2011-2020 年）》（征求意见稿）中明确教育信息化经费在各级政府教育经费中的比例不低于 8% 的标准，广东省的教育信息化市场容量在 2014 年已达到 140 亿左右。

2010 年以来广东省公共财政预算教育经费金额（亿元）及增速（右轴）



数据来源：教育部

### ①区域发展不平衡，使硬件集成领域仍有较大市场空间

由于全国发展的不均衡性，中西部省份尤其是薄弱地区和贫困山区“校校通”设施的普及和运维，与东部沿海省份尚存在不小的差距。根据《中国教育统计年鉴》的数据，以网络多媒体教室的占比来看，小学、中学和高中的全国平均占比分别低于广东省 10 个、12 个、9 个百分点；显著落后于广东省的有 18 个省，其中就包括恒峰信息近一两年在努力开拓的广西、海南、湖南、贵州、江西、内蒙古等省。

另外，即使在东部发达省份（如广东省）内部，也存在着教育信息化建设不均衡的问题。据《广东省教育信息化发展报告 2015》披露，截至 2015 年 7 月 9 日，广东省内只有广州、深圳、珠海、佛山、汕尾、中山 6 个地市及顺德区多媒体教室比例达到 90% 以上，另有江门、东莞、惠州 3 地的比例在 50%-80% 之间，另有 10 个地市比例都低于 20%，甚至有 6 个地市不足 10%，显示出巨大的差距。

根据《广东省教育信息化“十二五规划”》提出的目标，到 2015 年，广东省

各级各类学校网络接入率达 100%，实现教育宽带网络全面覆盖，全面实现“校校通”；中小学人机比提高到 10:1，其中珠三角地区达到 5:1；信息化学习终端不断丰富并得到有效应用；多媒体教学进班级比例逐年提高，镇中心小学以上学校多媒体教学进班级的覆盖率达 100%，全省中小学 60% 以上班级配备多媒体互动教学平台，基本实现班班通、科科用；高等学校全面完善数字化校园，智慧校园建设取得初步成效。

## ②教育信息化应用软件将在发达地区率先快速发展

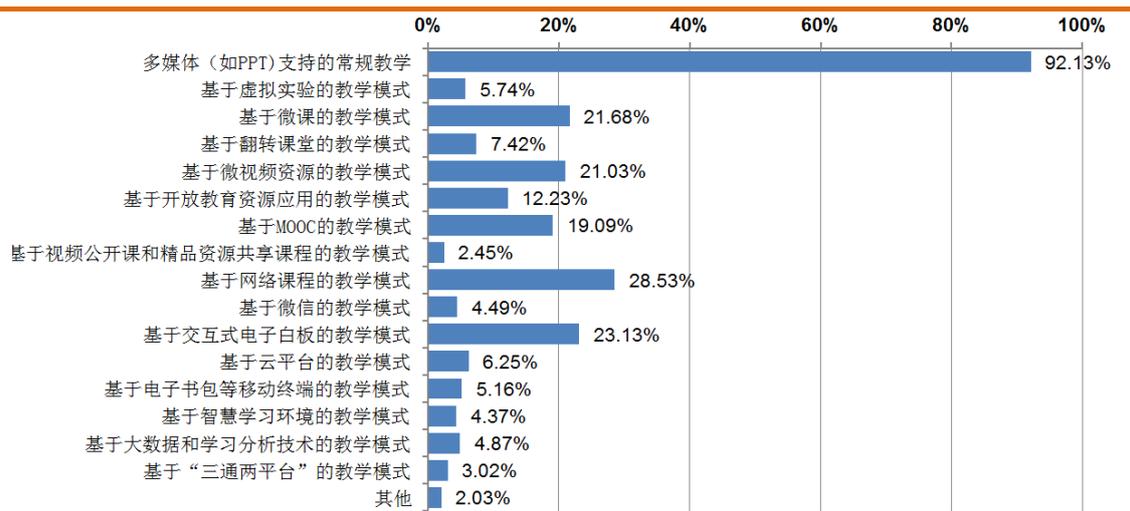
未来几年，在一些发达地区的“三通两平台”建设目标将主要是深化与提高，主要集中于教学模式的创新、管理平台和资源平台的融合、国家平台和地方平台的对接，以及投资于深度融合教育、教学的应用类软件产品和建立区域教育云平台。从整体分析，软件产品和教育云平台将逐步取代硬件产品成为东部沿海省份部分发达地区教育信息化行业的投资重点。

有了“校校通”的硬件基础后，最终要实现以“教育信息化应用”为体现的“班班通”和“人人通”。《教育信息化十年发展规划（2011-2020 年）》指出教育信息化的核心理念是信息技术与教育教学实践的深度融合，贯彻“应用驱动”是实现教育信息化的关键思路。《广州市教育局 2016 年工作要点》明确提出推进教育信息化应用建设，优化完善广州“数字教育城”公共服务平台，深入推进智慧教育体系建设，培育 50 所左右各级各类智慧校园示范校。

《广东省教育信息化发展报告 2015》统计，“教育信息化应用”可以运用到备课、上课、布置课外作业、提供课外辅导等环节，其中在备课和上课环节中使用的占比分别达到 76.54% 和 88.11%，因此在该两个环节的软件最受学校老师的欢迎。就信息化教学模式而言，目前多数学校老师还在使用传统的多媒体手段（如 PPT），一些新的手段如基于微课、基于微视频资源、基于视频公开课和精品资源共享课、基于交互式电子白板的教学模式已有所发展，但一些基于虚拟实验、基于翻转课堂、基于网络课程、基于开放中教育资源应用、基于云平台、基于电子书包等移动终端的教学模式还未实现大规模普及（使用率不超过 10%），仍有巨大的发展空间，如下图：

广东省常用的信息化教学模式普及率

---



数据来源：《广东省教育信息化发展报告 2015》

据《广东省教育信息化发展报告 2015》统计，在中小学教师中最常用的新技术、新资源以平板电脑、电子书包等移动终端和视频公开课为主，所占比例分别为 43.88% 和 43.17%，此外云教学平台所占比例为 18.97%，微课或微视频所占比例为 26.21%，精品资源共享课所占比例为 27.04%，这与目前所流行的移动学习、个性化学习、翻转课堂、微课应用等学习方式相符合。

### ③恒峰信息已具备提供综合化“教育信息化应用”的能力

恒峰信息聚焦“教与学”过程的深入研究，依靠对“个性化学习”的理解，自主开发了从教务云平台、智慧教室、智慧教研、智慧教学到智慧资源和智慧学习全覆盖的软件体系，如中小学学科工具平台、网络协同教研平台、慕课与微课应用平台、仿真实训平台、翻转课堂教学平台等应用系统。恒峰信息目前已取得 50 余项教育领域的软件著作权和近 20 项教育领域的软件产品登记认证，基本覆盖的“三通两平台”各个领域。随着教育信息化基础设施（宽带接入、多媒体教室建设等）覆盖率目标的逐步实现，有助于恒峰信息在更加注重软件、服务和应用的“班班通”、“人人通”领域继续保持竞争力。

## (2) 市场竞争状况

教育信息化行业具有较强的地域化特征，多数企业跨区域经营推广的能力较弱，行业内尚未出现营销网络覆盖全国的垄断型企业，行业集中度较低，竞争相对分散。另外，较高的转换成本让教育信息化解决方案供应商拥有天然的客户粘性。

恒峰信息已在广东省教育信息化市场经营多年，已经累计服务基础教育学校 2,300 余所，年覆盖学生 250 万人左右，累计服务职业院校 110 余所，年覆盖学生 130 万人以上。因此，恒峰信息已在广东省内教育信息化市场树立一定市场地位，成为一家具有一定知名度的以教育信息化解决方案、教育软件服务为主的提供商，在市场竞争中不会面临重大不利变化。

### (3) 客户拓展情况

恒峰信息长期为中小学、职业学校及各级教育行政部门等各类教育机构提供教育信息化综合解决方案、教育软件服务，目前客户主要集中在广东省。广东省是经济大省，也是教育大省。根据广东省统计年鉴的数据，2014 年广东省有中小学 15,280 所，在校生 1,422.68 万人，其中广州、深圳、东莞、湛江、茂名、汕头、揭阳、佛山和惠州的在校生人超过 45 万人，教育信息化市场较大。根据教育部统计数据，2014 年广东省公共财政预算教育经费金额达到 1,779.50 亿元，且 2010 年至 2014 年连续 5 年保持两位数的增长率。参照国家教育部在《教育信息化十年发展规划（2011-2020 年）》（征求意见稿）中明确教育信息化经费在各级政府教育经费中的比例不低于 8% 的标准，广东省的教育信息化市场容量在 2014 年已达到 140 亿左右。

2014年，广东省中小学学校、学生及教师数量情况如下：

项 目	小学	普通中学	合计
学校（所）	10,881	4,399	15,280
学生（万人）	831.91	590.77	1,422.68
专任教师（万人）	38.75	42.69	81.44

数据来源：广东省2014年统计年鉴

广州市作为广东省的省会，教育经费投入较大。据不完全统计，2015 年广州市合计有 970 个信息化项目公告了中标结果，涉及合同金额 22.82 亿元，其中教育信息化项目 252 个，涉及合同金额 5.59 亿元。虽然恒峰信息已在广州市有较大比例收入规模，但考虑广州市的市场容量较大，以及未来几年广州市“三通两平台”建设将更加突出教育信息化应用软件的深度普及这一发展趋势，恒峰信息的市场份额仍有进一步提升的空间。

在广东省其他地区，恒峰信息已长期跟踪东莞、揭阳、佛山等市场的相关

教育项目，积极与当地教育主管部门和学校建立联系，有效沟通和交流，宣传介绍产品和成功案例，已取得显著效果。这些潜在项目的合同金额预计在 7.5 亿元左右（含 PPP 项目），将有助于 2017 年以后恒峰信息收入预测的实现。

在外省市客户拓展方面，恒峰信息计划从 2016 年开始陆续在内蒙古、广西、海南、贵州、湖南、湖北、江西、河南 8 省开设办事处，配合所在地代理商销售软件产品。相关拓展情况请参见前文对《反馈意见》第 10 问的相关回复内容。

#### （4）与主要客户合作的稳定性

教育信息化项目经费来源以政府投入为主，通常需要履行招投标程序，但由于天然具备较高的转换成本，也一定程度增加客户粘性。因此，投标时除了关注方案的可行性、价格等方面，还会关注资质、品牌、技术、成功案例等方面。恒峰信息已在广东省教育信息化市场经营多年，累计服务基础教育学校 2,300 余所，累计服务职业教育院校 110 余所，已积累了较大规模的学校客户群，一方面可以使恒峰信息在投标时具有优势，另一方面也避免了过度依赖某些大客户的风险。因此，未来恒峰信息与主要客户的合作不会存在重大不利变化。

另外，恒峰信息主要面向中小学等基础教育和职业教育客户，单个学校可以获得的教育经费有限，使得这些客户的项目合同金额通常不高。以 2015 年广州市为例，当年公布中标结果的教育信息化项目合计 252 个，涉及合同金额 55,857.28 万元，单个项目合同额平均仅有 221.66 万元。从客户角度考虑，在单个客户金额不大的情况下，客户越多、越分散，收入增长越与行业平均增速接近；从行业地位考虑，作为拥有多年项目经验、市场地位靠前的教育信息化解决方案、教育软件服务提供商，恒峰信息较强的竞争优势将会使其保持较行业平均水平更快的增速。综合考虑两方面因素，从审慎的角度出发，恒峰信息 2017 年以后维持与市场基本相当的收入增长率是合理的（市场的收入增长率见下文）。

#### （5）可比公司的收入发展趋势

恒峰信息预测 2017 年至 2021 年主营业务收入情况如下：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入	31,776.18	36,864.88	40,797.50	43,839.31	46,168.55
增长率	21%	16%	11%	7%	5%

查询可比上市公司历史营业收入增长率情况如下：

证券简称	营业收入(同比增长率) [报告期] 2012 年报 [单位] %	营业收入(同比增长率) [报告期] 2013 年报 [单位] %	营业收入(同比增长率) [报告期] 2014 年报 [单位] %	营业收入(同比增长率) [报告期] 2015 年报 [单位] %	平均
科大讯飞	40.74	59.92	41.60	40.87	45.78
立思辰	-3.39	18.22	37.11	20.79	18.18
拓维信息	16.45	29.27	17.58	16.85	20.04
华平股份	57.78	27.97	-13.46	49.95	30.56
平均	27.89	33.85	20.71	32.12	28.64

通过上述数据对比，恒峰信息 2017-2021 年预其营业收入增长率远低于可比上市公司历史水平，恒峰信息其业务增幅于行业正常水平。

自 2015 年至今，国内 A 股市场已并购多家与恒峰信息业务类似的教育信息化业务服务供应商，经查询这些可比公司预测的 2017 年至 2020 年营业收入增长率情况如下：

年度	海云天	长征教育	康邦科技	联讯教育	乐知行	行业平均	恒峰信息
2017 年度	18.57%	10.86%	25.00%	32.55%	9.84%	19.36%	20.68%
2018 年度	17.01%	10.37%	24.84%	28.65%	9.53%	18.08%	16.01%
2019 年度	13.09%	9.65%	6.21%	15.23%	8.06%	10.45%	10.67%
2020 年度	9.44%	7.53%	-	8.77%	6.58%	6.46%	7.46%
复合增长率	13.14%	9.18%	9.86%	17.26%	8.05%	11.50%	11.32%

通过与可比公司未来 2017 年至 2020 年的营业收入增长率比较，恒峰信息 2017 年及以后年度收入预测增速，符合教育信息化行业共识，具有合理性。

评估师意见：经核查，恒峰信息 2016 年 4-12 月收入预测具有可实现性，2017 年及以后年度的收入预测增长符合行业增长趋势，具有合理性。

12、申请材料显示，恒峰信息 2014、2015 年净利润分别为 706.68 万元、2398.36 万元，交易对方承诺恒峰信息 2016 年-2018 年净利润分别不低于 5200 万元、6500 万元和 8100 万元，远高于报告期水平。请你公司：1) 补充披露恒峰信息收益法评估预测的自由现金流量表具体情况。2) 结合截至目前的经营业绩、在手合同及意向性合同、行业发展增速、可比公司业绩预测情况等，补充披露恒峰信息 2016-2018 业绩预测的合理性与可实现性。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】

#### 1) 补充披露恒峰信息收益法评估预测的自由现金流量表具体情况。

企业自由现金流以净利润为计算基础，其计算公式为：

企业自由现金流=净利润+利息支出×(1-所得税率)+折旧及摊销-年资本性支出-年营运资金增加额

净利润=营业收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用-所得税

本次评估中，恒峰信息预测期各年度企业自由现金流量表如下：

单位：万元

项目	2016年4-12月	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度
一、营业收入	23,735.22	31,776.18	36,864.88	40,797.50	43,839.31	46,168.55
减：营业成本	15,190.00	20,243.00	22,828.00	25,463.00	27,329.00	28,744.00
营业税金及附加	144.82	199.31	245.71	271.13	294.21	311.59
销售费用	1,411.06	1,764.98	2,064.47	2,367.07	2,686.96	3,029.57
管理费用	1,545.83	2,097.07	2,463.06	2,748.04	3,045.33	3,311.57
财务费用	197.93	197.93	197.93	197.93	197.93	197.93
资产减值损失	-	-	-	-	-	-
加：投资收益	-	-	-	-	-	-
汇兑收益	-	-	-	-	-	-
二、营业利润	5,245.59	7,273.89	9,065.71	9,750.34	10,285.88	10,573.89
加：营业外收入	234.89	313.67	404.68	493.08	556.06	600.99
减：营业外支出	-	-	-	-	-	-
三、利润总额	5,480.47	7,587.56	9,470.39	10,243.42	10,841.93	11,174.89
减：所得税费用	822.07	1,138.13	1,420.56	1,536.51	1,626.29	1,676.23
四、净利润	4,658.40	6,449.43	8,049.83	8,706.91	9,215.64	9,498.65
加：税后利息支出	168.24	168.24	168.24	168.24	168.24	168.24
折旧摊销	49.50	108.88	156.75	177.94	209.46	226.41
五、经营现金流	4,876.14	6,726.54	8,374.82	9,053.09	9,593.35	9,893.30
减：资本性支出	129.96	489.19	389.99	341.13	305.78	231.56
营运资金增加/减少	-2,176.11	1,533.88	1,050.75	636.21	533.74	409.46
企业自由现金流	<b>6,922.28</b>	<b>4,703.48</b>	<b>6,934.08</b>	<b>8,075.05</b>	<b>8,753.83</b>	<b>9,252.27</b>

2) 结合截至目前的经营业绩、在手合同及意向性合同、行业发展增速、可比公司业绩预测情况等，补充披露恒峰信息 2016-2018 业绩预测的合理性与可实现

**性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。**

此次采取收益法对恒峰信息进行评估时，盈利预测的起点是营业收入，然后在恒峰信息历史相关财务比率（如毛利率、费用率、营业外收入、所得税费用率等）的基础上，结合标的公司管理层未来的经营目标、业务发展计划等，进行调整后预测出标的公司未来的净利润。

关于恒峰信息 2016 年-2018 年的收入预测合理性和可实现性请参阅前文对《反馈意见》第 11 题的回复内容。

根据本次评估假设，恒峰信息在未来经营期内将保持基准日时的经营管理模式持续经营，且资产规模及其构成、主营业务、产品结构、收入与成本的构成以及销售策略和成本控制等仍保持最近几年的状态持续，而不发生较大变化。本次评估结合恒峰信息基准日营业收入和成本构成，毛利水平，并参考基准日后最新经营数据及合同、订单情况，估算其未来各年度的营业收入和成本，参考分析恒峰信息历史年度费用明细的基础上结合市场状况及其未来规划预测期期间费用，最终测算出恒峰信息未来预测年度净利率如下：

项目	历史数据			未来预测		
	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月	2016 年 4-12 月	2017 年	2018 年
毛利率（%）	26.12	32.85	35.96	36	36.3	38.08
营业税金率（%）	0.47	0.64	-0.16	0.61	0.63	0.67
销售费用率（%）	5.73	4.36	5.13	5.94	5.55	5.6
管理费用率（%）	9.75	7.64	11.64	6.51	6.6	6.68
营业外收入/营业收入（%）	0.02	0.41	5.09	0.99	0.99	1.1
所得税税率（%）	15	15	15	15	15	15
净利率（%）	7.76	17.18	20.52	19.63	20.3	21.84

恒峰信息其业务结构主要分为硬件集成与软件产品（含系统集成部分软件业务）两部分，2015 年随着恒峰信息教育教学软件产品陆续开发完成并取得良好的市场反馈，恒峰信息的整体毛利水平有较大提升。本次评估参考基准日毛利率水平，考虑到广东省等经济发达省份以互联网接入、多媒体教室建设为代表的校校通基本建设完成，教育信息化应用、创新为未来建设趋势，恒峰信息自身亦规划加强软件产品销售，故未来年度预测软件产品销售业务占比小幅提升，整体毛利率呈先小幅上升后基本持平趋势。

恒峰信息的销售费率考虑企业业务推广需要教历史年度小幅上升。管理费用率因公司人员规模、经营模式变化基本维持稳定，费用规模增长低于收入增幅，

故低于历史水平，未来年度随着软件业务需要，研发费用投入增加，管理费用小幅上升。营业外收入则是根据《财政部、国家税务总局关于软件产品增值税政策的通知》（财税[2011]100号），公司销售自行开发的软件产品享受增值税即征即退的政策，按照17%税率征收增值税后，对其增值税实际税负超过3%的部分实行即征即退政策，计算软件销售产品业务的增值税退税收入。

综上所述，恒峰信息预测的毛利率、销售费用率、管理费用率和营业外收入、所得税费用等是符合企业客观发展规律的，在此基础上预测的2016年-2018年净利润具有合理性和可实现性。

## （2）目前的经营业绩情况

恒峰信息2016年1-8月及上年同期未经审计的主要经营业绩如下：

单位：万元

项目	2016年1-8月	2015年1-8月	占比
营业收入	11,181.53	3,193.18	过去三年1-8月营业收入的平均占比：26.84%
净利润	2,352.04	336.93	2015年1-8月净利润占比：14.05% [注]

注：上述数据均未经审计。由于2013年度和2014年度恒峰信息上半年均出现亏损，所以该平均占比采用2015年1-8月净利润占比。

恒峰信息2016年1-8月份已实现收入11,181.53万元，较2015年度同期增长250.17%；2016年1-8月实现净利润2,352.04万元，较2015年度同期增长598.08%。此次交易作价系交易双方在中同华评估出具的《评估报告》中收益法评估值的基础上，经市场化的商业谈判达成。按照该《评估报告》收益法评估预测的恒峰信息2016年度营业收入约为2.63亿元，如根据历史平均占比进行估算2016年度营业收入将超过4亿元（即11,181.53万元/26.84%）。

## （3）在手合同及意向性合同、行业发展增速

截至2016年8月末，恒峰信息在手订单合计18,786.29万元，意向性合同价合计26,830万元，能够支持预测业绩的可实现性。

关于恒峰信息在手合同、行业市场容量、行业发展增速请参阅前文对《反馈意见》第11题的回复内容。

## （4）可比公司的业绩预测情况

恒峰信息预期2016年-2021年业绩如下：

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年

净利润	5,191.11	6,449.43	8,049.83	8,706.91	9,215.64	9,498.65
增长率	114.63%	24.24%	24.81%	8.16%	5.84%	3.07%

2015 年以来，国内 A 股市场已并购多家与恒峰信息业务类似的公司，这些可比公司预测的 2016 年至 2020 年净利润增长率情况如下：

年度	海云天	长征教育	康邦科技	联讯教育	乐知行	行业平均	恒峰信息
2016 年度	32.98%	29.07%	35.63%	111.02%	92.95%	<b>60.33%</b>	<b>114.63%</b>
2017 年度	25.73%	20.61%	29.32%	33.00%	16.59%	<b>25.05%</b>	<b>24.24%</b>
2018 年度	25.30%	19.81%	30.49%	30.81%	15.50%	<b>24.38%</b>	<b>24.81%</b>
2019 年度	24.01%	13.11%	6.73%	17.86%	14.43%	<b>15.23%</b>	<b>8.16%</b>
2020 年度	13.99%	9.03%	-	10.35%	9.89%	<b>8.65%</b>	<b>5.84%</b>
复合增长率	<b>22.16%</b>	<b>15.54%</b>	<b>15.85%</b>	<b>22.65%</b>	<b>14.07%</b>	<b>18.05%</b>	<b>15.43%</b>

国内 A 股市场并购案例中，标的公司第一年的盈利预测增长率通常较高，后续年度递减。上表中海云天、长征教育、康邦科技 2016 年净利润增长率在 30% 左右，主要由于其盈利预测第一年（2015 年）增长率较高，分别为 132.05%、77.76%、78.03%。考虑上述因素后，行业平均盈利预测第一年增速将为 98.18%，与恒峰信息盈利预测第一年（2016 年）的净利润增长率较为接近。通过与可比公司未来 2017 年至 2020 年的净利润增长率比较，恒峰信息 2017 年及以后年度净利润预测增速符合行业共识，具有合理性。

评估师意见：经核查，结合恒峰信息目前已实现的经营业绩、在手合同及意向性合同、行业发展增速、可比公司业绩预测情况等，恒峰信息 2016-2018 的净利润预测具有合理性与可实现性。

