



深圳市鹏信资产评估土地房地产估价有限公司

关于新疆天山畜牧生物工程股份有限公司

发行股份购买资产项目

就中国证券监督管理委员会并购重组委审核意见的回复

中国证券监督管理委员会：

2017年10月24日，本公司收到中国证券监督管理委员会下发的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》171994号。现就上述反馈意见通知书中涉及的评估问题回复如下：

一、 审核意见 20

申请材料显示：1)大象股份预测 2017 年 7~12 月、2018 年、2019 年营业收入分别为 51,729.83 万元、94,335.01 万元、107,223.63 万元，预测年增长率分别为 32.82%、18.63%、13.66%。2) 大象股份地铁媒体资源包括武汉地铁 2 号线及 35 列车车厢内展板、西安地铁 1、2、3 号线，成都地铁 1、3、4 号线和沈阳地铁 1、2 号线等；公交媒体资源包括东莞市市区公共汽车站亭站牌、武汉公交站亭灯箱及公交车车身等；机场媒体资源为合肥新桥国际机场广告位经营权；城市核心商业区户外媒体资源为西安钟楼地下通道广告经营权等。其中成都地铁 1、3、4 号线、沈阳地铁 1、2 号线，西安地铁 3 号线等经营期限 5 年以上地铁线为 2016 年、2017 年新签订媒体资源经营权。请你公司：1) 以列表方式，补充披露大象股份各媒体资源经营权预测期收入情况，并说明预测依据，相关预测依据是否符合谨慎性要求。2)补充披露大象股份各媒体资源经营权最新一期营业收入实现情况。3) 结合市场竞争情况、大象股份持有媒体资源经营权市场竞争力情况等，补充披露大象股份预测营业收入的可实现性，是否符合谨慎性要求。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

(一) 大象股份各媒体资源经营权预测期收入情况及预测依据的合理性

1、 预测期收入预测情况

大象股份预测期收入预测情况如下表所示：

金额单位：人民币万元

媒体类型	2017 年 7~12 月	2017 年 全年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
地铁广告收入	41,278.79	61,337.34	74,516.08	86,499.27	91,514.12	94,689.11	96,974.96
收入增幅		43.53%	21.49%	16.08%	5.80%	3.47%	2.41%
公交广告收入	6,140.81	10,515.35	11,775.01	12,343.45	12,722.68	12,982.66	13,176.37
收入增幅		42.24%	11.98%	4.83%	3.07%	2.04%	1.49%



媒体类型	2017年 7~12月	2017年 全年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
机场广告收入	2,263.89	4,034.27	4,278.13	4,508.13	4,714.74	4,886.61	5,034.12
收入增幅		6.87%	6.04%	5.38%	4.58%	3.65%	3.02%
其他广告收入	2,046.33	3,630.61	3,765.79	3,872.78	3,947.54	4,004.40	4,043.64
收入增幅		8.46%	3.72%	2.84%	1.93%	1.44%	0.98%
合计	<b>51,729.83</b>	<b>79,517.57</b>	<b>94,335.01</b>	<b>107,223.63</b>	<b>112,899.08</b>	<b>116,562.78</b>	<b>119,229.10</b>
年收入增长率		32.82%	18.63%	13.66%	5.29%	3.25%	2.29%

预测期内，大象股份 2017 年预测收入增长幅度为 32.82%，2018 年收入增幅为 18.63%，2019 年增幅回落至 13.66%，之后预测收入增幅趋于稳定。其中，2017 年预测收入增幅较大的主要原因是 2016 年下半年新增地铁媒体资源—成都地铁 1 号线、3 号线和 4 号线，新增公交媒体资源—武汉公交车身；2017 年上半年新增地铁媒体资源—西安地铁 1 号线、3 号线，沈阳地铁 1 号线、2 号线，新增媒体资源带动了大象股份预测期前两年营业收入的较快增长。2018 和 2019 年预测收入增长因素包括媒体资源分期开通以及新增媒体资源培育期增长等。

## 2、分媒体资源收入预测情况及预测依据的合理性、谨慎性

### (1) 地铁广告媒体

地铁广告媒体资源预测期收入情况如下表所示：

金额单位：人民币万元

区域/项目	2017年 7-12月	2017年 全年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
西安地铁广告收入	11,742.58	17,134.64	19,088.09	20,934.53	22,264.72	23,317.64	24,105.74
年收入增长率		51.77%	11.40%	9.67%	6.35%	4.73%	3.38%
武汉地铁广告收入	8,526.07	15,826.85	16,519.46	17,165.03	17,553.14	17,829.03	17,962.12
年收入增长率		3.84%	4.38%	3.91%	2.26%	1.57%	0.75%
成都地铁广告收入	15,832.20	22,946.51	29,588.38	38,055.73	41,036.83	42,620.26	43,719.76
年收入增长率		437.83%	28.95%	28.62%	7.83%	3.86%	2.58%
沈阳地铁广告收入	5,177.94	5,429.34	9,320.15	10,343.98	10,659.43	10,922.18	11,187.34
年收入增长率			71.66%	10.99%	3.05%	2.46%	2.43%
合计	<b>41,278.79</b>	<b>61,337.34</b>	<b>74,516.08</b>	<b>86,499.27</b>	<b>91,514.12</b>	<b>94,689.11</b>	<b>96,974.96</b>
年收入增长率		<b>43.53%</b>	<b>21.49%</b>	<b>16.08%</b>	<b>5.80%</b>	<b>3.47%</b>	<b>2.41%</b>

从各地地铁媒体收入预测情况来看，2017 年预测收入较 2016 年增长 43.53%，主要是新增西安、成都、沈阳地铁媒体资源所致。具体情况如下：

①西安地铁 2017 年预测收入较 2016 年增长较快，主要系大象股份 2017 年以前仅运营西安地铁 2 号线的广告媒体，2017 年 1 月、4 月，大象股份陆续运营西安地铁 3 号线、1 号线的广告媒体资源，带动 2017 年和 2018 年预测收入的增长。根据西安 2 号线的运营记录以及西安广告市场情况，西安地铁 1 号线、3 号线 2017 年预测收入合计为 6,366.62 万元，考虑到新增线路的分流作用，老线西安地铁 2 号线 2017 年预测收入为 10,768.02 万元，较 2016 年下降了 4.62%，可见，2017 年西安地铁媒体收入增长主要来源于新线投入运营所致。



随着西安地铁新增广告媒体资源的逐步成熟，2017年至2022年西安地铁媒体预测收入增长率逐年下降，年均复合增长率为7.07%，与GDP增长率大致相当。因此，西安地铁媒体预测期内收入预测合理、谨慎。

②武汉地铁媒体2017年预测收入略有增长，主要是在现有媒体资源不变的情况下，按照历史收入自然增长率预测2017年收入。对比历史年度，2016年武汉地铁媒体收入较上年同期增长6.71%，本次2017年预测收入较2016年实现收入增长率为3.84%，以后各年度增幅呈下降趋势。2017年至2022年，预测收入的年均复合增长率为2.56%，远低于GDP增长率，收入预测合理、谨慎。

③成都地铁广告媒体主要为新增的成都地铁1号线、3号线和4号线，大象股份于2016年下半年开始运营。根据2016年下半年和2017年上半年成都地铁媒体资源的实际运营数据，结合历史运营经验和成都广告市场情况，2017年预测收入为22,946.51万元，较2016年增长了437.83%，主要是由于2016年运营时间较短（其中1号线、4号线均于2016年11月18日运营），收入基数较低所致。成都地铁媒体预测2018年和2019年的收入保持较快增长，主要是考虑到成都地铁3号线和4号线分期开通，其中成都4号线于2017年下半年交付二期站点的媒体资源，成都3号线预计2018年下半年交付二、三期站点的媒体资源，媒体数量增加预计将带动2018年和2019年的收入增长。随着成都线路站点陆续交付完成和线路资源运营的成熟，2020年及以后年度成都地铁媒体预测收入增长逐年下降。可见，成都地铁媒体收入预测具有其合理性，符合谨慎性原则。

④沈阳地铁广告媒体包括沈阳地铁1号线和2号线，于2017年6月开始运营。由于运营时间较短，基于谨慎性原则，参考其他城市成熟线路的运营数据并考虑沈阳广告市场情况等因素。

沈阳地铁广告媒体2017年预测收入为5,429.34万元，2018年预测收入为9,320.15万元，较2017年增长了71.66%，主要是由于2017年运营时间仅7个月，收入基数相对较低所致。2019年及以后年度预测收入增幅下降，从完整运营年度的预测情况来看，2018年至2022年预测收入的年均复合增长率为4.67%，收入预测合理、谨慎。

## (2) 公交广告媒体

公交广告媒体资源预测期收入情况如下表所示：

金额单位：人民币万元

媒体/项目	2017年 7-12月	2017年 全年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
武汉公交广告收入	5,418.56	9,275.28	10,420.96	10,901.18	11,241.47	11,467.39	11,641.41
年收入增长率		65.84%	12.35%	4.61%	3.12%	2.01%	1.52%
东莞公交广告收入	722.25	1,240.07	1,354.05	1,442.26	1,481.22	1,515.27	1,534.97
年收入增长率		-31.09%	9.19%	6.52%	2.70%	2.30%	1.30%
<b>合计</b>	<b>6,140.81</b>	<b>10,515.34</b>	<b>11,775.01</b>	<b>12,343.45</b>	<b>12,722.68</b>	<b>12,982.66</b>	<b>13,176.37</b>
<b>年收入增长率</b>		<b>42.24%</b>	<b>11.98%</b>	<b>4.83%</b>	<b>3.07%</b>	<b>2.04%</b>	<b>1.49%</b>

公交广告媒体收入预测2017年较2016年增幅42.24%，主要源于武汉公交媒体中的公交车身媒体在2016年和2017年的分期交付。具体情况如下：



①武汉公交广告媒体包括武汉公交车身与武汉公交站亭。2017年武汉公交广告预测收入较上年增长了65.84%，主要是武汉公交车身于2016年6月开始运营，并于2017年4月全部交付，该媒体2017年上半年收入较2016年增长31.28%；2017年4~6月，武汉公交车辆广告月均收入496.52万元，考虑下半年为户外广告业的旺季，2017年下半年该广告媒体平均单月预测收入为510.33万元，单月收入增幅2.78%；2018年预测收入时参考历史经营数据考虑自然增长，此后年度预计收入增幅逐年下降，2018年至2022年完整会计期间，武汉公交车身广告收入的年均复合增长率为3.62%。预测2017年至2022年武汉公交站亭收入微增长，其预测收入的年均复合增长率为1.66%。因此，武汉公交广告收入预测合理、谨慎。

②东莞公交站亭2017年预测收入较2016年下降31.09%，主要系考虑到2017年上半年单价相对较低的公益广告、医疗美容广告占比上升，导致2017年上半年与2016年同期收入相比下降了24.66%，基于谨慎性考虑预测收入有所下降。预测2018年收入较2017年增长9.19%，主要是结合东莞市的广告市场情况，在假设候车亭媒体刊例价维持不变、综合折扣率与2017年基本持平的情况下，上刊率恢复至2016年的水平；2018年至2022年，预测东莞公交站亭媒体收入的年均复合增长率为2.54%，收入预测合理、谨慎。

### (3) 机场广告

合肥机场广告媒体未来收入预测结果如下表所示：

金额单位：人民币万元

媒体项目	2017年 7~12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
合肥机场广告收入	2,263.89	4,034.27	4,278.13	4,508.13	4,714.74	4,886.61	5,034.12
年收入增长率		6.87%	6.04%	5.38%	4.58%	3.65%	3.02%

合肥机场2015年、2016年进行了媒体资源改造，增强了广告发布效果；2017年上半年较2016年同期增长7.91%，预测2017年收入较2016年增长6.87%，相对谨慎。预测2017~2022年期间，合肥机场广告媒体预测收入的年均复合增长率4.53%，具有合理性，符合谨慎性原则。

### (4) 其他广告

西安钟楼地下盘道广告媒体未来收入预测结果如下表所示：

金额单位：人民币万元

分类	2017年 7~12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
西安钟楼广告收入	2,046.33	3,630.61	3,765.79	3,872.78	3,947.54	4,004.40	4,043.64
年收入增长率		8.46%	3.72%	2.84%	1.93%	1.44%	0.98%

西安钟楼盘道2016年广告收入较2015年增长15.91%，主要得益于运营效率的提高；相较2016年，钟楼盘道2017年预测收入增幅较小且相对稳定，2017~2022年间预测收入的年均复合增长率为2.18%，预测较为谨慎。



### 3、分媒体资源收入预测过程

#### (1) 收入预测思路

本次评估对于大象股份未来营业收入的预测主要考虑公司目前的经营权状况、运营能力、客户资源及行业发展前景等因素，同时假设现有媒体资源在未来能够持续取得且保持现有盈利状况的条件下进行。此外，评估仅基于评估基准日或近期可预见的经营能力提升。不考虑未来可能由于管理层、经营策略和持续追加投资等情况导致的经营能力扩大。

按照媒体类型划分，大象股份营业收入包括地铁广告、公交广告、机场广告和其他广告（西安钟楼媒体），T牌广告业务大象股份已于2016年停止运营，本次评估预测未予考虑。报告期，地铁广告收入占同期主营业务收入的比例分别为67.38%、71.38%和72.18%，是大象股份的主要收入来源。

地铁广告媒体的形式较为多样，大体可分为常规媒体和临时媒体两类。其中常规媒体主要指十二封灯箱，此外还包括列车看板、特型灯箱、LED大屏、梯眉/通道口灯箱、梯旁看板、品牌站厅等。十二封灯箱（通常指规格为3米X1.5米的灯箱）位于地铁候车站台路轨内侧或中间，是地铁中最为重要的媒体形式，属于“覆盖类媒体”，通过更高的接触频次达到覆盖效果。临时媒体包括各类墙贴、包柱、闸机贴/梯顶贴和屏蔽门贴等。根据历史统计数据，地铁广告收入中，主要收入来源于十二封灯箱，其收入占比视各条线路广告媒体资源的类型、数量结构存在差异，高者可达90%~95%，低者也在60%左右。

本次评估，根据大象股份及其控股子公司提供的各类媒体资源刊例价、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，历史年度营业收入的在各季度的分布规律，预测未来年度各项经营指标的变动趋势。对主要常规媒体（就地铁广告和钟楼地下盘道广告媒体资源而言，主要指十二封灯箱）的广告收入按下式预测：

$$\text{营业收入} = \text{期间刊例价} \times \text{媒体数量} \times \text{综合折扣率} \times \text{上刊率}$$

其中：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。区别不同媒体形式，刊例单价就十二封灯箱而言，其报价单位为：每块灯箱/四周（发布的时长区间）/元。期间刊例价=刊例单价×相应会计期间的发布周期（如52周）。

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。

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。所谓套装折扣，即在售卖广告位时，通常是按S/A++/A级站点搭配销售，采用套装方式售卖广告位的折扣会在广告位独立销售折扣的基础上进一步降低，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。

上刊率是指广告实际上画占媒体数量的比例，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。从运营角度看，除刊例价调整影响因素外，综合折扣率与上刊率之间一般呈互反变动。这是因为在实际销售过程中，大象股份会综合考虑客户品类（即广告投放



客户的行业分类)、合作期限、广告投放额、媒体资源质量、投放的季节性等因素后给予客户一定折扣率作为实际销售价格,综合折扣率越低通常意味着上刊率(广告发布周期)的提升,反之亦然。其次,综合折扣率也与销售方式及其结构相关。

对地铁广告媒体资源中收入占比相对较小的其他传统媒体(如梯眉灯箱、梯牌/梯旁看板、特型灯箱、LED 大屏等)和临时媒体(如墙贴、包柱、闸机贴、梯顶贴、屏蔽门贴等)的收入预测,主要根据历史统计数据,按照该等媒体占常规媒体或主要媒体的收入比例,考虑各条线路的经营权范围和广告媒体资源的结构与发展趋势进行预测。

## (2) 地铁广告媒体

### 1) 西安地铁

#### A、 西安地铁 2 号线

西安地铁 2 号线历史年度收入情况如下表所示:

金额单位:人民币万元

媒体资源	媒体类别	媒体形式	项目	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
西安地铁 2 号线(2011-10-1)	常规媒体	十二封灯箱	期间刊例价	122,320.12	143,200.20	74,642.10
			综合折扣率	8.73%	10.31%	13.36%
			媒体价值	10,674.00	14,766.52	9,975.04
			上刊率	60.77%	67.47%	31.56%
			灯箱收入	6,487.00	9,962.55	3,147.65
	常规媒体	梯眉灯箱/梯牌/通道口 灯箱	其他媒体收入	1,074.86	1,030.06	298.44
		常规媒体收入合计		7,561.87	10,992.61	3,446.09
	临时媒体	墙贴/屏蔽门贴	临时媒体收入	1,327.92	297.31	359.46
			占常规媒体收入比例	17.56%	2.70%	10.43%
	收入合计				8,889.79	11,289.92

上表中:期间刊例价(指十二封灯箱)=刊例单价×发布期间×媒体数量

媒体价值=期间刊例价×综合折扣率

主要媒体十二封灯箱收入=媒体价值×上刊率

常规媒体收入=十二封灯箱收入+其他媒体收入

总收入=常规媒体收入+临时媒体收入

以下描述其他广告媒体收入时,与之类同故不再赘述。

西安地铁 2 号线未来收入预测情况如下表所示:



金额单位：人民币万元

项目	2017年 7~12月	2017年 全年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
期间刊例价	74,642.10	149,284.20	155,255.57	161,465.79	164,695.11	167,989.01	171,348.79
综合折扣率	19.24%	16.30%	16.06%	15.90%	15.82%	15.74%	15.67%
媒体价值	14,361.14	24,336.18	24,929.42	25,670.90	26,056.52	26,448.60	26,847.25
上刊率	40.00%	36.54%	38.37%	39.52%	40.70%	41.52%	41.93%
十二封灯箱收入	5,744.46	8,892.11	9,564.31	10,144.25	10,605.53	10,980.42	11,257.38
其他媒体收入	762.52	1,060.96	1,106.93	1,162.31	1,203.01	1,233.08	1,251.54
其他媒体占 主要媒体收入比例	13.27%	11.93%	11.57%	11.46%	11.34%	11.23%	11.12%
临时媒体收入	455.49	814.95	856.28	889.11	910.01	922.40	935.26
临时媒体占 常规媒体收入比例	7.00%	8.19%	8.02%	7.86%	7.71%	7.55%	7.48%

西安地铁2号线广告媒体收入预测结果如下表所示：

金额单位：人民币万元

分类	2015年	2016年	2017年 1~6月	2017年 7~12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
西安2号线 广告收入	8,889.79	11,289.92	3,805.55	6,962.47	10,768.02	11,527.52	12,195.67	12,718.56	13,135.90	13,444.19
增长率		27.00%			-4.62%	7.05%	5.80%	4.29%	3.28%	2.35%

西安地铁2号线为老线路（大象股份于2011年10月1日开始运营），随着新线路3号线、1号线增加导致的运营规模扩大，在客户基数未能相应同比增长的情况下，预计2017年下半年上刊率较去年同期将有所下降（部分客户资源在西安地铁合并运营时将分流至1号线和3号线），导致2017年收入同比下降；此后年度考虑3条线路的整合效应开始显现，预测2018年较2016年微增2.1%，较为谨慎。此后年度稳定增长，2017年至2022年，5年间收入复合增长率4.54%，具有合理性。

对比西安地铁2号线2013年~2016年的历史经营数据，其上半年营业收入占全年收入的比例分别为34.64%、38.60%、38.71%和34.97%（2016年上半年同期营收占比略低于2014和2015年，其原因在于下半年电商、互联网广告、消费类广告增速较快）；2017年上半年，西安地铁2号线实际收入3,805.55万元，占2017年全年预测收入的35.34%，与历史同期数据均值36.73%、2016年实际数据34.97%相比具有合理性且相对谨慎。

## B、西安地铁1号线

西安地铁1号线历史年度收入情况如下表所示：

金额单位：人民币万元

媒体资源	媒体类别	媒体形式	项目	2015年	2016年	2017年 1~6月
西安地铁1号线(2017-4-15)	常规媒体	十二封灯箱	期间刊例价			13,868.40
			综合折扣率			43.99%



媒体资源	媒体类别	媒体形式	项目	2015年	2016年	2017年 1~6月
			媒体价值	-		6,100.79
			上刊率			7.42%
			灯箱收入	-	-	452.53
			LCD屏、LED屏/梯眉灯箱/梯牌			4.15
	常规媒体收入合计			-	-	456.68
	临时媒体	墙贴/闸机贴/屏蔽门贴	临时媒体收入			19.23
			占常规媒体收入比例			4.21%
收入合计					475.91	

西安地铁1号线未来收入预测情况如下表所示：

金额单位：人民币万元

项目	2017年 7~12月	2017年 全年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
期间刊例价	55,473.60	69,342.00	110,947.20	119,822.98	124,615.90	128,354.37	130,921.46
综合折扣率	19.24%	24.19%	16.06%	15.90%	15.82%	15.74%	15.67%
媒体价值	10,673.12	16,773.91	17,814.82	19,050.25	19,715.56	20,208.43	20,513.02
上刊率	20.00%	15.42%	16.50%	17.33%	18.02%	18.56%	18.93%
<b>十二封灯箱收入</b>	<b>2,134.62</b>	<b>2,587.16</b>	<b>2,940.04</b>	<b>3,301.12</b>	<b>3,553.07</b>	<b>3,751.15</b>	<b>3,883.84</b>
<b>其他媒体收入</b>	<b>24.38</b>	<b>28.52</b>	<b>31.10</b>	<b>34.22</b>	<b>36.10</b>	<b>37.35</b>	<b>37.89</b>
其他媒体占 主要媒体收入比例	1.14%	1.09%	1.06%	1.04%	1.02%	1.00%	0.98%
<b>临时媒体收入</b>	<b>184.17</b>	<b>203.39</b>	<b>207.93</b>	<b>221.75</b>	<b>226.69</b>	<b>232.10</b>	<b>240.27</b>
临时媒体占 常规媒体收入比例	8.53%	7.78%	7.00%	6.65%	6.32%	6.13%	6.13%

西安地铁1号线广告媒体收入预测结果如下表所示：

金额单位：人民币万元

分类	2015年	2016年	2017年 1~6月	2017年 7~12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
西安1号线 广告收入	-	-	475.91	2,343.17	2,819.07	3,179.07	3,557.09	3,815.86	4,020.60	4,162.00
增长率						12.77%	11.89%	7.27%	5.37%	3.52%

西安地铁1号线由大象股份于2017年4月15日开始运营，至评估基准日运营期间约1.5个月。考虑1号线为运营初期，同时与西安地铁2号线相比，其整体收入基数较低，因此预测年度年收入增幅略超过西安地铁2号线具有合理性。

从2017年实际运营数据看，2017年4~6月，西安地铁1号线广告媒体月收入317万（按1.5个月计算），预测期完整会计年度2018年月均收入265万元，较为谨慎；2018年至2022年预测期末，1号线广告媒体收入年均复合增长率为6.97%，考虑收入基数因素，盈利预测具有合理性。



### C、 西安地铁 3 号线

西安地铁 3 号线历史年度收入情况如下表所示：

金额单位：人民币万元

媒体资源	媒体类别	媒体形式	项目	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
西安地铁 3 号线(2017-1-1)	常规媒体	十二封灯箱	期间刊例价			66,155.70
			综合折扣率			13.44%
			媒体价值	-	-	8,893.99
			上刊率			11.08%
			灯箱收入	-	-	985.38
	楼眉灯箱/LED 墙屏/ 梯眉 LED 屏/列车看板	其他媒体收入				75.93
			常规媒体收入合计			1,061.31
	临时媒体	墙贴/闸机贴/屏蔽门 贴/侧椅贴	临时媒体收入			49.29
			占常规媒体收入比例			4.64%
	收入合计				-	-

西安地铁 3 号线未来收入预测情况如下表所示：

金额单位：人民币万元

项目	2017 年 7~12 月	2017 年 全年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
期间刊例价	66,155.70	132,311.40	138,926.97	144,484.05	148,818.57	151,794.94	153,312.89
综合折扣率	19.24%	16.30%	16.06%	15.90%	15.82%	15.74%	15.67%
媒体价值	12,728.36	21,569.29	22,307.54	22,971.03	23,544.68	23,898.97	24,021.36
上刊率	18.00%	15.19%	18.23%	20.96%	22.64%	24.00%	25.20%
<b>十二封灯箱收入</b>	<b>2,291.10</b>	<b>3,276.49</b>	<b>4,066.36</b>	<b>4,815.40</b>	<b>5,330.51</b>	<b>5,735.36</b>	<b>6,052.97</b>
<b>其他媒体收入</b>	<b>86.40</b>	<b>162.33</b>	<b>187.36</b>	<b>219.66</b>	<b>240.72</b>	<b>256.41</b>	<b>267.91</b>
其他媒体占 主要媒体收入比例	3.63%	4.95%	4.61%	4.56%	4.52%	4.47%	4.43%
<b>临时媒体收入</b>	<b>59.44</b>	<b>108.73</b>	<b>127.77</b>	<b>146.70</b>	<b>159.08</b>	<b>169.38</b>	<b>178.68</b>
临时媒体占 常规媒体收入比例	2.50%	3.16%	3.00%	2.91%	2.86%	2.83%	2.83%

西安地铁 3 号线广告媒体收入预测结果如下表所示：

金额单位：人民币万元

分类	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月	2017 年 7~12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
西安 3 号线 广告收入	-	-	1,110.61	2,436.94	3,547.55	4,381.49	5,181.76	5,730.31	6,161.15	6,499.55
增长率						23.51%	18.26%	10.59%	7.52%	5.49%

2017 年 1~6 月，大象股份于西安地铁 3 号线取得广告收入 1,110.61 万元，占 2017 年 3 号线全年预测收入的 31.31%；略低于 2 号线历史年度同口径下的同期收入占比，主要是由于 3 号线尚



均属于运营前期（与1号线类似），其盈利能力尚未充分释放。

西安地铁3号线呈半环形走向，东北方向连接西安国际港务区，西南方向经高新区延伸至鱼化寨，其区域经济实力、沿线客户资源质量要优于1号线；从媒体资源的成本上看，3号线未来年度单线成本约为1号线同期成本的2倍至1.8倍（1号线成本基数相对较低，预计续期时的成本增速大于3号线），预测期2017年至2022年，3号线预计收入约为1号线收入的1.26倍至1.56倍。

同时，对比西安地铁2、3号线中S级、A++级站点的媒体数量，3号线主要媒体十二封灯箱媒体价值占2号线同比媒体价值的比例在90%左右，资源优势仅次于2号线；3号线未来年度单线成本约为2号线成本的60%，而同期收入约为2号线预测收入的33%~48%。

预测期2017年至2022年，西安地铁3号线广告媒体收入年均复合增长率12.87%，优于1号线和2号线，考虑3号线开通时间（2016年11月）晚于1号线（开通时间2013年9月）和2号线（开通时间2011年9月）以及线路条件、区域客户质量等因素，线路正常运营所需要的合理培育周期、适应市场与客户需求而可能进行的媒体改良与调整、预期3号线未来发展空间和潜力较大，同时结合其收入基数水平，其收入增长趋势及复合增长率具有合理性。

通过以上分析，西安地铁3号线媒体资源收入预测具有合理性且相对谨慎。

## 2) 武汉地铁

### A、 武汉地铁2号线

武汉地铁2号线历史年度收入情况如下表所示：

金额单位：人民币万元

媒体资源	媒体类别	媒体形式	项目	2015年	2016年	2017年 1~6月	
武汉地铁2号线 (2013-5-11)	常规媒体	十二封灯箱	期间刊例价	111,674.42	137,467.20	68,733.60	
			综合折扣率	9.62%	9.17%	9.99%	
			媒体价值	10,741.88	12,601.27	6,864.15	
			上刊率	52.05%	56.57%	54.42%	
			灯箱收入	5,590.70	7,128.32	3,735.70	
			特型灯箱/LED大屏/梯眉灯箱/梯牌/品牌站厅	其他媒体收入	4,217.20	3,500.88	1,380.50
			常规媒体收入合计		9,807.90	10,629.20	5,116.19
	临时媒体	墙贴/包柱/闸机贴/屏蔽门	临时媒体收入	2,177.62	2,283.39	911.56	
			占常规媒体收入比例	22.20%	21.48%	17.82%	
			收入合计		11,985.52	12,912.58	6,027.75

武汉地铁2号线未来收入预测情况如下表所示：



金额单位：人民币万元

项目	2017年 7~12月	2017年 全年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
期间刊例价	68,733.60	137,467.20	158,087.28	173,896.01	184,329.77	193,546.26	201,288.11
综合折扣率	10.32%	10.76%	10.38%	10.20%	10.02%	9.84%	9.67%
媒体价值	7,093.31	14,798.11	16,411.60	17,732.67	18,464.12	19,045.18	19,458.27
上刊率	59.00%	53.53%	51.38%	50.36%	49.85%	49.35%	48.86%
十二封灯箱收入	4,185.05	7,920.75	8,433.00	8,929.59	9,204.95	9,399.68	9,507.52
其他媒体收入	1,883.27	3,263.77	3,318.48	3,390.90	3,460.51	3,498.38	3,503.13
其他媒体占 主要媒体收入比例	45.00%	41.21%	39.35%	37.97%	37.59%	37.22%	36.85%
临时媒体收入	1,335.03	2,246.59	2,326.79	2,366.27	2,383.88	2,403.38	2,412.24
临时媒体占 常规媒体收入比例	22.00%	20.09%	19.80%	19.21%	18.82%	18.63%	18.54%

武汉地铁2号线广告媒体收入预测结果如下表所示：

金额单位：人民币万元

分类	2015年	2016年	2017年 1~6月	2017年 7~12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
武汉地铁 2号线收入	11,985.52	12,912.58	6,027.75	7,403.36	13,431.11	14,078.27	14,686.77	15,049.34	15,301.44	15,422.89
增长率		7.73%			4.02%	4.82%	4.32%	2.47%	1.68%	0.79%

注：本次评估假定现有媒体资源在未来能够持续取得。

武汉地铁2号线一期于2012年12月28日开通。武汉地铁2号线为主干线，而2016年年末2号线机场延长线的开通，预计将为2号线带来增量客流，2017年2号线全年预计收入13,431.11万元，较2016年12,751.21万元增长4.02%，低于上年同期增速7.73%，较为谨慎；从收入的季节性分布来看，历史年度2015~2016年武汉地铁2号线正常运营期间上半年收入占全年收入的比例分别为40.49%和44.74%，2017年上半年武汉2号线实际收入占2017年全年预测收入的44.88%；综合来看2017年收入预测具有合理性。2017年至2022年，预计武汉地铁2号线广告媒体年均收入复合增长率为2.8%，收入预测较为谨慎。

## B、 武汉地铁车厢

武汉地铁车厢历史年度收入情况如下表所示：

金额单位：人民币万元

媒体资源	媒体类别	媒体形式	项目	2015年	2016年	2017年 1~6月
武汉地铁车厢 (2013-8-15)	常规媒体	列车媒体	期间刊例价	6,461.54	7,644.00	4,277.00
			综合折扣率	48.52%	46.46%	38.62%
			媒体价值	3,135.21	3,551.56	1,651.93
			上刊率	73.31%	65.58%	77.06%
			列车看板收入	2,298.40	2,329.23	1,273.03



媒体资源	媒体类别	媒体形式	项目	2015年	2016年	2017年 1~6月
		无	其他媒体收入			
		常规媒体收入合计		2,298.40	2,329.23	1,273.03
	临时媒体	无	临时媒体收入			
			占常规媒体收入比例			
	收入合计				2,298.40	2,329.23

武汉地铁车厢未来收入预测情况如下表所示：

金额单位：人民币万元

项目	2017年 7~12月	2017年 全年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
期间刊例价	4,277.00	8,554.00	8,896.16	9,252.01	9,575.83	9,863.10	10,109.68
综合折扣率	37.50%	38.06%	37.68%	37.30%	36.93%	36.56%	36.20%
媒体价值	1,603.88	3,255.80	3,352.17	3,451.40	3,536.47	3,606.14	3,659.33
上刊率	70.00%	73.86%	72.82%	71.80%	70.80%	70.09%	69.39%
列车看板收入	1,122.71	2,395.74	2,441.19	2,478.26	2,503.80	2,527.59	2,539.23

武汉地铁车厢广告媒体收入预测结果如下表所示：

金额单位：人民币万元

分类	2015年	2016年	2017年 1~6月	2017年 7~12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
武汉地铁车厢 广告收入	2,298.40	2,329.23	1,273.03	1,122.71	2,395.74	2,441.19	2,478.26	2,503.80	2,527.59	2,539.23
增长率		1.34%			2.86%	1.90%	1.52%	1.03%	0.95%	0.46%

地铁车厢与地铁站厅相比，其媒体形式相对单一且增长空间有限，基于历史经营情况，预测期地铁车厢媒体收入基本保持稳定，2017年至2022年，武汉地铁车厢广告收入复合增长率仅为1.17%。

### 3) 成都地铁

#### A、 成都地铁3号线

成都地铁3号线历史年度收入情况如下表所示：

金额单位：人民币万元

媒体资源	媒体类别	媒体形式	项目	2015年	2016年	2017年 1~6月
成都地铁3号线 (2016-8-1)	常规媒体	十二封灯箱	期间刊例价		32,854.25	39,425.10
			综合折扣率		27.92%	17.11%
			媒体价值	-	9,173.32	6,745.95
			上刊率		21.42%	32.30%
			灯箱收入	-	1,965.10	2,178.74



媒体资源	媒体类别	媒体形式	项目	2015年	2016年	2017年1~6月
		列车看板	期间刊例价		3,159.00	3,790.80
			综合折扣率		92.15%	15.00%
			媒体价值		2,910.95	568.47
			上刊率		18.65%	23.16%
			列车看板收入		542.84	131.68
		特型灯箱/梯眉/梯牌/品牌墙	其他媒体收入	-	328.89	101.48
		常规媒体收入合计		-	2,836.83	2,411.89
	临时媒体	墙贴/闸机贴/屏蔽门	临时媒体收入	-	120.55	86.70
	占常规媒体收入比例			4.25%	3.59%	
		收入合计			-	2,957.38

成都地铁3号线未来收入预测情况如下表所示：

金额单位：人民币万元

项目	2017年7~12月	2017年全年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
十二封灯箱期间刊例价	39,425.10	78,850.20	85,158.22	137,528.82	147,981.38	152,420.82	155,469.23
十二封灯箱综合折扣率	21.91%	19.67%	19.50%	19.33%	19.17%	19.01%	19.01%
十二封灯箱媒体价值	8,638.92	15,510.70	16,606.56	26,589.79	28,368.70	28,975.51	29,555.02
十二封灯箱上刊率	48.00%	40.78%	42.82%	44.75%	46.09%	47.01%	47.01%
<b>十二封灯箱收入</b>	<b>4,146.68</b>	<b>6,325.41</b>	<b>7,110.93</b>	<b>11,898.11</b>	<b>13,074.94</b>	<b>13,621.71</b>	<b>13,894.14</b>
列车看板期间刊例价	3,790.80	7,581.60	7,809.05	16,027.83	16,508.66	17,003.92	17,514.04
列车看板综合折扣率	18.00%	16.54%	16.21%	16.21%	15.89%	15.57%	15.57%
列车看板媒体价值	682.34	1,254.13	1,265.92	2,598.26	2,622.68	2,647.33	2,726.75
列车看板上刊率	24.55%	23.86%	24.57%	24.82%	25.07%	25.07%	25.07%
<b>列车看板收入</b>	<b>167.54</b>	<b>299.22</b>	<b>311.09</b>	<b>644.89</b>	<b>657.46</b>	<b>663.64</b>	<b>683.55</b>
<b>其他媒体收入</b>	<b>207.33</b>	<b>308.81</b>	<b>333.52</b>	<b>366.87</b>	<b>388.88</b>	<b>404.44</b>	<b>412.53</b>
其他媒体占灯箱收入比例	5.00%	4.88%	4.69%	3.08%	2.97%	2.97%	2.97%
<b>临时媒体收入</b>	<b>108.00</b>	<b>194.70</b>	<b>206.38</b>	<b>218.77</b>	<b>225.33</b>	<b>232.09</b>	<b>232.09</b>
临时媒体占常规媒体收入比例	2.39%	2.81%	2.66%	1.69%	1.60%	1.58%	1.55%

成都地铁3号线广告媒体收入预测结果如下表所示：



金额单位：人民币万元

分类	2015年	2016年	2017年 1~6月	2017年 7~12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
成都地铁3号线 广告收入	-	2,957.38	2,498.59	4,629.55	7,128.14	7,961.92	13,128.64	14,346.61	14,921.87	15,222.31
增长率					141.03%	11.70%	64.89%	9.28%	4.01%	2.01%

预计2017年收入较2016年增幅141.03%，首先是由于成都3号线于2016年8月开始运营，2016年不满一个完整会计期间；其次，2017年9月6日，成都10号线开通，与成都3号线的太平园站、2019年将与双流西站共同构成地铁换乘站，其增量客流预期将为3号线的广告收入带来外延式增长。

2017年上半年，成都3号线广告媒体收入约占2017年全年预测收入的35.05%，对比西安地铁、武汉地铁的历史经营数据（西安2号线均值36.73%，武汉2号线均值42.62%），考虑成都地铁为3条线路整体运营的具体情况和10号线开通的有利影响，收入预测具有合理性。

成都3号线2019年预计收入较2018年增幅64.89%，系由于3号线3期北段和2期南段延长线将于2018年下半年运营，届时根据新开通站点，计算主要媒体资源十二封灯箱数量增幅92.45%；同时，3号线媒体内容含地铁列车，随着3号线延长线的开通，预期地铁列车将由现有的54列增至116列；加之10号线与3号线双流西站贯通的利好，多重因素叠加导致收入增幅提高。2020年至2022年，3号线预期收入将保持平稳增长。

## B、成都地铁4号线

成都地铁4号线历史年度收入情况如下表所示：

金额单位：人民币万元

媒体资源	媒体类别	媒体形式	项目	2015年	2016年	2017年 1~6月
成都地铁4号线 (2016-11-18)	常规媒体	十二封灯箱	期间刊例价		6,865.08	47,375.90
			综合折扣率		14.52%	12.59%
			媒体价值	-	997.05	5,963.18
			上刊率		16.61%	18.52%
			灯箱收入	-	165.58	1,104.38
		列车看板	期间刊例价		304.20	2,784.60
			综合折扣率		90.34%	19.31%
			媒体价值	-	274.81	537.68
			上刊率		18.61%	9.49%
			列车看板收入		51.15	51.03
		楼眉灯箱/梯牌看板	其他媒体收入	-	85.37	18.18
		常规媒体收入合计		-	302.09	1,173.58
	临时媒体		临时媒体收入			
		占常规媒体收入比例				
收入合计				-	302.09	1,173.58

成都地铁4号线未来收入预测情况如下表所示：



金额单位：人民币万元

项目	2017年 7~12月	2017年 全年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
十二封灯箱 期间刊例价	78,302.90	125,678.80	167,568.21	179,297.98	187,366.39	192,987.38	198,777.00
十二封灯箱 综合折扣率	21.88%	18.38%	17.05%	16.88%	16.71%	16.71%	16.71%
十二封灯箱 媒体价值	17,135.28	23,098.46	28,569.78	30,259.29	31,303.10	32,242.20	33,209.46
十二封灯箱 上刊率	24.00%	22.59%	22.81%	23.04%	23.27%	23.50%	23.50%
<b>十二封灯箱收入</b>	4,112.47	5,216.85	6,517.08	6,971.50	7,284.11	7,577.66	7,804.99
列车看板 期间刊例价	7,581.60	10,366.20	15,163.20	15,618.10	16,086.64	16,569.24	17,066.32
列车看板 综合折扣率	20.00%	20.18%	19.77%	19.38%	18.99%	18.61%	18.61%
列车看板 媒体价值	1,516.32	2,091.64	2,998.36	3,026.55	3,055.00	3,083.71	3,176.22
列车看板 上刊率	10.25%	9.87%	10.17%	10.27%	10.37%	10.37%	10.37%
<b>列车看板收入</b>	155.42	206.45	304.83	310.77	316.83	319.81	329.40
<b>其他媒体收入</b>	42.41	60.58	69.67	78.03	85.05	90.16	93.76
其他媒体占 灯箱收入比例	1.03%	1.16%	1.07%	1.12%	1.17%	1.19%	1.20%
<b>临时媒体收入</b>							
临时媒体占 常规媒体收入比例							

成都地铁4号线广告媒体收入预测结果如下表所示：

金额单位：人民币万元

分类	2015年	2016年	2017年 1~6月	2017年 7~12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
成都地铁4号线 广告收入	-	302.09	1,173.58	4,310.30	5,483.88	6,891.58	7,360.30	7,685.99	7,987.62	8,228.15
增长率						25.67%	6.80%	4.42%	3.92%	3.01%

标的公司于2016年11月18日接手运营4号线的地铁媒体资源。

4号线2017年下半年预测收入增长较快，系考虑到4号线二期于2017年7月开始运营，其中主要媒体资源十二封灯箱数量增幅97.11%；地铁列车由52列增至108列，增幅108%；2018年较2017年收入增幅25.67%亦源于此。2019年以后，预测4号线年度收入保持稳定增长。

### C、成都地铁1号线

成都地铁1号线历史年度收入情况如下表所示：



金额单位：人民币万元

媒体资源	媒体类别	媒体形式	项目	2015年	2016年	2017年1~6月
成都地铁1号线 (2016-11-18)	常规媒体	十二封灯箱	期间刊例价		9,072.27	54,433.60
			综合折扣率		43.09%	13.58%
			媒体价值	-	3,909.34	7,394.53
			上刊率		16.04%	37.34%
			灯箱收入	-	627.10	2,761.05
		列车看板	期间刊例价		1,192.53	7,155.20
			综合折扣率		81.67%	18.14%
			媒体价值	-	973.94	1,297.97
			上刊率		19.88%	24.77%
			列车看板收入		193.65	321.47
	特型灯箱/楼眉灯箱/梯牌看板	其他媒体收入	-	121.03	260.11	
		常规媒体收入合计		-	941.78	3,342.63
	临时媒体	墙贴/闸机贴/屏蔽门贴	临时媒体收入	-	65.26	99.50
			占常规媒体收入比例		6.93%	2.98%
收入合计				-	1,007.04	3,442.13

成都地铁1号线未来收入预测情况如下表所示：

金额单位：人民币万元

项目	2017年7~12月	2017年全年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
十二封灯箱期间刊例价	54,433.60	108,867.20	156,347.62	180,033.00	192,635.31	200,340.72	206,350.94
十二封灯箱综合折扣率	22.06%	17.82%	17.44%	17.44%	17.26%	17.09%	17.09%
十二封灯箱媒体价值	12,007.55	19,402.08	27,274.36	31,406.20	33,255.95	34,230.81	35,257.74
十二封灯箱上刊率	50.00%	45.17%	46.76%	49.09%	50.57%	51.07%	51.07%
<b>十二封灯箱收入</b>	<b>6,003.78</b>	<b>8,764.82</b>	<b>12,752.34</b>	<b>15,418.43</b>	<b>16,816.33</b>	<b>17,482.38</b>	<b>18,006.85</b>
列车看板期间刊例价	7,155.20	14,310.40	21,432.32	23,849.28	25,041.74	26,293.83	27,608.52
列车看板综合折扣率	20.00%	19.10%	18.72%	18.34%	17.97%	17.61%	17.61%
列车看板媒体价值	1,431.04	2,732.89	4,011.11	4,374.18	4,501.04	4,631.57	4,863.14
列车看板上刊率	26.25%	25.51%	26.15%	26.41%	25.88%	25.36%	24.86%
<b>列车看板收入</b>	<b>375.70</b>	<b>697.17</b>	<b>1,048.83</b>	<b>1,155.21</b>	<b>1,164.94</b>	<b>1,174.74</b>	<b>1,208.81</b>
<b>其他媒体收入</b>	<b>312.13</b>	<b>572.24</b>	<b>609.44</b>	<b>642.95</b>	<b>662.24</b>	<b>682.11</b>	<b>682.11</b>
其他媒体占灯箱收入比例	5.20%	6.53%	4.78%	4.17%	3.94%	3.90%	3.79%
<b>临时媒体收入</b>	<b>200.75</b>	<b>300.25</b>	<b>324.26</b>	<b>350.21</b>	<b>360.71</b>	<b>371.53</b>	<b>371.53</b>
临时媒体占常规媒体收入比例	3.00%	2.99%	2.25%	2.03%	1.93%	1.92%	1.87%



成都地铁 1 号线广告媒体收入预测结果如下表所示：

金额单位：人民币万元

分类	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月	2017 年 7~12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
成都地铁 1 号线广告收入	-	1,007.04	3,442.13	6,892.35	10,334.48	14,734.88	17,566.80	19,004.22	19,710.76	20,269.30
增长率						42.58%	19.22%	8.18%	3.72%	2.83%

成都地铁 1 号线 2017 年上半年广告收入占全年预测收入的 35.51%，与西安 2 号线、武汉 2 号线类比具有合理性；预测 2018 年收入较 2017 年增长 42.58%，系由于 1 号线延长线即 3 期南段和 3 期北段，预计于 2018 年 1 月开通，届时根据新开站数，计算主要媒体资源十二封灯箱数量增幅 41.14%，同时 1 号线媒体内容含地铁列车，随着 1 号线延长线的开通，预期地铁列车将由现有的 86 列增至 130 列；两者因素叠加导致 2018 年收入增幅较快。2019 年较 2018 年增幅 19.22%，除 1 号线增量广告资源经营的拖尾效应外，同时考虑成都地铁 3 号线延长线的运营，会增加 1 号线的客流及盈利水平。

#### 4) 沈阳地铁

沈阳地铁 1 号、2 号线历史年度收入情况如下表所示：

金额单位：人民币万元

媒体资源	媒体类别	媒体形式	项目	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
沈阳地铁 1 号、2 号线 (2017-6-1)	常规媒体	十二封灯箱	期间刊例价			14,705.82
			综合折扣率			14.07%
			媒体价值	-	-	2,068.99
			上刊率			8.15%
			灯箱收入	-	-	249.01
		常规媒体收入合计	-	-	249.01	
	临时媒体	梯楣墙贴/屏蔽门贴/品牌墙/品牌站厅/大墙贴	其他媒体收入			-
			临时媒体收入	-	-	2.38
	收入合计					0.96%
				-	-	251.39

沈阳地铁 1 号、2 号线未来收入预测情况如下表所示：

金额单位：人民币万元

项目	2017 年 7~12 月	2017 年 全年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
期间刊例价	88,234.90	102,940.72	176,469.80	194,116.78	201,881.45	208,947.30	216,260.46
综合折扣率	13.41%	13.50%	13.41%	13.41%	13.14%	12.88%	12.62%
媒体价值	11,832.30	13,901.29	23,664.60	26,031.06	26,530.86	26,910.25	27,295.06
上刊率	38.00%	34.14%	34.48%	34.82%	35.17%	35.52%	35.88%
<b>十二封灯箱收入</b>	<b>4,496.27</b>	<b>4,745.28</b>	<b>8,158.83</b>	<b>9,064.46</b>	<b>9,330.88</b>	<b>9,558.95</b>	<b>9,792.60</b>
<b>其他媒体收入</b>	<b>449.63</b>	<b>449.63</b>	<b>815.88</b>	<b>906.45</b>	<b>933.09</b>	<b>955.90</b>	<b>979.26</b>
其他媒体占主要媒体收入比例	10.00%	9.48%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%



项目	2017年 7~12月	2017年 全年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
临时媒体收入	232.04	234.43	345.44	373.08	395.46	407.33	415.47
临时媒体占 常规媒体收入比例	4.69%	4.51%	3.85%	3.66%	3.85%	3.87%	3.86%

沈阳地铁1号、2号线广告媒体收入预测结果如下表所示：

金额单位：人民币万元

分类	2015年	2016年	2017年 1~6月	2017年 7~12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
沈阳地铁 广告收入	-	-	251.39	5,177.94	5,429.34	9,320.15	10,343.98	10,659.43	10,922.18	11,187.34
增长率						71.66%	10.99%	3.05%	2.46%	2.43%

标的公司于2017年6月1日开始运营沈阳地铁，由于相对缺乏历史运营数据，对沈阳地铁广告媒体未来收入的预测，主要参考了其他城市成熟运营线路的数据，并考虑了不同城市之间的人均GDP差异、未来城市发展趋势等。

沈阳地铁2018年预测收入较2017年增长了71.66%，主要是由于2017年运营时间仅7个月，收入基数相对较低。2019年及以后年度预测收入增幅下降，从完整运营年度的预测情况来看，2018年至2022年预测收入的年均复合增长率为4.67%，收入预测合理、谨慎。

### (3) 公交广告媒体

#### 1) 东莞公交站亭

东莞公交站亭历史年度收入情况如下表所示：

金额单位：人民币万元

媒体资源	媒体形式	项目	2015年	2016年	2017年1~6月	
东莞候车亭 (2010-8-1)	候车亭	媒体价值	6,951.40	5,822.63	2,277.80	
		期间刊例价	9.60	9.60	4.80	
		媒体数量	1,204.00	863.00	832.00	
		上刊率	60.14%	70.28%	57.04%	
	灯箱	媒体价值	66.90	122.40	61.20	
		期间刊例价	3.60	3.60	1.80	
		媒体数量	37.00	37.00	37.00	
		上刊率	50.23%	91.89%	91.89%	
	媒体价值合计			7,018.30	5,945.03	2,339.00
	综合折扣率			23.84%	30.27%	22.14%
	主要媒体收入合计			1,673.19	1,799.65	517.82

注：东莞媒体的销售折扣率统计未区分媒体形式

东莞广告媒体未来收入预测情况如下表所示：



金额单位：人民币万元

媒体资源	媒体形式	项目	2017年 7~12月	2017年 全年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	
东莞候车亭 (2010-8-1)	候车亭	媒体价值	3,075.03	5,352.83	5,674.00	5,900.96	5,930.46	5,960.12	5,960.12	
		期间刊例价	4.80	9.60	9.60	9.60	9.60	9.60	9.60	
		媒体数量	832.00	832.00	832.00	832.00	832.00	832.00	832.00	
		上刊率	77.00%	67.02%	71.04%	73.88%	74.25%	74.62%	74.62%	
	灯箱	媒体价值	61.94	123.14	119.88	119.88	119.88	119.88	119.88	
		期间刊例价	1.80	3.60	3.60	3.60	3.60	3.60	3.60	
		媒体数量	37.00	37.00	37.00	37.00	37.00	37.00	37.00	
		上刊率	93.00%	92.45%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	
	媒体价值合计			3,136.97	5,475.97	5,793.88	6,020.84	6,050.34	6,080.00	6,080.00
	综合折扣率			23.02%	22.65%	23.37%	23.95%	24.48%	24.92%	25.25%
	主要媒体收入合计			722.25	1,240.07	1,354.05	1,442.26	1,481.22	1,515.27	1,534.97

东莞广告媒体收入预测结果如下表所示：

金额单位：人民币万元

分类	2015年	2016年	2017年 1~6月	2017年 7~12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
收入	1,673.19	1,799.65	517.82	722.25	1,240.07	1,354.05	1,442.26	1,481.22	1,515.27	1,534.97
增长率		7.56%			-31.09%	9.19%	6.52%	2.70%	2.30%	1.30%

东莞媒体 2017 年全年预测收入较 2016 年下降，主要系考虑到 2017 年上半年单价相对较低的公益广告、医疗美容广告占比上升，导致 2017 年上半年与 2016 年同期收入相比下降了 24.66%，基于谨慎性考虑预测收入有所下降。预测 2018 年收入较 2017 年增长 9.19%，主要是结合东莞市的广告市场情况，在假设候车亭媒体刊例价维持不变、综合折扣率与 2017 年基本持平的情况下，上刊率恢复至 2016 年的水平；2018 年至 2022 年，预测东莞公交站亭媒体收入的年均复合增长率为 2.54%，收入预测合理、谨慎。

## 2) 武汉公交站亭

武汉公交站亭历史年度收入情况如下表所示：

金额单位：人民币万元

媒体资源	媒体形式	项目	2015年	2016年	2017年1~6月
武汉公交站亭	公交站亭及灯箱	期间刊例价	12,204.00	13,092.00	6,546.00
		销售折扣率	22.43%	33.54%	27.96%
		媒体价值	2,737.67	4,391.04	1,830.28
		上刊率	83.55%	88.78%	89.21%
		灯箱收入	2,287.32	3,898.34	1,632.88
		其他收入		0.47	-
媒体收入合计			2,287.32	3,898.81	1,632.88

武汉公交站亭未来收入预测情况如下表所示：



金额单位：人民币万元

媒体资源	媒体形式	项目	2017年 7~12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
武汉公交站亭	公交亭及灯箱	期间刊例价	6,546.00	13,092.00	13,092.00	13,092.00	13,092.00	13,092.00	13,092.00
		销售折扣率	40.00%	33.98%	35.68%	36.93%	37.67%	38.23%	38.61%
		媒体价值	2,618.40	4,448.68	4,671.11	4,834.60	4,931.29	5,005.26	5,055.32
		上刊率	90.00%	89.68%	87.34%	86.46%	86.20%	85.94%	85.69%
	灯箱收入	2,356.56	3,989.44	4,079.54	4,180.10	4,250.91	4,301.73	4,331.71	
	媒体收入合计		2,356.56	3,989.44	4,079.54	4,180.10	4,250.91	4,301.73	4,331.71

武汉公交站亭媒体收入预测结果如下表所示：

金额单位：人民币万元

分类	2015年	2016年	2017年 1~6月	2017年 7~12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
武汉公交站亭收入	2,287.32	3,898.81	1,632.88	2,356.56	3,989.44	4,079.54	4,180.10	4,250.91	4,301.73	4,331.71
增长率		70.45%			2.32%	2.26%	2.46%	1.69%	1.20%	0.70%

武汉公交站亭 2016 年较 2015 年收入增幅 70.45%，主要原因系媒体数量及客户结构变化。2016 年媒体交付数量 1,091 块，数量增长 7.28%；同时公益广告从 2015 年 79.33% 的收入占比下降到 2016 年的 40.23%，而公益广告单价较低。

2017 年至 2022 年，预测武汉候车亭媒体广告收入复合增长率为 1.66%，较为谨慎。

### 3) 武汉公交车身

武汉公交车身历史年度收入情况如下表所示：

金额单位：人民币万元

媒体资源	媒体形式	项目	2015年	2016年	2017年1~6月
武汉公交车身 (2016-6-1)	车身	期间刊例价		49,735.80	54,678.60
		销售折扣率		12.71%	12.37%
		媒体价值		6,319.03	6,761.03
		上刊率		26.81%	32.89%
	媒体收入合计			1,693.96	2,223.83

武汉公交车身未来收入预测情况如下表所示：

金额单位：人民币万元

媒体形式	项目	2017年 7~12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
车身	期间刊例价	54,678.60	109,357.20	112,637.92	116,017.05	118,337.39	120,704.14	121,911.18
	销售折扣率	8.00%	10.18%	9.88%	9.68%	9.58%	9.53%	9.53%
	媒体价值	4,374.29	11,135.32	11,125.30	11,229.88	11,339.93	11,508.89	11,623.98



媒体形式	项目	2017年 7~12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
	上刊率	70.00%	47.47%	57.00%	59.85%	61.65%	62.26%	62.88%
媒体收入合计		3,062.00	5,285.83	6,341.42	6,721.08	6,990.56	7,165.66	7,309.69

武汉公交车身媒体收入预测结果如下表所示：

金额单位：人民币万元

分类	2015年	2016年	2017年 1~6月	2017年 7~12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
收入	-	1,693.96	2,223.83	3,062.00	5,285.83	6,341.42	6,721.08	6,990.56	7,165.66	7,309.69
增长率						19.97%	5.99%	4.01%	2.50%	2.01%

该媒体资源由标的公司于2016年6月1日接手运营，于2017年4月方始全部交付。2017年4~6月期间月均收入496.52万元，考虑下半年为户外广告业的旺季，2017年下半年该广告媒体平均单月预测收入为510.33万元，单月收入增幅2.78%；2018年预测收入时参考历史经营数据考虑自然增长，此后年度预计收入增幅逐年下降，2018年至2022年完整会计期间，预测武汉公交车身广告收入的年均复合增长率为3.62%，较为谨慎。

#### (4) 机场广告媒体

合肥机场媒体历史年度收入情况如下表所示：

金额单位：人民币万元

媒体资源	媒体形式	项目	2015年	2016年	2017年1~6月	
合肥机场媒体 (2013-10-1)	高炮 (T牌)	媒体价值	1,795.82	3,054.57	1,017.83	
		刊期间例价	201.40	201.40	98.50	
		媒体数量	20.00	20.00	20.00	
		上刊率	44.58%	75.83%	51.67%	
	灯箱	媒体价值	2,517.78	3,632.20	2,199.11	
		期间刊例价	82.55	82.55	62.56	
		媒体数量	80.00	80.00	55.00	
		上刊率	38.13%	55.00%	63.91%	
	包柱	媒体价值	1,928.06	2,752.02	1,671.31	
		期间刊例价	98.88	98.88	56.94	
		媒体数量	32.00	32.00	32.00	
		上刊率	60.94%	86.98%	91.73%	
	其他(汽车展位等)	媒体价值	594.00	594.00	318.00	
		期间刊例价	118.80	118.80	63.60	
		媒体数量	5.00	5.00	5.00	
		上刊率	100.00%	100.00%	100.00%	
	媒体价值合计			6,835.65	10,032.79	5,206.25
	综合折扣率			53.72%	37.63%	34.00%
	常规媒体收入合计			3,671.86	3,774.98	1,770.38



注：机场媒体的销售折扣率统计未区分媒体形式，主要是由于客户在同一广告发布项目中通常采用跨媒体的发布方式。

合肥机场媒体未来收入预测情况如下表所示：

金额单位：人民币万元

媒体形式	项目	2017年 7~12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
高炮（T牌）	媒体价值	1,379.00	2,396.83	2,348.18	2,347.94	2,347.71	2,347.47	2,370.95
	期间刊例价	98.50	197.00	191.09	189.18	187.29	185.41	185.41
	媒体数量	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00
	上刊率	70.00%	60.83%	61.44%	62.06%	62.68%	63.30%	63.94%
灯箱	媒体价值	1,720.50	3,919.61	4,552.63	5,057.97	5,517.24	6,018.20	6,382.30
	期间刊例价	62.56	125.13	143.90	158.29	170.95	184.62	193.86
	媒体数量	55.00	55.00	55.00	55.00	55.00	55.00	55.00
	上刊率	50.00%	56.95%	57.52%	58.10%	58.68%	59.27%	59.86%
包柱	媒体价值	1,110.28	2,781.59	2,996.28	3,252.16	3,431.84	3,586.96	3,713.04
	期间刊例价	56.94	113.88	125.26	135.28	142.05	147.73	152.16
	媒体数量	32.00	32.00	32.00	32.00	32.00	32.00	32.00
	上刊率	60.94%	76.33%	74.75%	75.12%	75.50%	75.88%	76.26%
其他（汽车展位等）	媒体价值	318.00	636.00	636.00	667.80	667.80	701.19	701.19
	期间刊例价	63.60	127.20	127.20	133.56	133.56	140.24	140.24
	媒体数量	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
	上刊率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
媒体价值合计		4,527.78	9,734.03	10,533.09	11,325.88	11,964.59	12,653.83	13,167.48
综合折扣率		50.00%	41.45%	40.62%	39.80%	39.41%	38.62%	38.23%
媒体收入合计		2,263.89	4,034.27	4,278.13	4,508.13	4,714.74	4,886.61	5,034.12

合肥机场媒体收入预测结果如下表所示：

金额单位：人民币万元

分类	2015年	2016年	2017年 1~6月	2017年 7~12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
合肥机场广告收入	3,671.86	3,774.98	1,770.38	2,263.89	4,034.27	4,278.13	4,508.13	4,714.74	4,886.61	5,034.12
增长率		2.81%			6.87%	6.04%	5.38%	4.58%	3.65%	3.02%

历史年度 2016 年较 2015 年增幅 2.81%，系由于合肥机场部分设施改造，在一定程度上影响了广告收入；2017 年标的公司管理层对合肥团队进行了整合，上半年较 2016 年同期收入 1,640.68 万元增长 7.91%，预测 2017 年全年较 2016 年广告收入增长 6.87%，相对谨慎。根据相关信息，合肥机场力争 2019 年实现年旅客吞吐量 1,000 万，预测 2017~2022 年期间，合肥机场广告媒体收入 5 年间复合增长率 4.53%，具有合理性。

#### (5) 其他广告媒体

西安钟楼盘道历史年度收入情况如下表所示：



金额单位：人民币万元

媒体资源	媒体形式	项目	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
西安钟楼盘道 (2014-1-1)	灯箱	期间刊例价	14,427.66	18,189.60	9,094.80
		综合折扣率	25.92%	21.81%	51.91%
		媒体价值	3,738.95	3,967.09	4,721.04
		上刊率	77.24%	84.38%	33.56%
		灯箱收入	2,887.98	3,347.49	1,584.28

钟楼盘道媒体未来收入预测情况如下表所示：

金额单位：人民币万元

媒体形式	项目	2017 年 7~12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
灯箱	期间刊例价	9,094.80	18,189.60	19,644.77	20,823.45	21,656.39	22,414.37	22,862.65
	综合折扣率	30.00%	40.95%	40.14%	39.73%	39.34%	38.94%	38.94%
	媒体价值	2,728.44	7,449.48	7,884.53	8,274.02	8,518.93	8,728.92	8,903.50
	上刊率	75.00%	48.74%	47.76%	46.81%	46.34%	45.88%	45.42%
	灯箱收入	2,046.33	3,630.61	3,765.79	3,872.78	3,947.54	4,004.40	4,043.64

钟楼盘道广告媒体收入预测结果如下表所示：

金额单位：人民币万元

分类	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月	2017 年 7~12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
钟楼盘道 广告收入	2,887.98	3,347.49	1,584.28	2,046.33	3,630.61	3,765.79	3,872.78	3,947.54	4,004.40	4,043.64
增长率		15.91%			8.46%	3.72%	2.84%	1.93%	1.44%	0.98%

相较历史年度，钟楼盘道预测广告收入年增幅较小且相对稳定，2017~2022 年间收入复合增长率为 2.18%，预测较为谨慎。

## (二) 大象股份各媒体资源经营权最新一期营业收入实现情况

根据大象股份提供的财务报表及相关资料（未经审计），2017 年第三季度（7 月~9 月）的营业收入区分媒体类别如下表所示：

金额单位：人民币万元

媒体类别	媒体项目	2017 年 7~9 月
地铁媒体	西安地铁	4,907.95
	武汉地铁	3,765.12
	成都地铁	6,207.10
	沈阳地铁	1,639.58
	合计	16,519.75
公交媒体	东莞公交站亭	412.02
	武汉公交站亭	1,066.06



媒体类别	媒体项目	2017年7~9月
	武汉公交车身	1,438.66
	合计	2,916.74
机场媒体	合肥机场	1,158.24
其他广告媒体	西安钟楼盘道	746.51
	其他	23.31
	收入总计	21,364.55

### (三) 市场竞争情况、大象股份媒体资源市场竞争力情况和预测营业收入的可实现性

#### 1、户外广告行业的市场竞争状况

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。

随着城市轨道交通领域内庞大的受众资源日益被发掘，地铁媒体网络的覆盖面将不断扩大，从而增加地铁媒体的商业价值，使得地铁媒体广告行业的收入水平逐步增加，地铁媒体将成为户外广告细分行业中增长最快的领域之一。

从中国城市轨道交通协会发布的数据来看，我国一线城市北京、上海、广州深圳地铁总长度2016年底约占全国地铁总长度的50%，但总体增速放缓；我国二线城市武汉、宁波、东莞、成都、西安等地铁总长度虽占比较小，但2014~2016年我国二线城市地铁总长度复合增长率超过了60%，上升空间巨大。随着国家新型城镇化战略的实施，为中国户外广告产业发展带来新的发展机遇。城镇户外广告空间资源的增加，为广告主拓展提供更加丰富的媒介资源平台。当前，我国一线城市由于地铁发展较早，市场容量较大，但市场已较为成熟，市场增量有限。伴随着我国城镇化的不断提高，二线城市经济的快速发展，目前还处于成长期的我国二线城市地铁媒体广告行业，随着地铁轨道交通建设的大幅增长，市场容量仍具有广阔的提升空间。

#### 2、大象股份媒体资源市场竞争力情况

大象股份地铁媒体资源运营业务比重较大，已初步建立跨区域、跨媒体的媒体资源经营网络，在武汉、成都、西安、沈阳等城市均占据了多条优质地铁线路的媒体资源，其中，大象股份在西安、沈阳拥有当地已开通的全部地铁线路广告经营权，处于区域垄断地位；在成都和武汉拥有广告经营权的地铁线路是当地客流量最高，是当地的核心主干线，且在成都拥有多条线路，能够形成一定的协同效应，具体情况如下。

城市	线路	运营方	线路长度		站点数		人流量/天 (万)	人流量/天 /公里 (万)	人流量/天 /站点 (万)
			总里程 (公里)	通车里程 (公里)	总站 点数	通车 站点数			
西安	1号线	大象股份	42.35	25.4	30	19	53	2.09	2.79
	2号线	大象股份	26.8	26.8	21	21	106	3.96	5.05
	3号线	大象股份	49.45	39.15	32	26	46	1.17	1.77
武汉	1号线	其他方	34.57	29	29	29	60	2.07	2.07



城市	线路	运营方	线路长度		站点数		人流量/天 (万)	人流量/天 /公里 (万)	人流量/天 /站点 (万)
			总里程 (公里)	通车里程 (公里)	总站 点数	通车 站点数			
	2号线	大象股份	47.53	38	28	28	250	6.58	8.93
	3号线	其他方	27.9	28	24	24	60	2.14	2.50
	4号线	其他方	33.4	28	28	28	100	3.57	3.57
	6号线	其他方	35.96	27	27	27	40	1.48	1.48
沈阳	1号线	大象股份	43	28	31	22	98	3.50	4.45
	2号线	大象股份	57.8	27.16	34	22	96	3.53	4.36
成都	1号线	大象股份	40.94	23.9	33	22	80	3.35	3.64
	2号线	其他方	42.3	42.3	32	32	70	1.65	2.19
	3号线	大象股份	49.885	20.35	37	17	35	1.72	2.06
	4号线	大象股份	43.3	43.3	32	32	43	0.99	1.34

数据来源：根据各地铁运营公司公布的数据整理所得。

从上表可以看出，除西安、沈阳具有区域性垄断的地铁媒体资源外，成都地铁、武汉地铁 2 号线都是当地人流量最大的黄金线路，大象股份地铁广告媒体资源的竞争力优势明显。

### 3、大象股份拥有的媒体资源主要优势

#### (1) 核心主干线、客流量大

大象股份拥有多条优质媒体资源，基本都处于市场规模持续稳定增长、且经济发展程度相对较高的省会城市，且其线路穿越当地主要商圈，是当地的核心主干线，客流量大。而人流的集中度、广告受瞩目的程度是广告主作投放决策的主要因素之一。例如，成都作为四川省省会，是中国国务院确定的西南地区科技中心、商贸中心、金融中心和交通、通信枢纽，也是 11 个国家中心城市之一，区域的人口集中程度和经济发达程度较高，市场未来发展空间较大。大象股份在成都拥有地铁 1、3、4 号线的广告经营权。1 号线是商务会展主干线，是成都人流量最大的核心线路；3 号线是大西南文化旅游专线；4 号线是 IT、地产大道，同时也是温江、龙泉大学城专线。

#### (2) 区域性垄断、协同效应

大象股份在西安、沈阳、成都等城市拥有多条优质线路，形成相对区域垄断，且线路之间运营具有一定的协同效应，定价和议价能力较强。例如，大象股份拥有西安已开通的全部 3 条地铁线路和西安钟楼地下通道的广告经营权，具有区域垄断性和协同效应，西安地铁 2 号线是首条运营地铁线路，与处于西安市中心、东西南北四条大街的交汇处的西安钟楼地下通道相互连通，并与西安地铁 1 号线、地铁 3 号线形成了一定的协同效应，具有较高的议价能力。

#### (3) 跨媒体、多样化

经过多年的发展，标的公司通过整合和优化旗下不同类型的媒体资源平台，已构建了以地铁媒体运营为核心，涵盖机场媒体、公交媒体等多种媒体类型的跨区域广告媒体资源运营网络，多样式的媒体资源能够满足客户不同的需求。



#### (4) 期限长、较强的持续性

大象股份拥有多条地铁媒体资源，相对于其他户外广告媒体而言，地铁广告媒体具有空间独立、位置固定、长期设置、人流集中、受注目程度高等优势，且经营权期限较长，通常为 5~10 年，运营稳定性强于其他户外广告媒体。

#### 4、预测营业收入的可实现性

##### (1) 收入实现情况

根据大象股份提供的财务报表及相关资料，大象股份 2017 年 1~9 月的收入实现情况与全年预测收入（未经审计）对比情况如下：

金额单位：人民币万元

媒体类别	媒体项目	2017 年 1~9 月	2017 年预测全年	完成率
地铁媒体	西安地铁	10,300.01	17,134.64	60.11%
	武汉地铁	11,065.90	15,826.85	69.92%
	成都地铁	13,321.41	22,946.51	58.05%
	沈阳地铁	1,890.98	5,429.34	34.83%
	小计	<b>36,578.30</b>	<b>61,337.34</b>	<b>59.63%</b>
公交媒体	东莞公交站亭	929.83	1,240.07	74.98%
	武汉公交站亭	2,698.94	3,989.44	67.65%
	武汉公交车身	3,662.50	5,285.83	69.29%
	小计	<b>7,291.27</b>	<b>10,515.35</b>	<b>69.34%</b>
机场媒体	合肥机场	<b>2,928.62</b>	<b>4,034.27</b>	<b>72.59%</b>
其他广告媒体	西安钟楼盘道	<b>2,330.79</b>	<b>3,630.61</b>	<b>64.20%</b>
	其他	23.31		
<b>收入总计</b>		<b>49,152.30</b>	<b>79,517.57</b>	<b>61.81%</b>

2017 年前三季度，大象股份预测收入整体完成率为 61.81%。其中成都地铁与沈阳地铁的收入完成率较低，主要原因是：①成都地铁 4 号线二期于 2017 年 7 月投入运营，上述新增媒体资源在前期运营阶段收入增速相对较低；②沈阳地铁线路于 2017 年 6 月投入运营，在媒体运营前期收入占比相对较低。第四季度为广告行业的销售旺季，预期 2017 年全年营业收入具有较强的可实现性。

对比历史年度，大象股份分季度营业收入实现及预测情况如下：

金额单位：人民币万元

季度	2015 年		2016 年		2017 年		备注
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	
第一季度	6,013.78	14.94%	11,736.66	19.60%	10,306.86	12.96%	已实现收入
第二季度	8,408.09	20.88%	11,977.65	20.01%	17,480.88	21.98%	已实现收入
第三季度	10,316.14	25.62%	17,482.71	29.20%	21,364.55	26.87%	已实现收入
第四季度	15,528.01	38.56%	18,673.13	31.19%	30,365.28	38.19%	2017 年预测收入
合计	40,266.02	100%	59,870.14	100%	79,517.57	100%	2017 年全年预测收入



报告期内，大象股份 2015 年、2016 年第四季度收入约占全年收入的比重分别为 38.56%和 31.19%。2016 年第四季度占比较低，主要是由于 2016 年上半年将东莞 T 牌业务对外转授权确认收入 2,552.69 万元，而下半年新增成都地铁媒体运营时间较短且杭州 1 号线于 2016 年 11 月不再运营，使得第四季度收入占比相对较低。2017 年二季度收入较一季度增幅较大，系由于上年 11 月新增的成都地铁 1 号线、4 号线以及本年度 1 月新增的西安地铁 3 号线带来的收入增长；考虑 2017 年上半年陆续新增西安、沈阳地铁媒体资源且属于销售淡季，随着第四季度销售旺季的来临，预计 2017 年第四季度完成全年预测收入的 38.19%具有较强的可实现性。

此外，对比主营业务与标的公司类似的上市公司省广股份(002400.SZ)和巴士在线(002188.SZ)，其 2016 年四季度业务收入占比分别为 38.26%和 38.02%（数据来源：同花顺 IFIND），大象股份四季度完成全年预测收入的 38.19%符合行业特征。

## (2) 在手订单情况

截至 2017 年 9 月 30 日，标的公司已签订的在手订单于 2017 年可确认的不含税收入合计 61,047.01 万元，扣除 2017 年三个季度累计已实现收入 49,152.30 万元，可在 2017 年第四季度确认的不含税收入为 11,894.71 万元。标的公司第四季度预测收入为 30,365.27 万元。据此计算，截至 2017 年 9 月 30 日，在手订单保障率为 39.17%，相比 2015 年 9 月 30 日与 2016 年 9 月 30 日在手订单保障率 36.70%和 38.20%略有增长，同时考虑到第四季度销售旺季和新线媒体资源价值的释放，2017 年营业收入具有较强的可实现性。

## (四) 评估师核查意见

经核查，评估师认为，结合国家相关产业政策、广告市场情况、标的公司的行业地位、媒体资源优势以及主营业务发展态势，本次评估预测的营业收入具有合理性，收入预测依据符合谨慎性要求；根据大象股份媒体资源市场竞争力、历史经营数据以及最新一期的营业收入情况，大象股份预测的 2017 年营业收入具有较强的可实现性。

## 二、 审核意见 21

申请材料显示：1)大象股份预测 2017 年 7~12 月、2018 年、2019 年营业成本分别为 28,811.57 万元、59,912.46 万元、67,924.73 万元。2) 大象股份对主要营业成本—广告媒体资源经营权费按照直线法均摊的方式计入当期成本。根据合同约定，所有的地铁线路每年应付的经营权费都呈现上升趋势，但由于经营权成本来用直线法均推，因此新取得媒体经营权前期分摊成本高。请你公司：1) 以列表方式补充披露大象股份各媒体资源经营权预测营业成本情况，并说明预测依据。2) 补充披露大象股份各媒体资源经营权最新一期营业成本情况。3) 结合大象股份预测期内媒体资源经营权的现金支付情况，补充披露大象股份预测期内现金支付与营业成本摊销的差异情况，并说明企业自有现金流预测的准确性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：



## (一) 大象股份各媒体资源经营权预测营业成本情况及预测依据

### 1、预测期成本预测情况

大象股份预测期成本预测情况如下表所示：

金额单位：人民币万元

项目	2017年 7~12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
地铁广告媒体成本	22,823.71	40,039.03	47,813.38	55,685.34	56,679.59	57,079.02	57,751.43
成本增幅		144.19%	19.42%	16.46%	1.79%	0.70%	1.18%
公交广告媒体成本	3,366.02	6,538.97	6,850.05	6,968.28	7,048.84	7,153.92	7,234.69
成本增幅		66.51%	4.76%	1.73%	1.16%	1.49%	1.13%
机场广告媒体成本	1,270.09	2,558.01	2,540.18	2,560.92	2,565.47	2,700.26	3,031.56
成本增幅		-3.01%	-0.70%	0.82%	0.18%	5.25%	12.27%
钟楼盘道媒体广告成本	1,351.75	2,679.28	2,708.86	2,710.20	2,756.63	2,782.07	2,785.62
成本增幅		-0.36%	1.10%	0.05%	1.71%	0.92%	0.13%
广告媒体成本合计	28,811.57	51,815.29	59,912.46	67,924.73	69,050.53	69,715.26	70,803.30
成本增幅		37.28%	15.63%	13.37%	1.66%	0.96%	1.56%

预测期内，大象股份 2017 年预测成本增长幅度为 37.28%（较上年，下同），2018 年成本增幅为 15.63%，2019 年成本增幅 13.37%，之后年度成本增长趋于稳定，与同期收入增长的趋势基本一致，具体情况如下：

①地铁广告媒体 2017 年预测成本增幅较大的主要原因是 2016 年下半年新增地铁媒体资源—成都地铁 1 号线、3 号线和 4 号线和新增公交媒体资源—武汉公交车身，2017 年上半年新增地铁媒体资源—西安地铁 1 号线、3 号线和沈阳地铁 1 号线、2 号线；2018 年成本增长的原因是成都地铁 3 号线和 4 号线分期开通，其中成都 4 号线于 2017 年下半年交付二期站点的媒体资源，成都 3 号线预计 2018 年下半年交付二、三期站点的媒体资源；2019 年成本增长亦源于上年新增交付的媒体资源成本在全年进行分摊。

②公交广告媒体 2017 年预测成本增幅较大的主要原因是武汉公交车身于 2017 年 4 月全部交付使得分摊成本增加所致。

③机场广告媒体 2017 年预测成本较 2016 年略有下降，是由于媒体资源调整，取消了两个汽车展位；2018 年较 2017 年小幅下降，是由于其成本构成中的机场媒体改良支出摊销额减少。

④西安钟楼盘道 2017 年预测成本较 2016 年微降，是由于 2016 年成本构成中包括了小额媒体改造支出。

### 2、预测期成本构成

大象股份营业成本主要是指地铁、机场、公交等各类媒体资源经营权成本，此外还包括少量广告制作所涉及的材料成本、维护成本和广告发布电费。

评估人员根据媒体类型对各项主营业务成本单独进行测算，主要以现有媒体经营权合同约定



的价格为基准，考虑其变动或发展趋势、其他辅助成本的结构占比、现有广告载体的更新支出等因素综合确定。

未来预测期内，各媒体资源营业成本及其构成如下表所示：

金额单位：人民币万元

媒体类别	项目	2017年 7~12月	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
地铁媒体	经营权成本	21,212.25	44,713.99	52,038.37	52,832.41	52,941.52	53,442.61
	其他成本	1,611.46	3,099.39	3,646.96	3,847.18	4,137.49	4,308.82
	成本合计	22,823.71	47,813.38	55,685.34	56,679.59	57,079.02	57,751.43
	经营权成本占比	92.94%	93.52%	93.45%	93.21%	92.75%	92.54%
公交媒体	经营权成本	3,253.08	6,567.23	6,654.83	6,713.90	6,831.80	6,871.90
	其他成本	112.94	282.82	313.45	334.93	322.12	362.79
	成本合计	3,366.02	6,850.05	6,968.28	7,048.84	7,153.92	7,234.69
	经营权成本占比	96.64%	95.87%	95.50%	95.25%	95.50%	94.99%
合肥机场	经营权成本	1,065.47	2,130.93	2,130.93	2,130.93	2,282.57	2,737.46
	其他成本	204.62	409.24	429.98	434.54	417.69	294.10
	成本合计	1,270.09	2,540.18	2,560.92	2,565.47	2,700.26	3,031.56
	经营权成本占比	83.89%	83.89%	83.21%	83.06%	84.53%	90.30%
西安钟楼盘道	经营权成本	1,285.30	2,570.60	2,570.60	2,642.51	2,642.51	2,642.51
	其他成本	66.45	138.26	139.60	114.12	139.56	143.11
	成本合计	1,351.75	2,708.86	2,710.20	2,756.63	2,782.07	2,785.62
	经营权成本占比	95.08%	94.90%	94.85%	95.86%	94.98%	94.86%
合计	经营权成本	26,816.09	55,982.75	63,394.73	64,319.75	64,698.40	65,694.48
	其他成本	1,995.48	3,929.71	4,530.00	4,730.78	5,016.86	5,108.82
	成本合计	28,811.57	59,912.46	67,924.73	69,050.53	69,715.26	70,803.30
	经营权成本占比	93.07%	93.44%	93.33%	93.15%	92.80%	92.78%

预测未来年度地铁媒体的成本构成中，经营权成本增长的原因除媒体交付时间的跨期因素外，主要是考虑了经营权续期成本的上涨；其他成本随同预测收入的增长而增加，主要是基于喷画制作的人工、材料费和广告发布电费等变动成本的增长。

其他广告媒体在未来年度的成本预测中，其经营权成本、其他成本的变动原因与地铁广告媒体类似。

合肥机场经营权成本占比低于其他广告媒体，是由于其营业成本构成中包括了机场媒体资源的建设费摊销及其广告载体的改良支出。

## (二) 大象股份各媒体资源经营权最新一期营业成本情况

根据大象股份提供的财务报表及相关资料（未经审计），2017年第三季度的营业成本区分媒体类别如下表所示：

金额单位：人民币万元

媒体类别	媒体项目	2017年7~9月
地铁媒体	西安地铁	3,157.95



媒体类别	媒体项目	2017年7~9月
	武汉地铁	1,581.23
	成都地铁	3,982.24
	沈阳地铁	1,837.27
	合计	10,558.69
公交媒体	东莞公交站亭	84.75
	武汉公交站亭	386.04
	武汉公交车身	1,291.92
	合计	1,762.71
机场媒体	合肥机场	729.80
其他广告媒体	西安钟楼盘道	670.62
	其他	16.80
	成本总计	13,738.61

### (三) 预测期内经营权现金支付情况与营业成本摊销的差异情况

#### 1、媒体资源经营权的现金支付情况

区分媒体形式，各媒体资源经营权的相对方约定的付款条件不尽相同，分为年度支付、半年支付、季度支付、每两个月支付等多种方式；每期约定的付款金额也会根据具体情况存在差异，简要情况如下表所示：

媒体类别	签约时间	相对方	期限	合同总额	付款约定	支付方式
西安地铁1号线	2017.3	西安市地铁资源开发有限公司	2017.4.15~2020.4.14	6,897.00	首年度 2188 万元；后续每年递增 5%；	半年支付
西安地铁2号线	2011.5	西安地下铁道有限责任公司	2011.10.1~2021.12.31	73,500.00	每年 7350 万元	年度支付
西安地铁3号线	2016.10	西安地下铁道有限责任公司	2017.1.1~2021.12.31	23,000.00	首年度第一期支付两个季度款项 2300 万元；以后每期支付 1150 万元	季度支付
武汉地铁2号线	2013.3	武汉地铁运营有限公司	2013.5.11~2019.5.10	32,078.00	首年度支付 3800 万元；此后年度逐年递增，增幅分别为 10%、10%、20%、18% 和 15%	年度支付
武汉地铁车厢 30 列	2013.7	武汉地铁运营有限公司	2013.8.15~2017.8.14	4,600.00	每年支付 1150 万元	年度支付
武汉地铁新增 5 列车厢	2015.7	武汉地铁运营有限公司	2015.8.15~2017.8.14	383.33	每年支付 191.67 万元	年度支付
成都地铁3号线	2016.2	成都地铁运营有限公司	2016.8.1~2026.7.30	72,494.37	首年 5500 万元；此后每年递增 6%；	每 2 个月
成都地铁4号线	2016.11	成都地铁运营有限公司	2016.11.18~2026.11.17	40,069.62	首年 3040 万元；此后每年递增 6%；	每 2 个月
成都地铁	2016.11	成都地铁运营有限	2016.11.18~	130,688.22	首年 11400 万元；此	每 2 个月



媒体类别	签约时间	相对方	期限	合同总额	付款约定	支付方式
1 号线		公司	2026.11.17		后每年递增 3%;	
沈阳地铁 1、2 号线	2017.5	沈阳地铁集团有限公司	2017.6.1~2027.5.31	76,257.00	第 1 年至第 3 年每年 7000 万元;此后每年递增 3%	半年支付
武汉公交车身	2016.6	武汉市公共交通集团有限责任公司	2016.6.1~2019.5.31	16,585.92	每年支付 5528.46 万元	年度支付
武汉公交站亭	2016.12	湖北蓝新广告工程有限公司	2017.1.1~2017.12.31	1,636.50	每季度支付 409.13 万元	季度支付
东莞公交站亭	2011.3	东莞市城市综合管理局	2012.3.7~2023.7.6	3,581.00		BOT
合肥机场	2013.8	安徽省民航蓝天实业总公司/安徽省民航机场集团有限公司	2013.10.1~2021.9.30	18,024.54	室内区域首年 900 万元,减免 100 万元(首年实际支付 800 万元),此后逐年递增 5%; 户外区域首年 1,650 万元,此后逐年递增 5%	年度支付
西安钟楼盘道	2013.4	西安市市政公用局	2014.1.1~2019.12.31	15,100.00	首年支付 6040 万元;此后每期支付 4530 万元	两年

注：上表合肥机场广告媒体，根据相关补充协议：于 2015 年 10 月 1 日改为双方商定是否按 5%递增（2015 年 10 月 1 日至 2016 年 9 月 30 日期间的租金已明确约定不递增），本次评估基于谨慎原则，假定自 2016 年 10 月 1 日起租金年递增 5%；此外，自 2014 年 10 月 1 日起，因广告位置调减，每年减少大象股份租金 600 万元。

## 2、经营权现金支付情况与营业成本摊销的差异情况

现金支付与营业成本摊销之间的差异主要表现在：标的公司需按照合同约定的付款进度预付一定期限内的经营权费用，形成现金支付并将其计入其他非流动资产科目；营业成本则按照相应经营权成本所对应的会计期间采用直线法摊销（不含增值税进项税额），特殊情况下，营业成本会根据媒体实际交付数量占预计媒体总量的比例分期计算当期成本。

大象股份预测期内现金支付与营业成本摊销的差异情况如下表所示：

金额单位：人民币万元

媒体类别	项目	2017 年 7~12 月	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	合计
地铁媒体	经营权成本	21,212.25	44,713.99	52,038.37	52,832.41	52,941.52	53,442.61	277,181.15
	经营权现金流	26,778.78	47,214.74	46,496.56	47,956.74	50,067.62	58,666.71	277,181.15
	当期成本/现金流	79.21%	94.70%	111.92%	110.17%	105.74%	91.10%	
公交媒体	经营权成本	3,134.60	6,330.27	6,444.53	6,503.59	6,621.50	6,682.33	35,716.82
	经营权现金流	1,953.27	6,794.35	6,488.16	6,488.16	6,520.58	7,472.32	35,716.82
	当期成本/现金流	160.48%	93.17%	99.33%	100.24%	101.55%	89.43%	



媒体类别	项目	2017年 7~12月	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	合计
合肥机场	经营权成本	1,065.47	2,130.93	2,130.93	2,130.93	2,282.57	2,737.46	12,478.29
	经营权现金流	1,959.08	2,257.37	2,370.24	2,488.75	2,563.41	839.44	12,478.29
	当期成本/现金流	54.39%	94.40%	89.90%	85.62%	89.04%	326.10%	
西安钟楼	经营权成本	1,285.30	2,570.60	2,570.60	2,642.51	2,642.51	2,642.51	14,354.01
	经营权现金流	2,600.56	-	6,342.02	-	5,411.43	-	14,354.01
	当期成本/现金流	49.42%		40.53%		48.83%		
合计	经营权成本	26,697.62	55,745.79	63,184.43	64,109.44	64,488.09	65,504.91	339,730.28
	经营权现金流	33,291.69	56,266.46	61,696.97	56,933.64	64,563.04	66,978.47	339,730.28
	当期成本/现金流	80.19%	99.07%	102.41%	112.60%	99.88%	97.80%	100.00%

注 1: 鉴于东莞公交站亭广告媒体系以 BOT 方式取得, 故未纳入上表统计范畴。

注 2: 为实现比较口径一致, 上表经营权现金流的计算中, 对于评估基准日之前已发生经营权现金支出而其对应的成本摊销期间在预测期内的广告媒体, 假设该等现金于评估基准日支付; 同理, 对于预测期末经营权现金支出涉及预测期以后进行成本摊销的广告媒体, 假设该等现金支付至对应的会计期末。

注 3: 上表经营权成本预测未考虑评估基准日之后可能存在的广告载体改良及数量变动的影响。

注 4: 上表经营权现金流的统计中, 扣除了增值税进项税税额。

据上表, 预测期内地铁媒体经营权成本流与现金流之间差异相对不大, 主要是因为: 成都地铁媒体其付款方式为每两个月支付一次, 预付时期较短; 西安地铁 2 号线各年度付款额 (现金流) 均相同, 与成本流的摊销原则接近; 沈阳地铁媒体前三年每年付款额一致。而合肥机场与西安钟楼盘道媒体, 在 2017 年 7~9 月期间成本流显著小于现金流, 主要源于合肥机场首期预付款金额较高; 西安钟楼盘道由于经营权总金额相对较小, 采用了每两年付款一次的方式。

综合来看, 造成经营权成本流与现金流之间的差异原因为: 营业成本的计量中, 主要按照经营权合同总额在整个经营期限内按月采用直线法摊销 (不考虑媒体资源分期交付的情形), 而经营权现金支付存在先预付一定期间, 再分期支付的情况, 且在合同期间内, 其分期支付金额总体呈上升趋势, 同时存在付款周期 (如当年 10 月付款至次年 10 月) 与产生成本计量的会计期间 (当年 10 月至当年 12 月, 次年 1 月至次年 12 月) 不一致, 由此导致某一会计期间的成本流与现金流存在差异。

通常情况下, 在连续的某几段完整会计期间内 (1~12 月), 由于成本流采用直线法摊销, 而分期现金流支付呈现前低后高的特征, 会使此阶段内, 前期的当期成本流大于当期现金流, 后期的当期成本流小于当期现金流。

特殊情况出现在经营期的首、末两个非完整会计年度。如在首个非完整会计年度的经营期 (假设 10~12 月), 现金流预付周期 (如 12 个月, 当年 10 月至次年 10 月) 大于成本摊销期间 (如 10~12 个月共 3 个月), 此阶段当期现金流支出总额会大于成本流总额; 与此对应, 在经营期末期的会计期间内 (1~10 月), 存在成本流而无现金流支出, 表现为当期成本流大于当期现金流。

从整个运营期来看, 经营权现金流出的绝对值合计 (扣除增值税进项税) 应与利润表下的各期经营权成本摊销合计相等。



### 3、预测现金流的合理性

本次评估为简便起见，将营业成本中的经营权成本视同付现成本计算。从估值结果看，对最终评估结论不构成实质性影响。

预测期内营业成本、现金流支出的折现值测算过程如下：

金额单位：人民币万元

项目	2017年 7~12月	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	合计
经营权成本	26,697.62	55,745.79	63,184.43	64,109.44	64,488.09	65,504.91	339,730.28
成本当期折现值	25,187.55	49,617.97	50,056.89	45,206.70	40,475.03	36,593.88	247,138.03
经营权现金流	33,291.69	56,266.46	61,696.97	56,933.64	64,563.04	66,978.47	339,730.28
现金流当期折现值	31,408.65	50,081.41	48,878.48	40,146.69	40,522.07	37,417.07	248,454.38

注：折现率按本次评估选取的12.35%计算。

根据上述计算，预测期内各广告媒体成本折现值合计 247,138.03 万元，现金流折现值为 248,454.38 万元，差异额 1,316.35 万元，差异率 0.53%。

#### （四） 评估师核查意见

综上所述，评估师认为，大象股份各广告媒体预测的营业成本主要根据媒体资源现状、未来交付情况以及其他成本构成情况等因素确定，成本预测依据合理；通过对经营权现金支付与营业成本摊销之间的差异分析，本次评估预测现金流的方式具有一定合理性，与预测期内现金支付的折现值无重大差异。

（以下无正文）



(本页无正文，为深圳市鹏信资产评估土地房地产估价有限公司关于新疆天山畜牧生物工程股份有限公司发行股份购买资产项目中国证券监督管理委员会并购重组委审核意见回复的盖章页)

深圳市鹏信资产评估土地房地产估价有限公司

2017年11月13日