

中天国富证券有限公司  
关于  
Swiss Education Group Holding AG 的  
51%股权  
之估值报告

二零一九年十一月

## 声明

一、四川双马水泥股份有限公司拟对天津瑾育管理咨询有限公司（以下简称“天津瑾育”）以可转股债权的形式进行投资，投资金额为人民币 64,500 万元。上市公司本次向天津瑾育的投资款仅用于天津瑾育下属的设立在 BVI 的 SPV（Skill Dragon Limited）向 Jiarui Investment (Hong Kong) Company Limited（嘉锐投资（香港）有限公司，以下简称“Jiarui”）收购位于瑞士的酒店管理教育集团 Swiss Education Group Holding AG（以下简称“SEG Holding”、“目标公司”或“标的公司”）的 51% 股权及享有原股东贷款的 51% 权益（注：为支持 SEG Holding 的业务发展，SEG Holding 的原股东向 SEG Holding 提供了 14,582.45 万瑞士法郎的无固定期限的无息股东贷款（以下简称“原股东贷款”）。中天国富证券有限公司（下称“中天国富证券”）作为四川双马水泥股份有限公司对外投资的咨询服务机构，对 SEG Holding 的 51% 股权进行估值，在执行估值过程中，遵循了相关中国法律法规，恪守独立、客观和公正的原则；根据中天国富证券在估值工作过程中收集的资料，估值报告陈述的内容是客观的。

二、本报告以如下条件为前提：SEG Holding 及其股东已经向中天国富证券提供了为出具本报告所必需的、真实完整有效的原始书面材料、副本材料、复印材料、确认函等；SEG Holding 及其股东提供给中天国富证券的文件和材料真实、准确、完整和有效，并无任何隐瞒、虚假或遗漏之处且足以信赖；SEG Holding 及其股东提供的所有材料上的签字和/或印章均是真实的，有关副本材料或复印件均与正本材料或原件一致；相关各方向中天国富证券做出的所有关于事实之声明或口头说明均为真实有效完整并足以信赖。

三、本报告中的分析、判断和结论受报告中假设和限定条件的限制，使用者应当充分考虑报告中载明的假设、限定条件及其对结论的影响。

四、就报告中所涉及的公开信息，本报告不构成对其准确性、完整性或适当性的任何保证。

五、本报告系建立在 SEG Holding 及其股东所提供资料真实、准确、完整的基础上，仅供贵公司投资时参考之用，不能视为对 SEG Holding 财务状况和经营

成果的保证。本报告未对交易双方的业务、运营、财务状况进行全面分析，亦未对交易双方未来发展前景发表任何意见。非为法律、行政法规规定或经中天国富证券同意，报告的全部或部分内容不得提供给其他任何单位和个人。

六、在形成本报告的过程中，并没有考虑任何特定投资者的投资目标、财务状况、纳税状况、风险偏好或个体情况。由于不同的投资者有不同的投资目的和组合，如需要具体的建议，投资者应及时就其投资组合咨询律师、会计师，税务顾问或其它专业顾问。

七、本估值报告的观点仅基于已披露的公开财务信息分析，未将商业、法律、税务、监管环境等其他因素纳入考虑。本估值报告亦不对收购完成或失败后被估值公司的交易价值或相关上市公司的股价做出评价。上述因素超出了本估值报告的考察范围和职责范围。

八、目前市场上并无可比公司与被估值公司在以下方面完全相同：市场地域、业务组成、业务规模、风险情况、资产规模、估值方法、会计政策、历史表现、未来预期、市场空间、政治风险及监管环境等。投资者应注意与可比公司的比较分析仅能作为被估值公司潜在价值的示意性分析。

九、相关可比交易与本次对外投资在以下方面存在一定差异：标的资产的业务范围、盈利能力、战略价值、协同效应、交易双方的市场地位、交易发生时的行业状况、政治及监管环境等。投资者应注意并无与本次对外投资在各方面完全可比的交易，相关可比交易分析仅为投资者提供参考。

# 目录

声明.....	2
目录.....	4
<b>第一章 交易背景情况.....</b>	<b>5</b>
一、本次对外投资方案概况.....	5
二、交易各方概况.....	6
三、本次对外投资的背景和目的.....	7
四、估值目的.....	11
五、报告基准日.....	11
六、价值类型.....	12
<b>第二章 估值方法及思路.....</b>	<b>13</b>
一、估值思路及方法比较.....	13
二、可比公司法.....	14
三、可比交易法.....	19
<b>第三章 估值假设.....</b>	<b>24</b>
一、一般假设.....	24
二、特殊假设.....	24
<b>第四章 报告结论.....</b>	<b>26</b>
一、报告结论.....	26
二、报告使用限制.....	26

# 第一章 交易背景情况

## 一、本次对外投资方案概况

### （一）对外投资背景

上市公司本次向天津瑾育的投资款仅用于天津瑾育下属的设立在 BVI 的 SPV(Skill Dragon Limited)向 Jiarui Investment (Hong Kong) Company Limited(嘉锐投资(香港)有限公司,以下简称“Jiarui”)收购位于瑞士的酒店管理教育集团 SEG Holding 的 51%股权及享有原股东贷款的 51%权益(注:为支持 SEG Holding 的业务发展,SEG Holding 的原股东向 SEG Holding 提供了 14,582.45 万瑞士法郎的无固定期限的无息股东贷款(以下简称“原股东贷款”)。本次转让中,设立在香港的 SPV(Castle Loyal Limited,为设立在 BVI 的 SPV 的全资子公司)向 Jiarui 购买目标公司 73.13%的股权,交易作价为 262,650,000 瑞士法郎;同时,设立在香港的 SPV 向 Jiarui 发行 49%股份购买目标公司剩余 26.87%的股权及前述股东贷款。交易完成后 Skill Dragon Limited 间接持有标的 51%的股权及 51%的股东贷款。

除四川双马外,珠海知行并进文化产业投资基金(有限合伙)(以下简称“知行并进”)也将对天津瑾育以可转股债权的形式进行投资,投资金额为人民币 30,000 万元,用于向天津瑾育提供资金并通过天津瑾育下属的设立在 BVI 的 SPV(Skill Dragon Limited)收购 SEG Holding 的 51%股权及享有原股东贷款的 51%权益。

### （二）对外投资概况

2019 年 11 月 6 日,四川双马与天津瑾育及其股东和谐锦豫及西藏昱驰签署了可转股债权投资协议。四川双马拟对天津瑾育以可转股债权的形式进行投资,投资金额为人民币 64,500 万元,投资期限为两(2)年(以下简称“投资期限”),自四川双马根据协议将可转股债权投资款划入天津瑾育指定的银行账户之日(“投资日”)起,至投资日后第二年的同日(“到期日”)止,经四川双马和天津瑾育事先书面同意,可适当延长投资期限。在可转股债权投资期限内,若投资协议约定的债转股的先决条件全部满足后,四川双马须根据投资协议的约定实施债

转股，上市公司须至迟在投资期限届满前向天津瑾育发出书面通知，要求根据投资协议的条款和条件实施转股。

四川双马转股后持有的天津瑾育股权比例=四川双马可转股债权投资金额/(其他已转股可转债债权投资金额(如有)+四川双马可转股债权投资金额+和谐锦豫已实缴出资额)

根据各方达成的初步安排，四川双马转股后持有的天津瑾育股权比例为33.16%，具体持股比例由各方按照转股时点的实际情况按照本条前款约定的公式确定，但最高不超过40%。

## 二、交易各方概况

### (一) 委托方概况

中文名称	四川双马水泥股份有限公司
英文名称	Sichuan Shuangma Cement Co.,Ltd.
股票上市地	深圳证券交易所
股票代码	000935
股票简称	四川双马
注册资本	76,344.0333 万元
法定代表人	谢建平
成立日期	1998 年 10 月 20 日
统一社会信用代码	91510000709159078T
注册地址	四川省江油市二郎庙镇
邮编	610000
联系电话	028-65195289
联系传真	028-65195291
经营范围	制造、销售水泥及制品;机械设备的加工维修及安装;技术咨询、技术服务、管理支持及服务;水泥窑协同处理固体废弃物。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)

### (二) 被估值公司概况

项目	内容
公司名称	Swiss Education Group Holding AG
所在国家	瑞士
注册地址	c/o BK-Services AG, Baarerstrasse 8, 6302 Zug, Switzerland
登记号码	CHE-159.218.298
注册资本	145,824,500.00 瑞士法郎
股份数	145,824,500 股（每股面值 1 瑞士法郎）
成立日期	2015 年 8 月 18 日
公司性质	股份有限公司
主营业务	在瑞士及瑞士境外进行收购、管理、出售、融资等业务，专注于投资酒店学校及运营酒店管理学校

SEG Holding 的下属经营实体为 Swiss Education Group AG(以下简称“SEG”), 其基本情况如下:

项目	内容
公司名称	Swiss Education Group AG
所在国家	瑞士
注册地址	c/o BK-services AG, Baarerstrasse 8, 6302 Zug, Switzerland
登记号码	CHE-328.713.539
注册资本	92,006,742.00 瑞士法郎
股份数	92,006,742 股（每股面值 1 瑞士法郎）
成立日期	2011 年 7 月 26 日
公司性质	股份有限公司
主营业务	在瑞士及瑞士境外进行收购、管理、出售、融资等业务，专注于投资酒店学校及运营酒店管理学校

### 三、本次对外投资的背景和目的

#### （一）本次对外投资的背景

##### 1、职业教育业受到国家政策大力支持，具有广阔前景

目标公司 SEG Holding 及其下属公司致力于向全世界提供优质的酒店管理教育，专注于提供酒店管理本科及硕士课程，是一家大型集团化教育机构。SEG Holding 所属行业为职业教育及应用型高等教育行业，为教育行业的细分行业。

职业教育是一个国家产业发展的人才培养支柱，全球各国都在探索职业教育发展的有效路径。根据中国教育科学研究院国际比较教育研究中心对世界上经济和教育较为发达的 37 个国家进行比对分析，欧洲国家的职业教育竞争力水平远高于美洲和亚洲国家。其中，瑞士职业教育竞争力水平排名第一，中国则排在第 26 名，我国职业教育行业尚有较大的发展空间。

21 世纪以来，党中央和国家政府高度重视人才问题和人才工作，党的十七大将“人才强国战略”列为发展中国特色社会主义的三大基本战略之一，相关部委亦先后出台了一系列支持职业教育行业发展的法律法规和产业政策，促进职业教育行业又好又快发展。此外，随着居民教育成本占居民家庭经济支出比重提高，国家和社会对于教育的投资力度不断加大，国内技术型人才供需结构性矛盾愈发激烈，企业对专业技能型人才的需求日益增长，众多因素促使我国职业教育行业迅猛发展，市场规模持续扩大。

## 2、文旅酒店行业对高素质专业人才需求加大，有利于酒店管理教育行业发展

随着我国经济的产业结构升级，劳动力市场对职业人才的需求不断增加。根据中国人力资源市场信息监测中心数据，2010 年至今我国人才市场求人倍率逐年提高，2018 年底该指数已达到 1.27。为增强自身职场竞争力，求职人员及潜在求职者积极参与各类型的职业培训，为职业教育行业创造了巨大的市场需求。根据 Frost & Sullivan 的预测，2022 年，中国职业教育市场总规模将达到 1.06 万亿，市场前景广阔。

目标公司提供的酒店管理教育属于学历制职业教育行业酒店管理教育的细分行业。根据世界旅游及旅行理事会（WTTC）《2019 各国旅游业对经济的影响和趋势》，2018 年国际游客人数增长了 5%，达到 14 亿人，旅游业为全球经济贡献了 8.8 万亿美元，相当于全球 GDP 的 10.4%，旅游出口增长已连续七年高于商品出口。根据洲际酒店集团（IHG）分析数据显示，全球酒店业市场规模约为

5,250亿美元,2018年每间可供租出客房产生的平均实际营业收入约为82.8美元,较2014年的71.9美元上升了15.16%,而酒店整体供给的房间由2014年的1,640万间增长至2018年的1,780万间,全球酒店业呈稳定增长态势。全球旅游及酒店业呈现欣欣向荣的发展趋势,预计中长期内将持续保持较高的增速。根据世界旅游及旅行理事会(WTTC)2019年报告,全球旅游业(含酒店业)提供了超过3.19亿个工作岗位,约占全球就业人口的10%,预计未来十年全球旅游行业(含酒店业)将新增至少1亿个就业岗位。全球酒店管理行业存在较大的用工需求,酒店管理教育行业迎来高速发展的机遇。

中国旅游业增速显著高于全球水平,并领跑中国经济增长。根据文化和旅游部数据,2018年国内旅游收入5.13万亿元,比上年同期增长12.3%,预计2019年达到6.1万亿元。中国旅游业的发展刺激着酒店业增长,携程网调查数据显示,2018年中国酒店供给整体呈现增长趋势,酒店整体供给的房间增长率达10.2%。旅游业的高速发展,带来大量的行业专业人才需求,从而推动酒店管理教育业快速发展。

### **3、SEG Holding 是全球领先的酒店管理教育服务提供商, 具有较为明显的竞争优势**

目标公司 SEG Holding 的下属经营实体 Swiss Education Group AG (以下简称“SEG”) 是全球综合实力排名靠前、瑞士最大的酒店管理教育集团。SEG 致力于向全世界提供优质的酒店管理教育,其主要业务是提供酒店管理专业学历制职业教育及高等教育服务,提供包括酒店管理、旅游管理、会展管理、奢侈品管理、人力资源、金融管理、市场营销、酒店设计、西餐西点等超过 30 个泛酒店管理专业项目的教学服务。

SEG 在瑞士运营五所学校,分别是瑞士酒店管理大学(Swiss Hotel Management School,简称“SHMS”)、瑞士恺撒里兹酒店管理大学(Cesar Ritz Colleges Switzerland,简称“Cesar Ritz”)、瑞士蒙特勒酒店工商管理大学(Hotel Institute Montreux,简称“HIM”)、瑞士库林那美食艺术管理大学(Culinary Arts Academy Switzerland,简称“CAA”)和瑞士纳沙泰尔酒店管理大学(IHTTI School of Hotel Management,简称“IHTTI”)。SEG 品牌在全球酒店管理教育行业知

名度高，教学水平获得国际业界与学术界的认可。根据 2019 QS 全球酒店管理专业排名，SEG 旗下四所酒店管理大学进入世界前二十名：SHMS 位列第七名，HIM 位列第十五名，Cesar Ritz 位列第十六名，IHTTI 位列第十七名。CAA 是 2019 QS 全球酒店管理专业排名中唯一一所入榜的厨艺烹饪及餐饮管理的学校，名列 2019 QS 全球酒店管理专业排名第二十一位。此外，SHMS 和 Cesar Ritz 在 2019 QS 酒店管理院校学生雇主评价排名中进入前十名，分别位列第六和第八。SEG 通过不断研究和创新教学方案、教学方式和发展方向，构建了从品牌、产品、技术、人才到组织管理的核心竞争力，奠定了业内领先的竞争地位。

## （二）本次对外投资的目的

### 1、本次对外投资是上市公司拓展业务领域，战略布局教育培训产业的重要步骤

上市公司主要从事生产、销售硅酸盐水泥等相关系列产品，主要产品为水泥、商品熟料、骨料等，近年以来，公司业务覆盖区域的经济呈现加速发展、后发赶超的态势，宜宾市着力打造四川经济副中心，区域内多个高速公路、高速铁路项目开工建设；遵义市经济总量稳步上升，经济增长的质量和效益持续改善。地方经济的发展为水泥需求的增长注入了新的活力，为公司经营业绩的持续改善提供了有力支撑。上市公司在持续做好主营业务经营的同时，将充分利用自身资本优势，积极布局符合国家政策的相关产业，拓展公司产业布局，提升公司经营抗风险、抗周期能力，继续增强公司的盈利水平。

公司的战略定位是对满足人民美好生活需要的产业展开布局，选择具有较强的持续盈利能力，现金流良好的企业进行投资和管理。公司自身以及通过参与投资的和谐锦豫产业投资基金和义乌和谐锦弘股权投资合伙企业，积极寻找优质企业投资机会，不断增强上市公司的盈利能力与盈利质量。

应用型高等教育与职业教育具备政策支持、持续稳定增长、抗通胀、现金流好等行业特点，满足公司投资、持有前景长期看好行业的标准，是公司对外投资重要布局产业之一。

本次天津瑾育收购的目标公司 SEG Holding 符合盈利能力及现金流优质的

标准，下属经营实体 SEG 经营的酒店管理教育排名全球领先（旗下五个品牌 QS 专业排名均为全球前二十）、业内具有广泛的校友网络及良好的声誉，世界范围内具有较强的市场竞争优势与稀缺性。投资完成后，上市公司拟以 SEG 为基础持续丰富教育产业布局、优先推进职业教育线上线下结合发展，同步持续调研符合上市公司战略和标准的相关标的，公司也将根据 SEG Holding 业务发展情况确定后续投资计划。

本次对职业教育产业的投资是上市公司重要布局之一，符合上市公司的长期战略规划和业务需求，对实现上市公司控股、管理优质企业具有重要的战略意义。

## **2、投资优质资产，增强上市公司盈利能力和抗风险能力**

SEG Holding 是世界酒店管理教育行业领先的教育集团公司，具有较强的核心竞争力和发展潜力，增长前景广阔。本次对外投资完成后，上市公司将积极与目标公司进行资源整合，促进目标公司与国内高等院校、职业教育院校开展合作办学项目并与行业内知名企业进行合作，增强其在中国的品牌知名度，开拓新的业务模式，扩大招生规模，提升其持续经营能力和盈利水平，从而进一步增强上市公司的盈利能力及抗风险能力。

在可转股债权投资期限内，若投资协议债转股的先决条件全部满足后，四川双马须根据投资协议约定的条款和条件实施债转股，上市公司须至迟在投资期限届满前向天津瑾育发出书面通知，要求根据投资协议的条款和条件实施债转股，从而可通过天津瑾育间接持有 SEG Holding 的股权，对上市公司主动进行战略升级具有重要意义。

## **四、估值目的**

本报告仅为四川双马水泥股份有限公司董事会提供参考，分析本次对外投资的定价是否公允、合理以及是否存在损害公司及其股东利益的情形。报告不构成对任何第三方的建议、推荐或补偿。

## **五、报告基准日**

本项目估值基准日为 2019 年 10 月 31 日。

## 六、价值类型

根据估值目的，确定本次估值对象的价值类型为市场价值。市场价值是指自愿买方和自愿卖方，在各自理性行事且未受任何强迫的情况下，被估值公司在估值基准日进行正常公平交易的价值估计数额。

## 第二章 估值方法及思路

### 一、估值思路及方法比较

从实践操作来看，一般可以通过可比公司法、可比交易法、现金流折现法等方法进行投资交易价格合理性分析。

可比公司法是根据相关公司的特点，选取与其可比的上市公司的估值倍数作为参考，其核心思想是利用二级市场的相关指标及估值倍数对本次对外投资定价进行分析。

可比交易法是选取与被估值公司相同或相近行业、在本次对外投资前一段合适时期内被投资、并购的公司，基于融资或并购交易的定价依据作为参考以评估本次对外投资的定价是否合理。

现金流折现法的基本步骤如下：首先，建立并利用财务模型对未来净利润、现金流等财务数据进行预测；其次，针对相关公司的特点，选取合理的折现率（即“加权平均资本成本”，WACC），对自由现金流进行折现，以预期收益为基础，通过估算未来预期收益的现值，得到企业价值。

以上三种方法的优点、缺点以及适用性如下所述：

可比公司法的优点在于，该方法基于有效市场假设，即假设交易价格反映包括行业趋势、业务风险、发展速度、盈利能力等全部可以获得的信息，相关参数较为容易获得；其缺点在于，很难对可比公司业务、财务上的差异进行准确调整，较难将行业内并购、监管等因素纳入考虑。

可比交易法的优点在于，该方法以可比公司近期完成的实际交易价格为基础，估值水平比较确定且容易获取；其缺点在于，如何选取相对可比的交易、如何根据相关公司经营情况选取适当的参数并进行估值比较具有一定的难度。

现金流折现法的优点在于，从整体角度考察业务，是理论上最为完善的方法；受市场短期变化和非经济因素影响少；可以把合并后的经营战略、协同效应结合。

鉴于本次对外投资的被估值公司及其业务所处行业较为细分，缺乏充分的行

业数据支撑及可靠的财务预测数据支撑，本次估值不采用现金流折现法。

因此，根据本项目的估值目的、估值对象特点，以及估值方法的适用条件，本次估值采用可比公司法和可比交易法进行估值。

## 二、可比公司法

### （一）选取可比公司

本次对外投资的被投资公司为天津瑾育，天津瑾育通过其境外子公司收购 SEG Holding 的 51% 股权及股东贷款，SEG Holding 是注册于瑞士的酒店管理教育集团，主要通过下属主体提供酒店管理相关的专业高等教育及培训服务。截至本估值报告签署日，SEG Holding 旗下共有五所酒店管理大学、六个校区，分布在瑞士的法语和德语两大主要语区。

本次估值中可比公司的选取遵循如下原则：

——可比公司为上市公司，且上市交易历史至少在 24 个月以上；

——可比公司的主营业务为提供高等教育或相关培训服务；

——可比公司市值在 10 亿元人民币以上，属于行业内中大规模企业。

根据以上原则，本估值报告选取了以下 9 家上市公司作为本次被估值公司全球范围内的可比公司，分别为 New Oriental Education & Technology Group Inc（新东方教育科技集团）、宇华教育、新高教集团、民生教育、Strategic Education Inc、Laureate Education Inc、Adtalem Global Education Inc、Career Education Corp、Grand Canyon Education Inc。

### （二）可比公司基本情况

#### 1、基本信息

单位：亿元

序号	证券代码	简称	上市地点	公司简介	原始币种	市值 (原始币种)	市值 (人民币)
1	EDU.N	新东方	纽约证券交易	公司是一家集教育培训、教育研发、图书杂志音像出版、	美元	192.67	1,358.97

序号	证券代码	简称	上市地点	公司简介	原始币种	市值 (原始币种)	市值 (人民币)
			所	出国留学服务、职业教育、在线教育、教育软件研发等为一体的大型综合性教育科技集团。			
2	6169.HK	宇华教育	香港联交所	公司的大学提供全面的高等教育，公司的 K-12 学校提供从幼儿园到高中的教育。	港元	148.28	133.46
3	2001.HK	新高教集团	香港联交所	公司是一家投资控股公司，主要于中国提供正规民办高等教育服务。该公司经营两所学校，包括云南学校和贵州学校。	港元	49.16	44.25
4	1569.HK	民生教育	香港联交所	公司创立于 1998 年，在中国重庆、内蒙古、山东、香港以及新加坡和澳大利亚投资了多所高等学校和中等职业学校及中学。	港元	51.43	46.28
5	STRA.O	STRATEGIC EDUCATION	纳斯达克	公司是一家提供高等教育服务的公司。该公司通过其全资子公司 Strayer University Inc (大学) 提供一系列的学术课程。	美元	27.01	190.50
6	LAUR.O	LAUREATE EDUCATION	纳斯达克	公司是全球最大的学位授予高等教育网络机构。该公司和子公司通过由持有执照的大学和高等教育机构组成的国际网络为学生提供高等教育计划和服务。	美元	34.72	244.91
7	ATGE.N	ADTALEM GLOBAL EDUCATION	纽约证券交易所	公司主要致力于开办职业教育、高等教育等专业教育服务。其下属控股公司为 DeVry 大学，罗斯大学，张伯伦护理学院，贝克尔专业审查学院和高级学者公司。	美元	16.08	113.41
8	CECO.O	CAREER EDUCATION	纳斯达克	公司是一家私立高等教育机构。该公司在美国、法国、加拿大、英国和阿联酋均设有分校。其设有四个业务部门：大学学校、职业学校、国际和过渡性学校。	美元	9.93	70.02
9	LOPE.O	GRAND CANYON	纳斯达克	公司是一家在线教育服务的提供商，致力于提供大学本	美元	44.45	313.55

序号	证券代码	简称	上市地点	公司简介	原始币种	市值 (原始币种)	市值 (人民币)
		EDUCAITON		科和研究生学位项目相关的教育、医学、商务、美术等学科。			

注 1: 数据来源于 Wind;

注 2: 市值为截至 2019 年 10 月 31 日的最新收盘日数据;

注 3: 以上使用的汇率为中国人民银行授权中国外汇交易中心发布的 2019 年 10 月 31 日的人民币汇率中间价, 即 1 美元=7.0533 元人民币, 1 港元=0.90001 元人民币。

## 2、主要财务指标

单位: 万元

序号	证券代码	证券简称	市值	企业价值 (EV)	EBITDA	营业收入
1	EDU.N	新东方	13,589,691.86	13,086,383.95	293,354.51	2,184,048.00
2	6169.HK	宇华教育	1,334,562.73	1,440,550.30	65,665.80	119,774.90
3	2001.HK	新高教集团	442,454.82	665,229.65	37,495.80	70,679.20
4	1569.HK	民生教育	462,846.34	507,636.65	30,913.50	68,707.90
5	STRA.O	STRATEGIC EDUCATION	1,904,962.32	1,640,098.79	53,902.73	447,309.71
6	LAUR.O	LAUREATE EDUCATION	2,449,124.41	3,241,362.77	383,763.00	2,363,013.49
7	ATGE.N	ADTALEM GLOBAL EDUCATION	1,134,149.48	1,119,238.17	211,153.23	868,410.05
8	CECO.O	CAREER EDUCATION	700,230.46	664,181.96	56,914.49	410,005.51
9	LOPE.O	GRAND CANYON EDUCAITON	3,135,473.98	3,269,845.06	207,241.47	596,357.22

注 1: 数据来源: Wind、公司财报;

注 2: 企业价值 (EV) = 市值 + 有息负债 - 货币资金 + 优先股 + 少数股东权益;

注 3: 市值为截至 2019 年 10 月 31 日的最新收盘日数据; 有息负债、货币资金、优先股和少数股东权益等调整项为截至估值基准日前的最近一期末的数据;

注 4: EBITDA 和营业收入为估值基准日前一年度数据。

注 5: 以上使用的汇率为中国人民银行授权中国外汇交易中心发布的 2019 年 10 月 31 日的人民币汇率中间价, 即 1 美元=7.0533 元人民币, 1 港元=0.90001 元人民币。

### (三) 可比公司价值比率

常用的估值指标主要包括企业价值比率（EV/EBITDA）、市销率（P/S）、市盈率（P/E）、市净率（P/B）等，以上估值指标的适用性分析如下：

企业价值比率（EV/EBITDA）和市盈率（P/E）都反映了公司盈利能力与企业价值之间的关系。其中，P/E以每股收益来衡量企业的盈利能力，是市场上广泛采用的投资价值参考因素。EV/EBITDA最早用作收购兼并的定价标准，现已广泛用于对公司价值的评估和股票定价。EV/EBITDA较P/E有明显优势，首先由于不受所得税率不同的影响，使得不同国家和市场的上市公司估值更具可比性；其次不受资本结构不同的影响，公司对资本结构的改变都不会影响估值，同样有利于比较不同公司估值水平；再次，排除了折旧摊销这些非现金成本的影响，可以更准确的反映公司价值。相比于将所有因素都综合在一起的净利润指标，EBITDA剔除了诸如财务杠杆使用状况、折旧政策变化、长期投资水平等非营运因素的影响，更为清晰地展现了企业真正的运营绩效，这有利于投资者排除各种干扰，更为准确地把握企业核心业务的经营状况。因此，EV/EBITDA优于P/E。

市销率（P/S）主要反映企业销售收入与企业市值之间的关系，采用市销率有助于考察公司收益基础的稳定性和可靠性，同时可以有效把握其收益的质量水平。但市销率无法反映公司除销售收入之外的运营效率带来的盈利能力的不同，因此作为辅助价值比率。

市净率（P/B）主要反映资产类指标与企业市值之间的关系，主要问题是受公司资本结构差异的影响明显，因此本次估值不采用P/B作为参考。

综合考虑上述因素，本次可比公司法估值采用EV/EBITDA、P/S作为估值指标。可比公司的估值指标如下：

序号	证券代码	证券简称	EV/EBITDA	P/S
1	EDU.N	新东方	44.61	6.22
2	6169.HK	宇华教育	21.94	11.14
3	2001.HK	新高教集团	17.74	6.26
4	1569.HK	民生教育	16.42	6.74
5	STRA.O	STRATEGIC EDUCATION	30.43	4.26
6	LAUR.O	LAUREATE EDUCATION	8.45	1.04

序号	证券代码	证券简称	EV/EBITDA	P/S
7	ATGE.N	ADTALEM GLOBAL EDUCATION	5.30	1.31
8	CECO.O	CAREER EDUCATION	11.67	1.71
9	LOPE.O	GRAND CANYON EDUCATION	15.78	5.26
平均值			<b>19.15</b>	<b>4.88</b>
中位值			<b>16.42</b>	<b>5.26</b>

注：数据来源：Wind、公司财报。

#### （四）可比公司法分析结果

本次对外投资的被投资公司天津瑾育通过其境外子公司收购的 SEG Holding 的 51% 股权及享有原股东贷款的 51% 权益的交易作价为 26,265 万瑞士法郎, SEG Holding 的 100% 股权及享有原股东贷款的 100% 权益的价值为 51,500 万瑞士法郎。根据被估值公司管理层编制的财务报表, 被估值公司截至 2019 年 6 月 30 日的有息负债为 115,000 千瑞士法郎, 货币资金为 8,790 千瑞士法郎。同时, 根据德勤瑞士出具的审计报告, 被估值公司 2018 年度营业收入为 147,642 千瑞士法郎, EBITDA 为 38,197 千瑞士法郎。

被估值公司的估值指标与可比公司的对比情况如下:

项目	EV/EBITDA	P/S
平均值	19.15	4.88
中位值	16.42	5.26
SEG Holding 股权	16.26	2.50

注：1、上述指标计算涉及的本次对外投资对价及 SEG Holding 相关财务数据已按照中国外汇交易中心发布的 2019 年 10 月 31 日的人民币汇率中间价, 即 1 瑞士法郎=7.1317 元人民币法郎进行换算;

2、由于本次交易作价包含 51% 股权及股东贷款的价值, 因此在 P/S 指标计算时扣除了股东贷款; EV/EBITDA 指标计算时, 基于谨慎性考虑, 在 EV 中未扣除股东贷款。

由上表, 本次对外投资被估值公司的 EV/EBITDA 指标低于可比公司的平均值及中位值, P/S 指标低于可比公司的平均值及中位值, 被估值公司的总体估值处于合理区间内。

### 三、可比交易法

#### (一) 选择可比交易

本次估值中可比交易的选取遵循如下原则：

- 选取 2016-2019 年内公告完成的交易；
- 被估值公司主营业务为高等教育或相关培训服务；
- 收购方获得标的资产的控制权，且交易方式为现金；

剔除个别估值数据难以获得的交易，本次估值选取了以下 8 笔交易作为可比交易进行分析：

- 1、豫园股份（600655.SH）收购 International Gemological Institute；
- 2、宇华教育（6169.HK）收购 Thai Education Holdings Co., Ltd.；
- 3、CVC Capital Partners 收购 Universidad Alfonso X el Sabio；
- 4、Cinven Partners 收购 INSEEC U. Group；
- 5、PERMIRA 收购位于西班牙和葡萄牙的五所大学；
- 6、Galileo Global Education 收购 Domus Academy 及 Nuova Accademia di Belle Arti；
- 7、Oakley Capital Limited 收购 Career Partner GmbH；
- 8、Eurazeo SA 收购 Glion & Les Roches。

#### (二) 可比交易基本情况

- 1、可比交易 1：豫园股份（600655.SH）收购 International Gemological Institute

2018 年 9 月 12 日，豫园股份（600655.SH）宣布以 10,880 万美元的价格现金收购比利时国际宝石学院 International Gemological Institute 80% 股权，即标的公司 100% 股权的交易价值为 13,600 万美元。

International Gemological Institute 成立于 1975 年，是全球知名的宝石学培训及钻石鉴定组织，在家族股东的多年推动下形成了布局全球的钻石、宝石和首饰专业鉴定以及宝石学培训课程等业务，广泛服务钻石相关领域的各类合作伙伴、包括知名钻石零售商。根据豫园股份披露的标的公司审计报告，2018 年 1-3 月 IGI 营业收入为 8,358.44 万元，净利润为 1,306.61 万元；2017 年 IGI 营业收入为 33,981.41 万元，净利润为 6,690.91 万元。

#### 2、可比交易 2：宇华教育（6169.HK）收购 Thai Education Holdings Co., Ltd

2019 年 2 月 12 日，宇华教育（6169.HK）宣布以 2,787 万美元的价格现金收购泰国 Thai Education Holdings Co., Ltd 100% 股权。

Thai Education Holdings Co., Ltd 为在泰国注册成立的私人股份有限公司，旗下拥有私立大学斯坦福国际大学，设有三个分校。2018 年 1-7 月，Thai Education Holdings Co., Ltd 除税及非经常项目后净利润为 330 万美元。

#### 3、可比交易 3：CVC Capital Partners 收购 Universidad Alfonso X el Sabio

CVC Capital Partners 拟以 123,600 万美元的价格收购 Universidad Alfonso X el Sabio。Universidad Alfonso X el Sabio 是一家位于西班牙的私立综合性大学，其学科范围涵盖了工程建筑、健康医疗、社会科学、教育学、语言教育等。2018 年度，Universidad Alfonso X el Sabio 实现营业收入 11,900 万美元，EBITDA 为 9,000 万美元。

#### 4、可比交易 4：Cinven Partners 收购 INSEEC U. Group

2019 年 3 月，Cinven Partners 完成对 INSEEC U. Group 的收购，交易对价为 90,600 万美元。INSEEC U. Group 于 1975 年成立于法国波尔多，是一家多学科的私立高等教育机构，目前拥有 16 所学校、超过 25,000 名学生，分布于巴黎、波尔多、里昂、伦敦、摩纳哥、上海等 9 个校区。2018 年度，INSEEC U. Group 实现营业收入 25,200 万美元，EBITDA 为 7,000 万美元。

#### 5、可比交易 5：PERMIRA 收购位于西班牙和葡萄牙的 5 所大学

2018 年 12 月，PERMIRA 完成对位于西班牙和葡萄牙的 5 所大学的收购，

交易对价为 87,400 万美元。根据相关数据，作为交易标的的 5 所大学 2018 年度的 EBITDA 为 5,800 万美元。

6、可比交易 6: Galileo Global Education 收购 Domus Academy 及 Nuova Accademia di Belle Arti

2018 年 1 月，Galileo Global Education 完成对 Domus Academy 及 Nuova Accademia di Belle Arti 的收购，交易对价为 28,000 万美元。

Domus Academy 及 Nuova Accademia di Belle Arti 均为位于意大利米兰的时尚设计及艺术学院，2017 年度合计营业收入规模为 8,100 万美元，EBITDA 为 1,900 万美元。

7、可比交易 7: Oakley Capital Limited 收购 Career Partner GmbH

2017 年 12 月，Oakley Capital Limited 完成对 Career Partner GmbH 的收购，交易对价为 20,000 万美元。

Career Partner GmbH 为位于德国的人力资源管理及私立高等教育机构，为学生提供线上及线下教育，同时可为企业客户提供线上及线下培训、公开课及咨询服务等。2018 年度，Career Partner GmbH 实现 EBITDA 为 1,198 万美元。

8、可比交易 8: Eurazeo SA 收购 Glion & Les Roches

2016 年 3 月，Eurazeo SA 完成对 Glion & Les Roches 的收购，交易对价为 38,500 万美元。

Glion 为位于瑞士的酒店管理教育机构，拥有瑞士格里昂、瑞士布勒、英国伦敦三个校区，主要课程教育涵盖国际酒店管理、奢侈品牌管理、酒店创业等；Les Roches 同样为酒店管理教育机构，拥有瑞士布鲁士、西班牙马贝拉、中国上海三个校区，主要提供酒店管理相关教育项目。2015 年，Glion & Les Roches 实现营业收入 17,500 万美元，EBITDA 为 2,800 万美元。

以上可比交易的具体情况如下表所示：

单位：万美元

序号	收购方	标的公司	交易作价	营业收入	EBITDA
----	-----	------	------	------	--------

序号	收购方	标的公司	交易作价	营业收入	EBITDA
1	豫园股份	International Gemological Institute	13,600	4,817.80	-
2	宇华教育	Thai Education Holdings Co., Ltd	2,787	-	-
3	CVC Capital Partners	Universidad Alfonso X el Sabio	123,600	11,900	9,000
4	Cinven Partners	INSEEC U. Group	90,600	25,200	7,000
5	PERMIRA	5 Universities in Spain and Portugal	87,400	-	5,800
6	Galileo Global Education	Domus Academy & Nuova Accademi a di Belle Arti	26,500	8,100	1,900
7	Oakley Capital Limited	Career Partner GmbH	20,000	-	1,198
8	Eurazeo SA	Glion & Les Roches	38,500	17,500	2,800

注 1：数据来源：Merger Market、Wind、相关交易公开披露文件；

注 2：上表中使用的标的公司营业收入及 EBITDA 均为交易前一年度数据。

注 3：豫园股份公告的标的公司财务数据单位为人民币万元，已按照 2019 年 10 月 31 日汇率中间价（即 1 美元= 7.0533 元人民币）进行换算；同时，豫园股份披露的标的公司模拟报表中包含净利润，不包含 EBITDA。

注 4：宇华教育仅公告了标的公司 2018 年 1-7 月的除税及非经常项目后净利润为 330 万美元，未披露营业收入及 2018 年年度 EBITDA。

### （三）可比交易的价值比率及分析结果

由于可比交易信息披露不完整，多数案例难以通过公开数据查询到较为准确的可比交易的标的公司的 EV，因此，为保持可比性，本次可比交易估值采用交易作价/EBITDA、交易作价/S 作为估值指标。可比交易的估值指标如下：

项目	交易作价/EBITDA	交易作价/S
可比交易 1	-	2.82
可比交易 2	-	-
可比交易 3	13.73	10.39
可比交易 4	12.94	3.60
可比交易 5	15.07	-
可比交易 6	13.95	3.27
可比交易 7	16.69	-
可比交易 8	13.75	2.20

项目	交易作价/EBITDA	交易作价/S
平均值	14.36	4.46
中位值	13.85	3.27
本次对外投资（剔除股东贷款）	9.67	2.50
本次对外投资	13.48	3.49

注 1：上述可比交易选取的标的公司的 EBITDA 和营业收入为交易完成上一年度数据，本次对外投资的指标计算选取了标的公司 2018 年度数据。

注 2：可比交易 1 公告文件中披露了标的公司模拟财务报表的净利润，未披露 EBITDA，因此在计算交易作价/EBITDA 平均值时予以剔除。

注 3：可比交易 2 公告文件中仅披露了标的公司 2018 年 1-7 月除税及非经常项目前净利润，未披露 2018 年度营业收入及 EBITDA，因此在计算估值指标时予以剔除。

注 4：在计算可比交易的交易作价/S 时，剔除了可比交易中未披露标的公司营业收入的可比交易 5、可比交易 7。

注 5：计算本次对外投资的相关指标时使用了中国外汇交易中心授权发布的 2019 年 10 月 31 日人民币汇率中间价即 1 瑞士法郎=7.1317 人民币。

由上表可知，本次对外投资的交易作价/EBITDA 指标低于可比交易的平均值及中位值，交易作价/S 指标低于可比交易的平均值略高于中位值；本次对外投资剔除股东贷款后的交易作价/EBITDA 指标和交易作价/S 指标均低于可比交易的平均值和中位值。综上，本次对外投资的估值指标处于较为合理的水平。

## 第三章 估值假设

### 一、一般假设

#### （一）公开市场假设

公开市场假设，是假定在市场上交易的资产，或拟在市场上交易的资产，资产交易双方彼此地位平等，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，以便于对资产的功能、用途及其交易价格等作出理智的判断。公开市场假设以资产在市场上可以公开买卖为基础。

#### （二）资产持续经营假设

资产持续经营假设是指估值时需根据被估值资产按目前的用途和使用的方式、规模、频度、环境等情况继续使用，或者在有所改变的基础上使用，相应确定估值方法、参数和依据。

### 二、特殊假设

（一）委托方及被估值公司所在国家现行的有关法律及政策、产业政策、国家宏观经济形势无重大变化，估值对象所处地区的政治、经济和社会环境无重大变化，无其他人力不可抗拒及不可预见因素造成的重大不利影响。

（二）被估值公司所处的社会经济环境以及所执行的税赋、税率等政策无重大变化。

（三）在未来经营期内，被估值公司的管理层尽职履责，并继续保持目前的经营管理模式持续经营，被估值公司能够保持目前的市场竞争地位。

（四）无其他人力不可抗拒及不可预见因素对被估值公司造成重大不利影响。

（五）被估值公司相关基础资料、财务资料和公开信息是真实、准确、完整的。

（六）本次估值测算的各项参数取值不考虑通货膨胀因素的影响。

《估值报告》之估值结论基于上述假设条件在估值基准日时成立，当上述假设条件发生较大变化时，估值人员及估值机构将不承担由于假设条件改变而推导出不同估值结论的责任。

## 第四章 报告结论

### 一、报告结论

本次对外投资的估值机构采取可比公司法和可比交易法对本次对外投资所涉及的 SEG Holding 的 51% 股权的市场价值进行了估值。基于可比公司及可比交易的估值情况，同时考虑被估值公司具有较强的行业地位和盈利能力，本次对外投资中目标公司的交易作价具有合理性和公允性。

### 二、报告使用限制

本报告只能用于本报告载明的目的和用途。同时，本报告是在报告所述目的下，论证本次交易价格是否合理，未考虑国家宏观经济政策发生变化以及遇有自然力和其它不可抗力对资产价格的影响。当前述条件以及本报告遵循的持续经营假设等条件发生变化时，本报告结论一般会失效。本机构不承担由于这些条件的变化而导致报告结果失效的相关法律责任。

本报告成立的前提条件是本次经济行为符合国家法律、法规的有关规定，并得到有关部门的批准。

未征得本机构同意并审阅相关内容，本报告的全部或者部分内容不得被摘抄、引用或披露于公开媒体，法律、法规规定以及相关当事方另有约定的除外。

本机构在报告中发表的意见均基于截至 2019 年 10 月 31 日收集的市场情况、经济形势、财务状况等信息。本报告未考虑上述日期后发生的事件及情况。投资者应关注基准日后续发布的相关公告或事件。根据本报告目的，本报告未考虑相关上市公司未来的交易活动及股价表现。

本报告的使用有效期为本报告签署日起 6 个月内。

(以下无正文)

（本页无正文，为《中天国富证券有限公司关于 Swiss Education Group Holding AG 的 51% 股权之估值报告》之签章页）

估值人员：\_\_\_\_\_

宋嘉弘

\_\_\_\_\_

范 凯

中天国富证券有限公司

年 月 日