（上接A21版）

运营资本增量	−2,128.32	−1,199.94	−1,663.87	−2,536.33	−2,063.07	−1,946.22	−1,576.48	−
自由现金流量	6,915.36	12,274.74	17,516.20	24,587.18	29,761.91	34,769.56	37,453.56	35,877.08
折现率	12.68%	12.68%	12.68%	12.68%	12.68%	12.68%	12.68%	12.68%
后续期间平均增长率	0.00%							
折现年数	0.25	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00	7.00
折现系数	0.9706	0.8875	0.7876	0.6990	0.6203	0.5505	0.4886	0.4336
现金流折现现值	6,712.02	10,893.45	13,795.78	17,185.74	18,461.78	19,141.02	18,298.35	15,555.69
明确预测期自由现金流折现现值之和	120,044							
永续期自由现金流折现现值之和	122,679							
加：多余现金	6,011							
非运营资产	80							
长期股权投资								
减：付息负债								
股东权益的公允市场价值	248,813							

（四）收益法评估模型

本次评估采用的收益类型为企业全部资本所产生自由现金流，自由现金流等于企业的无息税后净利润（即将公司不包括利息收支的利润总额扣除实付所得税税金之后的数额）加上折旧及摊销等非现金支出，再减去营运资本的追加投入和资本性支出后的余额，它是公司所产生的税后现金流量总额，可以提供给公司资本的所有供应者，包括债权人和股东。

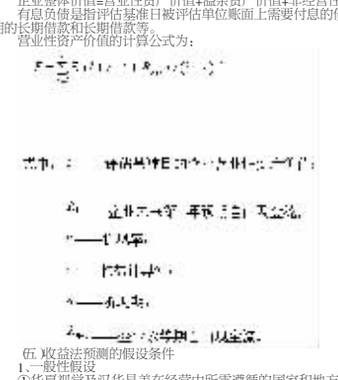
根据本次选定的评估模型，确定计算公式如下：

股东全部权益价值=企业整体价值−有息负债

企业整体价值=营业性资产价值+溢余资产价值+非经营性资产价值

有息负债是指评估基准日被评估单位账面上需要付息的债务，包括短期借款、带息的应付票据、一年内到期的长期借款和长期借款等。

营业性资产价值的计算公式为：



（五）收益法预测的假设条件

1、一般性假设

①华夏视觉及汉华易美在经营中所需遵循的国家和地方的现行法律、法规、制度及社会政治和经济政策与现时无重大变化；

②华夏视觉及汉华易美将保持持续经营，并在经营方式上与现时保持一致；

③国家现行的税赋基准及税率，税收优惠政策、银行信贷利率以及其他政策性收费等不发生重大变化；

④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。

2、针对性假设

①华夏视觉子公司华盖创意（北京）图像技术有限公司2012年11月12日获得高新技术企业证书，证书编号GR201211000546，享受高新技术企业所得税优惠，证载有效期为三年，从2012年11月12日至2014年11月11日止。另根据北京市海淀区国家税务局第七税务所出具的企业所得税税收优惠备案回执，华盖创意（北京）图像技术有限公司于2013年5月8日报送的享受国家重要重点扶持的高新技术企业享受税收优惠的期间为2012年1月1日至2014年12月31日止。本次采用收益法评估时，假设其高新技术企业认证到期后仍可继续获得；

②汉华易美2012年12月13日获得高新技术企业证书，证书编号GR201211000893，享受高新技术企业所得税优惠，证载有效期为三年，从2012年12月13日至2014年12月12日止。另根据北京市朝阳区国家税务局第三税务所出具的企业所得税税收优惠备案回执，汉华易美于2013年4月16日报送的享受国家重要重点扶持的高新技术企业享受税收优惠的期间为2012年1月1日至2014年12月31日止。本次采用收益法评估时，假设其高新技术企业认证到期后仍可继续获得；

③美国Getty Images International与华盖创意（天津）视讯科技有限公司签署的《Digital Content Licensing and Marketing Services Agreement for Creative Stills》有效期为2013年9月16日至2018年9月15日。Getty授权华盖创意（天津）视讯科技有限公司销售创意类素材，合同中约定可由华盖创意（天津）视讯科技有限公司对其关联公司转授权。华盖创意（天津）视讯科技有限公司已授权华盖创意（北京）图像技术有限公司、北京汉华易美图片有限公司、汉华易美（天津）图像技术有限公司销售前述创意类素材。本次采用收益法评估时，假设美国Getty Images International与华盖创意（天津）视讯科技有限公司签署的《Digital Content Licensing and Marketing Services Agreement for Creative Stills》到期后双方仍可续签；

④美国Getty Images international与北京汉华易美图片有限公司签署的《Ninth Amendment to Editorial Distribution Agreement》有效期为2009年8月1日至2013年12月31日。本次采用收益法评估时，假设合同到期后双方仍可续签；

⑤美国Getty Images international与汉华易美（天津）图像技术有限公司签署的《Digital Content Licensing and Marketing Service Agreement For Editorial Content》有效期为2012年1月1日至2013年12月31日。本次采用收益法评估时，假设合同到期后双方仍可续签；

⑥华夏视觉、汉华易美及其子公司经营场所为租赁取得，本次评估假设经营场所租赁期满后，与出租方继续签约并无限期续展；

⑦假设华夏视觉、汉华易美在可预见的未来年度技术队伍及其级管理人员保持相对稳定，不会发生重大的核心专业人员流失问题；

⑧华夏视觉、汉华易美现有和未来经营者是负责的，且公司管理层能稳步推进公司的发展计划，保持稳健的经营态势；

⑨ 华夏视觉、汉华易美未来经营者遵守国家相关法律和法规，不会出现影响公司发展和收益实现的重大违规事项；

⑩ 华夏视觉、汉华易美提供的历年财务资料所采用的会计政策和进行收益预测时所采用的会计政策与会计核算方法在重要方面基本一致。

（六）收益法评估所采用的主要参数的取值说明

1、营业收入

华夏视觉从事创意类视觉素材的销售并提供相关的增值服务。通过对创意类视觉素材进行审核、分类、集合和管理，依托互联网平台为商业客户（主要包含广告公关公司、企事业单位、政府机构等）提供创意类视觉素材；并根据客户的需求，提供商业特约拍摄、视觉化营销、图片视频数字内容管理系统，定制化服务等增值服务。

汉华易美从事编辑类视觉素材的销售并提供相关的增值服务。通过对编辑类视觉素材进行审核、分类、集合和管理，依托互联网平台为媒体客户（主要包含报纸、杂志、出版社、广电、互联网等）提供编辑类视觉素材；并根据客户的需求，提供图片视频数字内容管理系统、视觉化营销、事件拍摄、专访、媒体推广、及其它定制化服务等增值服务。

标的公司最近三年一期的营业收入、营业成本、毛利率分类披露如下：

单位：万元

项目	2010年			
	收入		成本	毛利率
	金额	占比		
媒体客户	5,273.35	37.6%	2,647.32	49.8%
商业客户	8,768.90	62.4%	3,276.96	62.6%
合计	14,042.25	100.0%	5,924.27	57.81%
项目	2011年			
	收入		成本	毛利率
	金额	占比		
媒体客户	6,040.38	38.8%	2,791.29	53.8%
商业客户	9,544.56	61.2%	3,968.12	58.4%
合计	15,584.94	100.0%	6,759.41	56.63%
项目	2012年			
	收入		成本	毛利率
	金额	占比		
媒体客户	7,961.63	42.3%	3,372.73	57.6%
商业客户	10,880.41	57.7%	5,179.55	52.4%
合计	18,842.04	100.0%	8,552.28	54.61%
项目	2013年1-6月			
	收入		成本	毛利率
	金额	占比		
媒体客户	4,722.80	42.9%	1,742.93	63.1%
商业客户	6,294.84	57.1%	2,698.71	57.1%
合计	11,017.65	100.0%	4,441.63	59.69%

报告期内，标的公司按素材来源区分的收入明细如下：

单位：万元

项目	2010年	2011年	2012年	2013年1-6月
代理Getty收入	8,249.92	8,581.54	8,250.06	4,002.53
代理除Getty外其他供应商的收入	5,476.67	6,704.71	9,345.25	4,907.73
自主销售	315.66	298.69	1,246.73	2,107.38
合计	14,042.25	15,584.94	18,842.04	11,017.65

报告期内，标的公司代理Getty销售素材的收入占总收入的比重分别为58.75%、55.06%、43.79%、36.33%，代理Getty素材销售收入的占比呈现逐年下降的趋势。在此基础上，标的公司管理层预计未来代理Getty销售素材收入的占比仍将进一步下降。至2016年，预计该比重将降至标的公司总收入的30%。未来利润承诺期内，标的公司按素材来源区分的收入明细预测如下：

单位：万元

项目	2013年	2014年	2015年	2016年
代理Getty收入	9,729.84	12,448.29	15,777.72	19,897.62
代理除Getty外其他供应商的收入及自主销售	17,297.49	24,164.34	33,527.66	46,427.78
合计	27,027.33	36,612.63	49,305.38	66,325.40

标的公司的销售收入预测情况如下：

单位：万元

华夏视觉销售收入预测情况					
项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
营业收入	11,426.97	14,824.55	19,608.93	25,936.75	34,237.32
增长率	-	29.73%	32.27%	32.27%	32.00%
项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年以后
营业收入	44,116.58	53,105.00	57,767.18	57,767.18	57,767.18
增长率	28.86%	20.37%	8.78%	0.00%	0.00%
汉华易美销售收入预测情况					
项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
营业收入	7,839.73	12,360.41	17,003.69	23,368.64	32,088.08
增长率	-	57.66%	37.57%	37.43%	37.31%
项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年以后
营业收入	39,060.72	45,198.47	49,726.04	49,726.04	49,726.04
增长率	21.73%	15.71%	10.02%	0.00%	0.00%
华夏视觉和汉华易美模拟合并的销售收入预测情况					
项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
营业收入	19,266.70	27,027.33	36,612.63	49,305.38	66,325.40
增长率	-	40.28%	35.47%	34.67%	34.52%
项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年以后
营业收入	83,177.30	98,303.48	107,493.22	107,493.22	107,493.22
增长率	25.41%	18.19%	9.35%	0.00%	0.00%

标的公司区分不同类型客户预测的未来期间销售收入情况如下：

单位：万元

华夏视觉区分不同类型客户未来期间销售收入预测							
收入预测	2013年7-12月	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年以后
媒体客户	215	465	500	500	500	500	500
商业客户	8,095	19,144	25,437	33,737	43,617	52,605	57,267
收入合计	8,309.68	19,608.93	25,936.75	34,237.32	44,116.58	53,105.00	57,767.18
汉华易美区分不同类型客户未来期间销售收入预测							
收入预测	2013年7-12月	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年以后
媒体客户	7,700	17,003.69	23,368.64	32,088.08	39,060.72	45,198.47	49,726.04
商业客户	-	-	-	-	-	-	-
收入合计	7,700	17,003.69	23,368.64	32,088.08	39,060.72	45,198.47	49,726.04
华夏视觉和汉华易美区分不同类型客户未来期间销售收入预测							
收入预测	2013年7-12月	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年以后
媒体客户	7,915.00	17,468.69	23,868.64	32,588.08	39,560.72	45,698.47	50,226.04
商业客户	8,094.68	19,143.93	25,436.75	33,737.32	43,616.58	52,605.00	57,267.18
收入合计	16,009.68	36,612.63	49,305.38	66,325.40	83,177.30	98,303.48	107,493.22

从上表可以看出，未来五年，标的资产的销售收入将保持高速增长，但销售收入增长率逐步下降。通过对行业现状与发展的分析、可比公司的发展情况以及管理层未来的经营计划的分析，预测标的资产销售收入在未来五年将有相对稳定的高速增长。之后，随着销售收入基数的增大及行业逐步进入成熟期，增长幅度将趋于减缓，预计2019年以后，标的公司的销售收入基本保持稳定。

本次评估中预测标的资产营业收入高速增长的四个主要因素：

① 拟注入资产所在行业的高增长特性

视觉创意素材包含图片与视频，是摄影师、摄像师、插画师等艺术创作者根据市场需求提前拍摄和创作的作品。数字、互联网技术将这些碎片化的图片、视频有序地整合在互联网平台上，方便了创意、设计、广告以及媒体客户快速便捷地找到所需的内容，并激发他们的灵感；同时也大大降低了客户的成本，提高了客户的效率。视觉创意素材目前是内容产业的核心组成部分，也是文化创意产业发展的基本要素。视觉创意素材行业作为文化创意产业的重要组成部分，为各类文化企业提供内容和灵感，在整个文化创意产业中具有资源属性、创意属性、内容属性的新型业态。视觉素材是内容产业的主要组成部分，也是文化创意产业发展的引擎之一，具有快速发展特性。

视觉素材行业主要受互联网、创意行业和传媒业的发展影响，其中与广告、创意设计、广电、报刊杂志、互联网新媒体等行业的发展紧密相关，随着这些下游行业的快速发展，视觉素材行业的容量将迅速扩大，行业发展已进入快速增长阶段。根据普华永道发布的《2012-2016年全球娱乐及媒体行业展望》，2011年中国广告市场规模约为362亿美元（约合2333亿元），图片市场规模在广告市场规模中占比不足0.5%（假此计算2011年中国图片市场规模不足2亿美元）；同期，美国市场的图片行业市场规模占广告市场规模比例为2.4%（根据Shutterstock招股说明书，2011年美国商业图片市场规模约40亿美元）。产业增长空间很大。另外，随着“媒图时代”、移动宽带时代”的到来，传媒业对图片、视频等视觉素材的需求也将大大提高。根据投中集团的预测，未来5年中国视觉素材行业将保持35%-40%的高速增长。

中国目前的视觉素材使用正版率较低。2013年5月24日，国务院公布《2013年全国打击侵犯知识产权和制售假冒伪劣商品工作要点》，要求打击侵犯知识产权违法行为，保持刑事司法打击高压态势，推进长效机制建设。随着国内版权环境的逐步改善，企业自身的版权保护措施力度也会越来越强，国内的视觉素材使用正版率会有大幅提升。随着盗版率的下降，视觉素材的版权使用市场会大幅度增长。

综上，在文化产业上升为国家战略支柱产业的背景下，随着互联网和影像技术的快速发展，视觉素材行业将在文化产业和互联网行业的双轮驱动下高速发展。

② 可比公司营业收入增长情况

①Shutterstock的营业收入增长情况

Shutterstock是一家互联网商业视觉素材交易商，成立于2003年，2012年在纽约交易所上市，总部位于美国纽约。Shutterstock公司拥有一个在线网站，里面存储着海量的视觉素材内容，通过供应商主动向网站上传素材来收集素材，用户通过获得授权下载需要的素材，当素材被付费的用户下载后，Shutterstock与供应商根据相互约定的分成比例进行分成。Shutterstock主营业务与标的公司十分相似，因此与标的公司具有较高的可比性。

Shutterstock的营业收入增长情况如下表：

单位：千美元

项目	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	年复合增长率
营业收入	30,006	52,744	61,099	82,973	120,271	169,616	41.40%
增长率		75.78%	15.84%	35.80%	44.95%	41.03%	

注：数据来源于Shutterstock招股说明书

Shutterstock在IPO前营业收入大幅增长，由3000万美元增长到约1.7亿美元，年复合增长率超过40%。

② Getty Images的营业增长情况

Getty于1995年成立于美国西雅图，素有全球“视觉素材行业巨头”之称，作为全球数字媒体的缔造者，首创并引领了独特的在线授权模式。Getty为行业需求方在线提供数字媒体管理工具以及创意类图片、编辑类图片、影视素材和音乐产品等，并按照预先签订的协议与素材供应方按比例分成，具有销售成本低、基本无实物库存等特点，另外Getty还拓展了委托拍摄、版权清除等增值服务。2008年2月，Getty被美国一家私募公司Hellman & Friedman（H&F）收购而退市。

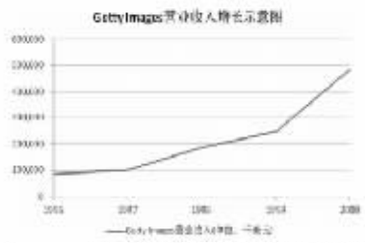
Getty Images营业收入增长情况如下表：

单位：千美元

项目	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	年复合增长率
营业收入	85,014	100,797	185,084	247,840	484,846	450,985	39.62%
增长率		18.57%	83.62%	33.91%	95.63%	-6.98%	

注：数据来源于Getty Images年报

1996年之后，Getty Images进入了高速成长期，1997年至2001年营业收入年均复合增长率接近40%。1997年至2001年Getty收入增长率示意图如下：



参考Shutterstock和Getty Images的发展历程，鉴于我国视觉素材行业处于高速增长的前期，标的资产在未来几年有望保持40%左右的营业收入增长率，本次评估对标的资产未来收入预测具有合理性。

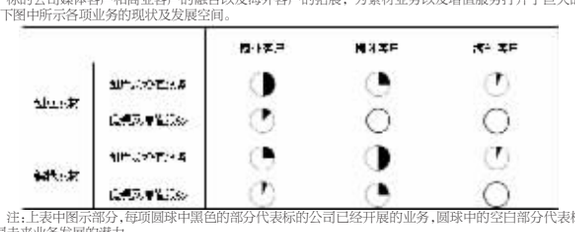
③ 标的资产的自身高增长特点

① 标的公司现有业务高速增长

标的资产自成立以来，一直基于互联网技术，从事视觉素材数字产品的交易并提供相关的增值服务。标的公司通过对视觉素材进行挑选、分类、审核、编辑和管理，依托互联网平台，为媒体客户和商业客户提供视觉素材；并根据客户的需求，提供商业特约拍摄、视觉化营销、图片视频数字内容管理系统、定制化服务等增值服务。作为行业的龙头企业，标的公司目前获得销售授权的图片约3400万张、视频约105万条，且数量正不断增长；标的公司拥有7000多家的商业客户及4000多家的媒体客户。随着标的公司的视觉素材积累增加，规模迅速扩大，标的公司的内容、技术和服务的竞争力进一步增强，标的公司在行业的占有率会进一步提高，销售收入有望随之大幅增长。

② 标的公司现有业务的拓展空间

标的公司媒体客户和商业客户的融合以及海外客户的拓展，为素材业务以及增值服务打开了巨大的空间；下图中所示各项业务的现状及发展空间。



注：上表中图示部分，每项圆球中黑色的部分代表标的公司已经开展的业务，圆球中的空白部分代表标的公司未来业务发展的潜力。

③ 标的公司积极开拓新型商业模式业务

标的公司主要提供高品质产品与服务给企业、媒体用户，主要是B2B业务。目前，标的公司的产品仍以高品质的视觉素材为主，价格相对较高；与之对应的微利图片因性价比较高等特点，有利于进入中小企业甚至个人市场，将成为视觉素材市场未来的商业创新模式和发展重点。同时，随着摄影技术门槛的降低，越来越多的非专业、爱好者开始大量提供高质量的内容，UGC（User Generated Content，也就是用户生成内容）内容将成为未来发展趋势，这种C2B的新型商业模式也将大大拓展视觉素材行业市场空间。

另一方面，据统计，截至2013年二季度，中国活跃智能移动终端设备已经超过5亿，随着智能手机为代表的移动新媒体的快速发展，个人消费者对壁纸下载、手机主题UI、个性表情以及SNS社交媒体数字内容需求急速增长。作为拥有大量优质视觉内容的行业领军企业能够以很低的成本进入B2C领域，图片库行业领先公司将以智能手机等移动终端新媒体为主要载体，逐渐探索开拓以消费者为直接受众的海量市场。这无疑将大大拓展视觉素材行业市场空间。

④ 标的资产管理层未来业务发展计划

标的资产的管理层已经制定了详细的未来业务发展计划以支持公司未来营业收入的快速增长，业务发展计划的概况如下：

① 创意类素材的业务发展计划

标的公司管理层对于创意视觉素材的经营计划概况如下：A.增加高质量的本土创意视觉素材，并积极开拓海外市场；大力增加视频内容。B.开发新客户，重点在于公关公司、本土广告公司、企业客户及二线发达城市客户。C.通过采用新技术手段的网络营销和精准化营销，提升开发新客户的效率；依托老客户对公司产品服务的了解，推动新商机的产生。D.强化客户及商机的精细化管理，深挖引导老客户的新需求，推广全线产品和服务内容。E.增加版权服务、素材项目等素材类服务，提升客户平均单产。F.加强网站建设，持续优化图片和视频网站，提高搜索准确率和客户体验，增加基于大数据的数据挖掘，更有效的分析客户的需求。

② 编辑类素材的业务发展计划

标的公司管理层对于编辑类素材的经营计划概况如下：A.持续增加重点产品的素材容量，如体育、娱乐和时尚等，并大力增加视频内容。提升视频服务收入（如节目制作推广、专访及视频推广等），加强对于媒体客户群的推广，强化全员的解决方案销售意识与能力，拓展项目型销售机会。B.全面加强产品市场推广能力体系建设，提升产品交叉销售，增加创意产品在各大媒体板块的推广。C.加强各细分客户群重点大客户的签约Sell-in/实际下载使用Sell-out规范化和精细化管理体系建设，从广度、高度及深度三个方面拓展升级客户关系网，巩固其在新媒体、报纸和杂志等市场份额，并通过有效的产品推广、新产品的引入和新需求的挖掘实现专线销售及增量续约。D.持续加强各业务块及细分客户群的新客户开发，将重点放在开发二三线区域或专业网站、视频网站和移动互联网站客户。E.把握重点赛事和年度大事商机（如奥运会、欧锦、世界杯和电影节等）赶高增量收入。F.提升海外销售的内容和进一步拓宽渠道。

③ 增值服务的业务发展计划

标的公司管理层对于增值服务的经营计划概况如下：A.充分利用现有的销售资源和客户资源，提升增值业务在目标客户群的推广，强化全员的解决方案销售意识与能力，强化商机管理，拓展增值服务和项目型销售机会。B.通过网络营销、精准化营销、客户活动等各种市场化手段，以及在各网站平台的推介，迅速提升广大客户对公司增值业务的认知度。C.聚焦有硬性需求的目标行业，基于已有的客户基础与销售团队一起实现定向开发，通过样板案例迅速扩大在相似客户群中的开发。D.开发平台级客户，如政府级赛事及文娱类活动主办方，广告公司及公关公司，实现客户开发的快速增长。

④ 新型商业模式业务计划

标的公司结合创意设计社区（shijue.me）开始筹备C2B模式的微利图片库项目，预计于2014年一季度将推出自有的、性价比较高的微利图片库网站，全面进入中小企业市场。该网站是融合国际、亚洲、国内优秀创意素材（图片、插画、矢量图、视频、Psd素材）的线上电子商业创意素材销售平台，通过多年发展和积累，在产品，内容，服务，技术等个方面形成自己的优势和特色，计划在5年内打造成为亚洲最优秀的创意素材电子商务平台，为用户提供全方位的数字影像素材。其次，标的公司正计划进入B2C市场，积极与三大运营商渠道以及新兴的移动新媒体用户合作，依靠拥有的千万级高品质图片、视频内容资源，来满足普通消费者的对读图应用、壁纸下载、主题设计、个性表情等海量需求。

2、营业成本

华夏视觉和汉华易美营业成本主要为与视觉素材供应商的分成费，根据视觉素材企业的特点，本次评估通过分析近3年及评估基准日的分成率趋势占历史营业收入的比例，测算历史各年毛利率，分析其合理性，同时参考行业情况对营业成本进行预测。

标的资产营业成本预测见下表：

单位：万元

项目	2012年	2013年1-6月	2013年7-12月	2014年	2015年
营业收入	18,842.04	11,017.65	16,009.68	36,612.63	49,305.38
营业成本	8,552.28	4,441.63	6,520.19	14,912.68	19,865.79
成本率	45.39%	40.31%	40.73%	40.73%	40.29%
项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
营业收入	66,325.40	83,177.30	98,303.48	107,493.22	107,493.22
营业成本	26,678.56	33,521.07	39,679.94	43,359.99	43,359.99
成本率	40.22%	40.30%	40.36%	40.34%	40.34%

可比公司营业成本情况如下：

① Shutterstock营业成本情况

单位：千美元

项目	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
营业收入	30,006	52,744	61,099	82,973	120,271	169,616
营业成本	9,158	16,903	21,826	32,353	45,504	64,676
成本率	30.52%	32.05%	35.72%	38.99%	37.83%	38.13%

注：数据来源于Shutterstock招股说明书

② Getty Images 营业成本情况

单位：千美元

项目	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年
营业收入	85,014	100,797	185,084	247,840	484,846	450,985
营业成本	32,156	37,514	52,830	67,264	140,665	122,390
成本率	37.82%	37.22%	28.54%	27.14%	29.01%	27.14%

注：数据来源于Getty Images年报

在Shutterstock和Getty Images各自的高速成长期中，营业成本率均低于40%。其中，Getty Images由于在行业中的领先地位，具备极强的议价能力，因此营业成本率不断下降，甚至低于30%。本次评估中，虽然标的资产在国内具有较强的竞争优势，但对于标的资产的成本率仍进行了较为保守的预测，预测标的资产的成本率保持在40%左右，高于可比公司的成本率，因此本次评估对于标的资产费用的预测是谨慎的，具有合理性。

3、营业税金及附加

评估基准日华夏视觉、汉华易美及其子公司营业税金及附加核算的是城建税、教育费附加和地方教育费附加。

华夏视觉与其下属子公司华盖创意（北京）图像技术有限公司及其孙公司华盖创意（天津）视讯科技有限公司城建税7%，教育费附加3%，地方教育费附加2%。

汉华易美与其下属子公司汉华易美（天津）图像技术有限公司及东星（天津）视讯科技有限公司城建税7%，教育费附加3%，地方教育费附加2%。

营业税金及附加的纳税基数为当期应缴增值税和营业税，增值税税率6%，营业税税率5%。

营业税金及附加预测根据企业历史年度税金与收入的比例结合实际缴纳情况综合确定。

标的资产营业税金及附加预测见下表：

单位：万元

项目	2013年7-12月	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
营业税金及附加	104.00	236.97	313.43	413.03	511.88	600.23	654.00	654.00

4、期间费用

期间费用包括销售费用、管理费用和财务费用。

① 销售费用

销售费用主要核算的是工资及福利费用、市场推广费、差旅费、业务招待费等。

工资及福利费用、差旅费、业务招待费按照企业人员编制和工资增长计划预测，同时参考未来费用支出预算综合确定；；市场推广费根据历史年度与营业收入的比例确定；其他费用主要按照历史年度实际发生费用情况预测。

② 管理费用

管理费用主要核算的是工资及福利费用、租赁费、办公费、技术服务费、折旧费及摊销费、差旅费等。

管理费用主要分为固定费用和日常管理费。固定费用按目前实际执行情况进行预测；日常管理费评估人员通过分析历史年度管理费用构成、与营业收入的关系，再依据未来收入变化等因素进行预测。

③ 财务费用

财务费用包括利息收入、手续费及其他财务费用支出。本次评估由于将利息收入回加，因此财务费用中不考虑利息收入；手续费及其他财务费用所占比例较小，故本次评估不予考虑。

标的资产的期间费用预测如下表：

单位：万元

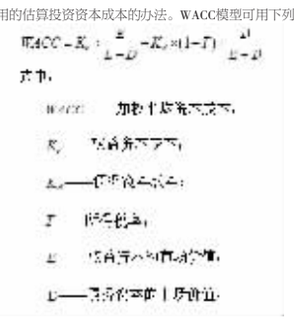
项目	2010年	2011年	2012年	2013年1-6月	2013年7-12月	2014年
营业收入	14,042.25	15,584.94	18,842.04	11,017.65	16,009.68	36,612.63
期间费用	5,101.30	5,276.48	5,157.10	2,690.40	3,586.66	7,624.36
费用率	36.33%	33.86%	27.37%	24.42%	22.40%	20.82%
项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
营业收入	49,305.38	66,325.40	83,177.30	98,303.48	107,493.22	107,493.22
期间费用	9,352.53	11,739.74	14,632.99	17,200.73	18,888.24	18,888.24
费用率	18.97%	17.70%	17.59%	17.50%	17.57%	17.57%

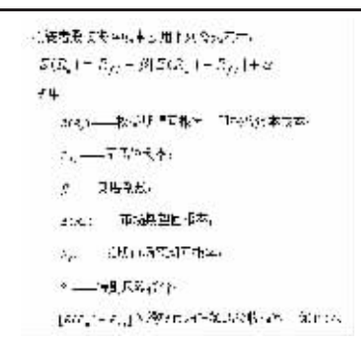
根据上表，标的资产过去三年期间费用逐年下降，主要是由于标的资产作为视觉素材行业中的基于互联网的平台+渠道，业务规模虽然增长迅速，但基于标的公司的业务特点，期间费用增长率远低于收入增长速度，因此期间费用率逐年下降。预计未来标的资产的费用率随着业务的进一步增长仍会继续小幅下降，因此本次评估中对标的资产未来期间费用的预测具有合理性。

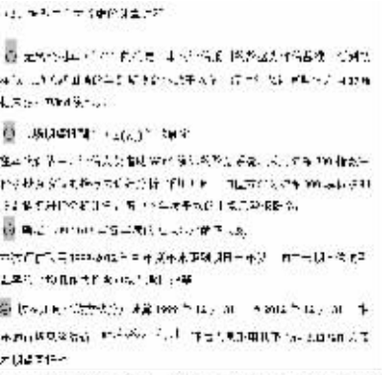
5、折现率

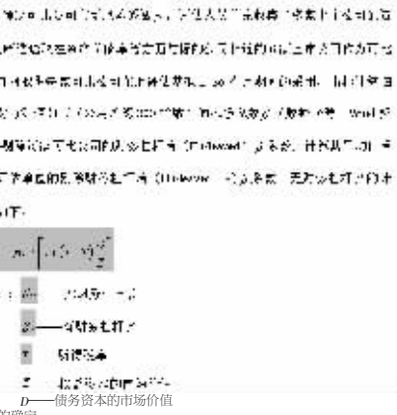
① 折现率计算模型

WACC模型是国际上普遍应用的估算投资资本成本的办法。WACC模型可用下列公式表示：









D——债务资本的市场价值

⑥ 特别风险溢价α的确定

特别风险溢价是对被评估企业规模与个别差异的风险量度。

世界多项研究结果表明，资本市场上，规模较小的企业平均报酬率要高于规模较大的企业。因为规模较小企业的股东所承担的风险比规模较大企业的股东所承担的风险要大，因此小企业股东希望得到更高的回报。

个别差异主要表现在企业风险和财务风险。

企业风险主要有：①企业所处经营阶段；②历史经营状况；③主要产品所处发展阶段；④企业经营业务、产品和地区的分布；⑤公司内部管理及控制机制；⑥管理人员的经验和资历；⑦对主要客户及供应商的依赖。

财务风险主要有：①杠杆系数；②保障比率；③流动性；④资本资源的获得。

经综合分析，评估人员将被评估企业的特别风险溢价确定为4%。

⑦ 权益资本成本Ke

通过以上分析计算，评估人员确定用于本次评估的权益期望回报率，即股权资本成本为12.87%。

⑧ WACC的计算过程

在WACC分析过程中，评估人员采用了下列步骤：

a. 权益资本成本@采用上述计算结果12.87%。

b.对可比上市公司的基准日报表进行分析，确认行业的资本结构。

c.债务资本成本@采用长短期贷款利率6.55%。

d.所得税率@采用法定税率25%。

e.根据以上分析计算，评估人员确定用于本次评估的投资资本回报率，即加权平均资本成本为12.68%。

（七）关于本次评估中所得税率选取的说明

1、所得税率变动对交易标的评估值的影响进行敏感性分析

所得税率变动对交易标的评估值的影响敏感性分析测算如下：

假设条件	评估值（万元）			差异（万元）			差异率		
	华夏视觉	汉华易美	合计	华夏视觉	汉华易美	合计	华夏视觉	汉华易美	合计
假设可一直取得高新资质（评估时采用的假设）	120,556	128,257	248,813	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%
假设到期（2014.12.31）无法取得高新资质	113,521	120,657	234,178	−7,035	−7,600	−14,635	−5.84%	−5.93%	−5.88%

注：1、华夏视觉（北京）图像技术有限公司的子公司华盖创意（北京）图像技术有限公司2012年11月12日获得高新技术企业证书，证书编号GR201211000546，享受高新技术企业所得税优惠，证载有效期为三年，从2012年11月12日至2014年11月11日止。另根据北京市海淀区国家税务局第七税务所出具的企业所得税税收优惠备案回执，华盖创意（北京）图像技术有限公司于2013年5月8日报送的享受国家重要重点扶持的高新技术企业享受税收优惠的期间为2012年1月1日至2014年12月31日止。

2、北京汉华易美图片有限公司2012年12月13日获得高新技术企业证书，证书编号GR201211000893，享受高新技术企业所得税优惠，证载有效期为三年，从2012年12月13日至2014年12月12日止。另根据北京市朝阳区国家税务局第三税务所出具的企业所得税税收优惠备案回执，北京汉华易美图片有限公司于2013年4月16日报送的享受国家重要重点扶持的高新技术企业享受税收优惠的期间为2012年1月1日至2014年12月31日止。

2、计算折现率时采用25%的所得税率的说明

截至评估基准日，标的公司及其子公司的所得税率情况如下：

标的公司	所得税率
1.华夏视觉	25%
1.1 华盖创意（北京）图像技术有限公司	15%
1.1.1 华盖创意（天津）视讯科技有限公司	25%
1.2华夏视觉（天津）信息技术有限公司	25%
1.3 华盖创意（天津）图像技术有限公司	25%
2.汉华易美	15%
2.1 汉华易美（天津）图像技术有限公司	25%
2.2 东星（天津）视讯科技有限公司	25%

由于标的公司及其子公司的所得税率不同，为更准确计量所得税对现金流的影响，本次评估中按照各公司的所得税率，分别测算各公司企业所得税，并在此基础上预测企业未来现金流。

本次评估在确定折现率时采用了WACC模型，除测算股权收益率时考虑了企业的特别风险溢价，模型中的参数取值均来自于市场及行业平均标准，以此客观反映被评估企业的风险状况，即以市场和行业的尺度，客观地反映企业的相对风险状况，企业的特殊风险反映在权益资本成本的特殊风险溢价中。而测算现金流时，为更准确计量所得税对现金流的影响，按照标的公司及子公司实际适用的税率计算应纳税额。因此，WACC模型中采用的税率与测算标的公司未来现金流时采用的税率并不矛盾，体现了估值模型的客观要求，符合评估行业惯例的相关规定。

十、标的资产的业务与技术

（一）主营业务概况

标的公司隶属于文化创意产业，根据证监会行业分类，标的公司属于传播与文化产业中的信息传播服务业。标的资产自成立以来，一直基于互联网技术，从事视觉素材数字产品的交易并提供相关的增值服务。标的公司通过对视觉素材进行审核、分类、集合和管理，依托互联网平台，为媒体客户（主要包含报纸、杂志、出版社、广电、互联网等）、商业客户（主要包含广告