证券代码:600661 证券简称:昂立教育 编号:临2019-086

上海新南洋昂立教育科技股份有限公司关于对上海证券交易所《关于对上海新南洋昂立教育科技股份有限公司收购资产相关事项的问询函》的回复公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

2019年9月6日，上海新南洋昂立教育科技股份有限公司（以下简称“公司”）披露了《公司关于收购上海育伦教育科技发展有限公司部分股权的公告》（临2019-080），并于当天收到了上海证券交易所上市公司监管一部《关于对上海新南洋昂立教育科技股份有限公司收购资产相关事项的问询函》（上证公函【2019】2708号）（以下简称“《问询函》”），根据问询函要求，公司会同相关中介机构对问询函中涉及的有关事项，进行了认真核查，现答复如下：

一、公告称，标的资产收益法评估全部股东权益估值为1.75亿元，资产基础法评估股东全部权益价值为1386.80万元，收益法和资产基础法评估差异较大，本次收购采用收益法评估结果。同时，我都关注到，评估报告中的基准日账面总资产价值、股东全部权益价值与公告披露的标的资产主要财务数据存在差异，评估报告中未披露具体评估过程及主要评估参数及选取依据。请公司补充披露：

（一）收益法评估的具体情况，包括营业收入、营业成本、费用、净利润、折现率、现金流量等主要参数的具体情况和评估过程、依据及合理性。

答复：

注：以下内容援引银信资产评估公司的答复，其中“被估值单位”是指本次收购标的公司——上海育伦教育科技发展有限公司（以下简称“育伦教育”或“标的公司”）。

1、收益法应用简介

（1）本次选用的收益法估值模型

本次收益法估值选用企业实体现金流模型，即企业全部现金流入扣除成本费用和必要的投资后的剩余部分，它是企业一定期间可以提供给所有投资人（包括股权投资人和债权投资人）的税后现金流量。

本次估值以采用企业未来若干年度内的全部现金流量作为依据，采用适当折现率折现后加总计算得出企业整体价值，加上溢余资产价值、非经营性资产价值，减去非经营性负债，然后扣除付息债务的价值，得出股东全部权益价值。计算公式：

[illegible]

（2）收益预测的假设

A、一般假设

（A）国家现行的经济政策方针无重大变化；

（B）被估值单位完全遵守有关的法律和法规进行生产经营；

（C）被估值单位所在地区的社会经济环境无重大变化；

（D）被估值单位所属行业的发展态势稳定，与被估值单位生产经营有关的现行法律、法规、经济政策保持稳定；

（E）被估值单位与其关联方的所有交易均以市场价格为基础，不存在任何形式的利润转移情况；

（F）被估值单位的经营者是负责的，且企业管理层有能力担当其责任，不考虑经营者个人的特殊行为对企业经营的影响；

（G）收益的计算以中国会计年度为准，在会计年度内均匀发生；

（H）无其他不可抗力和不可预见因素造成的重大不利影响。

B、特殊假设

（A）被估值单位能够按照企业管理层规划的经营规模和能力、经营条件、经营范围、经营方针进行正常且持续的生产经营；所有合作办学合同到期后可以按原合作模式延续；其核心管理团队不发生重大变故。

（B）被估值单位在估值基准日可能存在的不良、不实资产和物权、债权纠纷均得到妥善处理，不影响预测收益期的正常生产经营；

（C）被估值单位经营管理所需资金均能通过股东投入或银行负债业务解决，不存在因资金紧张造成的经营停滞情况；

（D）被估值单位保持现有的经营管理水平，其严格的内控制度和不断提高的人员素质，能够保证在未来年度内其各项监管指标保持历史年度水平，达到相关部门监管的要求。

估值人员根据运用收益法对企业进行估值的要求，认定这些假设条件在估值基准日时成立，并根据这些假设推论出相应的估值结论。如果未来经济环境发生较大变化或其它假设条件不成立时，估值人员将不承担由于假设条件的改变而可能推导出不同估值结果的责任。

（3）本次收益法估值的技术思路

本次估值采用实体现金流量来预测企业整体价值，将计算出的企业实体现金流量现值加上非经营性资产因为被估值单位的整体价值，企业整体价值扣除估值基准日被估值单位拥有的付息债务即得出被估值单位的股东全部权益价值。

2、收益法评估具体过程，依据及参数的选择

本次预测将育伦教育及其子公司上海育伦文化交流发展有限公司（以下简称“育伦文化”）、上海育伦出国留学服务有限公司（以下简称“育伦出国”）和上海昂立爱维利教育科技有限公司（以下简称“爱维利”）合并预测。

（1）营业收入和营业成本

被估值单位前二年及估值基准日当期营业收入明细如下：

金额单位:万元

营业收入	2017年	2018年	2019年1-3月
留学中介			48.68
海外游学	320.05	619.38	131.02
企业咨询服务		692.77	199.02
外籍教师管理	278.62	268.90	95.17
国内高中合作	365.87	345.28	89.01
营业收入合计	964.54	1,926.33	562.90

注：留学中介业务原由标的公司实际控制人所控制的另一家公司——上海育伦国爱司商务咨询有限公司（以下简称“国爱司”）开展。自2019年1月1日起，由爱司开展的留学中介业务已由标的公司及其控股子公司承接开展，截至披露日，由爱司已无任何实际经营业务。

其对应的营业成本明细如下：

金额单位:万元

营业成本	2017年	2018年	2019年1-3月
留学中介			7.15
海外游学			
企业咨询服务		129.61	46.27
外籍教师管理	97.17	106.19	37.68
国内高中合作	203.51	220.28	52.98
营业成本合计	300.68	456.08	144.08

未来年度各项业务收入及成本具体预测如下：

①留学中介

留学中介业务系被估值单位及其子公司通过为客户提供留学信息咨询服务，协助客户进行留学申请及签证办理，被估值单位及其子公司和客户签订服务合同，并收取咨询费。

根据被估值单位和客户签订的相关合同，至估值基准日尚未履行完成的合同金额有1,459.91万元，根据合同进度，其中预计在2019年4-12月确认收入的金额为710.90万，预计在2020年确认收入的金额为588.40万元，预计在2021年确认收入的金额为160.61万元。因此根据已有合同金额同时考虑新增合同，未来年度留学中介业务收入预测如下：

金额单位:万元

留学中介	2019年4-12月	2020年	2021年
业务收入	710.90	1,050.00	1,100.00
折合不含税收入	670.66	990.57	1,037.74

留学中介业务成本主要包括人员成本国内若干人每人1万/月的工资，1名外籍员工每人1.7万/月的工资，场地成本国公司房租成本的四分之一分摊额以及市场营销成本国际名内籍员工每人1.2万/月工资及差旅的二分之一分摊额。具体预测如下：

金额单位:万元

留学中介	2019年4-12月	2020年	2021年
人员成本	96.30	135.00	142.00
场地	25.50	35.70	37.49
市场营销	30.00	45.00	50.00
营业成本合计	151.80	215.70	229.49

②海外游学

海外游学业务主要形式是被估值单位受委托协助组织境内学生参与境外高中短期交流、访问学习等游学业务，并收取佣金及服务费。

根据被估值单位、国外交流学校和国内学校签订的合作协议，以及和国外交流学校的邀请函等材料，在以后年度每学员佣金金额基本保持不变且学员人数根据招生情况略微增长的情况下，预估2019年4-12月的学员人数和每学员佣金金额情况如下：

金额单位:万元

海外游学	2019年4-12月	2020年	2021年
业务收入（不含税）	406	609	671

注：海外游学业务以美元结算，美元折人民币汇率按基准日汇率约6.8预测；海外游学业务在被估值单位于香港注册成立育伦出国留学有限公司实现收入，故不考虑增值税。

海外游学业务直接以代理收费差额及佣金作为收入，故不考虑海外教育业务成本。该业务完全是由育伦教育在境内合作驱动，成本为员工工资，分摊在其他各业务的员工工资之中。

③企业咨询服务

标的公司全资子公司爱维利面向企业客户，主要提供国际学术课程和管理运营的输出服务业务。

根据爱维利和客户机构的合作协议，结合客户机构历史数据以及对未来收入增长的预估，企业咨询业务收入预测如下：

年份	2019年	2020年	2021年
收入合计（元）	8,327,000	9,987,920	11,987,480
折合不含税收入（万元）	808	970	1,164

注：由于2019年1-3月已确认了收入159.02万元，故2019年4-12月预计收入为808.45-159.02=649.43万元。

企业咨询服务的成本主要包括课程成本、人员成本以及支付给客户机构的场地成本等。具体预测如下：

金额单位:万元

企业咨询服务	2019年4-12月	2020年	2021年
课程成本	186.00	299.00	359.00
人员成本	146.00	234.00	280.00
办公场地成本	142.50	190.00	190.00
营业成本合计	474.50	723.00	829.00

④外籍教师管理服务

外籍教师管理服务是指被估值单位及其子公司为相关合作学校招募外籍教师，并实施监督和管理协调工作。被估值单位向各学校收取1万元/月/人（个别人员略高）的管理费，涵盖外教的机票、住宿、招募、签证、体检等费用。

经查各学校和被估值单位签订的外籍教师委托招聘和管理协议、外籍教师人数统计以及未来新增预期，外籍教师管理服务收入预测如下：

金额单位:万元

外籍教师管理服务	2019年4-12月	2020年	2021年
业务收入（不含税）	267	410	410

外籍教师管理服务成本主要包括各个学校外籍教师的机票、住宿、招募、签证、体检等费用、管理人员工资国2位内籍人员每人0.75万/月和11位外籍人员每人2万/月的工资以及场地成本国公司房租成本的四分之一分摊额。故成本具体预测如下：

金额单位:万元

外籍教师管理服务	2019年4-12月	2020年	2021年
直接成本	108.00	182.00	201.00
人员成本	31.50	46.00	51.00
场地	12.75	17.85	18.74
营业成本合计	152.25	245.85	270.74

⑤国内高中合作

被估值单位为国内各类高中提供国际课程外籍教师招募管理与国际课程建设综合配套服务。被估值单位与国内学校外生度签订服务协议，约定相应期间内的服务费金额。

根据被估值单位与相关合作学校的已签订合同，同时考虑潜在新增业务，国内高中合作收入预测如下：

金额单位:万元

国内高中合作	2019年4-12月	2020年	2021年
业务收入	871.65	1,056.00	1,296.00
折合不含税收入	822.31	996.23	1,222.64

国内高中合作业务成本主要包括各学校对应的外籍教师的工资及补贴、管理人员工资及差旅费、场地成本国际的公司房租成本的四分之一分摊额以及市场营销成本国际名内籍员工每人1.2万/月工资及差旅的二分之一分摊额。具体预测如下：

金额单位:万元

合作办学	2019年4-12月	2020年	2021年
直接成本	144.00	199.00	199.00
人员成本	79.20	110.00	116.00
场地	25.50	35.70	37.49
市场营销	30.00	45.00	50.00
营业成本合计	278.70	389.70	402.49

综上，营业收入预测如下：

金额单位:万元

营业收入	2019年4-12月	2020年	2021年
留学中介	670.66	990.57	1,037.74
海外游学	405.59	609.01	671.09
企业咨询服务	609.43	969.70	1,163.83
外籍教师管理	266.89	410.38	410.38
国内高中合作	822.31	996.23	1,222.64
营业收入合计	2,774.87	3,975.88	4,505.68
营业收入增长率		19.12%	13.33%

综上，营业成本预测如下：

金额单位:万元

营业成本	2019年4-12月	2020年	2021年
留学中介	151.80	215.70	229.49
海外游学			
企业咨询服务	474.50	723.00	829.00
外籍教师管理	152.25	245.85	270.74
国内高中合作	278.70	389.70	402.49
营业成本合计	1,057.25	1,574.25	1,731.71
毛利率	61.90%	60.40%	61.57%

（2）营业税金及附加

被估值单位及其子公司有伦文化和育伦出国为增值税一般纳税人，适用增值税税率6%；子公司有伦出国留学有限公司注册地为香港，无需缴纳增值税及附加税；子公司爱维利为增值税小规模纳税人，适用增值税税率3%；城建税税率5%；教育费附加费率3%，地方教育费附加费率1%；印花税等其他税费按每年0.5万预测。

故营业税金及附加预测如下：

金额单位:万元

	税率	2019年4-12月	2020年	2021年
营业收入-除企业咨询服务及海外游学收入	6%	1,759.86	2,397.17	2,670.75
营业收入-企业咨询服务	3%	609.43	969.70	1,163.83
增值税－－销项税额		123.87	172.92	196.16
房租	5%	101.75	142.80	149.94
增值税－－进项税额		5.09	7.14	7.50
应交增值税		118.79	165.78	187.66
城建税	7%	8.32	11.60	13.14
教育费附加	4%	4.75	6.63	7.51
印花税等		0.50	0.50	0.50
营业税金及附加		13.57	18.74	21.14

注：固定资产主要是爱维利公司购买的，因为其是增值税小规模纳税人，故本次不考虑固定资产增值税的抵扣。

（3）销售费用

被评估单位及其子公司的销售费用主要是零星的宣传资料（摊在“管理费用”中的“其他费用”）；以及各块业务的业务人员的商务差旅（均已分摊在各块业务的员工工资以及差旅费用之中）。

（4）管理费用

被估值单位前二年及估值基准日当期管理费用如下

金额单位:万元

	2017年	2018年	2019年1-3月
职工薪酬	90.73	95.06	57.08
租赁费	50.50	54.52	11.90
其他费用	58.68	48.40	5.87
合计	199.90	197.97	74.85

管理层预测年度将可直接归集指定业务的人员的工资成本直接计入该项业务的营业成本，管理费用只归集4位管理人员工资、租赁费即负担公司房租八分之三（公司全部房租136万/年）和其他零星费用（包括固定资产折旧）。

故管理费用预测如下：

单位:万元

	2019年4-12月	2020年	2021年
职工薪酬	36.00	51.00	55.00
租赁费	38.00	53.55	56.23
其他费用	12.00	25.00	30.00
管理费用合计	86.00	129.55	141.23
占收入比	3.10%	3.26%	3.13%

（5）财务费用

财务费用一般包括利息支出、银行手续费及汇兑损益等，因本次估值采用企业现金流量模型，故财务费用不予扣除。同时，估值工作是建立在正常稳定的基础上进行的，故亦不再预测汇兑损益。综上，本次估值对财务费用不做预测。

（6）非经常性损益项目的预测

营业外收入、营业外支出、公允价值变动损益、投资收益等非经常性损益、资产减值损失因其具有偶然性，本次不作预测。

（7）所得税

被估值单位适用所得税税率25%。

（8）预测利润表

经上述分析，预测利润表编制如下：

金额单位:万元

项目	2019年4-12月	2020年	2021年	永续年
营业收入	2,774.87	3,975.88	4,505.68	4,505.68
营业成本	1,057.25	1,574.25	1,731.71	1,731.71
营业税金及附加	13.57	18.74	21.14	21.14
销售费用				–
管理费用	86.00	129.55	141.23	141.23
财务费用				–
资产减值损失				–
投资收益				–
营业利润	1,618.05	2,253.34	2,611.60	2,611.60
营业外收入				–
营业外支出				–
利润总额	1,618.05	2,253.34	2,611.60	2,611.60
所得税	404.51	563.34	652.90	652.90
净收益	1,213.54	1,690.01	1,958.70	1,958.70

（9）资本性支出及折旧摊销

①折旧及摊销

本次折旧根据企业会计政策对各类资产计算折旧摊销。

被估值单位基准日主要固定资产为电子及办公设备，残值率5%，按5年计提折旧。对于基准日已有资产的折旧摊销，沿用企业的折旧政策和摊销政策，同时考虑新增设备并结合估值基准日企业账面留存的资产，独立预测未来年度的折旧和摊销金额如下：

金额单位:万元

内容	2019年4-12月	2020年	2021年
折旧			
其中:电子及办公设备	2.83	3.78	3.78
新增电子办公设备		0.57	1.14
折旧合计	2.83	4.35	4.92

注：上述折旧金额计入管理费用。

②资本性支出

a.预测期内的资本性支出

按照被估值单位的固定资产投资计划，未来年度与固定资产相关的资本性支出如下：

金额单位:万元

内容	2019年4-12月	2020年	2021年
原有设备更新	2.83	3.78	3.78
新增电子及办公设备	3.00	3.00	
资本性支出合计	5.83	6.78	3.78

注①：由于电子及办公设备主要用爱维利公司采购，而其为小规模纳税人，故不能抵扣增值税。因此资本性支出中原有设备更新和新增设备支出均为含税金额。

注②：假设新增设备在购买当年底转固定资产，次年开始计提折旧。

b.预测期届满后的资本性支出

预测期届满后永续年间资本性支出按预测期最后一年2021年折旧金额确定为4.92万元。

（10）营运资金变动

经被估值单位管理层介绍，被估值单位运营模式为以预收各类服务费及课程学费为主，同时预付房屋租赁款，而教师薪酬等支出则当期发生当期结算，故预收款项可以满足整个公司的营运资金需求，故本次估值不考虑营运资金追加。

（11）折现率的确定

折现率，又称期望投资回报率，是将资产的未来预期收益折算成现值的比率，是基于贴现现金流法确定估值的重要参数。本次估值选取与被估值单位类似的上市公司，按照加权平均资本成本（WACC）计算确定折现率。

加权平均资本成本指的是将企业股东预期回报率和付息债权人的预期回报率按照企业资本结构中的所有者权益和付息负债所占的比例加权平均计算的预期回报率，计算公式为：

[illegible]

其中:WACC:加权平均资本成本

E:权益的市场价值

D:债务的市场价值

Ke:权益资本成本

Kd:债务资本成本

t:所得税率

其中，权益资本成本采用资本资产定价模型（CAPM）计算，计算公式如下：

Ke=Rf+ERP×β L+Rc

其中:Rf:无风险收益率;

ERP:市场风险溢价;

β L:权益的系统风险系数;

Rc:企业特定风险调整系数;

①无风险收益率Rf

取证券交易所上市交易的长期国债（截止估值基准日剩余期限10年以上）到期收益率平均值确定无风险报酬率，选取的国债项目及计算过程见下表：

证券代码	证券名称	发行总额[单位]亿元	发行期限[单位]年	到期收益率[交易日期]20190331[计算方法]央行规则[单位]%	剩余期限（年）[日期]20190331
010706SH	07国债06	300.00	30.00	4.2897	18.13
019003SH	10国债03	240.00	30.00	4.0788	20.92
019009SH	10国债09	280.00	20.00	4.0953	11.04
019014SH	10国债14	280.00	50.00	4.0298	41.15
019018SH	10国债18	280.00	30.00	4.0291	21.22
019023SH	10国债23	280.00	30.00	3.3336	21.33
019026SH	10国债26	280.00	30.00	3.9593	21.38
019029SH	10国债29	280.00	20.00	3.8609	11.42
019037SH	10国债37	280.00	50.00	4.3998	41.64
019040SH	10国债40	280.00	30.00	4.2291	21.69
019105SH	11国债05	280.00	30.00	3.8536	21.90
019110SH	11国债10	580.00	20.00	2.8647	12.08
019112SH	11国债12	300.00	50.00	4.4797	42.15
019116SH	11国债16	580.00	30.00	4.1343	22.23
019123SH	11国债23	280.00	50.00	4.3299	42.61
019206SH	12国债06	280.00	20.00	4.0291	13.06
019208SH	12国债08	280.00	50.00	4.2498	43.13
019212SH	12国债12	280.00	30.00	3.9409	23.24
019213SH	12国债13	280.00	30.00	4.1193	23.34
019218SH	12国债18	280.00	20.00	3.4719	13.49
019220SH	12国债20	260.00	50.00	4.3498	43.63
019309SH	13国债09	260.00	20.00	2.9324	14.06
019310SH	13国债10	200.00	50.00	4.2398	44.14
019316SH	13国债16	260.00	20.00	2.8880	14.37
019319SH	13国债19	260.00	30.00	3.7542	24.46
019324SH	13国债24	200.00	50.00	5.3097	44.64
019325SH	13国债25	240.00	30.00	3.7392	24.69
019409SH	14国债09	260.00	20.00	4.7689	15.08
019410SH	14国债10	260.00	50.00	4.6697	45.15
019416SH	14国债16	260.00	30.00	4.7591	25.32
019417SH	14国债17	260.00	20.00	4.6288	15.36
019425SH	14国债25	260.00	30.00	4.2994	25.58
019427SH	14国债27	260.00	50.00	4.2195	45.65
019508SH	15国债08	260.00	20.00	3.7841	16.07
019510SH	15国债10	260.00	50.00	3.8658	46.15
019517SH	15国债17	260.00	30.00	3.7820	26.32
019521SH	15国债21	260.00	20.00	3.6030	16.48
019525SH	15国债25	260.00	30.00	3.7395	26.56
019528SH	15国债28	260.00	50.00	3.8367	46.65
019536SH	16国债06	900.60	30.00	3.7199	27.07
019541SH	16国债13	284.10	50.00	3.8089	47.15
019547SH	16国债19	976.70	30.00	3.6801	27.39
019554SH	16国债26	242.00	50.00	3.4799	47.64
019559SH	17国债06	774.00	30.00	3.7694	27.89
019565SH	17国债11	291.50	50.00	4.0798	48.14
019569SH	17国债15	871.20	30.00	3.7249	28.32
019577SH	17国债22	777.10	30.00	3.9467	28.56
019581SH	17国债26	293.70	50.00	4.3698	48.64
019588SH	18国债06	802.00	30.00	4.2192	28.97
019594SH	18国债12	305.20	50.00	4.1298	49.14
019599SH	18国债17	910.50	30.00	3.7436	29.31
019606SH	18国债24	900.60	30.00	4.0795	29.56
019607SH	18国债25	206.40	50.00	3.8199	49.64
019806SH	08国债06	280.00	30.00	4.4998	19.10
019820SH	08国债20	240.00	30.00	3.9094	19.56
019905SH	09国债05	220.00	30.00	4.0195	20.02
019920SH	09国债20	260.00	20.00	3.9987	10.41
019925SH	09国债25	240.00	30.00	4.5560	20.54
019930SH	09国债30	200.00	50.00	4.2997	40.67
100706SZ	国债0706	300.00	30.00	4.2897	18.13
100806SZ	国债0806	280.00	30.00	4.4998	19.10
100820SZ	国债0820	240.00	30.00	3.9094	19.56
100905SZ	国债0905	220.00	30.00	4.0195	20.02
100920SZ	国债0920	260.00	20.00	3.9987	10.41
100925SZ	国债0925	240.00	30.00	4.1794	20.54
100930SZ	国债0930	200.00	50.00	4.2997	40.67
101003SZ	国债1003	240.00	30.00	4.0788	20.92
101009SZ	国债1009	280.00	20.00	3.9691	11.04
101014SZ	国债1014	280.00	50.00	3.9807	41.15
101018SZ	国债1018	280.00	30.00	4.0291	21.22
101023SZ	国债1023	280.00	30.00	3.9593	21.33
101026SZ	国债1026	280.00	30.00	3.9693	21.38
101029SZ	国债1029	280.00	20.00	3.8184	11.42
101037SZ	国债1037	280.00	50.00	4.3998	41.64
101040SZ	国债1040	280.00	30.00	4.2291	21.69
101105SZ	国债1105	280.00	30.00	4.3091	21.90
101110SZ	国债1110	580.00	20.00	4.1490	12.08
101112SZ	国债1112	300.00	50.00	4.4797	42.15
101116SZ	国债1116	580.00	30.00	4.4989	22.23
101123SZ	国债1123	280.00	50.00	4.3299	42.61
101206SZ	国债1206	280.00	20.00	4.0291	13.06
101208SZ	国债1208	280.00	50.00	4.2498	43.13
101212SZ	国债1212	280.00	30.00	4.0691	23.24
101213SZ	国债1213	280.00	30.00	4.1193	23.34
101218SZ	国债1218	280.00	20.00	4.0989	13.49
101220SZ	国债1220	260.00	50.00	4.3498	43.63
101309SZ	国债1309	260.00	20.00	3.9892	14.06
101310SZ	国债1310	200.00	50.00	4.2398	44.14
101316SZ	国债1316	260.00	20.00	4.3189	14.37
101319SZ	国债1319	260.00	30.00	4.7589	24.46
101324SZ	国债1324	200.00	50.00	5.3097	44.64
101325SZ	国债1325	240.00	30.00	5.0488	24.69
101409SZ	国债1409	260.00	20.00	4.7689	15.08
101410SZ	国债1410	260.00	50.00	4.6697	45.15
101416SZ	国债1416	260.00	30.00	4.7591	25.32
101417SZ	国债1417	260.00	20.00	4.6288	15.36
101425SZ	国债1425	260.00	30.00	3.2456	25.58
101427SZ	国债1427	260.00	50.00	4.2398	45.65
101508SZ	国债1508	260.00	20.00	4.0892	16.07
101510SZ	国债1510	260.00	50.00	4.0669	46.15
101517SZ	国债1517	260.00	30.00	3.9394	26.32
101521SZ	国债1521	260.00	20.00	3.7391	16.48
101525SZ	国债1525	260.00	30.00	3.7395	26.56
101528SZ	国债1528	260.00	50.00	3.8390	46.65
101608SZ	国债1608	900.60	30.00	3.5196	27.07
101613SZ	国债1613	284.10	50.00	3.8094	47.15
101619SZ	国债1619	976.70	30.00	3.2695	27.39
101626SZ	国债1626	242.00	50.00	3.4799	47.64
101706SZ	国债1706	774.00	30.00	3.7694	27.89
101711SZ	国债1711	291.50	50.00	4.0798	48.14
101715SZ	国债1715	871.20	30.00	4.0494	28.32
101722SZ	国债1722	777.10	30.00	4.2794	28.56
101726SZ	国债1726	293.70	50.00	4.3698	48.64
101806SZ	国债1806	802.00	30.00	4.2192	28.97
101812SZ	国债1812	305.20	50.00	4.1298	49.14
101817SZ	国债1817	910.50	30.00	3.9694	29.31
101824SZ	国债1824	900.60	30.00	4.0795	29.56
101825SZ	国债1825	206.40	50.00	3.8199	49.64
	平均值			4.0787	

数据来源:同花顺iFinD②确定Beta值

Beta系数是衡量委估企业相对于资本市场整体同报的风险溢价程度，也用来衡量个别股票受包括股市价格变动在内的整个经济环境影响程度的指标。由于委估企业目前为非上市公司，且样本上市公司每家企业的资本结构也不尽相同，一般情况下难以直接引用该系数指标值。故本次通过选定与委估企业在业务类型和业务规模上与被估值单位具有一定的可比性的4家上市公司（4家对比公司 证券简称分别为:昂立教育、全通教育、中公教育、凯文教育）作为样本，计算出按总市值加权的剔除财务杠杆的Beta值，再按选取的样本上市公司的付息负债除以总市值指标的平均值作为计算行业平均资本结构的参照依据，重新加载杠杆Beta。

去除杠杆的Beta

本次估值根据被估值单位的主营业务等选取了与被估值单位相似的上市公司，通过同花顺iFinD系统分别计算其近二年去除杠杆的Beta值，通过上述计算，确定去除杠杆Beta值为0.9592。

同样，我们通过同花顺iFinD系统，获取样本公司历史年度相关财务数据，并通过计算，得出对比公司的资本结构如下：

金额单位:人民币万元

股票代码	上市公司股票名称	年份	股权公允市场价值	付息负债	D/(E+D)	D/(E+D)平均值	E/(E+D)	E/(E+D)平均值
600661.SH	昂立教育	2017-12-31	679,399.30	10,828.37	1.57%	2.27%	98.43%	97.73%
		2018-12-31	522,105.74	14,631.86	2.73%		97.27%	
		2019-3-31	604,010.99	15,574.08	2.51%		97.49%	
300359.SZ	全通教育	2017-12-31	473,004.17	39,330.37	7.68%	7.67%	92.32%	92.33%
		2018-12-31	383,492.62	36,467.65	8.68%		91.32%	
		2019-3-31	469,467.97	33,472.21	6.66%		93.34%	
002607.SZ	中公教育	2017-12-31	310,146.97	150,684.67	32.70%	23.70%	67.30%	76.30%
		2018-12-31	513,395.07	170,376.75	24.92%		75.08%	
		2019-3-31	1,323,090.36	206,310.37	13.49%		86.51%	
002659.SZ	凯文教育	2017-12-31	474,771.74	30,930.20	6.12%	18.16%	93.88%	81.84%
		2018-12-31	341,037.15	119,900.00	26.01%		73.99%	
		2019-3-31	346,092.71	99,616.00	22.35%		77.65%	
均值					12.95%	12.95%	87.05%	87.05%

注：上表由同花顺iFinD系统查询获得。

本次选用上市公司平均资本结构来调整被估值单位Beta系数，即平均D/E=12.95%/87.05%=14.88%，则加载财务杠杆后的Beta系数计算如下：

[illegible]

=0.9592×（1+（1-25%）×14.88%）=1.0662

③估算ERP

市场风险溢价，英文表述为MarketRiskPremium（MRP、市场风险溢价）或EquityRiskPremium（ERP、股票市场风险溢价），是对于一个充分风险分散的市场投资组合，投资者所要求的高于无风险利率的回报率。估值人员在计算折现率时，通常需要采用市场数据进行分析，相对应的市场特指股票市场，因此，采用EquityRiskPremium（ERP、股票市场风险溢价）表述市场风险溢价，是指在股票市场上拥有一个充分风险分散的投资组合，投资者所要求的回报率高于无风险利率的部分。

纽约大学AswathDamodaran课题小组每年初都会向全世界公告其研究成果，目前该研究成果数据已经成为具有极高公信力的行业通用数据。对ERP其计算公式为：

ERP=成熟股票市场的基本补偿额+国家风险补偿额

通常认为:成熟市场有较长期的历史数据，市场总体的股权风险溢价可以直接通过分析历史数据得到，因此国际上新兴市场的风险溢价通常也可以采用成熟市场的风险溢价进行调整确定。

2019年研究报告公告的中国市场ERP为6.99%，具体各项风险构成为:

ERP6.99%=成熟股票市场的基本补偿额5.96%+国家风险补偿额1.03%

故本次估值计算2019年中国企业折现率时，ERP取值6.99%。

④特定风险

由于被估值单位教育服务行业，无自有房屋等固定资产，主要依靠合同关系和人员团队盈利，故本次估值考虑追加4%的特定风险报酬率。

⑤计算权益资本成本

按照上述数据，计算股权收益率如下：

$$K_e = R_f + \beta \times ERP + R_c$$

=4.0787%+1.0662×6.99%+4%

=15.53%

⑥债务资本成本

债务资本成本按基准日五年期以上银行贷款利率4.90%考虑。

则税后债务资本成本Kdt=4.90%*（1-25%）=3.6750%。

⑦计算加权资本成本

本次以可比上市公司资本结构的平均值作为计算基础。

按照上述数据计算WACC如下：

项目	资本成本率	权重	WACC
权益	15.53%	87.05%	14.00%
带息