

## 中联评估对《关于对希努尔男装股份有限公司的重组问询函》估值相关问题 的回复

深圳证券交易所中小板公司管理部：

希努尔男装股份有限公司（以下简称“希努尔”）于 2016 年 1 月 7 日收到贵部下发的《关于对希努尔男装股份有限公司的重组问询函》（中小板重组问询函（需行政许可）【2015】第 73 号）（以下简称“重组问询函”），根据重组问询函的要求，中联评估作为本次重组的估值机构，现就重组问询函所涉估值相关问题进行说明和解释，具体情况如下：

**8、根据《报告书》，星河互联在评估基准日 2015 年 10 月 31 日的净资产账面值为 33 亿元，评估值介于 90 亿元与 115 亿元之间，确定的交易价格为 110 亿元，增值比率 333%。请补充披露以下内容：**

**（2）请说明对星河互联采用收益法进行评估的选择理由、主要假设和参数指标设置的具体依据；**

**（3）根据星河互联收益法估值过程，未来净现金流量预测中除了考虑星河互联目前所持有的投资项目的退出计划和投资收益，还考虑了正在创建及未来预计创建的投资项目的投资、退出计划和投资成本、收益，请结合星河互联投资项目的投资成本、退出计划和投资收益等指标，分具体项目补充披露预测期内其各年度产生的净现金流量金额的具体计算过程，并请独立财务顾问、评估机构发表专业意见。**

答复:

## 一、对星河互联采用收益法进行评估的选择理由

收益法是企业整体资产预期获利能力的量化与现值化,强调的是企业的整体预期盈利能力。

星河互联的商业模式是通过快速发明、发现和识别全球范围内互联网领域处于早期阶段的优秀创意和模式,以创始人身份确保每个可商业化项目创建独立业务主体,并通过大数据系统及相关外部资源将一流的创业执行团队与项目公司相匹配。星河互联通过向创业执行团队让渡股权对其充分授权,由团队掌控和执行创业企业具体业务经营主业。星河互联与创业执行团队共同从无到有、共同创建互联网公司,并最终通过企业股权增值和变现获得回报。经过多年的发展,星河互联从只有一个创建团队发展到现在并行十余个创建团队,搭建了完善的核心创建平台,具备很强的项目发掘和创建能力。

由上可见,星河互联有着较为明确的盈利模式,2013年度、2014年度、2015年1-10月星河互联归属于母公司所有者的净利润分别为15,419.31万元、48,775.87万元和46,359.02万元,其业务模式经过一定时间的积累,从实践情况来看也是可行的。

综上所述,估值对象主要是通过投资项目未来的运营及退出获得相应的投资收益,投资项目的运营收益和退出有着一定的历史基础和退出规律,故本次估值可以选择收益法进行评估。

## 二、收益法进行评估的主要假设和参数指标的具体依据

### (一) 主要假设

## 1、一般假设

### (1) 交易假设

交易假设是假定所有待评估资产已经处在交易的过程中，估值人员根据待评估资产的交易条件等模拟市场进行估价。交易假设是资产评估得以进行的一个最基本的前提假设。

### (2) 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。

### (3) 资产持续经营假设

资产持续经营假设是指评估时需根据估值对象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，相应确定评估方法、参数和依据。

## 2、特殊假设

(1) 本次估值假设估值基准日外部经济环境不变，国家现行的宏观经济不发生重大变化；

(2) 企业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，所得税税收优惠减免等政策不发生重大调整；

(3) 企业未来的经营管理团队尽职，并继续保持现有的经营管理模式；管理团队历史年度的投资经验、从业经历、历史投资业绩回报情况可以作为估值对象未来年度投资项目预计回报的参考；

(4) 本次估值假设委托方及估值对象提供的基础资料和财务资料真实、准确、完整；

(5) 评估范围仅以委托方及估值对象提供的资料清单为准，未考虑委托方及估值对象提供清单以外可能存在的或有资产及或有负债；

## (二) 主要参数指标

### 1、投资收益的预测

星河互联的收益主要来源于与其未来投资项目退出的投资收益，本次估值中假设星河互联管理团队未来创建项目的预计收益情况可以参考团队历史年度的退出的业绩表现和收益情况及行业内同类团队的运营表现。

本次估值假设企业目前的项目能够按计划退出，同时收回的投资成本用于创建和投资新的项目后未来也能够按目前的经营模式持续退出，综合考虑各项目所处的阶段及未来预计的退出方式对各未上市投资项目未来的预计退出时间、退出价格等进行预测；对于目前持有的和未来新创建投资的项目，本次估值中结合各投资项目的业务特点及公司对该等项目未来退出计划的规划进行预测。预测期内投资收益预测的主要方法如下：

(1) 对于预计在 2015 年 10-12 月及 2016 年将实现部分退出的北京微网通联信息技术有限公司、北京蜂巢天下信息技术有限公司、北京闪惠信息技术有限公司等投资项目，根据星河互联与相关投资方签署的投资协议、意向书所约定的转让价格确定相应的转让价格并结

转相应的成本；

(2) 对于上述项目 2017 年至 2020 年的退出计划，结合上述项目未来业务发展的规律，考虑随着该等投资项目价值的提升，未来逐步退出；

(3) 对于目前阶段其他投资规模相对较小、投资创建的项目尚处于经营初期的项目，参考管理层对投资项目运营规律、价值变化及行业普遍的退出规律预计该等投资项目在项目创建后 2-6 年内分批逐步退出。

一般来说，投资项目能否成功退出存在不确定性，投资项目存在一定的失败风险。考虑星河互联联合创业平台的业务特点，可以看到星河互联创建项目的退出成功率高于投资项目的退出成功率，项目退出的成功率介于 60%-80% 之间。本次估值结合上述星河互联管理团队历史年度的投资经历，分析项目退出的成功率的区间特性，考虑到随着未来星河互联管理团队投资创建项目的规模的扩大，预计星河互联的投资项目未来能够成功退出的水平较其历史年预计将有所下降。

单位：万元

项目\年度	2015 年 11-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
投资项目退出收入高值	3,017.96	122,244.38	177,751.20	217,345.87	266,841.34	314,781.68
投资项目退出收入低值	3,017.96	122,244.38	143,817.19	174,845.27	214,036.22	251,321.20
投资项目退出结转成本	175.53	9,811.11	19,392.49	19,009.72	20,417.43	18,632.78
<b>投资项目退出收益高值</b>	<b>2,842.43</b>	<b>112,433.27</b>	<b>158,358.72</b>	<b>198,336.15</b>	<b>246,423.91</b>	<b>296,148.89</b>
<b>投资项目退出收益低值</b>	<b>2,842.43</b>	<b>112,433.27</b>	<b>124,424.71</b>	<b>155,835.55</b>	<b>193,618.79</b>	<b>232,688.42</b>

## 2、期间费用预测

星河互联管理费用主要为职工薪酬、差旅费、会议费、折旧费等。

其中，职工薪酬的预测结合估值对象人员规模，并参考历史年度人员

成本水平、估值对象计划的增长目标进行估算；折旧摊销的预测按照估值对象执行的固定资产折旧政策，以基准日固定资产账面原值、预计使用期、加权折旧率等估算未来经营期的折旧额。差旅费、会议费及其他管理费用与估值对象的经营业务存在较密切的联系，本次估值结合公司历史年度业务发展情况以及未来的业务开展计划，预计该等管理费用仍将每年保持一定的上涨趋势。

星河互联销售费用预测主要是依据业务部门员工数量、人均工资及市场开发情况进行预测。

星河互联截至基准日付息债务余额为 6,000.00 万元。考虑到随着星河互联未来年度投资项目规模的扩大，预计星河互联未来年度的付息债务规模将会有相应幅度的增加。

单位：万元

项目\年度	2015年 11-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
销售费用	45.00	260.00	312.00	403.20	469.44	547.49
管理费用	914.13	7,015.02	12,582.79	16,215.26	18,488.88	20,423.59
财务费用	84.04	2,342.38	2,177.50	2,177.50	2,177.50	2,177.50

#### 4、资产减值损失预测

资产减值损失依据公司现在投资项目的经营状况，并考虑其是否出现减值迹象及公司资产减值政策等因素进行资产减值损失的预测。考虑到公司投资创建的项目目前大多处于运营初期，按照投资项目运营的一般规律，在运营初期出现明确减值迹象的项目相对较少，未来随着项目经营年限的增加及星河互联投资项目规模的扩大，预计投资项目出现损失的规模预计将有所扩大。结合星河互联管理团队历史年度的投资经历及行业规律，考虑到投资项目能否成功退出存在一定的

不确定性，投资项目存在一定的失败风险。估值机构根据上述失败风险情况对资产减值损失进行了相应预测。

单位：万元

项目\年度	2015年 11-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
资产减值损失（高收益）	-	300.00	7,150.97	10,150.97	13,150.97	15,150.97
资产减值损失（低收益）	-	300.00	10,726.45	15,226.45	19,726.45	22,726.45

## 5、所得税费用预测

根据国家税务总局财政部下发的《财政部国家税务总局关于新疆喀什霍尔果斯两个特殊经济开发区企业所得税优惠政策通知》（财税〔2011〕112号文件），“2010年1月1日至2020年12月31日，对在新疆喀什、霍尔果斯两个特殊经济开发区内新办的属于《新疆困难地区重点鼓励发展产业所得税优惠目录》（以下简称《目录》）范围内的企业，自取得第一笔生产经营收入所属纳税年度起，五年内免征企业所得税。”星河互联子公司中享受该税收优惠政策的为霍尔果斯苍穹之下创业投资有限公司、喀什星河互联创业投资有限公司两个子公司。

根据星河互联未来投资项目的运营管理及退出计划，未来投资项目将主要在霍尔果斯苍穹之下创业投资有限公司、喀什星河互联创业投资有限公司的层面退出，因此在未来五年内（2015年至2019年）预测星河互联整体的所得税费用为零。2020年及以后年度的所得税率按照法定税率进行测算。

## 6、折旧、摊销预测

估值对象的固定资产主要包括电子设备、办公设备。固定资产按

取得时的实际成本计价。本次估值中，按照企业执行的固定资产折旧政策，以基准日经审计的固定资产账面原值、预计使用期、加权折旧率等估算未来经营期的折旧额。

星河互联的无形资产主要为公司所使用办公软件，因此以基准日经审计的无形资产账面值、预计使用期等估算未来经营期的摊销金额。

#### 7、资本性支出及资产更新预测

本次估值假设企业目前的投资项目在退出之后，通过回收成本和新增投资，持续的创立和投资新的投资项目。目前星河互联的投资业务规模相对较小，预计未来两三年的投资规模、力度相对较大，未来随着星河互联的业务发展成熟，投资项目的逐步退出，预计未来项目投资规模会逐步趋于平稳。

按照收益预测的前提和基础，在维持现有资产规模和资产状况的前提下，结合企业历史年度资产更新和折旧摊销情况，预计未来资产更新改造支出。

单位：万元

项目\年度	2015年 11-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
资本性支出及 资产更新	11,151.53	60,372.50	30,011.50	30,011.50	20,011.50	20,011.50

#### 四、预测期内项目退出形成投资收益预测过程

近年来星河互联业务发展较快，投资及联合创建的项目数量不断增加，资产规模日益增大。公司结合创建项目和退出项目的规律，根据具体项目所处的业务类型、发展周期等参考因素制定相应项目的退

出计划。本次估值中估值机构根据上述退出计划，并考虑投资项目的价值变化规律，预计投资项目的退出时间、退出金额并结转相应的成本，从而得到相应的投资收益预测数据。

### 1、退出项目的投资成本、退出计划和投资收益

根据公司经营规划及预测，各年度星河互联项目退出形成投资收益项目的具体投资成本、退出计划及投资收益情况如下所示：

#### 未来经营期内的投资收益预测-高值

单位：万元

项目	投资项目所属行业	退出价格	投资成本	投资收益
2016年	O2O及电商	45,840.00	2,516.73	43,323.27
	互联网餐饮	6,180.00	312.50	5,867.50
	企业服务	6,750.00	237.70	6,512.30
	数字娱乐	22,074.38	4,907.44	17,166.94
	智能设备	41,400.00	1,836.73	39,563.27
	<b>总计</b>	<b>122,244.38</b>	<b>9,811.11</b>	<b>112,433.27</b>
2017年	O2O及电商	68,460.69	5,143.89	63,316.79
	大数据云计算	16,003.97	3,169.00	12,834.97
	互联网餐饮	14,802.50	1,574.83	13,227.67
	互联网健康	3,591.00	600.00	2,991.00
	其他互联网+	10,773.01	1,800.00	8,973.01
	媒体社交	538.65	90.00	448.65
	企业服务	10,179.00	1,402.03	8,776.97
	数字娱乐	34,992.68	3,760.38	31,232.29
	智能设备	18,409.73	1,852.35	16,557.38
<b>总计</b>	<b>177,751.20</b>	<b>19,392.49</b>	<b>158,358.72</b>	
2018年	O2O及电商	74,851.76	4,757.79	70,093.97
	大数据云计算	13,821.79	1,892.00	11,929.79
	互联网餐饮	18,098.57	1,714.92	16,383.65
	互联网健康	7,660.80	800.00	6,860.80
	其他互联网+	22,982.40	24,259.41	197,477.92
	媒体社交	1,149.12	120.00	1,029.12
	企业服务	18,675.41	1,827.54	16,847.87
	数字娱乐	32,813.80	3,211.35	29,602.45
	智能设备	27,292.23	2,286.12	25,006.11
<b>总计</b>	<b>217,345.87</b>	<b>19,009.72</b>	<b>198,336.15</b>	
2019年	O2O及电商	57,721.60	4,009.95	53,711.65

项目	投资项目所属行业	退出价格	投资成本	投资收益
	大数据云计算	21,020.14	2,115.00	18,905.14
	互联网餐饮	29,775.46	2,072.50	27,702.96
	互联网健康	13,406.40	1,000.00	12,406.40
	其他互联网+	40,219.20	3,000.00	37,219.20
	媒体社交	2,010.96	150.00	1,860.96
	企业服务	29,829.24	2,225.00	27,604.24
	数字娱乐	36,178.17	3,247.53	32,930.64
	智能设备	36,680.18	2,597.45	34,082.73
	<b>总计</b>	<b>266,841.34</b>	<b>20,417.43</b>	<b>246,423.91</b>
2020年	O2O及电商	70,504.13	3,849.23	66,654.90
	互联网餐饮	32,981.79	1,887.25	31,094.54
	互联网健康	17,428.32	1,000.00	16,428.32
	其他互联网+	52,284.96	3,000.00	49,284.96
	媒体社交	2,614.25	150.00	2,464.25
	企业服务	38,778.01	2,225.00	36,553.01
	数字娱乐	33,948.24	2,808.85	31,139.39
	智能设备	46,809.39	2,597.45	44,211.94
	大数据云计算	19,432.58	1,115.00	18,317.58
<b>总计</b>	<b>314,781.68</b>	<b>18,632.78</b>	<b>296,148.89</b>	

### 未来经营期内的投资收益预测-低值

单位：万元

项目	投资项目所属行业	退出价格	投资成本	投资收益
2016年	O2O及电商	45,840.00	2,516.73	43,323.27
	互联网餐饮	6,180.00	312.50	5,867.50
	企业服务	6,750.00	237.70	6,512.30
	数字娱乐	22,074.38	4,907.44	17,166.94
	智能设备	41,400.00	1,836.73	39,563.27
	<b>总计</b>	<b>122,244.38</b>	<b>9,811.11</b>	<b>112,433.27</b>
2017年	O2O及电商	53,790.54	4,041.63	49,748.91
	大数据云计算	12,574.55	2,489.93	10,084.62
	互联网餐饮	11,630.54	1,237.37	10,393.17
	互联网健康	2,821.50	471.43	2,350.07
	其他互联网+	8,464.51	1,414.29	7,050.22
	媒体社交	423.23	70.71	352.51
	企业服务	7,997.79	1,101.60	6,896.19
	数字娱乐	27,494.25	2,954.58	24,539.66
	智能设备	14,464.79	1,455.42	13,009.37
<b>总计</b>	<b>139,661.66</b>	<b>15,236.96</b>	<b>124,424.71</b>	
2018年	O2O及电商	58,812.10	3,738.26	55,073.83
	大数据云计算	10,859.98	1,486.57	9,373.41

项目	投资项目所属行业	退出价格	投资成本	投资收益
	互联网餐饮	14,220.31	1,347.44	12,872.87
	互联网健康	6,019.20	628.57	5,390.63
	其他互联网+	18,057.60	19,060.97	155,161.22
	媒体社交	902.88	94.29	808.59
	企业服务	14,673.54	1,435.92	13,237.61
	数字娱乐	25,782.27	2,523.20	23,259.07
	智能设备	21,443.90	1,796.24	19,647.66
	<b>总计</b>	<b>170,771.76</b>	<b>14,936.21</b>	<b>155,835.55</b>
2019年	O2O及电商	45,352.69	3,150.68	42,202.01
	大数据云计算	16,515.82	1,661.79	14,854.04
	互联网餐饮	23,395.00	1,628.39	21,766.61
	互联网健康	10,533.60	785.71	9,747.89
	其他互联网+	31,600.80	2,357.14	29,243.66
	媒体社交	1,580.04	117.86	1,462.18
	企业服务	23,437.26	1,748.21	21,689.05
	数字娱乐	28,425.71	2,551.63	25,874.07
	智能设备	28,820.14	2,040.85	26,779.29
	<b>总计</b>	<b>209,661.05</b>	<b>16,042.27</b>	<b>193,618.79</b>
2020年	O2O及电商	55,396.10	3,024.40	52,371.71
	互联网餐饮	25,914.26	1,482.84	24,431.42
	互联网健康	13,693.68	785.71	12,907.97
	其他互联网+	41,081.04	2,357.14	38,723.90
	媒体社交	2,054.05	117.86	1,936.20
	企业服务	30,468.44	1,748.21	28,720.22
	数字娱乐	26,673.62	2,206.95	24,466.66
	智能设备	36,778.81	2,040.85	34,737.95
	大数据云计算	15,268.46	876.07	14,392.38
	<b>总计</b>	<b>247,328.46</b>	<b>14,640.04</b>	<b>232,688.41</b>

## 2、现金流预测

考虑到投资项目成功退出有一定的不确定性，根据上述投资收益具体测算，以及相关的参数指标设置，预计星河互联的净现金流量将介于下列的预测区间内：

### 未来经营期内的净现金流量预测-高值

单位：万元

项目	2015年 11-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
----	-----------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

项目	2015年 11-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
一、投资收益	2,842.43	112,433.27	158,358.72	198,336.15	246,423.91	296,148.89	296,148.89
二、营业利润	1,799.27	102,515.88	136,135.46	169,389.23	212,137.13	257,849.35	257,849.35
三、利润总额	1,799.27	102,515.88	136,135.46	169,389.23	212,137.13	257,849.35	257,849.35
四、净利润	1,799.27	102,515.88	136,135.46	169,389.23	212,137.13	193,387.01	193,387.01
五、净现金流量	-9,110.84	54,022.77	134,312.04	170,183.04	227,338.65	208,803.89	208,803.89

#### 未来经营期内的净现金流量预测-低值

单位：万元

项目	2015年 11-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
一、投资收益	2,842.43	112,433.27	124,424.71	155,835.55	193,618.79	232,688.42	232,688.42
二、营业利润	1,799.27	102,515.88	98,625.97	121,813.14	152,756.52	186,813.39	186,813.39
三、利润总额	1,799.27	102,515.88	98,625.97	121,813.14	152,756.52	186,813.39	186,813.39
四、净利润	1,799.27	102,515.88	98,625.97	121,813.14	152,756.52	140,110.04	140,110.04
五、净现金流量	-9,110.84	54,022.77	100,378.03	127,682.44	174,533.52	163,102.40	163,102.40

综上所述，估值对象主要是通过投资项目未来的运营及退出获得相应的投资收益，投资项目的运营收益和退出有着一定的历史基础和退出规律，故本次估值可以选择收益法进行评估。星河互联对其未来业务的投资、创建、运营及退出有着较为明确的经营计划，本次估值结合星河互联投资项目的投资成本、退出计划和投资收益等指标，在星河互联估值过程中对净现金流量金额的预测具有合理性。

（本页无正文，为《中联评估对<关于对希努尔男装股份有限公司的重组问询函>估值相关问题的回复》之签章页）

中联资产评估集团有限公司

2015年4月12日