

银信资产评估有限公司《关于对上海新南洋昂立
教育科技有限公司业绩预告更正
相关事项的问询函》的回复

上海证券交易所上市公司监管一部：

上海新南洋昂立教育科技有限公司（以下简称“公司”）转来贵部《关于对上海新南洋昂立教育科技有限公司业绩预告更正相关事项的问询函》（上证公函【2019】0436号）收悉。对于问询函中涉及的有关事项答复如下：

一、教育基金估值前提和依据

（一）估值前提

本次估值对上海赛领交大教育股权投资基金合伙企业（有限合伙）、上海赛领旗育企业管理咨询中心（有限合伙）和 STAR EDUCATION INVESTMENT LIMITED 采用资产基础法进行，对其实际最终投资的实体 Astrum Education Group Limited 及下属两所英国学校合并采用收益法进行估值。

收益法估值的假设前提如下：

- 1、Astrum Education Group Limited 能够按照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经营；
- 2、Astrum Education Group Limited 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；
- 3、Astrum Education Group Limited 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；
- 4、Astrum Education Group Limited 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。
- 5、收益的计算以中国会计年度为准，在会计年度内均匀发生；
- 6、无其他不可预测和不可抗力因素对 Astrum Education Group Limited 经营造成重大影响；
- 7、本次估值是在 Astrum Education Group Limited 管理层预期可实现业

绩情况下得出的，Astrum Education Group Limited 对未来经营负责，如未来前述各项假设发生变化时，需要对估值进行调整。

（二）依据资料

- 1、《Astrum 项目三年工作总结报告》
- 2、《Astrum 项目三年预测与实际对比（BH）》
- 3、Astrum Education Group Limited 提供的经委托方和被估值单位共同确认的未来年度盈利预测
- 4、教育基金合伙协议、赛领旗育合伙协议
- 5、教育基金 2016~2017 年审计报告、2018 年未审财务报表
- 6、赛领旗育 2016~2018 年审计报告
- 7、教育基金并购贷款合同（22,015 万元）
- 8、英国 Astrum 项目 2016~2017 财年审计报告，2018 年未审报表
- 9、《ASTRUM 项目考察报告 201904》及录音文件

二、教育基金估值的具体方法

本次估值对上海赛领交大教育股权投资基金合伙企业（有限合伙）、上海赛领旗育企业管理咨询中心（有限合伙）和 STAR EDUCATION INVESTMENT LIMITED 采用资产基础法进行，对其实际最终投资的实体 Astrum Education Group Limited 及下属两所英国学校合并采用收益法进行估值。

三、估值步骤和详细计算过程

1、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，得出合伙人全部权益价值。计算公式：

$$E = B - D \quad (1)$$

式中：

E: 被估值单位的股东全部权益价值

B: 被估值单位的企业整体价值

D: 估值对象的付息债务价值

$$B = P + \sum C_i \quad (2)$$

P: 被估值单位的经营性资产价值

$\sum C_i$: 被估值单位基准日存在的长期投资、其他非经营性或溢余性资产的价值

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_{n+1}}{r(1+r)^n} \quad (3)$$

式中:

R_i : 被估值单位未来第 i 年的预期收益 (企业自由现金流量)

r : 折现率

n : 估值对象的未来预测期。

2、盈利预测

Astrum Education Group Limited 根据历史经营情况及未来展望, 对未来收益做了详细的预测 (中国区业务具有重大不确定性, 本次估值基准日, 国内业务盈利预测缺乏相应的依据和支撑, 不纳合并预测范围), 具体如下:

单位: 千英镑

项目	2019年1-8月	2020 学年	2021 学年	2022 学年	2023 学年
一、营业收入	5,627.20	14,316.63	18,955.99	21,526.69	23,238.88
减: 营业成本	9,944.82	15,514.25	17,145.39	18,199.06	19,316.19
减: 主席费用	34.13	51.20	51.20	51.20	51.20
减: 商誉摊销	1,080.00	1,620.00	1,620.00	1,620.00	1,620.00
二、息前税前利润	-5,431.75	-2,868.83	139.40	1,656.43	2,251.49
减: 所得税					
三、息前税后利润	-5,431.75	-2,868.83	139.40	1,656.43	2,251.49

项目	2024 学年	2025 学年-2032 学年	2033 学年及永续年
一、营业收入	23,238.88	23,238.88	23,238.88
减: 营业成本	19,316.19	19,316.19	19,316.19
减: 主席费用	51.20	51.20	51.20
减: 商誉摊销	1,620.00	1,620.00	

二、息税前利润	2,251.49	2,251.49	3,871.49
减：所得税		450.30	774.30
三、息税后利润	2,251.49	1,801.19	3,097.19

注：由于 Astrum Education Group Limited 提供的预测是按学年核算的，即每年的 9 月至次年的 8 月为一个学年，故本次估值预测 2019 年 1-8 月数据以 2019 学年预测数扣减 2018 年 9-12 月实际发生数确认。

其中营业收入构成如下：单位：千英镑

营业收入	2019-1 至 2019-8	2020 学年	2021 学年	2022 学年	2023 学年	2024 学年及永续年
原学生数	91.00	183.00	334.00	424.00	581.00	581.00
新增学生数	182.00	269.00	272.00	255.00	144.00	144.00
当期学生总数	273.00	452.00	606.00	679.00	725.00	725.00
平均学费		23.82	24.62	25.42	25.97	25.97
学费收入	3,856.46	10,768.88	14,921.22	17,261.06	18,827.77	18,827.77
平均住宿收费	17.20	17.52	17.85	18.18	18.53	18.53
住宿收入	1,033.18	1,959.30	1,959.30	1,959.30	1,959.30	1,959.30
其他收入	42.51	1,588.45	2,075.48	2,306.34	2,451.81	2,451.81
短期培训费	695.05					
营业收入合计	5,627.20	14,316.63	18,955.99	21,526.69	23,238.88	23,238.88

其中营业成本构成如下：

单位：千英镑

项目	2019-1 至 2019-8	2020 学年	2021 学年	2022 学年	2023 学年	2024 学年及永续年
直接成本	1,282.45	1,778.22	1,879.91	2,212.00	2,417.30	2,417.30
人员成本	4,464.24	7,095.86	8,823.56	9,631.22	10,401.00	10,401.00
房租	2,579.93	3,808.13	3,928.71	3,951.03	4,049.80	4,049.80
其他	977.46	1,746.98	1,651.19	1,636.68	1,677.60	1,677.60
折旧摊销	640.74	1,085.05	862.02	768.13	770.49	770.49
营业成本合计	9,944.82	5,514.25	17,145.39	18,199.06	19,316.19	19,316.19

其中主席费用构成如下：单位：千英镑

项目	2019-1 至 2019-8	2020 学年	2021 学年	2022 学年	2023 学年	2024 学年及永续年
主席费用	34.13	51.20	51.20	51.20	51.20	51.20
主席费用合计	34.13	51.20	51.20	51.20	51.20	51.20

3、资本性支出及折旧摊销

①折旧及摊销

Astrum Education Group Limited 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，独立预测未来年度的折旧和摊销金额如下：

单位：千英镑

内容	2019-1 至 2019-8	2020 学年	2021 学年	2022 学年	2023 学年
固定资产折旧	640.74	1,085.05	862.02	768.13	770.49
折旧小计	640.74	1,085.05	862.02	768.13	770.49
商誉摊销	1,080.00	1,620.00	1,620.00	1,620.00	1,620.00
摊销小计	1,080.00	1,620.00	1,620.00	1,620.00	1,620.00
折旧摊销合计	1,720.74	2,705.05	2,482.02	2,388.13	2,390.49

内容	2024 学年	2025 学年-2032 学年	2033 学年及永续年
固定资产折旧	770.49	770.49	770.49
折旧小计	770.49	770.49	770.49
商誉摊销	1,620.00	1,620.00	
摊销小计	1,620.00	1,620.00	
折旧摊销合计	2,390.49	2,390.49	770.49

②资本性支出

1) 预测期内的资本性支出

Astrum Education Group Limited 预计未来年度与固定资产相关的资本性支出如下：

单位：千英镑

内容	2019-1 至 2019-8	2020 学年	2021 学年	2022 学年	2023 学年	2024 学年及永续年
固定资产更新	449.14	426.50	862.50	372.00	372.00	770.49
资本性支出合计	449.14	426.50	862.50	372.00	372.00	770.49

2) 预测期届满后的资本性支出

2024 学年及永续年间资本性支出按预测期最后一年 2023 年折旧金额确定为 770.49 千英镑。

3) 营运资金变动

经 Astrum Education Group Limited 管理层介绍，学校运营模式为每学年初提前预收学生的学费及住宿费等，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。

4) 折现率的确定

由于 Astrum Education Group Limited 的账面长期负债为欠股东 Star Education Investment Limited 的欠款，实际为 Star Education Investment Limited 于 2016 年收购 Astrum Education Group Limited 时代为偿还的债务，该笔负债不计利息，实际为股东投资款。因此 Astrum Education Group Limited 账面除该笔对股东欠款外，不存在其他付息负债，故本次采用权益资本成本采用资本资产定价模型（CAPM）计算折现率，计算公式如下：

$$K_c = R_f + ERP \times \beta_L + R_c$$

其中：R_f：无风险收益率；

ERP：市场风险溢价；

β_L：权益的系统风险系数；

R_c：企业特定风险调整系数；

第一步：确定无风险收益率 R_f

本次测算利用基准日附近英国发行的 20 年期的国债到期收益率作为无风险收益率，基准日近期英国 20 年期国债平均收益率约为 1.743%。

第二步：确定资金风险收益率

经查询，我们采用美国金融学家 Aswath Damodaran 有关市场风险溢价研究成果作为参考，美国 2018 年的 ERP 值为 5.96%，对应的英国股权风险溢价比例为 6.65%。

第三步：确定对比公司相对于股票市场风险系数 β（Levered Beta）

该系数是衡量委估企业相对于资本市场整体回报的风险溢价程度，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处于同类行业的上市公司作为样本，于彭博金融终端查询获取其于基准日的财务数据，将 Beta 系数卸载调整为无财务杠杆 β 系数，再按选取的可比上市公司的付息债务、总市值等平均数指标为计算行业平均资本结构的参照依据，重新计算杠杆 Beta。

通过在彭博金融终端查询与委估企业处于同类行业的平均无财务杠杆 β 系数为 0.86，平均加载财务杠杆的 β 系数为 1.75。

第四步：风险因素分析

1、政治风险和政策风险对英国 Astrum 项目影响估值（折现率）的影响

①脱欧及“最严移民新政”的出台，学生签证全面整顿，使得原本快速增长的国际学生市场（尤其是欧盟国家及中国学生）开始出现突然下滑。同时，越来越多英国本土郊区传统中学开始扩大海外学生招生力度，传统郊区学校“哈利波特”式的校园风格吸引了部分学生，打破了原有市场格局。

②英国 Astrum 项目业绩出现大幅下滑，于 2017 年至 2018 年被迫进行转型，将兰斯登学院（LD）和达夫米勒学院（DM）合并为一所新的私立中学集团 Kensington Park School Group，其中 LD 于 2017 年 9 月至 2018 年 9 月关停一年，进行彻底翻修改造，学生均转入 DM 和 CIC 进行学习，2018 年 9 月重新开业，更名为 Kensington Park School-Senior（简称“KPS 初中部”）；DM 更名为 Kensington Park College - 6th form（简称“KPS 高中部”），未看到 Astrum 转型带来基本面的好转，经营不乐观。

（2）经营风险对英国 Astrum 项目影响估值（折现率）

近三年英国 Astrum 项目的经营状况：

金额单位：英镑千元

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
一、营业收入	18,634.00	14,861.00	8,024.00
减：营业成本	6,028.00	5,195.00	5,094.00
管理费用	13,223.00	14,091.00	10,724.00
财务费用	3,865.00	22.00	2.00
二、营业利润（亏损以“-”填列）	-4,482.00	-4,447.00	-7,796.00
减：所得税费用	1.00	-	-
三、净利润（净亏损以“-”号填列）	-4,483.00	-4,447.00	-7,796.00

①从 2018 年的经营情况来看，学校的转型不成功，业绩持续大幅下滑。

②在 2019 财年，英国 Astrum 项目现金缺口 650 万英镑（人民币 5694 万元），需要股东借款解决经营资金，但教育基金的各方合伙人就英国 Astrum 项目借款救助或增资未达成一致意见，英国 Astrum 项目的未来存在重大不确定性。

（3）经与公司管理层访谈，中国区业务具有重大不确定性。其中：湖州项目运营 1 年，但效果不理想，面临关停的风险；郑州荥阳项目只限于签订了协议，最乐观的招生预期在 2022 年 9 月，未来运营具有重大不确定性。

（4）考虑了特定风险报酬率

美国金融学家 AswathDamodaran 有关市场风险溢价研究成果，小型企业的个别风险因素取值一般为 3%-5%（1926 年至 2004 年的统计结果，小市值公司的平均溢价水平），本次估值的英国 Astrum 项目，属于小型企业，基于上述的风险因素分析，参考美国金融学家 AswathDamodaran 有关市场风险溢价研究成果，综合判定，特定风险报酬率取值 2%。

第五步：计算权益资本成本

按照上述数据，计算股权收益率如下：

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

$$= 1.743\% + 6.65\% \times 1.75 + 2\%$$

$$= 15.38\%$$

5) 收益年期的确定

本次估值建立在 Astrum Education Group Limited 持续经营的假设前提下，收益年期确定为永续年。

6) 非经营性资产分析

经分析 Astrum Education Group Limited 估值基准日账面资产负债表，被估值单位评估基准日无非经营性资产/负债。

7) 企业自由净现金流量折现值的计算

根据以上分析计算，Astrum Education Group Limited 自由现金流计算如下：

单位：千英镑

项目	2019-1 至 2019-8	2020 学年	2021 学年	2022 学年	2023 学年
息前税后利润	-5,431.75	-2,868.83	139.40	1,656.43	2,251.49
加：折旧和摊销	1,720.74	2,705.05	2,482.02	2,388.13	2,390.49
减：营运资金增减变动					
减：资本性支出	449.14	426.50	862.50	372.00	372.00
净现金流量	-4,160.15	-590.27	1,758.92	3,672.57	4,269.98
可用于分配的净现金流	-4,160.15	-590.27	1,758.92	3,672.57	4,269.98
折现率	15.38%	15.38%	15.38%	15.38%	15.38%
折现期	0.3333	1.1667	2.1667	3.1667	4.1667
折现系数	0.9534	0.8463	0.7335	0.6357	0.5510
折现值	-3,966.29	-499.55	1,290.17	2,334.65	2,352.76
折现值小计	1,511.74				

项目	2024 学年	2025 学年	2026 学年	2027 学年	2028 学年
息前税后利润	2,251.49	1,801.19	1,801.19	1,801.19	1,801.19
加：折旧和摊销	2,390.49	2,390.49	2,390.49	2,390.49	2,390.49
减：营运资金增减变动					
减：资本性支出	770.49	770.49	770.49	770.49	770.49
净现金流量	3,871.49	3,421.19	3,421.19	3,421.19	3,421.19
可用于分配的净现金流	3,871.49	3,421.19	3,421.19	3,421.19	3,421.19
折现率	15.38%	15.38%	15.38%	15.38%	15.38%
折现期	5.1667	6.1667	7.1667	8.1667	9.1667
折现系数	0.4775	0.4139	0.3587	0.3109	0.2694
折现值	1,848.64	1,416.03	1,227.18	1,063.65	921.67
折现值小计	6,477.17				

项目	2029 学年	2030 学年	2031 学年	2032 学年	2033 学年 及永续年
息前税后利润	1,801.19	1,801.19	1,801.19	1,801.19	3,097.19
加：折旧和摊销	2,390.49	2,390.49	2,390.49	2,390.49	770.49
减：营运资金增减变动					
减：资本性支出	770.49	770.49	770.49	770.49	770.49
净现金流量	3,421.19	3,421.19	3,421.19	3,421.19	3,097.19
可用于分配的净现金流	3,421.19	3,421.19	3,421.19	3,421.19	3,097.19
折现率	15.38%	15.38%	15.38%	15.38%	15.38%
折现期	10.1667	11.1667	12.1667	13.1667	
折现系数	0.2335	0.2024	0.1754	0.1520	0.9883
折现值	798.85	692.45	600.08	520.02	3,060.96
折现值小计	5,672.36				
折现值合计	13,661.27				
非经营性资产/负债					
企业整体价值	13,661.27				

8) Astrum Education Group Limited 股东全部权益价值的计算

股东全部权益价值等于企业整体价值扣减付息负债的价值，其价值计算如下：

企业股东全部权益价值 $E=P-D$

由于 Astrum Education Group Limited 的账面长期负债为欠股东 Star Education Investment Limited 的欠款，实际为 Star Education Investment Limited 于 2016 年收购 Astrum Education Group Limited 时代为偿还的债务，该笔负债不计利息，实际为股东投资款。因此 Astrum Education Group Limited 账面除该笔对股东欠款外，不存在其他付息负债。

故 Astrum Education Group Limited 企业股东全部权益价值

=13,661.27-0.00=13,661.27 千英镑

经查估值基准日英镑兑人民币汇率为 8.6762，故折合人民币 11,900.00 万元（取整至百万元）。

9) 上海赛领交大教育股权投资基金合伙企业（有限合伙）估值结果

本次按照投资级次和投资比例，采用资产基础法，逐级确认各母子公司估值。

具体如下：

①STAR EDUCATION INVESTMENT LIMITED

金额单位：人民币万元

项目	账面金额	评估价值	增减值	增值率%
流动资产	49,003.86	13,042.37	-35,961.49	-73.39
资产总计	49,003.86	13,042.37	-35,961.49	-73.39
流动负债				
非流动负债	12,059.92	12,079.66	19.74	0.16
负债总计	12,059.92	12,079.66	19.74	0.16
净资产（所有者权益）	36,943.94	962.72	-35,981.22	-97.39

②上海赛领旗育企业管理咨询中心（有限合伙）

金额单位：人民币万元

项目	账面金额	评估价值	增减值	增值率%
流动资产	57,923.07	21,941.84	-35,981.23	-62.12
资产总计	57,923.07	21,941.84	-35,981.23	-62.12
流动负债				
非流动负债	21,552.00	21,586.41	34.41	0.16
负债总计	21,552.00	21,586.41	34.41	0.16
净资产（合伙人权益）	36,371.07	355.43	-36,015.64	-99.02

③上海赛领交大教育股权投资基金合伙企业（有限合伙）

金额单位：人民币万元

项目	账面金额	评估价值	增减值	增值率%
流动资产	47,547.40	11,530.34	-36,017.06	-75.75
资产总计	47,547.40	11,530.34	-36,017.06	-75.75
流动负债	-107.43	-107.43		
非流动负债				
负债总计	-107.43	-107.43		
净资产（合伙人权益）	47,654.83	11,637.77	-36,017.06	-75.58

经过上述估值过程，上海赛领交大教育股权投资基金合伙企业（有限合伙）

合伙人全部权益价值最终估值为人民币 11,637.77 万元。

四、具体指标选取情况、选取依据及合理性

1、委托方和被评估企业提供的 Astrum Education Group Limited 未来的盈利预测数据，其中的营业收入是根据基准日在校学生数量、学费价格、住宿费价格、年度招生规模、以及未来学校的总的招生过规模等因素进行估计，成本费用是结合学校实际的运营成本（教职工人员成本、房租成本以及其他成本等）情况进行估计和预测的，评估师进行了认真了解和复核，认为委托人和被评估企业提供的盈利预测数据是客观合理的，据此计算的企业净现金流量也是合理的。

2、折现率的确定充分考虑了 Astrum Education Group Limited 位于英国的现实条件，无风险利率采用了英国发行的 20 年期的国债到期收益率作为无风险收益率，资金风险收益率采用了美国金融学家 Aswath Damodaran 有关市场风险溢价研究成果作为参考，特定风险报酬率客观地考虑了英国脱欧对于未来英国在政治、经济、民生、教育等方面带来影响的不确定性因素，综合折现率取 15.38%，评估机构分析判断是谨慎合理的。

3、收益年期的确定，本次估值建立在 Astrum Education Group Limited 持续经营的假设前提上，收益年期假定为永续年。评估机构分析认为，收益年期确定为永续的假设前提是合理的。

银信资产评估有限公司

2019 年 4 月 23 日

