

Neo Dynasty Limited拟收购Abercrombie & Kent
Group of Companies S.A. 90.5%股权所涉及的
Abercrombie & Kent Group of Companies S.A.
股东全部权益价值项目

估值说明

中锋咨报字（2017）第047号

评估机构名称：北京中锋资产评估有限责任公司
报告提交日期：二〇一七年五月五日

目 录

第一部分 关于《估值说明》使用范围的声明	1
第二部分 估值对象、范围及资产核实情况说明	2
一、估值对象与估值范围说明.....	2
二、资产核实情况总体说明.....	2
三、资产核实与尽职调查结论.....	4
第三部分 收益法估值技术说明	5
一、估值对象.....	5
二、收益法应用前提及选择的理由和依据.....	5
三、收益预测的假设条件.....	6
四、宏观经济及行业分析.....	8
五、企业经营、资产、财务分析.....	21
六、估值分析及测算过程.....	26
七、收益法估值结果.....	41
第四部分 市场法估值技术说明	42
一、估值对象.....	42
二、市场法应用前提及选择的理由.....	42
三、运用市场法估值的基本步骤.....	43
四、参考企业的选择及与估值对象的可比性分析.....	44
五、价值比率的选择.....	46
六、估值方法的运用过程.....	48
七、市场法估值结论及分析.....	54
第五部分 估值结论及分析	56
一、估值结论.....	56
二、股东部分权益价值的溢价（或者折价）的考虑等内容.....	57

第一部分 关于《估值说明》使用范围的声明

Neo Dynasty Limited 拟收购 Abercrombie & Kent Group of Companies

S.A.90.5%股权项目估值技术说明仅供委托方使用。除法律法规规定外，材料的全部或者部分内容不得提供给其他任何单位和个人，不得见诸公开媒体。

第二部分 估值对象、范围及资产核实情况说明

一、估值对象与估值范围说明

估值对象是 Abercrombie & Kent Group of Companies S.A. (以下简称“A&K”)于估值基准日的股东全部权益价值。

估值范围为股权收购之目的所涉及、经过毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙)审计的 Abercrombie & Kent Group of Companies S.A.于 2016 年 12 月 31 日资产负债表中列示的所有资产和相关负债。

截止估值基准日 2016 年 12 月 31 日 ,Abercrombie & Kent Group of Companies S.A. 合并口径下,总资产账面价值为 163,058.35 万元,总负债账面价值为 120,368.05 万元,净资产账面价值为 42,690.30 万元。其中归属母公司的净资产账面价值 42,327.49 万元。

上述资产与负债数据已经毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具了毕马威华振审字第 1702193 号无保留意见的审计报告,估值是在企业经过审计后的基础上进行的。

委托估值对象和估值范围与经济行为涉及的估值对象和估值范围一致。

二、资产核实情况总体说明

(一) 资产核实人员组织、实施时间和过程

按照资产评估协议书所约定的事项,北京中锋资产评估有限责任公司对纳入估值范围内的资产在企业清查的基础上实施了现场抽查核实。

在进入现场清查前,成立了以现场项目负责人为主的清查核实小组,制定了现场清查核实实施计划,对企业的资产、负债等情况进行清查核实。核实小组包括收益法

小组、市场法小组、资产和负债清查小组、基础资料清查小组等。项目组核实工作期间为2017年2月15日至2017年4月23日。

（二）清查核实的过程

在整个清查核实过程中，估值人员对被估值单位的资产进行了必要的清查，对被估值单位提供的相关资料进行了验证审核，并取得了相关的证明文件，进行了必要的市场调查和交易价格的比较，以及估值项目组认为有必要实施的估值程序。

具体清查核实步骤如下：

1.指导被估值单位填表和准备应向评估机构提供的资料

估值人员指导被估值单位按照评估机构提供的未来收益预测申报表及其填写要求、资料清单等，对历史经营数据及未来收益预测数据等进行填报，同时收集公司章程、权属证明文件、相关合同及协议、会计报表、会计凭证、科目余额表等相关资料。

2.初步审查和完善被估值单位提交的资产申报表及估值资料

估值人员审查未来收益预测申报表，检查有无填项不全、错填、填写不明确等情况，并根据经验及掌握的有关资料，要求被估值单位对未来收益预测申报表进行完善。

估值人员审查被估值单位提供的相关估值资料，对提供不全的估值资料要求企业进一步提供。

3.对估值单位进行尽职调查

估值人员制定了尽职调查计划。对被估值单位的历史沿革、主营业务、商业模式、公司架构、组织结构、服务网络、客户关系、优势劣势、竞争对手、市场地位、竞争策略、经营数据、发展规划、会计政策、资产状况、资产分布、收入成本结构、税率、盈利能力、盈利水平等进行了必要的调查了解。

（三）影响资产核实的事项及处理方法

1.由于被估值单位子公司众多且分布于世界各地，因条件受限，我们未对纳入估值范围内的资产全部进行现场调查核实，仅对其实施了抽查核实。

被估值单位作为一家以旅游服务为主的公司，其价值主要体现为其盈利能力。因此资产核实中对企业的收入、成本、费用、盈利能力、盈利水平、经营数据等主要根据企业提供的历史年度财务数据进行分析。对实物资产主要通过检查会计凭证、合同、照片等替代程序进行核实。对流动资产、非流动资产、流动负债、非流动负债中的非实物资产主要通过抽查相关凭证等替代程序进行核实。

2.企业合并资产负债中长期股权投资账面值为3,740.43万元，被估值单位未能提供该长期股权投资所对应的被投资公司于估值基准日的会计报表。本次对该长期股权投资仅按被估值单位账面价值3,740.43万元列示于估值结果中。

三、资产核实与尽职调查结论

经过清查核实，资产核实结果与被估值单位提供的资料基本一致。

第三部分 收益法估值技术说明

一、估值对象

本次估值对象为 Abercrombie & Kent Group of Companies S.A. 于估值基准日的股东全部权益价值。

二、收益法应用前提及选择的理由和依据

1、收益法的定义及原理

企业价值估值中的收益法，是指通过将企业预期收益资本化或折现以确定估值对象价值的估值思路。收益法常用的具体方法包括股利折现法和现金流量折现法。股利折现法是将预期股利进行折现以确定估值对象价值的具体方法，通常适用于缺乏控制权的股东部分权益价值的估值。现金流量折现法通常包括企业自由现金流折现模型和股权自由现金流折现模型。

根据估值对象的特点，本次确定按照收益途径、采用现金流折现方法（DCF）对 Abercrombie & Kent Group of Companies S.A. 股东全部权益价值进行分析测算。

现金流折现方法（DCF）是通过将企业未来预期的现金流折算为现值，估计企业价值的一种方法，即通过估算企业未来预期现金流和采用适宜的折现率，将预期现金流折算成现时价值，得到企业价值。

根据本次估值尽职调查情况以及估值对象资产构成和主营业务特点，本次估值的基本思路是以被估值单位经审计的会计报表为基础，采用现金流折现法（DCF）中的企业自由现金流折现模型估算估值对象的经营性资产的价值，再加上基准日的非经营性和溢余性资产的价值，并扣减付息债务价值后，来得出被估值单位的股东全部权益价值。

2、收益法的应用前提

- (1) 估值对象必须具备持续经营能力，剩余经济寿命显著；
- (2) 能够而且必须用货币来衡量估值对象的未来收益；
- (3) 能够用货币来衡量估值对象承担的未来的风险；
- (4) 估值对象能够满足资产所有者经营上期望的收益。

3、收益法选择的理由和依据

被估值单位具备持续经营的基础和条件，经营与收益之间存有较稳定的对应关系，并且未来收益和风险能够预测及可量化。使用现金流折现法的关键在于未来预期现金流的预测，以及数据采集和处理的客观性和可靠性等。当对未来预期现金流的预测较为客观公正、折现率的选取较为合理时，其估值结果具有较好的客观性，易于为市场所接受。本次估值目的是对 Abercrombie & Kent Group of Companies S.A. 股东全部权益进行估值，为其转让股权的经济行为提供价值参考依据。根据估值对象的特点，确定按照收益途径、采用现金流折现方法（DCF）估算 Abercrombie & Kent Group of Companies S.A. 股东全部权益价值。

三、收益预测的假设条件

本次估值的未来收益预测是根据被估值单位历史年度经营情况、未来几年的经营预算；并考虑了被估值单位今后的发展情况，本着求实、稳健的原则编制的。收益预测分析是企业整体资产估值的基础，而任何预测都是建立在一定假设条件下的，Abercrombie & Kent Group of Companies S.A. 未来收益的预测是建立在下列条件的：

- 1、本次估值以被估值单位维持现状按预定的经营目标持续经营为前提，即被估值单位的所有资产仍然按照目前的用途和方式使用，不考虑变更目前的用途或用途不变而变更规划和使用方式；

- 2、假设被估值单位在未来经营期间主营业务和成本结构不发生重大变化；

- 3、本次估值以被估值单位提供的有关法律性文件、各种会计凭证、账簿和其他资料真实、完整、合法、可靠为前提；
- 4、本次估值以宏观环境相对稳定为假设前提，即被估值单位及各子公司所在国家现有的宏观经济、政治、政策及被估值单位所处行业的产业政策无重大变化，或其变化能明确预期；被估值单位及各子公司所在国家货币金融政策基本保持不变，国家现行的利率、汇率等无重大变化，或其变化能明确预期；被估值单位及各子公司所在国家税收政策、税种及税率等无重大变化，或其变化能明确预期；
- 5、本次估值以企业经营环境相对稳定为假设前提，即企业主要经营场所及业务所涉及地区的社会、政治、法律、经济等经营环境无重大改变；企业能在既定的经营范围内开展经营活动，不存在任何政策、法律或人为障碍。
- 6、本次估值中的收益预测建立在被估值单位提供的发展规划和盈利预测的基础上；
- 7、假设被估值单位在未来的经营期内，其销售费用和管理费用等各项期间费用不会在现有基础上发生大幅的变化，总体格局维持现状；
- 8、假设被估值单位管理层勤勉尽责，具有足够的管理才能和良好的职业道德，被估值单位的管理风险、资金风险、市场风险、技术风险、人才风险等处于可控范围或可以得到有效化解；
- 9、假设被估值单位完全遵守所有有关的法律和法规，其所有资产的取得、使用等均符合国家法律、法规和规范性文件；
- 10、假设被估值单位每一年度的营业收入、成本费用、改造等的支出，在年度内均匀发生；
- 11、假设无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素对企业造成重大不利影响；

12、 假设被估值单位在收益预测期内采用的会计政策与估值基准日时采用的会计政策在所有重大方面一致；

13、 根据法律、法规规定有法定有效期限的证件，假设被估值单位估值基准日拥有的对其经营有重大影响的资格证件到期后能够延续，不影响其经营能力；

14、 假设估值基准日后被估值单位的现金流入为平均流入，现金流出为平均流出，现金流在每个预测期间的期末产生；

15、 各国间的汇率未来不发生大的变化。

根据相关要求，认定上述前提条件在估值基准日成立，当未来经济环境发生较大变化时，估值人员将不承担由于假设条件的改变而推导出不同估值结论的责任。

四、宏观经济及行业分析

（一）宏观经济分析

1、世界经济形势概况

2016 年世界经济增长率相比 2015 年有所下降。全球经济增速持续放缓，潜在经济增长率有所下降，全球总债务水平不断增高，国际金融市场脆弱性加大，国际贸易投资更加低迷，居民收入和财富差距越来越大，反全球化趋势日益明显，世界经济面临更多的风险和挑战。

2016 年世界经济增长低于普遍预期，全球经济增长率比 2015 年有所下降。全球经济增长率下降主要是由发达经济体经济增速明显回落造成的，新兴市场与发展中经济体倒是有望结束连续五年的增速下跌趋势。IMF 预测数据显示，2016 年世界经济增长率比 2015 年下降 0.1 个百分点。其中，发达经济体经济增速为 1.6%，比 2015 年下降 0.5 个百分点；新兴市场与发展中经济体经济增速为 4.2%，比 2015 年上升 0.2 个百分点。

美国和欧元区 GDP 增速有明显下降，日本和其他发达经济体增速与上年基本持平。

2016 年美国复苏进程受阻，GDP 增长 1.6%，比 2015 年下降 1.0 个百分点。欧元区 GDP 增长 1.7%，比 2015 年下降 0.3 个百分点。日本 GDP 增长率与 2014 年相同，保持在 0.5% 的水平；美、欧、日以外的其他发达经济体 GDP 增长 1.9%，也与 2014 年基本保持一致。

新兴市场与发展中经济体整体增速止跌回升。新兴市场与发展中经济体 GDP 增长率于 2010 年达到 7.5% 的历史最高水平，此后逐年下降，截至 2015 年，已经降至 4.0%。2016 年新兴市场和发展中经济体 GDP 增长率有望实现连续五年下跌以后的首次回升。新兴市场与发展中经济体的经济增速回升主要取决于三个方面。一是独联体国家经济状况好转。其 GDP 增速由 2015 年的负增长 2.8%，回升到了 2016 年的负增长 0.3%。二是中东北非地区整体上出现经济增长率的大幅度回升，GDP 增长率从 2015 年的 2.1% 上升到了 2016 年的 3.2%。三是新兴和发展中亚洲经济体依然保持了强劲的增长。其 GDP 在 2016 年增长 6.5%，与 2015 年相比只有 0.1 个百分点的轻微回落。

2016 年 10 月国际货币基金组织预测，2017 年按 PPP 计算的世界 GDP 增长率为 3.4%。其中发达经济体 GDP 整体增长 1.8%，美国增长 2.2%，欧元区增长 1.5%，日本增长 0.6%，其他发达经济体增长 1.9%；新兴市场与发展中经济体 GDP 整体增长 4.6%，中国增长 6.2%，印度增长 7.6%，俄罗斯增长 1.1%，巴西增长 0.5%，南非增长 0.8%。新兴与发展中亚洲经济体仍然是世界上增长最快的地区，GDP 增长率为 6.3%。国际货币基金组织还预测，按市场汇率计算，2017 年世界 GDP 增长率为 2.8%。总体来说，国际货币基金组织认为 2017 年的世界经济增长率会高于 2016 年。其他国际组织预测 2017 年世界经济形势会好于 2016 年。世界银行预测 2017 年按 PPP 计算的世界 GDP 增长率为 3.6%，较 2016 年提高 0.5 个百分点；按市场汇率计算的世界 GDP 增长率为 2.8%，比 2016 年提高 0.4 个百分点。经合组织预测 2017 年按 PPP 计算的世界 GDP 增长率为 3.34%，比 2016 年提高 0.03 个百分点。

2、美国经济形势

美国商务部的数据显示，美国 2016 年第四季度经通胀和季调后的 GDP 初读为增速 1.9%，低于市场普遍预期的增速 2.2%；2016 年全年美国 GDP 增速仅为 1.6%，是自 2011 年以来的最低。

占美国经济比重三分之二的消费支出在第四季度增幅 2.5%，为季度 GDP 增幅贡献 1.7%。对服务业和耐用品的支出环比减少，导致整体消费支出从第三季度的 3% 增速回落。税后家庭可支配收入季度增幅 3.7%，保持了较高增长率。

第四季度的家庭住宅投资年化增幅 10.2%，为季度 GDP 增长贡献 0.37%，也扭转了此前连跌两个季度的颓势。政府支出的季度增幅 1.2%，尽管联邦政府削减了国防军事支出，但州和地方政府加速投资，有效提振了季度 GDP。

商用固定投资额季度增幅 2.4%，比第三季度的增幅跳涨了 1 个百分点，既是 2015 年三季度以来的最大增幅，也实现了三个季度连涨。设备投资在连跌四个季度后跳涨 3.1%，对采矿、钻井等硬件设备的投资增长 24.3%。

商业库存则为季度 GDP 增幅贡献了 1 个百分点。第四季度的累计库存额为 487 亿人民币，是第三季度 71 亿人民币累计额的近七倍。

第四季度的出口额下跌 4.3%，为 2015 年第一季度以来最低。。

美国国会预算办公室预测美国 GDP 在 2017 年增长 2.3%，在 2018 年增 1.9%。由于 1940 到 60 年代出生的“婴儿潮一代”面临退休，导致劳动生产率和劳动力增长保持较低位置。

单位劳动生产率持续偏低拖累了经济增速，而全球经济增长都面临困境，继续受到金融危机带来的压力，预期这些因素在短到中期内都会制约美国的经济复苏。

整体分析，2016 年以来美国经济持续稳定增长，就业市场维持强劲走势，消费支出温和增长，楼市持续回暖，整体经济活动保持温和扩张的步伐。

美联储发布的经济预测显示，2017 年美国经济增长预计将增长 2.1%，2017 年底失业率预计为 4.5%，2017 年底通胀率预计为 1.9%。

经济合作与发展组织（OECD）发布的经济展望报告预期，在特朗普政府的减税及公共支出计划推动下，美国经济 2017 年将增长 2.3%。经合组织认为，特朗普的减税和 5500 亿人民币的基础设施投资计划将帮助美国经济增长加速，这种促进效应将在 2018 年尤为明显，2018 年美国经济增长预计将达到 3%。

3、英国经济形势

英国国家统计局公布的数据显示，2016 年全年英国经济平稳增长，国内生产总值（GDP）增速为 1.8%。服务业和出口成为当年经济增长主要驱动因素。英国经济已经连续四年增长，目前比 2008 年经济危机前的峰值高 8.7%，但人均 GDP 仅增长 1.9%。

2016 年第四季度 GDP 环比增长 0.7%，消费是支持经济强劲增长的主要因素。由于英镑贬值，通胀与收入几乎以相同速度上升，旺盛的消费能力在未来难以持续。

英国经济在去年 6 月份“脱欧”公投之后仍然保持强劲增长。第四季度家庭净借款增至逾 110 亿英镑（约合 138 亿人民币），是近 30 年来最高的季度水平，导致当季家庭储蓄率降至 1963 年以来的最低水平。

2016 年四个季度，英国 GDP 环比增幅分别为 0.2%、0.6%、0.5% 和 0.7%，从数据上看全年经济运行平稳。

英国的经济增长的关键推动力是：即使脱欧后，英国也仍将会对全球范围内的人才敞开大门。另外与快速增长的新兴经济体建立良好的贸易和投资关系，对脱欧后的英国至关重要，决定了其经济增速能否超过其他发达国家。英国经济长期来看将保持乐观。

英国央行将 2017 年 GDP 增速预期上调至 2%，2018 年 GDP 增速为 1.6%，2019 年 GDP 增速 1.7%。

4、澳大利亚经济形势

澳大利亚统计局公布的经济数据显示,2016 年第四季度澳大利亚国内生产总值(GDP)取得了 1.1% 的增长,2016 年全年经济增长率达到 2.4%。

澳大利亚 2016 年第四季度的经济增长较为全面,20 个行业中有 15 个取得增长。表现最强劲的是矿业、农林渔业、科技服务业,上述行业对经济增长率的贡献均为 0.2 个百分点。

铁矿石、煤炭等大宗商品价格高企也是澳大利亚经济表现超预期的重要因素。大宗商品价格上涨促使澳 2016 年第四季度出口环比增长 9.1%,同比增长 15.6%。

2016 年第四季度,澳大利亚家庭消费支出增长对经济增长的贡献为 0.5 个百分点,公共和私人投资各贡献了 0.3 个百分点。

2016 年第四季度重回增长让澳大利亚经济免于陷入技术性衰退,但全年 2.4% 的增长率仍低于 3.48% 的长期平均增长率。澳大利亚已连续 26 年保持经济增长。

由于大宗商品价格的回升,澳大利亚央行预计 2017 年的增长率将上升至 3% 左右,至此,澳大利亚将保持连续 25 年经济不间断增长的纪录。

出口的强进数据及主要商品价格的大幅反弹预示着 2017 年澳大利亚经济的前景也会相当光明,2017 年的增长率预计能到 2.5% 或 3% 左右。

5、非洲经济形势

非洲发展银行 2016 经济展望报告指出,非洲经济有望于 2016 年触底,并在 2017 年实现反弹,非洲仍将是继东南亚之后经济增长第二快的地区。

2016 年,非洲大陆的 GDP 增长率由去年的 3.6% 下滑至 1.9%,但 2017 年有望反弹至 3.2%。做出上述反弹预期主要是考虑到世界经济的复苏和大宗商品价格的逐步回升。

非洲经济将表现如下特点：一是经济稳定性是重要风险，包括粮食价格、汇率、通货膨胀以及南非信贷降级等风险；二是中国经济发展变化和美国总统选举将影响非洲成功参与全球贸易和投资的持续性；三是政策环境有待改善（尼日利亚和安哥拉情况尤甚，毛里求斯、卢旺达和博茨瓦纳有所改进）。总体而言，西非和南部非洲的增长前景仍然疲软，2017 年 GDP 增长率为 2% 或更低，东非经济体的前景较为积极，预计增长率将高于 6%。

鉴于南非的经济规模，其对南部非洲地区的增长前景有很大影响。2016 年南非 GDP 增长预测接近于零，尽管南部非洲其他经济体预计有相对健康的增长率，但预计该地区整体同期将增长不到 1%。

莫桑比克因多起债务丑闻导致严重通货膨胀、货币大幅贬值，最初预测其 2016 年经济增长率将超过 7%，但最新预测将只有 4.3%。预计南部非洲地区的经济在 2017 年将略有增长，但仍远低于历史平均水平 1.7%。

中西部非洲地区经济前景依然疲软。预计尼日利亚将因严重的外汇短缺、政策反应慢以及尼日尔三角洲的安全威胁导致的削减石油产量下降，在 2016 年下降 1.4%。2017 年通过借款扩大资金来源，增加财政支出，将在一定程度上推动经济活动，有望增长 1.5%。预计 2016 年增长率将下降至 3.7%，但由于石油产量急剧上升，2017 年将强劲反弹，预测增长 5.5%。

非洲各区域的增长前景仍然不同，中部和西部非洲在与大宗商品需求疲软斗争时，东非经济多样化向好。

东非是非洲增长最快的地区，发展前景乐观。肯尼亚的增长前景有所改善，旅游业从恐怖袭击和旅行警告的影响中得到恢复，预计 2016 年经济将增长 5.9%。

坦桑尼亚和埃塞俄比亚的经济将保持强劲，有利的人口结构将刺激服务业。卢旺达经济则由于外汇压力（主要是由于采矿出口减少）而略有恶化，但预计仍将增长超过 6%。

在乌干达，通货膨胀率下降和增长放缓促使中央银行放宽货币政策，对营商环境产生了积极影响，基础设施支出将是未来几年增长的主要动力。

低油价环境将继续影响整个法语经济区，尤其是中非经济和货币共同体 (CEMAC) 的国家，大多数是石油净出口国。对于像加蓬这样的经济体，经济增长前景较差。喀麦隆因石油产量增加表现出对石油价格冲击的弹性。塞内加尔和科特迪瓦中期前景较好，预计在各自改革背景下中期内可实现强劲增长。

6、中国经济形势

中国 2016 年国内生产总值 744127 亿元人民币，按可比价格计算，比上年增长 6.7%。分季度看，一季度同比增长 6.7%，二季度增长 6.7%，三季度增长 6.7%，四季度增长 6.8%。分产业看，第一产业增加值 63671 亿元人民币，比上年增长 3.3%；第二产业增加值 296236 亿元人民币，增长 6.1%；第三产业增加值 384221 亿元人民币，增长 7.8%。

经过中国政府、央行的刺激行为，中国 2016 年全年 GDP 稳定在 6.7% (四季度 6.8%)。增速下降的趋势放缓为长期趋势，过度收缩的可能性小，预计经济中期仍维持在当前的均衡水平附近。

总体上，消费的贡献率最为稳定，近年来呈上升趋势；投资贡献率出现下降，出口贡献率出现负值。

资本形成额同比下降，同时投资对 GDP 的贡献率也在下降，说明投资者对预期收益率的信心不足。投资增速放缓，可能会影响发展后劲。经济增长方式的转变也会对投资增速造成一定影响。

进出口金额增速呈下降趋势，进口增速超过出口增速，贸易顺差收窄。同时，净出口对 GDP 贡献率出现负值，考虑到外汇波动的影响，预计 2017 净出口对 GDP 贡献率在 0~-7%。

在对 GDP 增长的累计同比贡献率中，第一产业占比下降，二三产业上升，是经济发展带来的正常的产业结构升级。同时第三产业对 GDP 增长的贡献率逐步上涨并超过第二产业，说明产业结构在进一步优化。

2017 年中国宏观经济研判：中国宏观经济增速放缓的趋势有所缓解，但实体经济复苏的征兆尚未显现，进入 L 形底部保增长压力下货币政策不宜过紧，但是实质性负利率的背景下，也无法宽松，稳健中性是总基调，预期基准利率和存款准备金率不会轻易变动，更多会通过其他手段调节；合理、适度的增加投资，尤其是吸引民间资本投资是中国经济走出 L 底的关键。

（二）行业分析

旅游业主要包括“吃、住、行、游、购、娱”六大要素，构成旅游业务链的基本节点，其具体经营单位有宾馆饭店、旅游客运公司、旅行社、旅游商品及电子商务、网络营销、休闲娱乐场所等。从业务分类来看，旅行社业务包括入境游、国内游和出境游三大业务板块。旅游业是当今世界发展最快、前景最广的新兴产业之一。

1、全球旅游经济增速高于全球经济

全球旅游经济增速显著高于全球经济。在主要经济体旅游需求快速增长、跨国旅游基础设施不断完善、国际油价下降带来旅行成本降低、各国签证便利化程度持续提高等因素的共同推动下，2016 年全球旅游总人次和旅游总收入保持相对较高增速，成为全球经济复苏的重要动力。2016 年全球旅游总人次首次突破百亿，达 105 亿人次，较上年增长 4.8%，为全球人口规模的 1.4 倍；全球旅游总收入达 5.17 万亿人民币，较上年增长 3.6%，相当于全球 GDP 的 7.0%；全球旅游总人次和旅游总收入增速显著高于全球 GDP 增速。

2016 年全球旅游经济增长对世界 GDP 增长的贡献率为 5.49%，其中旅游经济增长对发达经济体 GDP 增长的贡献率达到 9.10%，对新兴经济体 GDP 增长的贡献率为 4.24%。

2017 年全球旅游经济预计仍将好于全球经济。2017 年全球旅游总人次和全球旅游总收入预计将分别增长 7.5% 和 4.2%，达到 113 亿人次和 5.39 万亿人民币。全球旅游经济增速继续领先于全球经济增速。预计 2017 年旅游经济对世界 GDP 增长的贡献率将达到 5.87%，对发达经济体 GDP 增长的贡献率将达 10.13%，对新兴经济体 GDP 增长的贡献率将为 4.52%。

世界旅游业理事会 (WTTTC) 预计到 2020 年，全球国际旅游消费收入将达到 2 万亿美元；世界旅游协会预测从 2010 年到 2020 年，国际旅游业人数和国际旅游收入将分别以年均 4.3%、6.7% 的速度增长，高于同期世界财富年均 3% 的增长率；到 2020 年，旅游产业收入将增至 16 万亿美元，相当于全球 GDP 的 10%。

根据《Tourism Economics》研究显示，过去几年全球的旅游需求维持强劲的势头，特别是高端旅游板块。高端旅游在 2011-2015 年期间年均增速为 4.5%，而同期旅游业整体年均增长速度为 4.2%。其预测 2015 年到 2025 年，高端旅游业将继续表现良好，预计年均增速为 6.2%，整体旅游业年增速则预计为 4.2%。其中南亚市场将有超过 10% 的增速。

2、世界经济再平衡过程中旅游发挥重大作用

全球旅游形成三足鼎立格局欧洲、美洲、亚太三大板块在全球旅游占据绝对主体地位：全球十大旅游目的地国均来自于上述三个区域；就其内部格局而言，欧洲板块和美洲板块比例持续下降，亚太板块比例显著上升，正在形成三足鼎立的格局。2005 年至 2016 年间：全球旅游总人次中，欧洲板块占比从 25.6% 下降到 16.3%，美洲板块从 27.3% 下降到 17.7%，亚太板块从 43.5% 上升到 63.0%；全球旅游总收入中，欧洲板块占比从 42.6% 下降到 35.3%，美洲板块从 32.4% 下降到 31.0%，亚太板块从 21.0% 上升到 28.9%。

新兴经济体增长格外显著。近年来新兴经济体国家旅游总人次和旅游总收入增速显著超过发达经济体国家。同时，新兴经济体国家在全球旅游总人次和全球旅游总收入中的比例显著上升。2005 年至 2016 年间，新兴经济体国家所接待的旅游总人次在全球中的份

额从 46.6% 提高到 68.8%，提高了 22.2 个百分点；新兴经济体国家旅游总收入占全球份额从 23.4% 提高到 37.1%，提高了 13.7 个百分点。未来，新兴经济体国家旅游总人次和旅游总收入增速均将显著快于发达经济体。

旅游发展推动全球化进程。2008 年金融危机以来，尤其是近两三年内，全球贸易增速显著放缓，各种贸易保护主义抬头，全球化出现了分化趋势，甚至在部分地区有逆转迹象。在此背景下，旅游业在推动全球化进程中的作用更加凸显：在旅游接待人次方面，国际旅游人次的波动性小于国内旅游人次，国际旅游增速与国内旅游增速逐步趋近，甚至在个别年份超过后者；在旅游收入方面，全球国际旅游收入增速快于国内旅游收入，这种趋势还将继续强化；旅游贸易保持稳步增长，2016 年在服务贸易中占比达 33.7%，为其最大组成部分。

3、新一轮基础设施建设勾画旅游“超级版图”

全球掀起基础设施建设热潮 2014-2025 年间，全球交通基础设施投资将达到前所未有的水平，预计年均增长约 5%。非洲的“南北经济发展走廊计划”、“渝新欧”欧亚洲际铁路工程、土耳其修建的世界上第一条跨越欧亚大陆海底铁路隧道、俄罗斯修建的连接亚欧美的洲际公路、中国等国联合修建的连通太平洋与大西洋的两洋铁路等，都将打通或即将打通旅游跨境流动走廊。各地航线的增加也为旅游者出行提供更大便利。

旅游城市超级节点正在形成全球性交通网络的建成，越来越突出城市的中枢地位，城市将替代国家成为全球供应链的关节点。在现有六大超级城市群基础上，到 2030 年全球将会出现 50 个超级城市群，形成一连串基础设施便利、供应链网络发达的地理节点，吸引全球的资金、资源、人才和技术。而其中很大一部分，将成为未来旅游业的超级节点。

4、旅游业掀起并购热潮

旅游并购成为产业并购的重要组成部分。2011-2016 年期间，亚太地区中等规模并购交易中旅游业交易量和并购交易额均占 5%；东南亚中等规模并购交易中，旅游业并购交易量占 6.9%，交易额占 6.3%；在澳大利亚，该比例分别为 8.3%和 7.6%；在日本，该比例分别为 6.6%和 5.4%；中国（含中国大陆、中国香港、中国澳门、中国台湾）该比例分别为 3.3%和 3.3%。2016 年前 9 个月欧洲并购交易中，旅游业并购占交易总额的 4%，占总交易量的 5%。

旅游跨国并购重新进入增长通道目前大量旅游并购已越出国界。近年，旅游业的跨国并购走出低迷状态，在交易数量和交易金额方面均进入增长通道。跨国旅游业并购涉及传统线下旅行社、航空服务、酒店业、免税店、机场服务、旅游演艺服务以及新兴的在线旅游、酒店预订、餐厅预订、票务查询等全产业链范围。活跃的跨国并购，正在整合并改变着国际间旅游产业链，推动旅游业国际化和产业化程度不断提升。

5、共享经济加速重塑旅游产业

旅游业与共享经济的融合度不断提高。共享经济作为一种新兴的经济模式发展迅速，目前全球已有上万家共享经济企业，涉及交通、餐饮、空间、物品、资源、知识、服务、医疗及金融等多个领域。旅游业与共享经济天然契合，是共享经济最重要的应用领域。以共享经济为特征的企业已广泛介入或渗透到旅游产业的吃、住、行、游、购、娱等方方面面，基本实现了与交通出行、住宿地产、导游陪同、旅游咨询、餐饮服务、健康娱乐、物流与购物等领域的深度融合。以 Airbnb 等为代表的共享旅游企业发展迅猛。

共享经济引领旅游业开拓新的发展空间共享型旅游企业通过共享设施和服务，扩大了旅游供给范围，创新旅游供给形式；同时，为游客提供更好的旅游体验，提升出行品质。世界旅游城市联合会积极推动共享经济在旅游领域的健康发展。

共享经济给旅游业带来新的挑战共享型旅游企业的服务不可避免地会冲击到传统旅游行业，并给传统管理体系带来新的挑战。未来，随着科技发展和社会进步，这些企业的国际化程度将不断提高，资源和产品将实现高度全球化配置，其经营管理也会愈加成熟和规范。

6、全球旅游便利化程度持续提升

全球签证开放程度持续提升。在旅行前需要获取签证的游客比例持续下降，降至历史最低点。未来 4 年内，各国将更加积极地推动签证开放度和便利化程度的提升。总体而言，经济发达和旅游发达区域公民享受更加宽松的签证政策；欧洲的英国、德国、法国、芬兰、瑞典等，北美洲的美国、加拿大，大洋洲的新西兰、澳大利亚，亚洲的日本、韩国、新加坡等经济较发达国家公民享受更加宽松的签证政策。

7、人口结构变化深刻影响旅游发展格局

婴儿潮在不同国家形成不同市场结构。2016 年，中国历史上的婴儿潮落于 26-31 岁、41-51 岁区间，年富力强的口成为旅游客源的主力，并将持续一段时期；印度落于 11-26 岁区间，尼日利亚落于 1-16 岁区间，亲子旅游将在这些国家迎来发展良机；俄罗斯、日本、德国、中国香港、英国、加拿大、意大利、法国等国家和地区老年人口将产生强劲的旅游需求；美国将迎来老年和亲子旅游热潮；印度尼西亚、巴西、巴基斯坦、孟加拉国的中青年将成为拉动旅游需求的关键；波兰将产生中青年出游和老年旅游需求热潮。

人口老龄化带热养生旅游和隔代旅游。2015 年，65 岁以上人口已占全球人口的 8.3%。世界上人口数量排名前十位的国家中，日本的老龄化现象最为突出，美国、俄罗斯、中国的老龄人口比重也较大。在此背景下，老年旅游市场规模不断扩大，且具有很强的消费能力。养生旅游以及兼顾老年康体和儿童娱乐的隔代旅游将成为旅游业发展的一大趋势。

中产阶级规模扩大引发品质旅游热。全球中产阶级由 2000 年的 5.24 亿人增加至 2015 年的 6.64 亿人，相当于成年总人口的 14%；其所拥有的财富占全球财富的 32%。中产阶级人群追求更加优质的产品和服务，高品质休闲旅游和定制旅游正在成为热点。

女性旅游持续增长随着家庭少子化以及女性受教育程度和经济独立性的提高，女性旅游市场规模不断扩大。

单身群体增多使旅游形式更加多样化全球部分地区离婚率的提高及晚婚晚育导致单身群体增多，旅游市场也将体现出多样化的特性。

8、城市成为世界旅游经济的中枢

城市是世界旅游经济的核心承载地和发源地。城市是世界旅游的主要接待地，城市旅游经济总量在世界旅游经济中占据绝对主体地位。与此同时，世界旅游经济的消费主要来自于城市人口，城市是世界旅游的主要客源地。核心旅游城市在全球旅游发展中发挥重要支撑。国际过夜游客花费前十位的城市，其国际旅游收入占当年世界旅游收入的 10%。

城市是世界旅游创新的策源地。世界各大城市政府都在大力投资进行创新型智慧城市和智慧旅游工程的建设。城市的创新精神驱动其革新旅游中的技术和管理模式。物联网技术、机器人技术、虚拟现实（VR）技术、Beacon 技术、可穿戴装置以及其他高科技在城市酒店、主题公园、景区景点中首先得到应用。城市孕育了新的商业模式、营销模式、管理模式和旅游产品。

9、中国旅游行业发展迅猛

经济环境及人均收入的快速增长极大带动了我国旅游行业的发展。2005 年以来，特别是 2010-2015 年间，中国居民的出游率快速上升，2011 年已接近 200%，即每人每年出游 2 次，到 2015 年已接近每人每年出游 3 次。由此也带动了国内旅游总收入的高速增长。随着旅游业的快速发展，其对 GDP 的贡献比例也逐年上升，对经济的拉动效应明显。根据

中国国家旅游局的统计，2015 年中国旅游业收入占 GDP 比重已达到 5.84%，旅游业综合贡献占 GDP 总量的 10.8%，旅游直接就业人口 2,798 万人，旅游直接和间接就业人口合计 7,911 万人，占全国就业总人口的 10.2%。旅游产业已成为第三产业中不可忽视的重要力量。

过去十几年间，出境旅游业务在中国国内进入了高速发展阶段。1993-2015 年，中国出境游游客从 374 万人次增长到 1.28 亿人次，年复合增速达 16.60%。

随着欧洲签证政策的完善和游客的适应、欧铁的代理、租车自驾的兴起、单要素类资源的采购以及欧洲目的地较广泛等因素影响，旅游人数逐渐平稳上升。

未来 5 年，预计出境游人数年均增速 17% 左右，人均消费增速 7% 左右，出境游消费规模增速 25% 左右，5 年后市场规模在 3 万亿左右。在 5 万亿的基础上，未来 5-10 年，预计出境游人数年均增速 10% 左右，人均消费增速 5% 左右，出境游消费规模增速 16% 左右，10 年后市场规模在 10 万亿左右。中国国家旅游局预计到 2020 年，中国出境游游客将突破 4 亿人次，行业成长空间非常巨大。

五、企业经营、资产、财务分析

1、企业生产经营的历史情况

A&K 在多个国家、50 多个旅游目的地拥有的服务据点，为客户提供垂直整合的服务。年均客户约为 3 万名，客源主要来自美国、英国及澳大利亚。美国是 A&K 最大的客户来源，其次是英国及澳大利亚；非洲是 A&K 最大的旅游目的地服务地区，其次为亚洲、欧洲及南美洲。

A&K 主要业务分为三个部分：

(1) TOC (Tour Operating Company)- 旅游经营

TOC 主要从事旅游项目的设计、营销及销售。销售渠道分为代理销售及直接销售。TOC 的主要运营地点为美国、英国及澳大利亚。另于英国伦敦、摩纳哥及阿布扎比设有精品零售店。

(2) DMC (Destination Management Company)- 目的地管理

DMC 主要是目的地运营及执行 TOC 设计及销售的旅游行程。服务覆盖版图遍及 20 多个国家，拥有 50 多个服务据点。DMC 提供的服务范围广泛，包括交通食宿的安排、提供当地导游及景点导览等。除为目标公司的 TOC 提供服务外，DMC 也具备营销及销售的功能，销售渠道亦分为代理销售及直接销售，将产品销售予第三方旅游公司。

(3) EUP (End User Products)- 最终用户产品

为客户提供酒店住宿、游轮等服务。

A&K2015 年为 274,346.69 万元，2016 年为 313,076.84 万元。A&K 营业收入中主要为 TOC—旅游经营收入和 DMC—目的地管理收入，占销售收入 95%以上，其余 EUP—最终用户产品收入，主要是提供高端酒店及船舶的服务收入占总营业收入 5%以下。

A&K 2015 年的净利润为 2,530.60 万元，扣除管理费用中的非经常性支出股份支付费用 2,453.37 万元后，不考虑对所得税影响，2014 年的净利润为 4,983.97 万元。

2016 年净利润为-2,243.77 万元，扣除管理费用中的非经常性支出股份支付费用 9,815.33 万元后，不考虑对所得税影响，2016 年的净利润为 7,571.56 万元。

2、被估值企业在行业中的地位、竞争优势及劣势

(1) 企业在行业中地位

A&K 是一家专注于高端、全球性豪华旅游，专注于体验式豪华旅游的公司。公司的核心产品是豪华小团行，能提供覆盖七大洲 100 多个国家的 250 多种小团行程。从前端的设计并销售旅游行程，到中间的目的地管理，再到终端的最终用户产品，公司对所经营的业务进行垂直整合，对整个旅游行程进行管理和控制，能为客户提供安全可靠的差异化产品和服务。公司在美国及英国的高端、全球性豪华旅游市场处于领先地位。

(2) 企业竞争优势

A&K 经过多年经营，在高端、全球性奢侈旅游市场已形成了相当的品牌影响力。公司所提供的高品质产品和服务，为公司赢得了良好的口碑。公司在高端、全球性豪华旅游市场处于领先地位，使其在高端旅游产品上具有一定的溢价定价能力。

A&K 建立了分布世界几十个国家地区的旅游服务网络。A&K 建立的垂直化结构、分布广泛的旅游服务网络，使其不仅能获得旅游当地的第一手资料和独特的旅游资源，而且能对旅行过程进行全程控制，从而为客户提供安全可靠、具有特色的旅游产品和服务。A&K 通过多年经营建立的广泛分布于世界各的旅游服务网络，为 A&K 未来进一步扩大经营奠定了基础。

A&K 具有很强的产品创新能力。得益于多年从事旅游开发的经验和广泛分布于世界各地的旅游服务网络，A&K 能及时得到最新的市场需求信息，并根据市场反馈进行新的旅游产品开发，及时为市场提供新的产品和服务，为客户进行量身定做。A&K 的产品创新能力为未来满足客户日益增长的多样性、个性化的需求打下了基础。

A&K 广泛分布于世界各地的旅游服务网络，使 A&K 的客户源和目的地多样化，从而使其经营业务减少了季节性和地区突发事件的影响。

A&K 多年经营使其拥有了一支高水平的管理团队和本土化的员工队伍。A&K 管理团队和员工队伍的融合为 A&K 的发展提供了人才保障。

(3) 企业竞争劣势

A&K 互联网应用能力不强，在客户预订流程和预订体验上技术支持力度较弱，在一定程度上影响了客户的体验和选择。

A&K 在美国，英国等旅游市场处于领先地位，但其客户来源主要主要来自美国、英国及澳大利亚，对游客大幅增长的中国开发推广不够。

A&K 旅游目的地主要集中在非洲，其次为亚洲、欧洲及南美洲，对中国，印度，巴西，墨西哥等开发力度不够。

3、企业历史年度财务分析

企业近二年的合并报表资产负债概况如下：

金额单位：人民币万元

项目名称	2016-12-31	2015-12-31
流动资产	125,812.90	101,504.06
非流动资产	37,245.45	36,166.75
其中：长期股权投资	3,740.43	3,957.20
固定资产	14,847.95	13,787.17
在建工程		
无形资产		
长期待摊费用		
资产总计	163,058.35	137,670.81
流动负债	110,008.33	97,878.68
非流动负债	10,359.72	33,453.08
负债合计	120,368.05	131,331.76
所有者权益	42,690.30	6,339.05
其中归属于母公司的股东权益	42,327.49	6,193.60

近二年合并报表的利润概况如下：

金额单位：人民币万元

项 目	2016 年度	2015 年度
营业收入	313,076.84	274,346.69
减：营业成本	231,998.93	199,125.06
营业税金及附加	-	-
营业费用	21,587.48	21,604.45
管理费用	53,367.56	42,198.66
财务费用	4,407.17	3,043.20
资产减值损失	28.56	1,383.95
加：公允价值变动损益	-801.06	-402.35
投资收益	128.86	-592.94
营业利润	1,014.94	5,996.08
加：营业外收入	41.18	78.04
减：营业外支出	118.23	358.94
利润总额	937.89	5,715.18
减：所得税	3,181.66	3,184.58
净利润	-2,243.77	2,530.60

注：以上 2015 年及估值基准日数据已经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了毕马威华振审字第 1702193 号无保留意见的审计报告。

截至 2016 年 12 月 31 日，A&K 共有 57 家子公司，除 4 家子公司持股比例非 100% 外，其余子公司持股比例皆为 100%。由于母公司为管理公司，无实质业务，与合并的子公司构成一个业务整体及产业链，各自承担产业链中相应的业务功能，合并后才能形成完整的业务链，单独每个子公司都无法构成一项完整业务，故本次收益法采用合并报表口径预测估算。历史年度财务分析也以 A&K 合并报表为基础进行分析。

（1）资产结构分析

估值基准日，合并报表的资产结构情况见下表：

资产类别	金额单位：人民币万元	
	金额	比例
货币资金	44,026.36	27.00%
交易性金融资产	42,862.34	26.29%
应收账款	2,362.78	1.45%
预付款项	24,755.38	15.18%
其他应收款	7,679.23	4.71%
存货	1,365.90	0.84%
划分为持有待售的资产	693.70	0.43%
其他流动资产	2,067.23	1.27%
流动资产合计	125,812.90	77.16%
长期应收款	345.46	0.21%
长期股权投资	3,740.43	2.29%
投资性房地产	3,191.02	1.96%
固定资产	14,847.95	9.11%
商誉	2,511.89	1.54%
长期待摊费用合计	4,671.38	2.86%
递延所得税资产	7,619.60	4.67%

其他非流动资产	317.71	0.19%
资产总计	163,058.35	100.00%

从上表的数据可以看出，流动资产占 77.16%，长期股权投资占 2.29%，固定资产占 9.11%，其他资产占 11.44%。

(2) 偿债能力分析

短期、长期偿债能力指标见下表：

指标	2015 年度	2016 年度
流动比率	103.70%	114.37%
速动比率	102.25%	113.13%
资产负债率	95.40%	73.82%

从上表的数据可以看出，公司流动比率和速动比率逐年提高。公司 2015 年的资产负债率保持在 90% 以上，2016 年下降到 73.82%。公司资产负债率较高的主要原因是公司的预收账款较高，预收账款较高是因为公司一般于旅游行程开始前向客户收取服务押金。公司经营模式是公司的资产负债率较高，流动比率和速动比率不高的主要原因。从公司经营模式分析，公司整体偿债能力尚可。

(3) 资产营运能力分析

最近二年的营运能力指标情况见下表：

指标	2015 年度	2016 年度
应收账款周转率（次）	172.86	158.53
存货周转率（次）	139.58	166.16
流动资产周转率（次）	2.70	2.75

营运能力反映资金的周转状况，可了解企业的营业状况及经营管理水平，营运能力也能反映企业经营业务创造利润的能力。

从上表 2015-2016 年度数据可以看出，营运能力指标中，应收账款周转率基本保持在 160 次左右；存货周转率有所上升，由 2015 年的 139.58 次增长到 2016 年的 166.16 次；流动资产周转率基本保持在 3 次左右。整体分析，公司的资产营运能力较为稳定。

(4) 盈利能力分析

① 营业收入、成本分析

近二年合并报表的营业收入及营业成本情况见下表：

指标	金额单位：人民币万元	
	2015 年度	2016 年度
营业收入	274,346.69	313,076.84
营业成本	199,125.06	231,998.93

企业获利能力是指企业赚取利润的能力。赢利是企业的重要经营目标，是企业生存和发展的物质基础。

从上表可以看出，公司营业收入逐年上升，营业成本则呈对应上升趋势。

② 主营业务盈利指标分析

近二年营业利润率及净利润率情况见下表：

指标	2015 年度	2016 年度
营业利润率	2.19%	0.32%
净利润率	0.92%	-0.72%

由上表的分析可以看出，公司营业利润率 2015 年为 2.19%，2016 年又下降至 0.32%。净利润率则由 2015 年的 0.92% 下降至 2016 年的 -0.72%。公司营业利润率和净利润率不高的原因之一是公司历史年度存在较大金额的股份支付费用等非经常性支出。

公司 2015 年的净利润为 2,530.60 万元，扣除管理费用中的非经常性支出股份支付费用 2,453.37 万元后，不考虑对所得税影响，2014 年的净利润为 4,983.97 万元。

公司 2016 年净利润为 -2,243.77 万元，扣除管理费用中的非经常性支出股份支付费用 9,815.33 万元后，不考虑对所得税影响，2015 年的净利润为 7,571.56 万元。

③ 期间费用分析

近二年期间费用比较情况见下表：

指标	2015 年度	2016 年度
销售费用比率	7.87%	6.90%
管理费用比率	15.38%	17.05%
财务费用比率	1.11%	1.41%

由上表的分析可以看出，公司的销售费用比率、管理费用比率和财务费用比率较为稳定，主要原因是公司历史年度营业收入增长较为平稳，销售费用、管理费用和财务费用金额也变化不大。

④ 成长能力分析

近二年各项指标的成长比率情况见下表：

指标	2015 年度	2016 年度
营业收入增长率	-	14.12%
总资产增长率	-	18.44%

由上表的分析可以看出，公司 2016 年度营业收入较 2015 年增长 14.12%。公司总资产增长率 2016 年为 18.44%。整体分析，公司营业收入和总资产增长平稳，公司成长能力良好。公司未来要获得较大增长，需要加大对新兴旅游市场的开发。

六、估值分析及测算过程

根据现场调查结果以及 A&K 的资产构成和经营业务的特点，本次估值的基本思路是以被估值单位经审计的会计报表为基础，采用现金流折现法（DCF）中的企业自由现金流

折现模型估算估值对象的经营性资产的价值,再加上基准日的非经营性和溢余性资产的价值,并扣减付息债务价值后,来得出被估值单位的股东全部权益价值。

其中:

有息负债:指基准日账面上需要付息的债务,主要为短期借款和长期借款。

溢余资产:指与企业收益无直接关系的,超过企业经营所需的多余资产。

非经营性资产、负债:指与企业收益无直接关系的,不产生效益的资产、负债。其价值根据资产的具体情况,分别选用成本法或市场法确定其基准日的价值。

1、估值模型与基本公式

经营性资产价值按以下公式确定:

$$P = \sum_{i=1}^{N_1} A_i (1+R)^{-i} + \frac{A_{i0}}{R} (1+R)^{-N_1}$$

式中: P: 为公司经营性资产的价值;

A_i: 为公司未来第 i 年的净现金流量;

A_{i0}: 为未来第 N₁ 年以后永续等额净现金流量;

R: 为折现率;

(1+R)⁻ⁱ: 为第 i 年的折现系数。

本次估值,使用企业自由现金流量作为经营性资产的收益指标,其基本定义为:

企业自由现金流量=净利润+折旧及摊销+借款利息(税后)-资本性支出-净营运资金变动

根据 A&K 的经营历史以及未来市场发展情况等,测算其未来预测期内的企业自由现金流量。其次,假定预测期后, A&K 仍可持续经营一个较长的时期。在这个时期中,其收益保持预测期内最后一年的等额自由现金流量。最后,将两部分的自由现金流量进行折现处理加和,得到经营性资产价值。

2、折现率的确定

本次估值,根据估值对象的资本债务结构特点以及所选用的现金流模型等综合因素,采用资本资产定价模型(CAPM)和资本加权平均成本(WACC)确定折现率 R。

资本加权平均成本(WACC)的计算公式为:

$$R = [E / (E+D)] \times Re + [D / (E+D)] \times Rd \times (1-T)$$

式中: E: 权益的市场价值;

D: 债务的市场价值;

Re: 权益资本成本, 按资本资产定价模型 (CAPM) 计算;

Rd: 债务资本成本, 按有息债务利率计算;

T: 被估值单位的所得税率。

其中: 权益资本成本计算公式为:

$$Re = Rf + \beta (Rm - Rf) + \Delta$$

式中: Rf: 目前的无风险利率;

β : 权益的系统风险系数;

(Rm-Rf): 市场风险溢价;

Δ : 企业特定风险调整系数。

3、收益年限的确定

公司未来具有较好的经营前景, 估值基准日至至估值报告出具日, 没有确切证据表明公司在未来某个时间终止经营, 因此确定被估值单位的收益期是无限期。根据公司经营历史及行业发展趋势等资料, 采用两阶段模型, 即估值基准日后 5 年根据企业实际情况和政策、市场等因素对企业收入、成本费用、利润等进行合理预测, 第 6 年以后各年与第 5 年持平。

4、收益主体与口径的相关性

A&K 母公司为管理公司, 无实质业务, 与合并的子公司构成一个业务整体及产业链, 各自承担产业链中相应的业务功能, 合并后才能形成完整的业务链, 单独每个子公司都无法构成一项完整业务, 故本次收益法采用合并报表口径预测估算。

本次估值, 使用企业的自由现金流量作为估值对象经营资产的收益指标, 其基本公式为:

企业的自由现金流量=净利润+折旧摊销+扣税后付息债务利息-追加资本

按照收益额与折现率口径一致的原则, 本次估值收益额口径为企业自由现金流量, 则折现率选取加权平均资本成本(WACC)。

5、未来收益的确定

(1) 营业收入的预测

1) 近二年营业收入情况

历年合并报表的营业收入相关指标统计如下:

金额单位：人民币万元

项目	2015 年度	2016 年度
营业收入	274,346.69	313,076.84
营业收入增长率 (%)	-	14.12%

由上表的分析可以看出：公司营业收入 2016 年较 2015 年的增长率达到 14.12%，公司营业收入增长良好。

2) 未来年度主营业务收入预测

A&K 营业收入主要包括 TOC—旅游经营收入、DMC—目的地管理收入、EUP—最终用户产品收入，其中 TOC 收入和 DMC 收入占全部营业收入 95%以上，其余 EUP 收入占总营业收入 5%以下。

未来收益预测中，根据 A&K 母公司及各子公司的业务情况，对各公司每年度的 TOC、DMC、EUP 业务分别预测销售收入，最后汇总所预测的各公司每年度的销售收入，得到 A&K 未来每年度总的的营业收入。

在对各公司每年度 TOC、DMC、EUP 业务销售收入预测时，在参考各公司历史年度销售收入的基础上，考虑了其未来经营计划。

A&K 在美国，英国等旅游市场处于领先地位，但其客户来源主要主要来自美国、英国及澳大利亚，对游客大幅增长的中国则一直未大力开发推广。同时，A&K 旅游目的地主要集中在非洲，而对中国，印度，巴西，墨西哥等开发力度不够。

过去十几年间，中国出境旅游业务进入了高速发阶段。1993-2015 年，中国出境游客从 374 万人次增长到 1.28 亿人次，年复合增速达 16.60%。

根据 A&K 未来发展规划，2017 年至 2019 年将加大对中国市场的开发，力争在 2019 年取得显著增长。未来营业收入预测时，考虑到中国旅游市场的快速发展，特别是中国的出境游市场未来有着巨大的发展空间，中国市场将是企业未来营业收入增长的重要因素。因此预计企业 2017 年营业收入较 2016 年增长 14%左右，2018 年较 2017 年增长 10%左右。由于 2017 年和 2018 年这二年对中国市场的开发，预计 2019 年营业收入较 2018 年增长 12%左右。2020 年预计增长较会有所放缓，预计 2020 年营业收入较 2019 年增长 6%左右。在前几年增长的基础上，预计 2021 年增长将趋于平缓，2021 年营业收入较 2020 年预计增长 3%左右。

根据企业历史年度相关数据及未来发展计划，未来年度营业收入预测如下：

金额单位：人民币万元

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度
营业收入	357,910	394,669	443,285	470,329	484,407

增长率 (%)	14%	10%	12%	6%	3%
---------	-----	-----	-----	----	----

(2) 营业成本的预测

1) 近二年营业成本情况

近二年合并报表营业成本相关指标统计如下：

金额单位：人民币万元

项目	2015 年度	2016 年度
营业成本合计	199,125.06	231,998.93
毛利率	27.4%	25.9%

2) 未来年度营业成本预测

A&K 历史年度毛利率基本平稳，2015 年度为 27.4%，2016 年度约为 25.9%。A&K 主营业务成本主要由购入服务、代理佣金、信用卡手续费和直接成本中的折旧费用等构成。其中购入服务约占总主营业务成本约 95%。

未来收益预测中，对各公司每年度的 TOC、DMC、EUP 业务分别预测营业成本，最后汇总得到 A&K 未来每年度总的的营业成本。

在对各公司每年度 TOC、DMC、EUP 业务营业成本预测时，分别对营业成本中的购入服务、代理佣金、信用卡手续费和折旧费用等进行预测，同时参考历史年度营业成本及毛利率。企业历史年度毛利率基本稳定，预计未来年度毛利率基本在 28% 左右。

根据企业历史年度营业成本相关数据，主营业务成本预测如下：

金额单位：人民币万元

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度
主营业务成本合计	258,560	283,057	319,269	339,390	349,568
毛利率	27.8%	28.3%	28.0%	27.8%	27.8%

(3) 销售费用的预测

销售费用主要包括职工薪酬福利、营销费用、业务招待费、销售佣金等。

销售费用的预测分固定部分和可变部分两方面预测。固定部分主要是折旧与摊销，不随主营业务收入变化而变化；可变部分主要是职工薪酬福利及其他费用等，随业务量的增加而变化。

销售费用中，职工薪酬福利以历史年度数据为基数，按年均增长 3% 估算。办公及其他费用主要根据以前年度发生额情况，以平均数据为基础，确定相应费用发生额。经预测，2017 至 2021 年，销售费用年均增长为 3% 左右。

企业 2015 年销售费用占营业收入比率为 7.9%，2016 年销售费用占营业收入比率为 6.9%。未来年度随着营业收入的增长，销售费用占营业收入比率会有所下降。未来预测中，

2017 年销售费用占营业收入比率为 6.2%，2018 年为 5.8%，2019 年为 5.3%，2020 年及 2021 年为 5.2%。销售费用历史年度数据及未来预测如下：

金额单位：人民币万元

序号	项目	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度
一	固定部分							
1	折旧费	377	198	209	240	276	317	364
2	无形资产摊销							
	固定部分合计	377	198	209	240	276	317	364
二	可变部分							
1	职工薪酬福利	10,548	10,363	10,674	10,994	11,324	11,664	12,014
2	营销费用	2,254	3,561	3,668	3,778	3,891	4,008	4,128
3	广告费及展览费	4,053	3,121	3,215	3,311	3,410	3,513	3,618
4	业务招待费	1,262	1,268	1,306	1,345	1,385	1,427	1,470
5	佣金费用	751	674	695	716	737	759	782
6	计算机维护费	613	613	631	650	670	690	711
7	差旅费	319	433	446	460	473	488	502
8	租金	431	417	430	443	456	470	484
9	专业服务费	226	263	271	279	287	296	305
10	其他	769	675	695	716	738	760	782
三	可变部分合计	21,227	21,389	22,031	22,692	23,373	24,074	24,796
四	销售费用合计	21,604	21,587	22,240	22,931	23,648	24,391	25,160
五	占收入比	7.9%	6.9%	6.2%	5.8%	5.3%	5.2%	5.2%

(4) 管理费用预测

管理费用主要包括职工薪酬、折旧与摊销、股份支付费用、差旅费、租金等费用。

管理费用的预测分固定部分和可变部分两方面预测。固定部分主要是折旧与摊销，不随主营业务收入变化而变化；可变部分主要是人工费用及其他费用等，随业务量的增加而变化。

固定费用的预测在本次预测存量固定资产的基础上，考虑固定资产的更新需要追加的资本性支出，按照现有的会计政策，计算固定资产折旧费用。可变费用的预测以历史年度实际数据为基础，以后各年按年均一定增长比率估算。

企业 2015 年管理费用为 42,199 万元，扣除其中的非经常性支出股份支付费用 2,453 万元后为 39,745 万元，占营业收入的比率为 14.5%；2016 年管理费用为 53,368 万元，扣除其中的非经常性支出股份支付费用 9,815 万元后为 43,552 万元，占营业收入的比率为 13.9%。由于股份支付费用实质上不会影响企业现金流量，因此未来管理费用预测时不再预测股份支付费用。

预测 2017 年管理费用为 44,928 万元，比 2016 年扣除股份支付费用后的管理费用 43,552 万元增长 3.2%。2018 年至 2021 年，管理费用年均增长为 4%左右。

企业 2015 年、2016 年管理费用扣除其中的非经常性支出股份支付费用后，占营业收入比率为 14% 左右。未来年度随着营业收入的增长，管理费用占营业收入比率会有所下降。未来预测中，2017 年管理费用占营业收入比率为 12.6%，2018 年为 11.8%，2019 年为 10.9%，2020 年为 10.7%，2021 年为 10.9%。管理费用历史年度数据及未来预测如下：

金额单位：人民币万元

序号	项目	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度
一	固定部分							
1	折旧费	2,786	3,069	3,231	3,710	4,268	4,907	5,632
2	无形资产摊销							
	固定部分合计	2,786	3,069	3,231	3,710	4,268	4,907	5,632
二	可变部分							
1	职工薪酬	27,434	29,388	30,270	31,178	32,113	33,077	34,069
2	股份支付费用	2,453	9,815	-	-	-	-	-
3	佣金	1,695	1,812	1,867	1,923	1,981	2,040	2,101
4	计算机维护费	1,707	1,861	1,917	1,975	2,034	2,095	2,158
5	差旅费	1,193	1,297	1,335	1,376	1,417	1,459	1,503
6	租金	1,690	2,039	2,100	2,163	2,228	2,295	2,364
7	技术服务费	1,447	2,132	2,196	2,262	2,330	2,400	2,472
8	其他	1,793	1,953	2,011	2,072	2,134	2,198	2,264
三	可变部分合计	39,413	50,298	41,698	42,949	44,237	45,564	46,931
四	管理费用合计	42,199	53,368	44,928	46,658	48,505	50,472	52,563
五	占收入比	15.4%	17.0%	12.6%	11.8%	10.9%	10.7%	10.9%
六	扣除股份支付费用后 的管理费用合计	39,745	43,552	44,928	46,658	48,505	50,472	52,563
七	占收入比	14.5%	13.9%	12.6%	11.8%	10.9%	10.7%	10.9%

(5) 财务费用的预测

财务费用包括利息支出、利息收入、汇兑损益及手续费等其他财务费用。未来财务费用预测仅对利息支出进行预测，对于利息收入、汇兑损益及手续费等不确定性费用不进行预测。基准日企业付息债务共计为 5,534 万元，综合贷款利率为 5.1%。企业未来将保持基准日的付息债务水平，根据企业基准日的借贷情况及利率水平预测财务费用如下表：

金额单位：人民币万元

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度
财务费用合计	282	282	282	282	282

(6) 所得税的预测

A&K 及其子公司中，所得税率最低的为斯里兰卡公司，所得税率为 15%，最高的为美国公司，所得税率为 34.8%。A&K 平均所得税率约为 30%。本次按各公司适用的所得税率估算所得税。

(7) 追加资本估算

追加资本系指企业在不改变当前经营业务条件下,为保持持续经营所需增加的营运资金和超过一年期的长期资本性投入。如产能扩大所需的资本性投资(购置固定资产或其他长期资产);经营规模变化所需的新增营运资金以及持续经营所必须的资产更新等。

在本次估值中,未来经营期内的追加资本主要为持续经营所需的基准日现有资产的更新、新增产能所需的资本性支出和营运资金增加额。即本报告所定义的追加资本为:

追加资本=资本性支出+营运资金增加额

资本性支出=资产更新投资+新增产能资本性支出

1) 资本性支出

未来资产更新投资支出主要是按照收益估算的前提和基础,在维持现有规模的前提下,结合企业历史年度资产更新和折旧回收情况,预计未来资产更新投资支出。本次估算企业每年的资产更新投资所发生的资本性支出按基准日该被更新资产的账面金额计算。

新增产能资本性支出为估值基准日后新增加的设备投资支出。企业未来会适当增加部分办公设备以应对业务量的增长,新增产能资本性支出的预测主要是根据企业的未来经营计划确定。

企业预测期内的资本性支出情况如下表:

项目	金额单位:人民币万元					
	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	永续期
资产更新投资	2,962	3,930	4,512	5,192	5,969	6,850
新增产能资本性支出	1,117	826	930	978	1,006	-
资本性支出合计	4,079	4,755	5,442	6,170	6,975	6,850

2) 营运资金增加额估算

营运资金增加额系指企业在不改变当前主营业务条件下,为维持正常经营而需新增投入的营运性资金,即为保持企业持续经营能力所需的新增资金。如正常经营所需保持的现金、存货购置、客户欠付的应收款项等所需的基本资金以及应付的款项等。营运资金的增加是指随着企业经营活动的变化,获取他人的商业信用而占用的现金,正常经营所需保持的现金、存货等;同时,在经济活动中,提供商业信用,相应可以减少现金的即时支付。通常其他应收款和其他应付款核算内容绝大多数为关联方的或非经营性的往来;应交税金和应付工资等多为经营中发生,且周转相对较快,拖欠时间相对较短、金额相对较小,估算时假定其保持基准日余额持续稳定。因此估算营运资金的增加原则上只需考虑正常经营

所需保持的现金（最低现金保有量）、存货、应收款项和应付款项等主要因素。本报告所定义的营运资金增加额为：

营运资金增加额=当期营运资金-上期营运资金

营运资金=经营性现金+存货+应收款项-应付款项

经营性现金=年付现成本总额/现金周转率

年付现成本总额=销售成本总额+期间费用总额-非付现成本总额

现金周转期=存货周转期+应收款项周转期-应付款项周转期

应收款项=营业收入总额/应收账款周转率

应收款项主要包括应收账款、应收票据、预付款项以及与经营业务相关的其他应收账款等诸项。

存货=营业成本总额/存货周转率

应付款项=营业成本总额/应付账款周转率

应付款项主要包括应付账款、应付票据、预收款项以及与经营业务相关的其他应付账款等诸项。

根据对估值对象经营情况的调查，以及经审计的历史经营的资产和损益、收入和成本费用的统计分析以及对未来经营期内各年度收入与成本的估算结果，按照上述定义，可得到未来经营期内各年度的货币资金、存货、应收款项以及应付款项等及其营运资金增加额。公司未来营运资金估算结果见下表。

金额单位：人民币万元

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度
营运资金	-29,086	-32,326	-37,681	-40,507	-41,739
营运资金追加额	-2,436	-3,239	-5,355	-2,826	-1,233

(8) 净现金流量估算结果

本次估值中对未来收益的估算，主要是在对公司审计报告揭示的营业收入、营业成本和财务数据的核实、分析的基础上，根据其经营历史、市场需求与未来的发展等综合情况做出的一种专业判断。估算时不考虑其它非经常性收入等所产生的损益。根据以上对主营业务收入、成本、期间费用等的估算，公司未来净现金流量估算如下，永续期按照 2021 年的水平持续。公司未来现金流量估算见下表。

金额单位：人民币万元

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度
营业收入	357,910	394,669	443,285	470,329	484,407
减：营业成本	258,560	283,057	319,269	339,390	349,568

销售费用	22,240	22,931	23,648	24,391	25,160
管理费用	44,928	46,658	48,505	50,472	52,563
财务费用	282	282	282	282	282
资产减值损失	-	-	-	-	-
加：公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资收益					
营业利润	31,901	41,740	51,580	55,794	56,834
加：营业外收入	-	-	-	-	-
减：营业外支出	-	-	-	-	-
利润总额	31,901	41,740	51,580	55,794	56,834
减：所得税费用	11,509	14,214	17,016	18,263	18,736
净利润	20,391	27,526	34,563	37,532	38,098
+财务费用	180	187	187	187	187
+折旧与摊销	3,930	4,512	5,192	5,969	6,850
-营运资金净增加	-2,436	-3,239	-5,355	-2,826	-1,233
-资本性支出	4,079	4,755	5,442	6,170	6,975
净现金流量	22,857	30,710	39,856	40,344	39,394

6、折现率的确定

(1) 折现率模型

按照收益额与折现率口径一致的原则，本次估值收益额口径为企业自由现金流量，则折现率选取加权平均资本成本(WACC)，WACC 模型数学公式如下：

$$WACC=K_e \times [E / (D+E)] + K_d \times (1-T) \times [D / (D+E)]$$

其中：K_e:权益资本成本

E:权益资本的市场价值

D:债务资本的市场价值

K_d:债务资本成本

T:所得税率

其中：权益资本成本 K_e 的确定采用资本资产定价模型 (“CAPM”)。CAPM 模型计算公式如下：

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

式中：R_f: 估值基准日适用的无风险利率；

β: 权益的系统风险系数；

ERP: 市场风险溢价；

R_c: 企业特定风险修正系数。

(2) 权益资本成本 K_e 的确定

1) 无风险收益率的确定

国债收益率通常被认为是无风险的，因为持有该债权到期不能兑付的风险很小，可以忽略不计。本次估值中，经查询美国 30 年期国债的到期收益率为 3.06%，则本次无风险收益率取 3.06%。

2) 股权风险收益率的确定

ERP 为市场风险溢价，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。经查询，美国市场 (S&P 500) 长期 (超过 30 年) 风险溢价为 6.25%。

3) 权益系统风险系数的确定

被估值单位的权益系统风险系数计算公式如下：

$$\beta_L = (1 + (1 - T) \times D/E) \times \beta_U$$

式中： β_L ：有财务杠杆的权益的系统风险系数；

D/E：被估值单位的目标资本结构；

β_U ：无财务杠杆的权益的系统风险系数；

T：被估值单位的所得税税率；

根据被估值单位的业务特点，估值人员通过 CPIO 资讯系统查询了 5 家美股可比上市公司基准日的 β_U 值，取其平均值 1.09 作为被估值单位的 β_U 值，具体数据见下表：

序号	股票代码	股票名称	所得税率	带息债务 / 股权价值	β_L	β_U
1	NasdaqGS:PCLN	THE PRICELINE GROUP INC.	19%	10%	1.32	1.22
2	NasdaqGS:EXPE	EXPEDIA, INC.	21%	19%	1.16	1.01
3	NasdaqGS:TRIP	TRIPADVISOR, INC.	26%	1%	1.57	1.56
4	NasdaqGS:SABR	SABRE CORPORATION	23%	49%	1.10	0.80
5	NYSE:CCL	CARNIVAL CORPORATION	0%	25%	1.06	0.85
平均				21%	1.24	1.09

根据被估值单位估值基准日的资本结构 D/E 及预测期每年的实际所得税率计算企业的 β_L 。

被估值单位估值基准日的资本结构 D/E 为 13%，估值基准日的实际所得税率为 36%。

将上述确定的参数代入权益系统风险系数计算公式，计算得出被估值单位的权益系统风险系数。估值基准日的 β_L 计算如下：

$$\begin{aligned} \beta_L &= (1 + (1 - T) \times D/E) \times \beta_U \\ &= (1 + (1 - 36\%) \times 13\%) \times 1.09 \\ &= 1.18 \end{aligned}$$

预测期被估值单位的权益系统风险系数如下：

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度
实际所得税率	36%	34%	33%	33%	33%
D/E	13%	13%	13%	13%	13%
无杠杆性 beta 系数 β_U	1.09	1.09	1.09	1.09	1.09
杠杆性 beta 系数 β_L	1.18	1.18	1.18	1.18	1.18

4) 企业特定风险调整系数的确定

企业特定风险修正系数为根据待估企业与所选择的可比上市公司在企业经营环境、企业规模、经营管理、抗风险能力、特殊因素等所形成的优劣势方面的差异进行的调整。由于测算风险系数时选取的为上市公司，而被估值单位为非上市资产，与同类上市公司比，被估值单位的企业规模要小、抗风险能力要弱，取特定风险系数 2%；企业业务分布地包括非洲一些欠发达地区，这些地区面临的风险因素相对要高，取特定风险系数 2%。则企业特定风险调整系数最终确定为 4%。

5) 权益资本成本

将上述数据代入 CAPM 公式中，可以得出被估值单位的权益资本成本。估值基准日的权益资本成本计算如下：

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

$$= 3.06\% + 1.18 \times 6.25\% + 4\% = 14.4\%$$

预测期被估值单位的权益资本成本如下：

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度
无风险利率 R_f	3.06%	3.06%	3.06%	3.06%	3.06%
市场风险溢价 ERP	6.25%	6.25%	6.25%	6.25%	6.25%
杠杆性 beta 系数 β_L	1.18	1.18	1.18	1.18	1.18
企业特定风险修正系数 R_c	4%	4%	4%	4%	4%
权益资本成本 K_e	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%

(3) 加权平均资本成本的确定

估值基准日权益资本成本 $K_e=14.4\%$ ，所得税前付息债务利率 4.24%，估值基准日实际所得税税率为 36%，估值基准日的资本结构 $D/(D+E)$ 为 11%，则计算估值基准日的加权平均资本成本如下：

$$WACC = K_e \times [E/(D+E)] + K_d \times (1-T) \times [D/(D+E)]$$

$$= 14.4\% \times 89\% + 4.24\% \times (1-36\%) \times 11\%$$

$$= 13.1\% (\text{取整})$$

预测期被估值单位的加权平均资本成本如下：

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度
权益资本成本 Ke	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%
债务资本结构 E/ (D+E)	11%	11%	11%	11%	11%
权益资本结构 D/ (D+E)	89%	89%	89%	89%	89%
税前付息债务利率 Kd	4.24%	4.24%	4.24%	4.24%	4.24%
实际所得税率	36%	34%	33%	33%	33%
加权平均资本成本 WACC	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%

7、经营性资产价值

根据预测的净现金流量和折现率，即可得到经营性资产价值为 275,650 万元。如下表：

金额单位：人民币万元

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	永续期
净现金流量	22,857	30,710	39,856	40,344	39,394	38,286
折现年限	1	2	3	4	5	
折现率	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%
折现系数	0.8842	0.7818	0.6912	0.6112	0.5404	4.1252
折现值	20,211	24,009	27,548	24,658	21,288	157,935
经营性资产价值	275,650					

8、非经营性资产（负债）和溢余资产的价值

经核实，在估值基准日 2016 年 12 月 31 日，公司账面有如下一些资产（负债）的价值在本次估算的净现金流量中未予考虑，应属本次估值所估算现金流之外的其他非经营性或溢余性资产，在估算企业价值时应予单独估算其价值。

（1）非经营性资产的价值

估值基准日，企业账面上存在的非经营性资产为交易性金融资 42,862 万元、其他应收款 7,679 万元、划分为持有待售的资产 694 万元、其他流动资产 2,067 万元、长期股权投资 3,740 万元、递延所得税资产 7,620 万元、其他非流动资产 318 万元、长期应收款 345 万元。非经营性资产的账面价值共计为 65,326 万元。

交易性金融资产为按公允价值计量的金融工具，账面值为 42,862 万元，因其为按公允价值计量，本次按其账面值确定其价值为 42,862 万元。

其他应收款主要为往来款及其他与经营无关的款项等，账面价值共计 7,679 万元，本次按经核实后的账面值确定其价值为 7,679 万元。

划分为持有待售的资产账面值为 694 万元，为企业不用拟对外出售的部分二手办公设备。因该部分资产数量多且金额小，未来处理所能获取的收益具有不确定性，本次确定其价值为 0 万元。

其他流动资产账面值 2,067 万元，主要为预缴所得税及其他税费，本次按经核实后的账面值确定其价值为 2,067 万元。

对外长期股权投资是指企业于估值基准日时已形成的对外股权投资。长期股权投资包括 3 家参股公司。其中对 Hubei Royal Yangzi Cruise Ltd. 持股 49%；对 Sanctuary Cruises Hong Kong Ltd. 持股 50%；对 Sanctuary Ananda 持股 20%。长期股权投资账面值共计为 3,740 万元。因被估值单位未能提供该长期股权投资所对应的被投资公司于估值基准日的会计报表。本次对该长期股权投资仅按被估值单位账面价值 3,740.43 万元列示于估值结果中。

递延所得税资产账面值为 7,620 万元，本次按经核实后的账面值确定其价值为 7,620 万元。

其他非流动资产账面值 318 万元，主要为预付长期租赁款。本次按经核实后的账面值确定其价值为 318 万元。

长期应收款账面值 345 万元，主要为应收关联方往来款项。本次按经核实后的账面值确定其价值为 345 万元。

经分析核实，估值基准日企业的非经营性资产如下：

金额单位：人民币万元

序号	科目名称	账面价值	估值
1	交易性金融资产	42,862	42,862
2	其他应收款	7,679	7,679
3	划分为持有待售的资产	694	-
4	其他流动资产	2,067	2,067
5	长期股权投资	3,740	3,740
6	递延所得税资产	7,620	7,620
7	其他非流动资产	318	318
8	长期应收款	345	345
合计		65,326	64,632

(2) 非经营性负债的价值

估值基准日，非经营性负债的账面价值为 8,428 万元。

非经营性负债中，交易性金融负债账面值为 500 万元，为按公允价值计量的金融工具，因其为按公允价值计量，本次按账面值确定其价值为 500 万元。

其他应付款账面值 1,992 万元，主要为与经营无关的往来款等款项，本次按经核实后的账面值确定其价值为 1,992 万元。

长期应付职工薪酬账面值 1,630 万元，为应付员工用于股份支付的现金款项，本次按经核实后的账面值确定其价值为 1,630 万元。

递延所得税负债账面值 1,378 万元，本次按经核实后的账面值确定其价值为 1,378 万元。

其他非流动负债账面值 2,276 万元，主要为应付租赁费等款项，本次按经核实后的账面值确定其价值为 2,276 万元。

长期应付款账面值 653 万元，为应付关联方的往来款项，本次按经核实后的账面值确定其价值为 653 万元。

经分析核实，估值基准日企业的非经营性负债如下：

金额单位：人民币万元

序号	科目名称	账面价值	估值
1	交易性金融负债	500	500
2	其他应付款	1,992	1,992
3	长期应付职工薪酬	1,630	1,630
4	递延所得税负债	1,378	1,378
5	其他非流动负债	2,276	2,276
6	长期应付款	653	653
	合计	8,428	8,428

(3) 溢余资产的价值

溢余资产主要为溢余货币资金。溢余资金根据估值基准日的月平均付现成本确定最低现金保有量，与估值基准日的货币资金账面余额作比较，确定溢余资金。经估算，估值基准日无溢余货币资金。

9、付息债务价值

在估值基准日，经审计的资产负债表披露，账面付息债务为 5,534 万元，经核实后以账面值确认为其价值为 5,534 万元。

10、少数股东权益价值

A&K 公司长期股权投资中对约旦公司的持股比例为 70%、对斯里兰卡公司持股比例为 75%、对中国公司的持股比例为 80%、对缅甸公司的持股比例为 55%。分别对这 4 家公司的股东全部权益价值进行了测算，其中约旦公司股东全部权益价值为 1,877 万元，少数股东权益价值为 563 万元；斯里兰卡公司股东全部权益价值为 3,880 万元，少数股东权益价值为 970 万元；中国公司的股东全部权益价值为 355 万元，少数股东权益价值为 71 万元；

缅甸公司的股东全部权益价值为 3,415 万元，少数股东权益价值为 1,537 万元；则对应的合计少数股东权益价值为 3,141 万元。

本次确定少数股东权益价值时未考虑少数股权因素可能产生的折价因素。

11、权益资本价值的确定

股东全部权益价值=企业整体价值-少数股东权益价值-付息债务价值

企业整体价值=经营性资产价值+溢余资产价值+长期股权投资价值+非营业性资产-非营业性负债

根据上述测算，A&K 归属于母公司的股东全部权益价值为 323,179 万元。见下表：

金额单位：人民币万元

项目	金额
经营性资产价值	275,650
加：非经营性资产价值	64,632
溢余资产价值	-
减：非经营负债	8,428
企业整体价值	331,854
减：少数股东权益价值	3,141
减：付息债务价值	5,534
股东全部权益价值	323,179

七、收益法估值结果

按照收益途径，采用现金流折现方法(DCF)对 Abercrombie & Kent Group of Companies S.A. 的股东全部权益价值进行了估值，在估值基准日，Abercrombie & Kent Group of Companies S.A. 的股东全部权益价值为人民币 323,200 万元(取整)。

第四部分 市场法估值技术说明

一、 估值对象

本次估值估值对象为 Abercrombie & Kent Group of Companies S.A. 于估值基准日的股东全部权益价值。

二、 市场法应用前提及选择的理由

1、 市场法的定义及原理

企业价值估值中的市场法，是指将估值对象与参考企业、在市场上已有交易案例的企业、股东权益、证券等权益性资产进行比较以确定估值对象价值的估值方法。

市场法属于间接估值方法，该方法能够客观反映资产目前市场情况，估值中所需的参数、指标直接来自于市场，估值结果易于被交易双方接受和理解，因此在国外得到广泛应用。在国际通行的各种估值规范中，都将公开市场价值类型确定为通常情况下估价应采用的价值类型。

2、 市场法的应用前提

- (1) 有一个充分发展、活跃的资本市场；
- (2) 在上述资本市场中存在着足够数量的与估值对象相同或相似的参考企业、或者在资本市场上存在着足够的交易案例；
- (3) 能够收集并获得参考企业或交易案例的市场信息、财务信息及其他相关资料；
- (4) 可以确信依据的信息资料具有代表性和合理性，且在估值基准日是有效的。

3、 选取具体估值方法的理由

市场法中常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。本次估值选用上市公司比较法。

上市公司比较法是指通过对资本市场上与被估值单位处于同一或类似行业的上市公司的经营和财务数据进行分析，计算适当的价值比率或经济指标，在与被估值单位比较分析的基础上，得出估值对象价值的方法。

可比公司是在主营业务、企业规模、增长潜力和风险等方面与目标公司相类似的公司。一般来讲，如果同行业内有足够多的可比公司用以选择，应尽量在同行业内选择可比公司，

如果同行业内没有足够多的可比公司用以选择，也可以在其他行业内选择具有类似业务、增长潜力和风险因素的公司作为可比公司。

采用上市公司比较法进行股权价值估值，依据上述规定和理论，结合目标公司 A&K 的现状，选取美股资本市场旅游行业的上市公司作为参考企业，收集参考企业的标准参数 EV/EBITDA，将参考企业分别与目标公司进行比较分析，计算出修正后的 EV/EBITDA，从而测算出以 EV/EBITDA 为乘数修正后的目标公司价值，再将上述结果作为市场法估值的目标公司价值。

采用上市公司比较法进行估值，具有估值角度和估值途径直接，估值过程直观，估值数据直接取材于市场，估值结果说服力强的特点。

采用市场比较法中的上市公司比较法，由于选择的可比公司均为上市公司，而被估值单位权益价值是非上市前提条件下的价值，而如果所有其它方面都相同，那么在市场上可流通的一项投资的价值要高于不能在市场上流通的价值。为此，估值人员需要对估值结果进行缺少流通性折扣调整。

缺乏市场流通性折扣是企业价值估值中需要经常考虑的一项重要参数。这里所谓的缺乏市场流通性折扣，其折扣内涵是参照上市公司的流通股交易价格而得到的价值折扣。

此外，由于可比公司都是上市公司，并且交易的市场价格采用的是证券交易市场上成交的流通股交易价格，上市公司流通股一般都是代表小股东权益，不具有对公司的控制权。由于本次估值目的为股权转让，所转让的股权具有控制权的，因此需要对上市公司比较法估值的价值进行控制权溢价调整。

三、 运用市场法估值的基本步骤

在运用市场法进行企业价值估值时，一般应按照以下基本步骤进行：

- 1、明确被估值单位的基本情况，包括估值对象及其相关权益状况；
- 2、恰当选择与被估值单位进行比较分析的参考企业。应当选择与估值对象在同一行业或受同一经济因素影响的参考企业或交易案例，并且所选择的参考企业与被估值单位具有可比性；
- 3、对所选择的参考企业或交易案例的业务和财务情况进行分析，与估值对象的情况进行比较、分析并做必要的调整；
- 4、对参考企业选择适当的价值乘数，并采用适当的方法对其进行修正、调整，进而估算出被估值单位的价值乘数；

5、将价值乘数运用于被估值单位所对应的财务数据，得出初步的估值结果；在考虑缺乏市场流通性折扣的基础上，确定被估值单位的股权价值；

6、根据被估值单位特点，对不同价值比率得出的数值予以分析，最终形成合理估值结论。

四、 参考企业的选择及与估值对象的可比性分析

本次估值将与目标企业业务类型相同的 5 家上市公司纳入样本，从资产规模、营业收入、盈利能力等多方面来与估值对象进行比较分析。

1、 参考企业的选择

估值人员采用在美股上市公司中选用可比公司并通过分析可比公司的方法确定被估值单位的 market value。在本次估值中可比公司的选择标准如下：

- (1) 可比公司近年为盈利公司；
- (2) 可比公司必须为至少有两年上市历史；
- (3) 可比公司所从事的行业或其主营业务为旅游服务；
- (4) 可比公司与被估值单位经营业绩相似且经营规模可比。

依据上述标准，结合被估值单位情况，确定了 4 家美股可比上市公司。

上述上市公司及被估值单位截止 2016 年底的资产规模、经营业绩状况如下：

金额单位：美元万元

公司名称	总资产	营业收入	营业利润	净利润
PCLN	1,983,897	1,074,301	290,631	213,499
EXPE	1,577,755	877,356	46,170	26,129
TRIP	223,800	148,000	16,600	12,000
OTB	19,583	9,395	2,216	2,233
A&K	23,419	46,492	141	-338

2、 比较分析

(1) The Priceline Group Inc. (NasdaqGS:PCLN)

"Priceline 集团公司提供在线旅游和餐馆预订和相关服务。该公司经营 Booking.com，提供在线住宿预订服务；和 priceline.com，提供酒店，租车和飞机票预订服务，以及度假包和游轮通过其名称自己的价格和快递优惠旅游服务。它还通过遍布亚太地区的消费者提供在线预订服务，和 rentalcars.com 提供汽车租赁预订服务。此外，公司提供 KAYAK 网站和移动应用程序，允许消费者同时比较各种旅游网站的机票，酒店预订和租车预订信息；并向

消费者提供在线餐厅预订服务，以及对 OpenTable 品牌名下餐厅的预订管理服务。此外，它还提供旅游保险服务。该公司以前称为 priceline.com Incorporated，并于 2014 年 4 月更名为 The Priceline 集团公司。Priceline 集团公司成立于 1997 年，总部位于康涅狄格州诺沃克。

(2) Expedia, Inc. (NasdaqGS:EXPE)

Expedia, Inc. 及其子公司在美国和国际上作为在线旅行公司运营。该公司通过四个细分市场：核心 OTA, Trivago, Egencia 和 HomeAway。它方便从旅行供应商预订酒店房间，航空座位，汽车租赁和目的地服务；并在交易中充当代理。该公司通过 Expedia, Hotels.com, Hotwire.com, Wotif.com, Wotif.co.nz, lastminute.com.au, lastminute.com 为休闲和公司旅行者，离线零售旅行社和旅行服务提供商提供服务。nz, travel.com.au, CarRentals.com 和 Orbitz.com 网站；和 Travelocity, HomeAway, Egencia, trivago, 经典假期, Expedia 本地专家和 Expedia CruiseShipCenters 品牌，以及 Expedia Affiliate Network。它还从事广告和媒体业务。公司成立于 1996 年，总部设在华盛顿州贝尔维尤。

(3) TripAdvisor, Inc. (NasdaqGS:TRIP)

"TripAdvisor, Inc. 作为在线旅游公司经营。该公司经营两个部门，酒店和其他。它的旅游研究平台聚集了关于目的地，住宿，活动和景点，餐馆的评论和意见，以便消费者计划他们的旅行，以及能够预订酒店，度假租赁，航班，活动和景点和餐馆。该公司经营着 TripAdvisor 品牌的网站，包括在美国的 tripadvisor.com 和 47 个国家的本地化版本的网站。它还管理和经营 23 个其他媒体品牌，提供旅游规划资源，包括 airfarewatchdog.com, bookingbuddy.com, cruisecritic.com, everytrail.com, familyvacationcritic.com, flipkey.com, gateguru.com, holidaylettings.co.uk, holidaywatchdog.com, independenttraveler.com, jetsetter.com, thefork.com, niumba.com, onetime.com, oyster.com, seatguru.com, smartertravel.com, tingo.com, travelpod.com, tripbod.com, vacationhomerentals.com, viator.com 和 virtualtourist.com。该公司的网站有 3.2 亿的评论和意见，620 万个地方，包括 995,000 酒店和住宿；770,000 个度假公寓；380 万家餐馆；全球有 625,000 个景点。 TripAdvisor, Inc. 成立于 2000 年，总部设在马萨诸塞州尼达姆。

(4) On the Beach Group plc (LSE:OTB)

On the beach 集团 plc 作为一个在线零售商的包裹假期短途海滩度假下海滩品牌名称。公司通过 onthebeach.co.uk 网站在英国提供服务。它还通过瑞典的 eBeach.se 网站以及通过在挪威的 eBeach.no 网站提供服务。公司成立于 2003 年，总部位于英国 Cheadle。

上述 4 家公司均为旅游行业上市公司，因此将其选为可比公司。

五、 价值比率的选择

1、 价值比率简介

价值比率是资产价值与一个与资产价值密切相关的一个指标之间的比率倍数，即：

价值比率=资产价值 / 与资产价值密切相关的指标

价值比率分为全投资口径和股权投资口径的价值比率。价值比率中的分母—与资产价值密切相关的指标，可以是盈利类指标、收入类指标、资产类指标或其他特别非财务类型的指标，针对不同类型的指标可以衍生出不同类型的价值比率，如盈利类指标衍生出盈利基础价值比率；资产类指标衍生出资产基础价值比率。

常用的价值比率如下：

(1) 盈利基础价值比率

盈利基础价值比率是在资产价值和盈利类指标之间建立的价值比率，可进一步分为全投资价值比率和股权价值比率。

1) $EV/EBIT = (\text{股权价值} + \text{债权价值}) / \text{息税前利润}$

2) $EV/EBITDA = (\text{股权价值} + \text{债权价值}) / \text{息税折旧及摊销前利润}$

3) $EV/NOIAT = (\text{股权价值} + \text{债权价值}) / \text{无负债现金流}$

注： $NOIAT = EBIT \times (1 - T) + \text{折旧} / \text{摊销}$

4) $P/E (\text{市盈率}) = \text{股权价值} / \text{税后利润}$

(2) 收入基础价值比率

收入基础价值比率是在资产价值与销售收入之间建立的价值比率，包括全投资价值比率和股权投资价值比率。

1) 销售收入价值比率= (股权价值+债权价值) / 销售收入

2) $P/S (\text{市销率}) = \text{股权价值} / \text{销售收入}$

(3) 资产基础价值比率

资产基础价值比率是在资产价值与资产类指标之间建立的价值比率，包括全投资价值比率和股权投资价值比率。一般包括：

1) 总资产价值比率= (股权价值+债权价值) / 总资产价值

2) 固定资产价值比率= (股权价值+债权价值) / 固定资产价值

3) $P/B (\text{市净率}) = \text{股权价值} / \text{账面净资产}$

(4) 其他特殊基础价值比率

其他特殊基础价值比率是在资产价值与一些特定的非财务指标之间建立的价值比率，这类价值比率包括：

- 1) 仓储量价值比率= (股权价值+债权价值) / 仓库储量
- 2) 装卸量、吞吐量价值比率= (股权价值+债权价值) / 装卸量、吞吐量
- 3) 专业人员数量价值比率= (股权价值+债权价值) / 专业人员数量价值比率

在上述四类价值比率中，盈利基础和资产基础的价值比率较为常用，特殊类价值比率更多地适用一些特殊行业的企业价值估值。

2、价值比率计算时限的确定

价值比率计算时限的确定既要考虑估值的时点性，又要考虑估值的有效性。资产估值通常希望估算的价值是估值基准日时点的价值，因此希望采用与估值基准日相接近的价值比率较好。但又要排除可比公司股票在特定时点受非正常因素干扰的可能性，使得价格偏离内在价值，一般而言，采用一定区间的均值则可以在一定程度降低这种影响，时间越长，越可有效降低这种影响，但区间过长，则可能对估值结果的时点性产生影响。同时，考虑到股票波动的周期性，为了更充分地反映出上市公司股票的内在价值，可以分别选择估值基准日、估值基准日前第一个会计年度末、前二个会计年度末、前三个会计年度末等分别计算时点型或区间型的价值比率，然后将上述若干个时点的价值比率进行均值处理后作为一个3年或5年的价值比率平均值。综合考虑上述因素，根据本次估值的目的和目前可获得的上市公司的数据，本次估值以2016年12月份的交易均价为基础，计算可比公司估值基准日的价值比率平均值。

3、价值比率的选择

(1) 价值比率计算时间的确定

采用估值基准日2016年12月份的交易均价计算价值比率。

本次估值未考虑报告日后、报告有效期内各可比上市公司经营发生重大变化对选取基础财务数据的影响。

(2) 价值比率种类的确定

1) 收入基础价值比率。收入基础价值比率主要反映企业经营规模与其全投资市场价值之间的关系，但企业经营规模往往与经营盈利不完全一致，这主要是企业的经营毛利水

平可能不一致。且各企业经营规模及其核算方式不统一，收入基础价值比率不适合本次估值。

2) 资产基础价值比率。资产基础价值比率是在资产价值与资产类指标之间建立的价值比率。这类价值比率可进一步分为全投资价值比率和股权投资价值比率。资产基础价值比率中的全投资价值比率通常为总资产价值比率，股权投资价值比率通常为市净率(PB)。

全投资价值比率反映企业资产账面价值与其企业全投资价值之间关系的一个价值比率。由于可比企业及被估值单位的全投资价值与企业总资产价值的对应关系不强，因此总资产价值比率不适合本次估值。考虑到被估值单位属于旅游企业，其净资产与企业股东全部权益价值关联性不强，因此不选用资产基础价值比率中的股权投资价值比率市净率(PB)。

3) 盈利基础价值比率。盈利基础价值比率有EBIT、EBITDA、NOIAT，其中EBITDA为息税折旧及摊销前利润，该价值比率避免了企业因利息支出、所得税率、折旧摊销政策等的不同对企业价值的影响，以EBITDA作为价值比率能更好的反映企业价值。被估值单位作为一家旅游企业，近年EBITDA均为正值，其未来发展前景良好。因此在具体盈利基础价值比率的选择上，本次确定EBITDA价值比率。

4) 特殊类价值比率。被估值单位不属于特殊行业。因此特殊类价值比率不适合本次估值。

六、 估值方法的运用过程

1、 企业生产经营情况

A&K 主要提供定制及针对高端团体的奢华旅游行程服务。主要客户来自 30 多个国家、在 50 多个旅游目的地拥有的服务据点，为客户提供垂直整合的服务。

A&K 客源主要来自美国、英国及澳大利亚。美国是目标公司最大的客户来源，其次是英国及澳大利亚；非洲是最大的旅游目的地服务地区，其次为亚洲、欧洲及南美洲。

A&K 主要业务分为 TOC - 旅游经营、DMC- 目的地管理、EUP- 最终用户产品三个部分。A&K2015 年的营业收入为 274,346.69 万元，2016 年为 313,076.84 万元。

(1) 企业近年来资产负债状况及经营成果

企业近二年的合并报表资产负债概况如下：

金额单位：人民币万元

项目名称	2016-12-31	2015-12-31
北京中锋资产评估有限责任公司	电话：(010) 66090385	传真：(010) 66090368
地址：北京市海淀区中关村东路 66 号 1 号楼世纪科贸大厦 B 座 28 层 (100190)		

流动资产 [□]	125,812.90	101,504.06
非流动资产 [□]	37,245.45	36,166.75
其中：长期股权投资 [□]	3,740.43	3,957.20
固定资产 [□]	14,847.95	13,787.17
在建工程		
无形资产		
长期待摊费用		
资产总计	163,058.35	137,670.81
流动负债	110,008.33	97,878.68
非流动负债	10,359.72	33,453.08
负债合计	120,368.05	131,331.76
所有者权益	42,690.30	6,339.05
其中归属于母公司的股东权益	42,327.49	6,193.60

近两年合并报表的利润概况如下：

金额单位：人民币万元

项 目	2016 年度	2015 年度
营业收入	313,076.84	274,346.69
减：营业成本	231,998.93	199,125.06
营业税金及附加	-	-
营业费用	21,587.48	21,604.45
管理费用	53,367.56	42,198.66
财务费用	4,407.17	3,043.20
资产减值损失	28.56	1,383.95
加：公允价值变动损益	-801.06	-402.35
投资收益	128.86	-592.94
营业利润	1,014.94	5,996.08
加：营业外收入	41.18	78.04
减：营业外支出	118.23	358.94
利润总额	937.89	5,715.18
减：所得税	3,181.66	3,184.58
净利润	-2,243.77	2,530.60

注：以上 2015 年及估值基准日数据已经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了毕马威华振审字第 1702193 号无保留意见的审计报告。

2、被估值单位财务报表分析、调整

财务报表分析、调整主要包括以下两方面的内容：

（1）非市场因素的调整

非市场因素调整主要是指对被估值单位和可比公司历史数据中由于关联交易或其他因素造成的非市场价格交易数据因素进行分析、确认和调整。由于本次估值的价值形态为持续经营假设前提下的市场价值，因此对于被估值单位和可比公司中可能存在的非市场因素的收入和支出项目进行市场化处理，以确认所有的收入、支出项目全部是市场化基础的数据，剔除由于关联交易等非市场化的因素。

(2) 非经营性资产和溢余资产的确认与调整

非经营性资产的一种形态是指对企业主营业务没有直接贡献的资产。如长期投资及一些闲置资产等。

非经营性资产的另一种形态为暂时不能为主营业务创造贡献的资产或对企业主营业务没有直接影响的资产，如在建工程、多余现金和长期闲置资产等。

估值人员根据被估值单位截止至估值基准日经审计的资产负债表反映的情况分析确定被估值单位存在以下非经营性资产及非经营性负债。非经营性资产及负债估值过程详见收益法部分的相关内容。

估值基准日企业非经营性资产如下：

金额单位：人民币万元

序号	科目名称	账面价值	估值
1	交易性金融资产	42,862	42,862
2	其他应收款	7,679	7,679
3	划分为持有待售的资产	694	-
4	其他流动资产	2,067	2,067
5	长期股权投资	3,740	3,740
6	递延所得税资产	7,620	7,620
7	其他非流动资产	318	318
8	长期应收款	345	345
	合计	65,326	64,632

估值基准日企业非经营性负债如下：

金额单位：人民币万元

序号	科目名称	账面价值	估值
1	交易性金融负债	500	500
2	其他应付款	1,992	1,992
3	长期应付职工薪酬	1,630	1,630
4	递延所得税负债	1,378	1,378
5	其他非流动负债	2,276	2,276
6	长期应付款	653	653
	合计	8,428	8,428

(3) 被估值单位付息负债的确认

负息负债是指那些需要支付利息的负债，包括银行借款、发行的债券和融资租赁的长期应付款等。负息负债还应包括其他一些融资资本，这些资本应该支付利息，但由于是关联方或其他方面的原因而没有支付利息，如其他应付款等。根据被估值单位估值基准日经审计的资产负债表反映的账面付息债务为 5,534 万元，经核实后以账面价值确认为其价值为 5,534 万元。

3、可比公司财务报告分析、调整

估值人员采用与被估值单位同样的方法对可比公司的非经营性资产、非经营性负债和负息负债进行确认和分析调整。

(1) 非经营性资产的确认

对可比公司非经营性资产和负债估值人员根据对可比公司的财务报告分析确认。可比公司非经营性资产主要包括：

- 1) 交易性金融资产
- 2) 应收股利
- 3) 应收利息
- 4) 可供出售金融资产
- 5) 持有至到期投资
- 6) 在建工程
- 7) 工程物资
- 8) 递延所得税资产

(2) 非经营性负债的确认

- 1) 交易性金融负债
- 2) 应付利息
- 3) 应付股利
- 4) 递延所得税负债

(3) 负息负债的确认

可比公司的负息负债主要包括：

- 1) 短期借款
- 2) 一年内到期的长期负债
- 3) 长期借款
- 4) 应付债券
- 5) 长期应付款

4、价值比率的计算

对于可比公司的付息负债根据财务年报相关科目计算确定；股东全部权益市场价值根据股价和股份数计算确定。在计算可比公司的股东全部权益价值时，考虑扣除非经营性资产及负债的净额。

(1) 价值比率乘数

根据可比公司年报以及估值基准日相关财务信息，计算得出 EV/EBITDA 价值比率，具体见下表：

代码	企业价值 2016 年 12 月平均股价	EBITDA 过去 12 个月	EV/EBITDA
NasdaqGS:PCLN	70,869,822	4,405,874	16.09
NasdaqGS:EXPE	20,480,530	1,498,321	13.67
NasdaqGS:TRIP	6,310,118	352,000	17.93
LSE:OTB	292,153	23,295	12.54
平均值			15.06

(2) 修正后价值比率乘数

由于被估值单位与可比公司之间存在差异，因此需要计算修正系数来对各价值比率进行修正。

通过比较可比公司及被估值单位盈利能力、运营能力、偿债能力及发展能力的相关指标，确定各项财务指标调整系数。可比公司及被估值单位的财务指标如下：

项目	A&K 2015 及 2016 平均	NasdaqGS:PCL N	NasdaqGS:EXP E	NasdaqGS:TRIP	LSE:OTB
盈利能力状况					
净资产收益率	15%	29%	16%	17%	5%
总资产报酬率	2%	16%	5%	10%	3%
销售利润率	0.1%	36%	7%	22%	21%
成本费用利润率	1%	56%	7%	28%	27%
资产运营状况					
总资产周转率	2.0	0.6	0.4	0.7	0.5
流动资产周转率	2.7	2.1	2.2	1.7	0.9
应收账款周转率	165.7	13.7	6.1	8.3	2.3
偿债能力状况					
资产负债率	85%	31%	23%	17%	0%
已获利息倍数	2.05	36.2	4.2	34.4	NA
速动比率	108%	309%	50%	235%	127%
发展能力状况					
预期销售增长率	11%	14%	11%	12%	14%

对上述指标均以A&K为标准分100分进行对比调整：低于A&K指标系数的则调整系数小于100，高于A&K指标系数的则调整系数大于100。可比公司与被估值单位打分表如下：

项目	A&K2015 及 2016 平均	NasdaqGS: PCLN	NasdaqGS: EXPE	NasdaqGS: TRIP	LSE: OTB
----	----------------------	-------------------	-------------------	-------------------	-------------

盈利能力状况					
净资产收益率	100	105	100	100	90
总资产报酬率	100	110	103	106	101
销售利润率	100	115	103	110	110
成本费用利润率	100	120	103	115	115
平均值	100	113	102	108	104
资产运营状况					
总资产周转率	100	82	80	85	82
流动资产周转率	100	96	96	90	80
应收账款周转率	100	90	85	87	80
平均值	100	89	87	87	81
偿债能力状况					
资产负债率	100	103	104	105	100
已获利息倍数	100	120	105	120	100
速动比率	100	110	90	105	102
平均值	100	111	100	110	101
发展能力状况					
预期销售增长率	100	105	100	102	105
平均值	100	105	100	102	105

根据上述打分表，可比公司与被估值单位各项指标调整系数如下：

项目	NasdaqGS: PCLN	NasdaqGS: EXPE	NasdaqGS: TRIP	LSE: OTB
盈利能力状况	0.89	0.98	0.93	0.96
资产运营状况	1.12	1.15	1.15	1.24
偿债能力状况	0.90	1.00	0.91	0.99
发展能力状况	0.95	1.00	0.98	0.95
总调整系数	0.85	1.13	0.95	1.13

则经修正后各可比公司价值比率乘数如下：

股票代码	NasdaqG: PCLN	NasdaqG:EXPE	NasdaqGS: TRIP	LSE: OTB	平均值
修正系数	0.85	1.13	0.95	1.13	1.01
EV/EBITDA	16.09	13.67	17.93	12.54	15.06
修正后：EV/EBITDA	13.73	15.42	16.98	14.14	15.07

5、缺乏市场流通性折扣分析

因所选样本公司均为上市公司，而A&K公司为非上市公司，因此需要考虑相关股权缺少流动性对其价值的影响。

根据IRS统计的SEC overall average、SEC nonreporting OTC companies、Gelman、Trout、Moroney、Maher、Standard Research Consultants、Willamette Management Associates、Silber、FMV Opinions, Inc.、Management Planning, Inc、Bruce Johnson Study、Columbia Financial Advisors等13家机构对流动性折扣的研究结果，缺少流通性折扣率平均约为30%。

6、控制权溢价率

由于可比公司都是上市公司，并且交易的市场价格采用的是证券交易市场上成交的流通股交易价格，上市公司流通股一般都是代表小股东权益，不具有对公司的控制权。由于本次估值目的为股权收购，所收购的股权具有控制权的，因此需要对上市公司比较法评估的价值进行控制权溢价调整。根据近三年美国上市公司涉及控制权的股权交易，控制权溢价率平均数为35%。

7、付息负债的价值

被估值单位估值基准日账面付息债务为5,534万元，本次估值以经核实后的账面价值确定其价值为5,534万元。

8、非经营性资产和负债、溢余资产价值

根据被估值单位截止估值基准日的财务报表，分析确定被估值单位存在非经营性资产及负债。非经营性资产估值为64,632万元，非经营性负债估值为8,428万元。非经营性资产及负债估值过程详见收益法部分的相关内容。

为与可比公司对比时口径一致，被估值单位及可比公司的货币资金均作为溢余资产处理。在计算可比公司的企业价值时，已扣除货币资金账面值。因此，被估值单位估值基准日账面上的货币资金44,026万元需作为溢余资产全部加回。

综合上述非经营性资产和负债、溢余资产的价值，则估值基准日企业非经营性资产净值为100,230万元。

9、少数股东权益

企业估值基准日少数股东权益账面值为363万元，少数股东权益账估值共计为3,141万元。少数股东权益具体情况详见收益法部分的相关内容。

七、市场法估值结论及分析

A&K 作为一家旅游公司，EBITDA 价值比率指标能合理反映企业的实际盈利能力，因此本次采用 EBITDA 价值比率计算结果确定初步估值结果。

被估值单位股东全部权益价值=（企业全投资价值—付息负债-少数股东权益）×（1—
缺少流通折扣率）+非经营性资产价值

金额单位：人民币万元

A&K 公司	估值基准日 EBITDA 比率乘数
修正后：EV/EBITDA	15.07
控制权溢价	35%
流动性折扣	30%
被估值公司比率乘数取值	14.24
被估值公司对应参数	17,041
被估值公司全投资计算价值	242,661
被估值公司付息负债	5,534
被估值公司经营性资产构成的股权价值	237,128
非经营性资产净值	100,230
少数股东权益	3,141
被估值公司股权市场价值	334,217
估值结果(取整)	334,200

截止估值基准日2016年12月31日，采用上市公司比较法估值，在持续经营和非流通前提下，Abercrombie & Kent Group of Companies S.A. 股东全部权益的市场价值估值结果为人民币334,200万元。

第五部分 估值结论及分析

一、估值结论

本着独立、公正、科学、客观的原则，经过实施一定的估值程序，采用收益法和市场法形成的初步价值结论如下：

1、收益法

截止估值基准日 2016 年 12 月 31 日，在持续经营前提下，经收益法估值，Abercrombie & Kent Group of Companies S.A. 股东全部权益价值为 323,200.00 万元，相对于 Abercrombie & Kent Group of Companies S.A. 合并口径下的归属母公司的账面净资产 42,327.49 万元，增值额 280,872.51 万元，增值率为 663.57%。

2、市场法

截止估值基准日 2016 年 12 月 31 日，在持续经营前提下，经市场法估值，Abercrombie & Kent Group of Companies S.A. 股东全部权益价值为 334,200 万元，相对于 Abercrombie & Kent Group of Companies S.A. 合并口径下的归属母公司的账面净资产 42,327.49 万元，增值额 291,872.51 万元，增值率 689.56%。

3、估值结果的确定

经对收益法与市场法两种估值结果的比较，收益法与市场法估值相差 11,000.00 万元，差异率 3.4%。估值结果差异的主要原因是：两种估值方法考虑的角度不同，收益法是从企业的未来获利能力角度考虑的，反映了企业各项资产的综合获利能力；市场法是从其公开市场交易的途径考虑的，反映其企业各项资产组合在估值基准日市场价值。

市场法是以现实市场上的参照物来评价估值对象的现行公平市场价值，它具有估值过程直观、估值数据直接来源于市场、估值结果说服力强的特点。但市场法估值中选取的对比公司均为上市公司，被估值单位的资产规模、经营规模、经营状况、经营业绩等方面与对比上市公司存在一定差异。同时影响上市公司股价的因素较多，上市公司股价有时不合理的波动会影响企业内在价值的体现，因此市场法估值结果往往与被估值单位内在价值在一定程度上存在背离。

收益法是从未来收益的角度出发，以被估值单位现实资产未来可以产生的收益，经过折现后的现值作为被估值单位股东全部权益的价值。企业价值大小很大程度上取决于企业对未来预期发展的经营计划及所面临经营风险的判断。被估值单位作为一家以旅游服务为主的公司，其在旅游产品的设计、销售、运营等方面具有丰富的经验，尤其在高端、全球性奢侈旅游方面拥有核心竞争力。其在长期经营过程中所形成的品牌影响力、服务网络、管理经验、人才队伍等，使其未来具有良好的发展前景，收益法估值结果能较好的反映被估值单位在估值基准日的价值。

因此本次估值我们以收益法估值结论为最终估值结论。即在持续经营前提下，经采用收益法估值，Abercrombie & Kent Group of Companies S.A. 股东全部权益在 2016 年 12 月 31 日所表现的市场价值为人民币 323,200.00 万元，折合美元 46,600.00 万元（估值基准日美元兑人民币汇率 100：693.7）。

二、股东部分权益价值的溢价（或者折价）的考虑等内容

本次估值在采用收益法确定 Abercrombie & Kent Group of Companies S.A. 的股东全部权益价值时，未考虑控股股权的溢价，亦未考虑少数股权的折价及股权流动性等特殊交易对股权价值的影响。