

中联资产评估集团有限公司关于对
《关于对众信旅游集团股份有限公司的问询函》
相关问题的核查意见

深圳证券交易所：

根据贵所 2018 年 6 月 7 日出具的《关于对众信旅游集团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）[2018]第 15）的核查要求，中联资产评估集团有限公司技术支持中心组织评估项目组对贵所问询函相关问题进行了认真的研究和分析，并就资产评估相关问题出具了本核查意见。

核查意见中可能涉及的公司名称简称如下：

众信旅游集团股份有限公司简称为“众信旅游”或“上市公司”；

竹园国际旅行社有限公司简称为“竹园国旅”或“标的公司”。

现将具体情况汇报如下：

原问题 1、报告书显示，2015 年 3 月 27 日，你公司向郭洪斌等 8 名交易对手方发行股份购买其持有的竹园国际旅行社有限公司（以下简称“竹园国旅”）70% 股权，采用收益法评估的竹园国旅股东全部权益价值为 90,070.34 万元。本次交易中，竹园国旅在评估基准日股东全部权益价值为 146,241.93 万元，增值率 202.89%。

（3）请结合竹园国旅的生产经营状况、历史盈利承诺及其实现情况、核心竞争力及其持续性等信息，进一步说明本次交易作价的公允性，逐一说明评估参数选取的依据、合理性及可实现性；请结合评估假设、评估参数的异同等方面，说明本次评估值与前次评估值差异的原因及合理性。

回复：

（一）竹园国旅生产经营状态、历史盈利承诺及其实现情况、行业发展、核心竞争力等情况

1、竹园国旅近年经营状况，历史盈利承诺及实现情况

（1）竹园国旅生产经营状态

报告期内，随着出境游市场需求的持续增长，竹园国旅依靠专业优势不断加强产品研发与品牌升级、进一步拓展线下渠道，实现了业务规模和经营业绩的高速增长。

2015 年度、2016 年度和 2017 年度，竹园国旅分别实现营业收入 284,336.20 万元、380,926.37 万元和 495,863.11 万元；分别实现净利润 6,837.61 万元、9,139.48 万元和 12,466.57 万元。相较于竹园国旅 2014 年度经营业绩，最近三年竹园国旅营业收入复合增长率达到

35.14%，净利润复合增长率达到 29.60%。

(2) 竹园国旅历史盈利承诺及实现情况

根据前次上市公司收购竹园国旅 70% 股权交易中，上市公司与交易对方签署的《发行股份购买资产协议》、《盈利预测补偿协议》，郭洪斌、陆勇、何静蔚、苏杰、张一满、李爽承诺竹园国旅 2014 年度、2015 年度、2016 年度经审计的净利润（以扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润为计算依据）分别不低于人民币 5,650 万元、7,062 万元、8,828 万元。

根据《竹园国际旅行社有限公司盈利预测及业绩承诺实现情况专项审核报告》（中证天通(2017)证特审字第 04004 号），竹园国旅 2014-2016 年度业绩承诺完成率分别为 102.25%、102.40%、104.90%，业绩承诺已经实现，具体完成情况如下：

单位：万元

项目	2014 年度	2015 年度	2016 年度
1、承诺扣除非经常性损益后的归属于母公司净利润金额	5,650.00	7,062.00	8,828.00
2、实现归属于母公司净利润金额	5,727.25	7,276.39	9,139.48
减：非经常性损益金额	-2.14	108.65	40.94
3、扣除非经常性损益后的归属于母公司净利润金额	5,729.39	7,167.74	9,098.54
加：超额利润奖励金额（扣除所得税后）	47.64	63.45	162.32
4、扣除非经常性损益及计提超额利润奖励前的归属于母公司净利润金额	5,777.03	7,231.19	9,260.86
5、业绩承诺完成率（5=4/1）	102.25%	102.40%	104.90%

2、出境游市场具有发展前景、竹园国旅核心竞争力显著等因素支撑竹园国旅未来年度业绩持续增长

报告期内出境游市场、特别是旅行社组织的出境游市场快速增长，预计未来发展前景良好。经过对出境游市场多年的深耕挖掘，竹园国旅已形成极具竞争力的市场地位，体现在专业运作优势、产品研发优势、人才优势、客户优势等多个维度，该等竞争优势有利于竹园国旅在旅行社出境游市场中保持相对领先的地位。

综上所述，报告期内标的公司业务规模和营业能力稳步发展，经过对出境游市场多年的深耕挖掘，竹园国旅已成为出境旅游的大型批发商，具有突出的核心竞争力。由于出境游市场具有较好的发展前景，未来标的公司有望延续良好的业绩增长趋势。

（二）评估参数选取的依据、合理性及可实现性

1、竹园国旅盈利预测中各项参数的合理性

（1）营业收入预测的合理性

标的公司报告期及未来年度各区域出境游人数及增长情况见下表：

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
欧洲出境游人数	120,421	117,051	173,293	199,287	223,201	245,521	270,073.00	278,175
增长率		-2.80%	48.05%	15.00%	12.00%	10.00%	10.00%	3.00%
澳洲出境游人数	5,727	8,972	12,582	14,469	16,639	18,303	20,133.00	21,140
增长率		56.66%	40.24%	15.00%	15.00%	10.00%	10.00%	5.00%
美洲出境游人数	4,232	8,717	5,976	6,275	6,589	6,918	6,918	6,918
增长率		105.98%	-31.44%	5.00%	5.00%	4.99%	0.00%	0.00%
中东非出境游人数	3,581	2,917	3,933	3,933	3,933	3,933	3,933.00	3,933
增长率		-18.54%	34.83%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
亚洲出境游人数	288,152	450,306	583,170	670,646	751,124	826,236	908,860	936,126
增长率		56.27%	29.51%	15.00%	12.00%	10.00%	10.00%	3.00%

标的公司的主要目的地区域在欧洲和亚洲，欧洲和亚洲占据了标的公司业务的大部分，这也符合我国人民在选择出境游目的地时的倾向性。

标的公司欧洲出境游人数在 2016 年略有下降，主要原因为 2016 年欧洲暴乱事件的影响，随着暴乱事件的消除及人民恐慌程度的下降，2017 年标的公司欧洲出境游人数呈报复性增长，同比增长接近 50%，2015 年-2017 年欧洲出境游人数复合增长率也在 20% 左右。标的公司未来年度预测欧洲出境游人数增长率由 15% 逐步下降至 3% 并趋于稳定，低于 2017 年的欧洲出境游人数增长情况和 2015 年-2017 年欧洲出境游人数复合增长情况，符合行业增长情况，具备合理性且符合谨慎性原则。

标的公司 2017 年亚洲出境游人数同比增长约 30%，2015 年-2017 年亚洲出境游人数复合增长率超过 40%，发展较为迅猛。而亚洲目的地相对其他目的地有较强的地理优势，大多数人首次出境游时选择目的地均为亚洲，未来年度随着国民收入水平的不断提升，亚洲目的地的出境游人数将保持持续的增长。标的公司未来年度预测亚洲出境游人数增长率由 15% 逐步下降至 3% 并趋于稳定，低于 2017 年的亚洲出境游人数增长情况和 2015 年-2017 年亚洲出境游人数复合增长情况，符合行业增长情况，具备合理性且符合谨慎性原则。

标的公司澳洲出境游人数近年亦保持了高速的增长态势，2017 年标的公司澳洲出境游人数增长约 40%，2015 年-2017 年澳洲出境游人数复合增长率约为 48%，主要原因为澳洲出境游业务占标的公司业

务比重较小，基数较低，随着近年澳洲在我国受欢迎程度的上升，标的公司澳洲出境游业务增速较高。未来年度随着标的公司澳洲出境游业务的发展，澳洲出境游人数增长情况预计将会降低，标的公司预测未来年度预测澳洲出境游人数增长率由 15% 逐步下降至 3% 并趋于稳定，低于 2017 年的澳洲出境游人数增长情况和 2015 年-2017 年澳洲出境游人数复合增长情况，符合行业增长情况，具备合理性且符合谨慎性原则。

对于标的公司的美洲出境游业务和中东非出境游业务来讲，美洲出境游业务由于 2016 年增速翻倍，2017 年标的公司重新设计的美洲出境游的产品，价格有一定幅度的提升，故 2017 年美洲出境游人数相对 2016 年有所下降，但从 2015 年-2017 年的复合增长情况来看，复合增长率也将近 20%，标的公司未来年度预测美洲出境游人数增长 5% 至逐步稳定是具备合理性和谨慎性的；由于中东非地理位置的特殊情况及其中一些国家常年饱受战乱的影响，中东非地区的出境游业务增长缓慢，但从 2015 年-2017 年的情况来看，中东非地区的出境游人数尚处于相对稳定的水平，且标的公司目前深度挖掘土耳其的相关旅游产品，中东非出境游业务未来年度保持 2017 年的水平是可实现的。

(2) 标的公司未来年度毛利率预测合理性

标的公司报告期及预测期各目的地出境游业务的毛利率情况见下表：

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
欧洲出境游业务	7.54%	7.01%	6.95%	6.65%	6.36%	6.06%	5.76%	5.76%
澳洲出境游业务	7.68%	-0.69%	6.63%	6.10%	5.57%	5.03%	4.49%	4.49%
美洲出境游业务	-2.23%	-0.26%	0.29%	0.29%	0.29%	0.29%	0.29%	0.29%
中东非出境游业务	2.52%	4.14%	9.49%	6.81%	6.81%	6.81%	6.81%	6.81%
亚洲出境游业务	7.42%	9.26%	8.01%	8.30%	8.59%	8.88%	9.17%	9.17%

本次标的公司未来年度毛利率预测依据如下：

对于欧洲、澳洲及亚洲出境游业务，从历史期来看，随着出境游人数的增加，标的公司的人均收入及成本均呈下降趋势。一方面，标的公司为吸引更多的出境游客，需不断丰富各目的地区域的产品结构，同时人均单价也会有不同程度的下调；另一方面，主要由于随着出境游人数的增加，标的公司在地接、导游等各方面向供应商获取的折扣更大，且出境游人数增加会增加包机的利用率，从而降低单位成本。未来年度标的公司在欧洲、澳洲及亚洲出境游业务方面对平均单价和平均成本的预测均有不同程度的降低，但欧洲和澳洲出境游业务预测毛利率均低于2017年毛利率水平，亚洲出境游业务毛利率介于2016年和2017年水平之间，具备合理性并且符合谨慎性原则。

对于美洲及中东非出境游业务，报告期美洲及中东非地区人均单价及成本呈现上升趋势，美洲地区主要由于标的公司调整了产品结构，产品趋向于高端化，故人均单价及成本均略有上升，由于美洲出境游产品目前价格还有上升空间，且标的企业目前正在推广其高端产品，故未来年度平均单价及成本参照2017年水平进行预测；对于中东非地区，2017年毛利率较2016年上升幅度较大，是由于2016年受到土耳其暴乱的影响，对业绩有一定影响，2017年随着暴乱事件的消

除人民恐慌度下降，土耳其路线推出了土耳其尊悦系列 14 日游，土耳其轻奢全景 10 日游，土耳其经典全景 10 日游及异域迷踪土耳其 11/12 日游等一系列相关旅游产品，且销量较好，因此 2017 年的中东非业务获利能力明显提升，未来随着标的公司对土耳其目的地的深度挖掘，有利于保证目前的获利水平，本次按照 2017 年毛利率水平对未来年度毛利率进行预测具备合理性。

综合以上情况，欧洲、澳洲出境游业务未来年度预测毛利率低于 2017 年毛利率水平；亚洲出境游业务未来年度预测毛利率处于 2016 年和 2017 年毛利率水平之间；美洲和中东非出境游业务未来年度预测毛利率与 2017 年持平。各区域出境游业务毛利率预测水平无高于报告期毛利率的情况，标的公司未来年度预测毛利率具备合理性并且符合谨慎性原则。

（3）标的公司未来年度净利率预测的合理性

标的公司报告期及预测期净利率情况见下表：

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
净利率	2.28%	2.40%	2.51%	2.45%	2.42%	2.38%	2.33%	2.34%

标的公司报告期内净利率逐步提升，由 2.28% 上升至 2.51%。未来年度，随着市场竞争的加剧及标的公司的经营情况逐步趋于稳定，标的公司预测净利率逐步下降，具备合理性。

2、折现率选取的合理性

本次竹园国旅 100% 股权评估选取的折现率和可比交易案例对比

情况如下：

证券代码	证券简称	交易标的	评估基准日	折现率
002707.SZ	众信旅游	竹园国际旅行社有限公司 70% 股权	2014 年 6 月 30 日	12.01%
000796.SZ	易食股份	凯撒同盛（北京）投资有限公司 100% 股权	2014 年 12 月 31 日	11.71%
002707.SZ	众信旅游	北京市华远国际旅游有限公司 100% 股权	2015 年 12 月 31 日	12.11%
均值				11.94%
众信旅游收购竹园国旅 30% 股权				12.35%

可比交易案例的折现率平均数为 11.94%，竹园国旅本次评估所选取的折现率高于同行业并购案例的折现率，更具谨慎性。

综合以上对出境游市场发展情况、标的公司核心竞争力、标的公司盈利预测、折现率等合理性的分析，本次对竹园国旅 100% 股权的估值具备合理性。

（三）本次评估值与前次评估值差异的原因及合理性分析

1、两次竹园国旅 100% 股权估值差异

两次竹园国旅 100% 股权的估值对比情况见下表：

单位：万元

项目	评估基准日	净资产	100% 股权评估值	增值率	静态 PE	动态 PE
1	2014 年 6 月 30 日	8,289.13	90,070.34	986.61%	41.87	16.29
2	2017 年 12 月 31 日	48,281.50	146,241.93	202.89%	11.73	11.02

本次竹园国旅 100% 股权对应的评估值为 146,241.93 万元，较前次竹园国旅 100% 股权对应的评估值 90,070.34 万元高 56,171.59 万元，主要原因为：

(1) 出境游市场具有较好的发展前景、竹园国旅市场地位、核心竞争力和盈利能力不断增强使得竹园国旅本次估值较前次有一定的提升，具体来看，竹园国旅 2017 年实现净利润 12,466.57 万元，相比前次评估年度 2014 年的净利润 5,727.25 万元高出 6,739.32 万元，近三年复合增长率高达 29.60%。根据对出境游市场及竹园国旅核心竞争力（详见前述分析）等分析，竹园国旅未来业绩尚有较大的增长空间，故竹园国旅本次评估值较前次有所提升；

(2) 前次评估基准日竹园国旅经审计的净资产为 8,289.13 万元，两次评估基准日之间竹园国旅通过自身盈利对股东权益的积累，本次评估基准日竹园国旅经审计的净资产为 48,281.50 万元，较前次评估基准日高出 39,992.37 万元，股东权益的积累使得竹园国旅两次 100% 股权对应的估值有一定差异。

2、两次竹园国旅盈利预测参数对比

本次竹园国旅盈利预测中各项参数情况如下：

单位：万元

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
营业收入	541,713.67	577,593.87	604,883.09	633,207.05	652,181.16	652,181.16
营业成本	502,118.68	535,627.54	561,282.19	587,972.04	605,581.00	605,581.00
期间费用	21,862.73	23,245.09	24,337.19	25,472.73	25,900.82	25,900.82
净利润	13,271.94	13,964.11	14,370.93	14,744.84	15,275.92	15,275.92
毛利率	7.31%	7.27%	7.21%	7.14%	7.15%	7.15%
期间费用率	4.04%	4.04%	4.04%	4.04%	4.02%	4.02%
净利率	2.45%	2.42%	2.38%	2.33%	2.34%	2.34%
收入增长率	9.25%	6.62%	4.72%	4.68%	3.00%	0.00%
净利润增长率	6.46%	5.22%	2.91%	2.60%	3.60%	0.00%

前次竹园国旅盈利预测中各项参数情况如下：

单位：万元

项目	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	永续
营业收入	218,778.08	286,982.83	349,820.58	396,936.14	439,074.65	482,829.33	482,829.33
营业成本	201,801.22	265,114.74	323,199.23	366,769.00	405,748.88	446,230.86	446,230.86
期间费用	8,484.37	11,107.48	13,250.76	14,845.65	16,115.08	17,390.11	17,390.11
净利润	5,529.40	7,029.13	8,795.67	10,136.96	11,429.45	12,786.93	12,786.93
毛利率	7.76%	7.62%	7.61%	7.60%	7.59%	7.58%	7.58%
期间费用率	3.88%	3.87%	3.79%	3.74%	3.67%	3.60%	3.60%
净利率	2.53%	2.45%	2.51%	2.55%	2.60%	2.65%	2.65%
收入增长率	41.67%	31.18%	21.90%	13.47%	10.62%	9.97%	0.00%
净利润增长率	157.03%	27.12%	25.13%	15.25%	12.75%	11.88%	0.00%

注：2014年财务=2014年1-6月经审计数据+2014年7-12月收益法预测数据；2014年增长率根据2013年财务数据计算

两次盈利预测中各项收益指标的预测情况有一定差异，具体差异情况如下：

① 营业收入预测增长低于前次

2017年度竹园国旅实现营业收入495,863.11万元，相较于前次评估基准日，已经过近几年的快速发展，其业务规模和盈利能力已有了大幅地扩大和提升，并逐步进入稳定发展期，出于谨慎性原则，本次竹园国旅营业收入增长率的预测较前次预测有所下降，具有合理性。

② 预测毛利率水平低于前次

2013年度及2014年1-6月，竹园国旅毛利率分别为7.24%和7.83%。前次标的公司预测毛利率呈现缓慢下降趋势，并在永续期内保持在7.58%的水平。

2016年度及2017年度，竹园国旅毛利率分别为7.64%和7.33%。本次标的公司预测毛利率同样呈现缓慢下降趋势，并在永续期内保持在7.15%的水平，毛利率水平均小于2016年度和2017年度的毛利率，

预测相对谨慎，具有合理性。

③ 预测期间费用率水平高于前次

2016 年度及 2017 年度，竹园国旅期间费用率分别为 4.15% 和 3.90%，主要是随着竹园国旅业务规模的扩大，销售人员薪酬及房租物业费出现较快速度增长，使得销售费用率较前次评估时点有所上升。本次标的公司盈利预测中，预测期内标的公司期间费用率保持在 4.00% 左右，系根据竹园国旅最近两年期间费用率情况进行的调整，具有合理性。

整体而言，本次盈利预测中营业收入增长率预测较前次有所下降，毛利率水平与费用率水平较前次预测变动较小，且均系根据最近两年竹园国旅财务表现所做的调整。最终本次盈利预测中净利率水平较前次接近，净利润增长率预测较前次有所下降。

结合本次盈利预测与前次在参数选取、各项收益指标预测等方面的差异情况，本次竹园国旅 100% 股权评估值与前次存在差异具备合理性。

中介机构核查意见：

经核查，评估师认为：上市公司结合竹园国旅近年业绩情况及核心竞争力等综合分析了竹园国旅盈利预测的可实现性及本次估值的合理性，并对两次竹园国旅 100% 股权估值差异情况进行了对比。相关披露及分析内容具有合理性。

(此页无正文，为《中联资产评估集团有限公司关于对<关于对众信旅游集团股份有限公司的问询函>相关问题的核查意见》之盖章页)

签字资产评估师： _____

陈小伟

李业强

法定代表人（或授权代表）： _____

胡 智

中联资产评估集团有限公司

年 月 日