

中联资产评估集团有限公司关于浙江祥源文化股份有限公司上市公司发行股份购买资产并募集配套资金评估相关问题的反馈意见回复

中国证券监督管理委员会：

根据贵会《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书（220672号）》中反馈意见的要求，中联资产评估集团有限公司作为浙江祥源文化股份有限公司上市公司发行股份购买资产聘请的评估机构，就反馈意见中涉及本机构评估师核查的事项进行了专项核查，并就此发表核查意见。现将有关事项回复如下：

问题 1【原问题 6】申请文件显示，1) 祥源旅开从北京印迹管理咨询有限公司（以下简称印迹管理）处收购北京百龙绿色科技企业有限公司（以下简称百龙绿色）100%股权（以下简称前次收购），收购价格包括现金对价和承债对价，其中现金对价尚余 0.36 亿元未支付，根据协议约定，剩余现金对价将于百龙绿色下属子公司完成转让或注销等条件达成后支付。2) 百龙绿色持有镇远百龙旅游营销有限责任公司（以下简称镇远百龙）49%股权。前次收购中，约定由资产出售方印迹管理完成百龙绿色对镇远百龙的资产剥离，截至目前股权正在办理转出过程中。请你公司补充披露：1) 前次收购约定由出售方印迹管理完成资产剥离的原因，交易双方是否就资产剥离产生的相关收入和支出作出分配安排，祥源旅开能否对标的资产实施有效管控。2) 镇远百龙的主营业务情况、主要财务指标，以及剥离镇远百龙的原因。3) 镇远百龙尚未完成剥离的原因、最新剥离进展及预计完成时间，相关资产剥离是否存在实质障碍，如不能及时剥离对本次交易的影响。4) 本次评估是否充分考虑资产剥离事项对标的资产估值的影响。请财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见。

一、问题回复

（一）前次收购约定由出售方印迹管理完成资产剥离的原因，交易双方是否就资产剥离产生的相关收入和支出作出分配安排，祥源旅开能否对标的资产实施有效管控。

1、前次约定由出售方印迹管理完成资产剥离的原因

2019 年 10 月至 2021 年 1 月期间，祥源旅开出于收购张家界百龙天梯水绕四门观光电梯经营权及相关资产之目的，与印迹管理、孙寅贵先生等相关主体分别签订了《收购协议》《收购协议之补充协议》《收购协议书》等文件，收购印迹管理所持有的百龙绿色 100%股权（以下简称“前次收购”）。根据前述协议约定，前次收购是基于祥源旅开的战略布局和百龙天梯资产的高度稀缺性，且收购前镇远百龙已无实际经营业务，因此，祥源旅开与出售方于确定前次收购资产范围时未将镇远百龙考虑在收购资产范围内。

综上所述，前次收购从谈判到协议签署，交易范围及交易对价均不包括镇远百龙，相关收购文件中已就交易各方将镇远百龙的剥离作为前次收购出售方应履

行的义务予以明确。

2、交易双方就资产剥离产生的相关收入和支出作出分配安排

如前所述，由于前次收购标的资产不包括镇远百龙，且交易各方已在交易文件中约定由出售方负责完成对镇远百龙的剥离，因此剥离而产生的收入或支出已经由相关方在前次收购的交易对价及支付环节予以考虑，并在协议中进行明确的约定。资产剥离相关收入及支出均由出售方承担，无需收购方额外支付。因此，该等资产剥离产生的相关收入及支出不会导致收购方额外的收益或损失。

3、祥源旅开对标的资产已实施有效管控

根据祥源旅开与印迹管理、孙寅贵先生等相关主体分别签订了《收购协议》《收购协议之补充协议》《收购协议书》等协议的约定，前次收购完成后，祥源旅开可以实现对百龙绿色及百龙天梯的有效管控：

(1) 从股权结构上，祥源旅开持有百龙绿色 100%的股权，并通过百龙绿色间接持有百龙天梯 94.46%股权，已实现股权上对百龙绿色及百龙天梯的实际控制。印迹管理就前述祥源旅开收购百龙绿色股权事项出具《确认函》，确认“祥源旅开已取得百龙绿色全部 100%股权并享有权益，祥源旅开所持百龙绿色股权不存在纠纷或潜在纠纷，无潜在安排或其他利益安排。”

(2) 从公司法人治理结构上，祥源旅开依照《公司法》和公司章程规定履行了百龙绿色及百龙天梯董事、监事人选的更换或提名程序。截至本回复报告出具之日，百龙绿色的执行董事兼经理、监事均系祥源旅开提名；百龙天梯的董事会成员 5 人，其中 4 人由祥源旅开提名且 1 人任百龙天梯董事长，1 名监事由祥源旅开提名。百龙绿色及百龙天梯的财务负责人均由祥源旅开提名。

(3) 从公司管理安排上，百龙绿色和百龙天梯分别于 2019 年 10 月 28 日及 2020 年 1 月 23 日组建新董事会，并在新一任董事会领导下对百龙绿色和百龙天梯高级管理人员（总经理、副总经理和财务负责人）和主要人员依照相关程序进行了更换或聘用，已实际控制了百龙绿色及百龙天梯经营班子成员及相关人事安排。印迹管理已向祥源旅开交接了百龙绿色及百龙天梯的资质证照、印章（公章、合同章和财务章等）、银行账户密匙等相关公司资料；百龙绿色及百龙天梯公章、

财务章、合同专用章的使用及合同签署按照祥源旅开的内部控制相关规定及流程进行，由祥源旅开在资金和财务上对百龙绿色及百龙天梯进行统一管理：包括但不限于制定和执行财务预算、经营资金的管理和收支等。

(4)从业务层面上，百龙绿色及百龙天梯的管理、业务软件系统及管理制度的管理流程已纳入祥源旅开的管理体系。现场管理端，推行祥源旅开标准化工作机制，建立岗位部门标准化手册，统一服务标准和服务流程；票务系统端已由小岛科技进行升级改造，并纳入小岛科技景区票务系统及后台技术支撑体系；业务营销端，与同处湖南大湘西旅游目的地的凤凰古城、黄龙洞进行融合，三家公司在营销策划、品牌推广等方面实现资源共享；通过运营融合、营销融合、产品组合等多样化产品矩阵，实现湖南大湘西区域内品牌、信息、客户等文旅资源融合，提升旅游产品的市场竞争力及运营管理效率。

截至本回复报告出具日，自祥源旅开 2019 年收购百龙绿色及百龙天梯以来，百龙绿色及百龙天梯在业务经营、安全生产、财务管理及公司治理等方面均运作正常，百龙天梯观光电梯亦未发生过安全运行事故，祥源旅开对标的资产已实施有效管控。

(二) 镇远百龙的主营业务情况、主要财务指标，以及剥离镇远百龙的原因。

镇远百龙原主要从事贵州镇远古城旅游景区门票营销代理等业务，其自 2019 年起歇业，至今无实质性业务开展，亦无核心资产。2019 年末，镇远百龙总资产 604.08 万元，净资产-7,818.51 万元；2019 年度，镇远百龙总收入 0 元，净利润-605.92 万元。截至本回复出具日，镇远百龙已无实际经营业务。

剥离镇远百龙的主要原因为祥源旅开前次收购是基于百龙天梯资产的高度稀缺性，并未将镇远百龙纳入收购范围之内，且收购前镇远百龙已无实际经营业务，因此，将镇远百龙予以剥离。

(三) 截止本报告出具之日，镇远百龙已完成剥离。

前次收购时，镇远百龙的股东及持股结构如下：

序号	股东名称	出资额（万元）	持股比例（%）
1	北京百龙绿色科技企业有限公司	161.7	49.00

2	吴献成	49.5	15.00
3	张跃进	46.2	14.00
4	黄兴民	46.2	14.00
5	杨莉	26.4	8.00
合计		330	100.00

如上表所示，前次收购时镇远百龙共拥有四位自然人股东，合计持股 51%。因交易双方协商由印迹管理受让百龙绿色所持镇远百龙股权的方式完成对镇远百龙的剥离，该等剥离方式需要四位自然人股东共同放弃优先购买权，鉴于此，前次收购时镇远百龙各股东一直就该等剥离事项进行持续沟通，各股东未能及时完成镇远百龙股权转让相关手续。

截至本回复出具日，镇远百龙各股东已就该等剥离事项达成一致意见，镇远百龙于 2022 年 5 月 12 日召开股东会审议通过了百龙绿色将其持有的镇远百龙 49% 的股权转让至印迹管理的事项，其他股东已经相应放弃优先购买权。2022 年 5 月，印迹管理与镇远百龙就股权转让事项申请办理工商变更手续，并于 2022 年 5 月 30 日收到镇远县市场监督管理局出具的《备案通知书》（镇登记内备字[2022]第 63 号）、《登记通知书》（镇）登字[2022]第 1116 号，完成工商变更登记。

截至本回复报告出具日，镇远百龙资产剥离事项已完成，百龙绿色不再直接或间接持有镇远百龙任何股权。

如前所述，前次收购交易各方已在交易文件中明确约定相关资产剥离收入及支出均由出售方承担，无需收购方额外支付，该等资产剥离所产生的相关收入及支出不会导致收购方额外的收益或损失，交易各方对该等资产剥离事项不存在纠纷。

（四）本次评估已充分考虑资产剥离事项对标的资产估值的影响

依照前次收购相关约定，本次交易会计师所出具的百龙绿色模拟审计报告及评估机构出具的资产评估报告均未将镇远百龙的资产纳入标的资产审计评估范围。该等因资产剥离产生的相关收入及支出已根据协议约定由资产出售方承担，不会影响本次交易标的资产的经营业绩及评估值。

综上，前述资产剥离事项不会对标的资产的评估造成影响。

二、补充披露情况

上述相关内容,已在修订后的重组报告书“第四节交易标的基本情况”之“一、百龙绿色 100%股权”之“(六)百龙绿色子公司基本情况”之“11、镇远百龙剥离情况”中进行补充披露。

三、中介机构核查过程

独立财务顾问、律师、评估师执行了以下核查程序:

1、祥源旅开与与印迹管理、孙寅贵先生等相关主体分别签订了《收购协议》《收购协议之补充协议》《收购协议书》等关于本次收购的相关文件;

2、访谈祥源旅开相关人员,了解前次收购时的资产收购安排,镇远百龙剥离的原因,及目前祥源旅开对百龙绿色及百龙天梯是否能实现有效管控;

3、镇远百龙提供的主营业务说明、工商基本信息及最近两年一期的财务报表;

4、取得镇远百龙股权转让相关工商变更文件及相关协议。

四、中介机构核查意见

经评估师核查,认为:

上市公司结合根据协议约定,认为该等因资产剥离产生的相关收入及支出应由原资产出售方承担,本次交易会计师所出具的百龙绿色模拟审计报告未将镇远百龙的资产纳入标的资产审计范围,以此作为申报评估范围,因资产剥离产生的相关收入及支出未在本次评估范围内。因此镇远百龙资产剥离事项不会影响本次交易标的资产的评估值。上述分析及披露具有合理性。

上述相关内容已在修订后的重组报告书中补充披露。

问题 2【原问题 8】申请文件显示,本次评估存在以下特殊假设:1)假设被评估单位取得的价格主管部门批复票价、指导票价在经营权期限内持续,不存在批复票价或指导票价发生重大变化的情况;2)假设疫情对旅游行业的影响能够逐步消除,且被评估单位运营所在景点区域不存在因区域疫情导致景区封闭的特殊情况,被评估单位关于游客人次恢复的预期能够基本实现。请你公司:1)结合

主要业务定价模式、审批程序、历史价格变化等，补充披露评估假设票价在经营期间不发生重大变化的合理性，并量化分析如票价发生重大变化对标的资产持续盈利能力和评估作价的影响。2) 结合疫情情况、地区防控政策、近期暂停营业或人流管控情况、景区恢复运营后的防控和限流措施、2022 年景区人次恢复情况与评估预测差异等，补充披露关于疫情影响的评估假设的合理性，并结合疫情影响对评估值的重要性，进一步说明将该事项作为特殊评估假设是否适宜，是否符合《资产评估准则》等相关规定。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、问题回复

(一) 结合主要业务定价模式、审批程序、历史价格变化等，补充披露评估假设票价在经营期间不发生重大变化的合理性，并量化分析如票价发生重大变化对标的资产持续盈利能力和评估作价的影响。

各标的资产主要业务定价模式为政府指导定价与市场调节定价相结合，即在符合政府指导、批复或备案价基础上，由经营者自主确定市场价格。历史期内，各标的资产定价政策保持稳定，政府批复、指导或备案票价未曾发生重大不利变化，且政府价格下调对标的资产实际客单价影响较小。同时，本次盈利预测中，关于价格的预测逻辑是参考历史期实际客单价及其他因素对预测期实际客单价进行预测，已综合考虑了政府指导、批复或备案价调整对实际客单价的影响程度、历史单价变化、疫情影响、客流量、主要客户群体、季节性等各类主要影响因素，并非仅以政府指导、批复或备案价对实际客单价进行简单假定。因此，评估假设票价在经营期间不发生重大变化具备合理性。各标的资产百龙绿色、凤凰祥盛、黄龙洞旅游和齐云山股份客单价预测的具体分析参见问题 9、问题 10、问题 11 和问题 12 之（三）相关回复。

关于各标的资产政府指导、批复或备案价情况及特殊假设合理性的具体分析如下：

1、标的主要业务历史期主要业务定价模式、政策调整及历史价格变化

(1) 百龙绿色

根据张家界市发改委出台的《关于明确我市旅游景区（点）政府管价范围、权限管理等有关问题的通知》（张发改价服[2018]3号）、《关于明确我市旅游景区（点）政府管价范围、权限管理等有关问题的补充通知》（张发改价服[2018]11号）、《关于百龙天梯票价的批复》（张发改价服[2019]48号）等文件，2018年至今，百龙天梯政府批复价格情况如下：

	时间	普通票（单程）	优惠票（单程）
百龙天梯 观光电梯	2018年1月19日-2019年4月30日	72元/人次	36元/人次
	2019年5月1日至今	65元/人次	33元/人次

注1：优惠票适用对象为18周岁以下（不含18周岁）的未成年人、全日制大学本科及以下学历在校学生、60周岁以上（含60周岁）的老年人、现役军人、军队离退休干部、残疾人等。

注2：2019年4月以前，6周岁以下或身高1.3米以下的儿童实行免票；2019年4月以后，身高1.2米以下的儿童实行免票。

此外，根据张家界市发改委关于《张家界市发展和改革委员会关于重新核定黄石寨索道等载人工具票价的通知》，规定景区交通运输票价对旅行社团客和通过网络实名制提前购票的散客可实行优惠销售，但单次票价优惠幅度及年终结算的总票价优惠幅度均不得超过20%。公司在符合上述政府批复、指导价格区间内，综合考虑市场状况确定市场价格。

（2）凤凰祥盛

根据凤凰县发展和改革局于2017年5月发布的《关于“夜游沱江”试行价格的批复》、湘西土家族苗族自治州发展和改革委员会于2020年9月发布的《关于核定凤凰古城景区旅游景点价格的批复》、凤凰县发展和改革局于2021年8月对凤凰祥盛提交的《关于请求游船夜游沉浸体验之旅“湘见沱江”实行临时价格批复的报告》作出的批复、湘西土家族苗族自治州发展和改革委员会于2021年10月发布的《关于凤凰古城景区“湘见沱江”项目试行价格的通知》等文件，2018年至今，凤凰祥盛沱江泛舟观光服务政府批复价格如下表所示：

时间	时段	普通票（单程）	优惠票（单程）
2017年5月10日至 2020年9月30日	全时段	80元/人次	40元/人次
2020年10月1日至 2021年9月30日	全时段	85元/人次	50元/人次

时间	时段	普通票（单程）	优惠票（单程）
2021年10月1日至 2021年10月24日 (临时价格)	每天 20:00-23:30	128 元/人次	-
	其他时段	85 元/人次	-
2021年10月25日起 试运行一年	每天 20:00-23:30（4 月1日至10月31 日）/每天 19:30-23:30 （11月1日至次年3 月31日）	168 元/人次	-
	其他时段	85 元/人次	-

注1：2017年5月10日至2020年9月30日，优惠票适用对象为6周岁至18周岁未成年人、全日制大学本科及以下学历在校学生、60周岁至70周岁的老年人、现役军人、军队离退休干部等特殊优惠对象。6周岁以下或身高1.3米以下的儿童、70周岁（含）以上老年人、残疾人实行免票。

注2：2020年10月1日以后，优惠票适用对象为14周岁至18周岁未成年人、全日制大学本科及以下学历在校学生、60周岁至65周岁的老年。14周岁（不含）以下儿童、65周岁（含）以上老年人、残疾人、现役军人、军队退休干部、烈士家属等特殊优惠对象实行免票。

此外，凤凰祥盛沱江泛舟观光服务价格无政府相关部门对于优惠幅度的限制。公司在符合上述政府批复价格区间内，综合考虑市场状况确定市场价格。

(3) 黄龙洞旅游

根据张家界市发展和改革委员会于2020年4月下发的《关于调整黄龙洞景区门票及相关服务价格的通知》（张发改价费[2020]56号），以及湖南省发展和改革委员会于2019年3月印发的《湖南省景区门票及相关服务价格管理办法的通知》、张家界市武陵源区市场监督管理局的备案结果，自游船运输服务与景区门票分开后，黄龙洞旅游游船运输服务、语音讲解服务及景区观光车服务政府批复/备案价格如下表所示：

业务类型	时间	普通票	优惠票
游船运输服务	2020年5月1日至今	36 元/人次	18 元/人次
语音讲解业务	2020年4月1日至今	25 元/人次	-
观光车服务	2020年4月1日至今	15人以下 300 元/车	-
		15人（含）以上 200 元/车	

注：18周岁以下未成年人、60周岁以上的老年人、全日制大学本科及以下学历在校学生、残疾人、现役军人、军队离退休干部凭有效证件实行半票优惠，对1.2米以下不占座儿童免票。

此外，张家界市发展和改革委员会于2016年6月发布《张家界市发展和改

革委员会关于重新核定黄石寨索道等载人工具票价的通知》，规定景区交通运输票价对旅行社团客和通过网络实名制提前购票的散客可实行优惠销售，但单次票价优惠幅度及年终结算的总票价优惠幅度均不得超过 20%。公司在符合上述政府批复/备案、指导价格区间内，综合考虑市场状况确定市场价格。

（4）齐云山股份

根据休宁县发展和改革委员会于 2017 年 8 月和 2017 年 10 月分别发布的《关于核定齐云山月华索道票价的批复》《关于核定齐云山景区旅游专线车票价的批复》，以及安徽省物价局于 2016 年 8 月发布的《安徽省旅游景区门票及相关服务价格管理办法》规定、休宁县物价局于 2017 年 5 月下发《关于核定齐云山横江竹筏漂流价格的批复》，2018 年至今，齐云山股份月华索道、景区交通车及横江竹筏漂流政府批复/备案价格如下表所示：

业务类型	时间	票价
齐云山月华索道	2017 年 8 月 14 日至今	60 元/人次（单程）
景区交通车	2017 年 10 月 16 日至今	35 元/人次（上、下单程）
横江竹筏漂流	2017 年 5 月 15 日至今	90 元/人次

注：对 1.2 米以下儿童、国家、省、市摄影家协会会员免票。

此外，齐云山股份月华索道、景区交通车及横江竹筏漂流价格无政府相关部门对于优惠幅度的限制。公司在符合上述政府批复/备案价格区间内，综合考虑市场状况确定市场价格。

2、评估假设票价在经营期间不发生重大变化的合理性

第一，标的资产近五年定价政策保持稳定，批复票价或指导票价未发生重大不利变化。结合前述对各标的资产定价模式、政策调整及历史价格变化可以看出，各标的资产采用政府指导价及由经营者自主确定价格的市场调节价模式定价，近五年定价政策保持稳定，批复票价或指导票价未发生重大不利变化。其中：百龙天梯票价历史期内曾出现一次小幅下调（2019 年 5 月起普通票（单程）票价由 72 元/人次调整为 65 元/人次）；凤凰祥盛因增加投入上线“湘见沱江”等新的产品内容，政府指导价有较大幅度提高（2020 年 10 月 1 日普通票（单程）票价由 80 元/人次调整为 85 元/人次，2021 年 10 月起夜游时段执行 128 元/人次的临时

价格，2021年10月25日起夜游时段执行168元/人次的试运行价格)；黄龙洞旅游自游船运输服务与景区门票分开后服务票价未发生调整；齐云山股份票价未发生调整。疫情期间，为促进旅游市场复苏，各地政府部门出台系列临时减免政策，但相关优惠措施为短期、临时性措施，不具有长期性，且主要针对景区门票实施优惠。2020年疫情以来，仅百龙天梯、黄龙洞旅游存在针对景区交通工具的短期临时性优惠政策，具体如下：

标的资产	政策持续时间	政策内容
百龙天梯、黄龙洞旅游	2020年2月底-12月底	中共张家界市委旅游工作委员会办公室发布通知，全市景区开放后至2020年12月31日，所有景区及景区内交通工具对全国医护人员实行免票，医护人员凭医师证或护士证和身份证办理免票。
	2020年2月底-4月底	中共张家界市委旅游工作委员会办公室发布《张家界市促进旅游市场全面复苏“310”行动计划》，全市景区开放后2个月时间内，所有景区及景区内交通工具对国内外游客实行门票“买1送1”优惠（购买优惠票的除外）。
	2021年8月底-2021年9月底	张家界市人民政府办公室印发通知，张家界市A级景区及景区内交通工具自景区开放之日起至2021年9月30日对全国游客实行半价优惠。

第二，从历史期来看，政府批复价格的调整通常需要政府相关部门履行相应流程，而非短期突发。标的公司价格批复主要分为审批和备案两种模式。其中审批模式为标的公司向当地发改委提出申请，发改委受理后，进行价格及成本核实，之后举行价格听证会，通过后进行价格公示，最终由当地发改委下达价格批复。备案模式为标的公司向当地发改委提出价格备案申请，当地发改委予以备案后，由标的公司在服务区域公示后执行。截至目前，标的公司均未实施任何在途申请，现阶段票价较为持续稳定。

第三，根据对标的资产历史客单价分析，政府指导价的小幅下调对标的资产实际客单价影响较小。历史期内，标的资产中百龙天梯票价发生过小幅调减，但该次政府批复票价调整对其经营业绩影响较小。百龙天梯票价于2019年5月1日调整，普通票价由72元/人次下调至65元/人次，优惠票价由36元/人次下调至33元/人次。经比较百龙天梯调价后8个月（2019年5月1日-2019年12月31日）较上年同期（2018年5月1日-2018年12月31日）营业收入情况，百龙天梯价格调整后8个月客运收入较上年同期增加约4%，实际影响较小。各标的

资产主要业务定价模式为政府指导定价与市场调节定价相结合，倘若未来政府定价发生调整，标的资产也可在政府价格区间内，继续发挥自身产品及服务优势，综合市场情况，灵活调整市场价格，维持生产运营稳定，政策调整对其业务的影响有限。

第四，在本次评估采用的盈利预测中，关于价格的预测逻辑是参考历史期实际客单价及其他因素对预测期实际客单价进行预测，已综合考虑了政府指导/批复价调整对实际客单价的影响程度、历史单价变化、疫情影响、客流量、主要客户群体、季节性等各类主要影响因素，并非仅以政府指导/批复价对实际客单价进行简单假定。各标的资产百龙绿色、凤凰祥盛、黄龙洞旅游和齐云山股份客单价预测的具体分析参见问题 9、问题 10、问题 11 和问题 12 之（三）相关回复。

综上所述，本次评估采用的盈利预测假设“被评估单位取得的价格主管部门批复票价、指导票价在经营权期限内持续，不存在批复票价或指导票价发生重大变化的情况”，具备合理性。

3、预测期平均客单价变化对标的资产盈利能力的影响及对评估作价的敏感性分析

假设各标的资产预测期平均客单价自 2023 年开始上升或下降 5%、10%，则对各标的公司预测 2023 年-2027 年净利润及估值影响情况如下：

（1）预测期平均客单价变动对百龙天梯预测净利润的影响

单位：万元

平均客单价变动		2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
平均客单价+10%	净利润	6,765.00	11,488.86	14,344.14	15,099.93	15,607.50
	净利润变动率	14.75%	12.18%	11.78%	11.74%	11.70%
平均客单价+5%	净利润	6,330.11	10,865.20	13,588.41	14,306.41	14,790.07
	净利润变动率	7.38%	6.09%	5.89%	5.87%	5.85%
预测净利润		5,895.21	10,241.55	12,832.69	13,512.90	13,972.64
平均客单价-5%	净利润	5,460.32	9,617.89	12,076.96	12,719.39	13,155.21
	净利润变动率	-7.38%	-6.09%	-5.89%	-5.87%	-5.85%
平均客单	净利润	5,025.43	8,994.23	11,321.24	11,925.88	12,337.77

平均客单价变动		2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
价-10%	净利润变动率	-14.75%	-12.18%	-11.78%	-11.74%	-11.70%

(2) 预测期客单价变动对凤凰祥盛预测净利润的影响

单位：万元

平均客单价变动		2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
平均客单价+10%	净利润	1,378.35	1,802.83	2,040.59	2,162.64	2,220.86
	净利润变动率	20.63%	18.61%	17.99%	17.79%	17.86%
平均客单价+5%	净利润	1,260.49	1,661.41	1,885.02	1,999.29	2,052.61
	净利润变动率	10.31%	9.30%	9.00%	8.90%	8.93%
预测净利润		1,142.63	1,519.98	1,729.45	1,835.94	1,884.35
平均客单价-5%	净利润	1,024.78	1,378.55	1,573.88	1,672.59	1,716.10
	净利润变动率	-10.31%	-9.30%	-9.00%	-8.90%	-8.93%
平均客单价-10%	净利润	906.92	1,237.12	1,418.31	1,509.24	1,547.85
	净利润变动率	-20.63%	-18.61%	-17.99%	-17.79%	-17.86%

(3) 预测期客单价变动对黄龙洞旅游预测净利润的影响

单位：万元

平均客单价变动		2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
平均客单价+10%	净利润	1,407.40	2,027.38	2,662.65	2,817.73	2,923.01
	净利润变动率	20.70%	18.34%	16.68%	16.53%	16.40%
平均客单价+5%	净利润	1,286.71	1,870.24	2,472.23	2,617.80	2,717.07
	净利润变动率	10.35%	9.17%	8.34%	8.26%	8.20%
预测净利润		1,166.03	1,713.20	2,281.93	2,417.98	2,511.26
票价-5%	净利润	1,045.32	1,555.96	2,091.40	2,217.92	2,305.20
	净利润变动率	-10.35%	-9.18%	-8.35%	-8.27%	-8.21%
平均客单价-10%	净利润	924.63	1,398.82	1,900.99	2,017.99	2,099.27
	净利润变动率	-20.70%	-18.35%	-16.69%	-16.54%	-16.41%

(4) 预测期客单价变动对齐云山股份预测净利润的影响

单位：万元

平均客单价变动		2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
平均客单价+10%	净利润	431.08	719.79	1,007.17	1,074.54	1,116.99
	净利润变动率	39.92%	26.99%	22.42%	21.99%	21.75%
平均客单价+5%	净利润	369.59	643.31	914.93	977.69	1,017.23
	净利润变动率	19.96%	13.49%	11.21%	11.00%	10.87%
预测净利润		308.09	566.82	822.68	880.83	917.47
平均客单价-5%	净利润	246.60	490.33	730.44	783.98	817.71
	净利润变动率	-19.96%	-13.49%	-11.21%	-11.00%	-10.87%
平均客单价-10%	净利润	185.10	413.84	638.20	687.13	717.95
	净利润变动率	-39.92%	-26.99%	-22.42%	-21.99%	-21.75%

(5) 预测期客单价变动对各标的资产评估作价的敏感性测算

单位：万元

2023年及以后平均客单价变动情况	-10%		-5%		0	+5%		+10%	
	评估值	变动率	评估值	变动率	评估值	评估值	变动率	评估值	变动率
百龙绿色	110,671.25	-9.34%	116,372.59	-4.67%	122,073.80	127,774.90	4.67%	133,475.90	9.34%
凤凰祥盛	15,678.74	-12.15%	16,762.72	-6.07%	17,846.69	18,930.67	6.07%	20,014.64	12.15%
黄龙洞旅游	13,808.87	-15.30%	15,055.48	-7.65%	16,303.02	17,548.71	7.64%	18,795.33	15.29%
齐云山股份	4,902.73	-19.88%	5,511.21	-9.94%	6,119.50	6,727.64	9.94%	7,335.65	19.87%
小岛科技	2,062.45	0.00%	2,062.45	0.00%	2,062.45	2,062.45	0.00%	2,062.45	0.00%
交易作价	146,143.50	-10.44%	154,662.21	-5.22%	163,181.56	171,698.84	5.22%	180,216.84	10.44%

注：百龙绿色评估值的模拟变动以其控股子公司百龙天梯收益法估值中的参数进行分析。

发行人已在重组报告书“重大风险提示”之“二、标的公司相关风险”之“(二) 价格标准或定价政策变动风险”中就调价可能对标的资产业绩的影响提示如下：“标的公司报告期内收入的主要来源为观光电梯、索道、游船等景区交通类业务，相关收费价格主要由价格主管部门核定。若未来价格主管部门调整标的公司相关服务收费标准或定价政策，标的公司经营业绩将会受到相应价格调整范围及调整幅度的影响。”

(二) 结合疫情情况、地区防控政策、近期暂停营业或人流管控情况、景区恢复运营后的防控和限流措施、2022年景区人次恢复情况与评估预测差异等，补充

披露关于疫情影响的评估假设的合理性，并结合疫情影响对评估值的重要性，进一步说明将该事项作为特殊评估假设是否适宜，是否符合《资产评估准则》等相关规定

自 2020 年初新冠肺炎疫情爆发以来，标的公司及所处的旅游行业受到较为严重的影响。本次评估采用的盈利预测中已对疫情发展变化情况、国家和地区疫情防控政策、景区停止营业及恢复运营的相关措施、各年度各月度标的公司客流量实际恢复情况、疫情背景下标的公司经营情况和应对举措等影响因素予以高度重视、充分考虑和密切关注。

疫情常态化下，旅游行业景气度的恢复显著优于评估整体假设。标的资产 2022 年度汇总的预测营业收入及归母净利润分别为 13,754.55 万元和 2,268.33 万元，截至目前，2022 年 1-7 月标的资产实现营业收入及扣除非经常损益后归母净利润分别为 8,668.54 万元和 2,425.55 万元，已分别达到 2022 年全年预测值的 64.00%和 106.93%，而 2020 年（参照年份）1-7 月前述指标占 2020 年度比例仅分别为 31.27%和 4.50%，2022 年恢复情况大幅优于基准年度和评估采用的盈利预测，2022 年 1-7 月已超额实现全年盈利预测，评估预测具备谨慎性。

标的公司关于疫情影响的假设和预测是在充分考虑目前疫情形势及行业预期前提下，对未来情况进行的谨慎预测，具备合理性，本次评估将新冠疫情事项作为特殊评估假设，符合《资产评估准则》等相关规定，具体分析如下：

1、2020 年以来疫情情况、防控政策，景区阶段性暂停营业及恢复运营后措施及对标的公司经营情况的影响

自 2020 年初疫情爆发以来，党中央坚持人民至上、生命至上，坚持外防输入、内防反弹，坚持动态清零，并因时因势不断调整防控措施。文化和旅游部等相关部委贯彻党中央决策部署，根据疫情形势变化，就景区运营和旅行社业务出台了一系列全国性通知、政策、指南，其中，对标的资产经营业务开展影响较大的政策节点主要包括：

（1）疫情爆发初期：2020 年 1 月底起，全国旅行社及在线旅游企业暂停经营团队旅游及“机票+酒店”旅游产品。

(2) 国内疫情形势趋于稳定和逐步恢复：2020年2月底起，各地景区启动分区分级开放，旅游景区接待游客量不得超过核定最大承载量的30%，并要求景区恢复开放前应提前制定相关预案，明确疫情防控应急措施和处置流程。2020年7月中旬起，除中高风险地区 and 出入境旅游业务外，恢复旅行社及在线旅游企业经营跨省（区、市）团队旅游及“机票+酒店”业务；接待游客量由不得超过最大承载量的30%调至50%，开放旅游景区室内场所。随后，接待游客量上限进一步调整为“不超过最大承载量的75%”和“科学合理设置”。

(3) 国内疫情形势反弹及二轮高峰：2021年8月起，跨省旅游经营活动管理启动“熔断”机制，对出现中高风险地区的省（区、市），立即暂停旅行社及在线旅游企业经营该省（区、市）跨省团队旅游及“机票+酒店”业务，国内跨省出行受到一系列限制，旅游行业受到较大影响。特别是2022年以来3月以来奥密克戎变异毒株引起的疫情在多地出现反弹，吉林、上海等多地实行长时间全域封控或静态管理，北京等多地管控措施升级，旅游行业再度受到冲击。

(4) 常态化疫情防控及旅游复苏：2022年5月底起，随着上海恢复全市正常生产生活秩序、北京疫情进入扫尾阶段，国内疫情二轮高峰期已经度过。国务院相关部委出台一系列精准防控政策措施，坚决防止简单化、一刀切和层层加码，要求高效统筹疫情防控和经济社会发展，多地也出台一系列措施促进旅游市场全面复苏。2022年5月底，调整跨省旅游实施“熔断”机制的范围，将此前出现中高风险地区的“省（区、市）”缩小至“县（市、区、旗）”和“直辖市的区（县）”；2022年6月以来，修订颁布《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》，取消通信行程卡“星号”标记，查询结果的覆盖时间范围由14天调整为7天；2022年7月底，进一步推动新冠病毒核酸检测结果全国互认。

具体内容如下：

发布时间	所处阶段	发布机构	政策名称	主要内容
2020年1月24日	疫情爆发初期	文化和旅游部办公厅	关于全力做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作暂停旅游企业经营活动的紧急通知	即日起，全国旅行社及在线旅游企业暂停经营团队旅游及“机票+酒店”旅游产品。
2020年2月25日		文化和旅游部资源	关于印发《旅游景区恢复开放疫情防控措施指	针对景区恢复开放提出5方面共计18条措施。

发布时间	所处阶段	发布机构	政策名称	主要内容
		开发司	南》的通知	<p>坚持分区分级原则，不搞“一刀切”。按照外防输入、内防扩散的要求，对旅游景区开放条件和必要性进行全面评估。疫情高风险地区旅游景区暂缓开放，疫情中风险和低风险地区旅游景区开放工作由当地党委政府决定。</p> <p>景区恢复开放前应提前做好《旅游景区新冠肺炎防控应急预案》，明确疫情防控应急措施和处置流程。</p>
2020年4月13日		文化和旅游部、国家卫生健康委	关于做好旅游景区疫情防控和有序开放工作的通知	<p>坚持防控为先，实行限量开放。坚持分区分级原则，严格落实《旅游景区恢复开放疫情防控措施指南》要求，做到限量、有序开放，严防无序开放。疫情防控期间，旅游景区只开放室外区域，室内场所暂不开放；旅游景区接待游客量不得超过核定最大承载量的30%。收费景区在实施临时性优惠政策前要慎重做好评估，防止客流量超限。</p> <p>强化流量管理，严防人员聚集。旅游景区要建立完善预约制度，通过即时通讯工具、手机客户端、景区官网、电话预约等多种渠道，推行分时段游览预约，引导游客间隔入园、错峰旅游。严格限制现场领票、购票游客数量。</p> <p>细化管理措施，规范游览秩序。旅游景区要配备必要人员设备，加强清洁消毒，严格落实体温筛检等防控措施，结合实际，配套使用“健康码”核验等手段。</p>
2020年7月14日	国内疫情形势趋于稳定和逐步恢复	文化和旅游部办公厅	关于推进旅游企业扩大复工复产有关事项的通知	<p>恢复跨省（区、市）团队旅游。经当地省（区、市）党委、政府同意后，可恢复旅行社及在线旅游企业经营跨省（区、市）团队旅游及“机票+酒店”业务。中、高风险地区不得开展团队旅游及“机票+酒店”业务。出入境旅游业务暂不恢复。</p> <p>调整旅游景区限量措施。旅游景区要继续贯彻落实“限量、预约、错峰”要求，接待游客量由不得超过最大承载量的30%调至50%。在严格落实各项防控措施的前提下，采取预约、限流等方式，开放旅游景区室内场所。</p>
2020年9月18日		文化和旅游部资源开发司	旅游景区恢复开放疫情防控措施指南（2020年9月修订版）	<p>景区科学合理设置承载量，接待游客量不超过最大承载量的75%。</p>

发布时间	所处阶段	发布机构	政策名称	主要内容
2020年9月25日		文化和旅游部市场管理司	关于印发《旅行社有序恢复经营疫情防控措施指南（第二版）》的通知	要坚持常态化精准防控和局部应急处置有机结合，原则上不对全行业实行“一刀切”。
2021年3月17日		文化和旅游部资源开发司	关于印发《旅游景区恢复开放疫情防控措施指南（2021年3月修订版）》的通知	加强流量管理。景区要科学合理设置游客接待上限。 要严格落实门票预约制度，有效采取智慧引导等手段，科学分流疏导游客，做好游客流量关口前置管控。
2021年8月5日/8月30日	国内疫情形势反弹及二轮高峰	文化和旅游部办公厅/市场管理司	关于积极应对新冠肺炎疫情 进一步加强跨省旅游管理工作的通知、关于印发《旅行社新冠肺炎疫情防控工作指南（第三版）》等指南的通知	对出现中高风险地区的省（区、市），立即暂停旅行社及在线旅游企业经营该省（区、市）跨省团队旅游及“机票+酒店”业务。 省（区、市）内无中高风险地区后，可恢复旅行社及在线旅游企业经营该省（区、市）跨省团队旅游及“机票+酒店”业务。
2021年10月23日		文化和旅游部办公厅	关于从严从紧抓好文化和旅游行业疫情防控工作的紧急通知	严格执行跨省旅游经营活动管理“熔断”机制；暂停经营旅游专列业务。
2021年10月26日		文化和旅游部资源开发司	关于印发《旅游景区恢复开放疫情防控措施指南（2021年10月修订版）》的通知	疫情高风险地区旅游景区该暂停运营的要立即暂停运营。
2021年12月17日		文化和旅游部办公厅	关于加强2022年元旦春节期间旅游团队疫情防控工作的通知	严格执行跨省旅游经营活动管理“熔断”机制； 从即日起至2022年3月15日， 暂停旅行社及在线旅游企业经营进出陆地边境口岸城市（与香港、澳门有口岸相连的除外）的跨省团队旅游及“机票+酒店”业务。
2022年5月31日		文化和旅游部办公厅	关于加强疫情防控 科学精准实施跨省旅游“熔断”机制的通知、旅行社新冠肺炎疫情防控工作指南（第四版）	调整跨省旅游实施“熔断”机制的范围， 将此前出现中高风险地区的“省（区、市）”缩小至“县（市、区、旗）”和“直辖市的区（县）”。
2022年6月5日	常态化疫情防控及旅游复苏	国务院联防联控机制发布会	疫情防控“九不准”	坚决防止简单化、一刀切和层层加码等过度防疫做法，高效统筹疫情防控和经济社会发展。“九不准”的具体要求是： 不准随意将限制出行的范围由中、高风险地区扩大到其他地区；不准对来自低风险地区人员采取强制劝返、隔离等限制措施；不准随意延长中、高风险地区管控时间；不准随意扩大采取隔离、管控措施的风险人员范围；不准随意延长风险人员的隔离和健康监测时间；不准随意以疫情防控为由，拒绝为急危重症和需要规律性诊疗等患者提供医疗服务；不准对符合条件离校返乡的高校学生

发布时间	所处阶段	发布机构	政策名称	主要内容
				采取隔离等措施；不准随意设置防疫检查点，限制符合条件的客、货车司乘人员通行；不准随意关闭低风险地区保障正常生产生活的场所。
2022年6月28日		国务院应对新型冠状病毒肺炎疫情联防联控机制综合组	新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）	优化调整风险人员的隔离管理期限和方式，将密切接触者、入境人员隔离管控时间从“14天集中隔离医学观察+7天居家健康监测”调整为“7天集中隔离医学观察+3天居家健康监测”；统一封管控区和中高风险区划定标准，将两类风险区域划定标准和防控措施进行衔接对应，统一使用中高风险区的概念，形成新的风险区域划定及管控方案。
2022年6月29日		工业和信息化部	通信行程卡取消“星号”标记	为坚决落实党中央、国务院关于“外防输入、内防反弹”总策略和“动态清零”总方针，支撑高效统筹疫情防控和经济社会发展，方便广大用户出行，即日起取消通信行程卡“星号”标记。
2022年7月7日		文化和旅游部办公厅	关于将旅游专列业务纳入跨省旅游“熔断”机制统一管理的通知	即日起，恢复旅行社和在线旅游企业经营旅游专列业务。按照《文化和旅游部办公厅关于加强疫情防控 科学精准实施跨省旅游“熔断”机制的通知》（文旅发电〔2022〕113号）要求，将旅游专列业务纳入跨省旅游“熔断”机制统一管理。
2022年7月8日		工业和信息化部	关于调整“通信行程卡”查询结果覆盖时间范围的公告	根据《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》，即日起“通信行程卡”查询结果的覆盖时间范围由“14天”调整为“7天”。短信、网页、微信小程序、支付宝小程序、“通信行程卡”APP等查询渠道同步进行应用版本更新。
2022年7月29日		国务院应对新型冠状病毒肺炎疫情联防联控机制综合组	关于进一步推动新冠病毒核酸检测结果全国互认的通知	不同渠道展示的核酸检测结果具有同等效力。群众通过国务院客户端、国家政务服务平台、各省份健康码、核酸检测机构网站或APP查询到的核酸检测结果及群众持有的纸质核酸检测结果，凡在当地防控政策有效时间内的（以出具报告时间为准），具有同等效力，各地在查验时都应当予以认可，严禁以本地健康码未能查询、未在本地开展核酸检测等为由拒绝通行，拒绝群众进入公共场所、乘坐公共交通工具，不得要求群众重复进行核酸检测。

此外，各标的资产百龙绿色、凤凰祥盛、黄龙洞旅游和齐云山股份所在地也

结合当地疫情变化情况实施了相应的阶段性暂停营业及恢复运营后措施，具体情况参见问题 9、问题 10、问题 11 和问题 12 之“（二）/3、疫情影响”相关回复。

其中，2021 年 7 月底，湖南省张家界、凤凰等地出现本土疫情，标的资产百龙天梯、凤凰祥盛、黄龙洞旅游在暑期旅游旺季时受到疫情精准打击，根据政府要求景区关闭近一个月，2021 年 8 月客流量仅分别为 0.16 万、0.04 万和 0.00 万人次（过去两年 8 月平均客流量则分别为 57.84 万、6.28 万和 17.27 万人次），2021 年 8 月营业收入仅分别为 5.23 万元、2.68 万元和 0.00 万元（过去两年 8 月平均营业收入则分别为 2,782.92 万元、357.74 万元和 509.15 万元），2021 年整体经营业绩受到较大影响。具体如下：

单位：万元、万人次

项目	时间	2019 年 8 月 (无疫情)	2020 年 8 月 (有疫情)	2019 年与 2020 年平均	2021 年 8 月 (精准打击)
百龙天梯	8 月人次	79.23	36.45	57.84	0.16
	8 月人次占全年比例	15.26%	20.79%	18.02%	0.06%
	8 月营业收入	3,816.86	1,748.98	2,782.92	5.23
	8 月营业收入占全年比例	14.50%	20.86%	17.68%	0.04%
凤凰祥盛	8 月人次	7.20	5.37	6.28	0.04
	8 月人次占全年比例	17.75%	27.48%	22.61%	0.10%
	8 月营业收入	415.21	300.26	357.74	2.68
	8 月营业收入占全年比例	18.78%	27.99%	23.39%	0.12%
黄龙洞旅游	8 月人次（游船）	22.89	11.65	17.27	-
	8 月人次占全年比例（游船）	15.48%	24.42%	19.95%	-
	8 月营业收入	575.45	442.85	509.15	-
	8 月营业收入占全年比例	14.87%	25.16%	20.02%	-

2021 年 8 月下旬至 9 月初，随着当地本土感染病例清零，相关景区重新恢复开放。此后全国范围内跨省旅游经营活动管理开始进入较为严格的管理和限制期，对标的资产和旅游行业经营仍有较大影响。在疫情常态化防控的大背景下，标的资产一方面充分总结 2021 年 7 月本土疫情精准打击的防控应对经验，持续严格落实政府各项防控要求和相关管理措施，同时凭借资源禀赋优势叠加不断提

升的运营能力及不断升级的旅游产品,进一步积极推动综合旅游目的地的转型升级与整合,在疫情精准影响后迅速恢复,展现出较强的业绩韧性及持续盈利能力。2021年度,随着“十一”假期景气度逐渐恢复,标的资产在暑期旺季受到疫情精准影响的情况下仍然实现收入 20,408.39 万元、归属于母公司的净利润 6,672.95 万元,较 2020 年明显恢复。

2022 年 5 月底起,随着上海、北京疫情情况稳定,国内疫情二轮高峰度过,相关部委出台一系列精准防控政策措施,各地政府也出台一系列措施促进旅游市场复苏。标的资产百龙天梯、凤凰祥盛、黄龙洞旅游和齐云山股份 2022 年暑期客流量和营业收入情况全面复苏,超过过去三年平均水平及 2020 年、2021 年同期水平,凤凰祥盛、齐云山股份甚至超过疫情前及历史期最高水平,创下新高。具体如下:

单位:万元、万人次

项目	时间	2019 年 7 月 (无疫情)	2020 年 7 月 (疫情严重)	2021 年 7 月 (疫情好转)	2019-2021 年 7 月平均	2022 年 7 月 (复苏)
百龙天梯	7 月人次	67.34	13.35	48.98	43.22	51.08
	7 月人次占全年比例	12.97%	7.61%	19.59%	13.39%	36.66%
	7 月营业收入	3,288.41	657.68	2,485.99	2,144.03	2,611.49
	7 月营业收入占全年比例	12.50%	7.84%	20.40%	13.58%	35.02%
凤凰祥盛	7 月人次	5.08	1.40	10.17	5.55	12.82
	7 月人次占全年比例	12.53%	7.16%	28.13%	15.94%	55.02%
	7 月营业收入	293.80	75.69	623.30	330.93	982.58
	7 月营业收入占全年比例	13.29%	7.05%	27.36%	15.90%	50.53%
黄龙洞旅游	7 月人次(游船)	18.42	3.75	17.44	13.20	14.50
	7 月人次占全年比例(游船)	12.45%	7.87%	22.00%	14.11%	32.15%
	7 月营业收入	466.50	142.07	714.41	440.99	641.86
	7 月营业收入占全年比例	12.06%	8.07%	22.70%	14.28%	35.90%
齐云山股份	7 月人次(索道)	2.50	1.47	3.70	2.55	5.04

项目	时间	2019年7月 (无疫情)	2020年7月 (疫情严重)	2021年7月 (疫情好转)	2019-2021 年7月平均	2022年7月 (复苏)
	7月人次占全年比例(索道)	5.94%	6.35%	10.04%	7.44%	19.78%
	7月营业收入	87.62	53.04	155.96	98.87	260.36
	7月营业收入占全年比例	6.47%	5.90%	10.33%	7.57%	23.43%

注1：2022年7月数据未经审计，已经独立财务顾问、会计师复核。

注2：上表中，2022年“占全年比例”为相应期间占评估预测2022年全年数据的比例。

综上所述，当前，在党中央领导下，国内疫情防控在坚持动态清零总方针基础上强调高效统筹疫情防控和经济社会发展，坚决防止简单化、一刀切和层层加码，防控思路更加清晰明确，防控措施更加精准有效。对标的资产而言，在2020年初至今两年多疫情防控特别是2021年7月湖南本土疫情精准影响的应对经验基础上，一方面持续严格落实政府各项防控要求和相关管理措施，同时凭借资源禀赋优势叠加不断提升的运营能力及不断升级的旅游产品，展现出较强的复苏势头、业绩韧性及持续盈利能力。

2、本次评估中客流量的整体预测逻辑及2022年实际恢复验证情况

本次评估假设“疫情对旅游行业的影响能够逐步减弱与常态化，且被评估单位运营所在景点区域不存在因区域疫情导致景区封闭的特殊情况，被评估单位关于游客人次恢复的预期能够基本实现。”

根据前述疫情情况、地区防控政策、近期暂停营业或人流管控情况、景区恢复运营后的防控和限流措施及其后对2022年景区人次恢复情况验证等方面的分析，标的公司本次评估“景区旅游形势好转并逐步恢复到疫情前水平”的行业发展判断是标的公司未来经营预期的重要基础，是标的公司盈利预测和企业价值评估的前提。在此前提和基础上，标的公司关于疫情影响下，游客人次恢复和增长的预测是在充分考虑目前疫情形势及行业预期前提下，对未来情况进行的谨慎预测，具备合理性。

(1) 本次评估中关于客流量的整体预测逻辑

本次评估对标的公司整体预测逻辑如下：

1) 关于预测期内疫情恢复情况：对于 2022 年，考虑 2022 年上半年全国多地疫情和静态管控措施影响，景区客流量减少，整体参考 2020 年（疫情严重年份）；对于 2023 年，考虑疫情逐渐恢复，整体参考 2021 年（疫情恢复年份），并考虑对 2021 年暑期旺季的张家界、凤凰疫情对相关景区关闭的影响进行调整还原（以 2019 年 8 月和 2020 年 8 月平均客流量替换原 2021 年 8 月客流量作为 2023 年客流量预测值）；考虑 2024 年、2025 年进一步从疫情中恢复，客流量逐步恢复，到 2025 年基本恢复至疫情前 2019 年水平，之后趋于稳定。

2) 关于各标的景区所处不同阶段及投资经营情况，分别采取“恢复逻辑”和“增长逻辑”：百龙天梯和黄龙洞为成熟景区，整体采用“恢复逻辑”预测（即以 2019 年无疫情情况为恢复参照标准），2022 年比照 2020 年，2023 起逐步恢复，2025 年达到 2019 年水平；凤凰祥盛因 2021 年有游船改造和沱江夜游等较多新增投入，齐云山为成长型景区逐渐发展成熟，景区经营情况较历史期有内生增长，在此基础上考虑疫情影响，主要采用“增长逻辑”预测，即参考上年同比增长。

各标的公司预测游客人次恢复和增长的情况具体如下：

项目名称	景区特点和预测逻辑	2022 年（整体参照 2020 年）	2023 年（整体参照 2021 年）	2024 年	2025 年	2026 及 2027 年	2028 年及以后
百龙天梯	成熟景区，主要采用“恢复逻辑”预测。2022 年参照 2020 年（疫情严重年份），2023 年参照 2021 年（疫情恢复年份），2024 年、2025 年逐步恢复到 2019 年（无疫情状况）	整体参考 2020 年人次。2022 年 1-5 月为实际人次，2022 年 6-12 月以 2022 年 1-5 月相比 2020 年 1-5 月恢复率进行预测	整体参考 2021 年人次。考虑还原张家界和凤凰疫情导致标的公司停止营业影响，以 2019 年 8 月和 2020 年 8 月平均客流量替换原 2021 年 8 月客流量作为 2023 年客流量预测值	恢复到 2019 年的 85%	恢复到 2019 年的 103%	同比上年增长 5%、3%	不再增长
黄龙洞旅游				恢复到 2019 年的 85%	恢复到 2019 年的 103%		
凤凰祥盛				同比增长 20%	同比增长 10%		
齐云山股份				同比增长 25%	同比增长 20%		

项目名称	景区特点和预测逻辑	2022年（整体参照2020年）	2023年（整体参照2021年）	2024年	2025年	2026及2027年	2028年及以后
	长逻辑”预测，即参考上年增长	宁县5月疫情导致标的公司停止营业影响，6-12月以2022年1-4月相比2020年1-4月恢复率的95%进行预测					

（2）2022年实际恢复验证情况

基于前述较为谨慎和合理的预测逻辑，2022年暑期景区人次恢复情况验证良好，客流量恢复情况和完成进度大幅优于参照年份和预测情况，盈利预测具备可实现性，评估假设具备谨慎性及合理性。

标的资产百龙天梯、凤凰祥盛、黄龙洞旅游和齐云山股份2022年1-7月已实现客流量占全年预测值的比例分别为62.21%、82.90%、61.29%和52.41%，而2020年（参照年份）1-7月前述指标占2020年度比例仅分别为27.44%、24.73%、26.05%和35.64%，2022年客流量恢复情况和完成进度大幅优于参照年份和盈利预测。各标的资产2022年1-7月的人次恢复情况及完成进度与2020年（参照年份）对比如下表：

单位：万人次

项目	时间	2022年（预测年份）	2020年（参照年份）
百龙天梯	全年人次（预测）	139.33	175.38
	1-7月实现人次	86.67	48.13
	1-7月人次占全年比例（完成进度）	62.21%	27.44%
	其中：7月实现人次	51.08	13.35
	7月人次占全年比例	36.66%	7.61%
凤凰祥盛	全年人次（预测）	23.29	19.53
	1-7月实现人次	19.31	4.83
	1-7月人次占全年比例（完成进度）	82.90%	24.73%

项目	时间	2022年（预测年份）	2020年（参照年份）
	其中：7月实现人次	12.82	1.40
	7月人次占全年比例	55.02%	7.16%
黄龙洞旅游 （游船）	全年人次（预测）	45.10	47.72
	1-7月实现人次	27.64	12.43
	1-7月人次占全年比例（完成进度）	61.29%	26.05%
	其中：7月实现人次	14.50	3.75
	7月人次占全年比例	32.15%	7.87%
齐云山股份 （索道）	全年人次（预测）	25.49	23.09
	1-7月实现人次	13.36	8.23
	1-7月人次占全年比例（完成进度）	52.41%	35.64%
	其中：7月实现人次	5.04	1.47
	7月人次占全年比例	19.78%	6.35%

注 1：2022 年 5-7 月数据未经审计，已经独立财务顾问、会计师复核。

注 2：上表中，2022 年“占全年比例”为相应期间占评估预测 2022 年全年数据的比例。

收入和净利润方面，2022 年 1-7 月标的资产汇总实现营业收入及扣除非经常损益后归母净利润分别为 8,668.54 万元和 2,425.55 万元，已分别达到 2022 年全年预测值的 64.00%和 106.93%，而 2020 年（参照年份）1-7 月前述指标占 2020 年度比例仅分别为 31.27%和 4.50%，2022 年收入和净利润恢复情况和完成进度大幅优于参照年份和盈利预测，2022 年 1-7 月已超额实现全年盈利预测，盈利预测具备可实现性。各标的资产具体情况参见问题 9、问题 10、问题 11 之（六）和问题 12 之（五）相关回复。

（3）关于疫情精准打击影响的分析

近期，考虑到个别旅游热门城市受疫情影响，标的资产未来亦可能面临再次受到疫情精准打击的风险。但由于疫情精准打击的不确定性、整体而言精准打击仍属于较小概率事件等，2023 年客流量预测整体参照 2021 年，并对 2021 年突发疫情导致停业影响进行一定的模拟还原（具体为以 2019 年 8 月和 2020 年 8 月平均客流量替代 2021 年 8 月实际客流量）。但结合 2022 年恢复情况及旅游行业景气度、相关支持政策等综合考虑，对未来情况进行的谨慎预测，具备合理性，盈利预测具备可实现性：

首先，精准打击不影响持续盈利能力。一方面，标的资产资源禀赋极具稀缺性，具有核心竞争力，标的资产主要坐落于张家界、凤凰等湘西地区核心旅游目的地，具有高度稀缺性，凭借秀丽的风景、独特的地貌以及成熟的旅游产业基础，占据当地旅游龙头地位。景区优质的旅游资源、品牌影响力、游客接待量为该标的资产提供了充足的客流量。另一方面，在 2021 年暑期旺季时百龙天梯、凤凰祥盛、黄龙洞旅游受到疫情精准打击而关闭近一个月的不利影响下，2021 年全年及 2022 年暑期景气恢复情况仍然较好。详见本报告问题 1 之“(六) /1、标的资产未来持续盈利能力具备稳定性”以及本题之“(二) /1、2020 年以来疫情情况、防控政策，景区阶段性暂停营业及恢复运营后措施及对标的公司经营情况的影响”相关回复。

其次，盈利预测水平整体较为稳健和谨慎，从当前旅游市场复苏情况看，盈利预测具备可实现性。标的资产 2023 年汇总预测净利润为 8,320.77 万元，仅相当于 2019 年汇总净利润 1,3816.24 万元的 60.22%，预测较为稳健和谨慎；2022 年和 2023 年合计汇总预测净利润为 10,589.10 万元，其中 2022 年预计将较大幅度超额完成，一方面说明旅游市场恢复情况强于评估预测，评估预测具备谨慎性，另一方面也为未来年度业绩实现奠定良好基础。截至 2022 年 7 月末标的资产已实现扣非归母净利润合计 2,425.55 万元，以 2022 年暑期 7 月和 8 月最新经营情况合理推算，全年预计将较大幅度超额完成全年盈利预测，预计可实现净利润 6,300-6,800 万元(该等经营情况仅为管理层基于最新经营情况对全年的合理估计和推算，不构成资产评估、交易作价或业绩承诺)。标的资产在 2021 年暑期旺季疫情精准影响下仍实现扣非归母净利润 5,982.45 万元，即使考虑 2023 年复现 2021 年暑期精准打击相当规模的疫情情况，且不考虑 2023 年旅游市场恢复继续走强，在 2022 年已较大幅度超额完成盈利预测的基础上，2022 年、2023 年经营业绩仍具备可实现性。

此外，经 2021 年疫情精准打击后，标的资产应对疫情和突发情况的应变能力明显提升。2021 年暑期疫情精准打击后，一方面标的资产充分总结该次防控应对经验，并持续严格落实政府各项防控要求和相关管理措施；另一方面，标的资产所在城市亦坚决严格落实中央关于疫情防控的决策部署和要求，清醒认识当前严峻复杂的疫情防控形势，如张家界市高度重视自身作为旅游城市的特殊性，

切实扛牢疫情防控的重大责任，进一步严格把好防控关，坚持关口前移，严格“一站一场”、高速出口等各项防控措施，实行涉疫区人员抵达张家界提前报备，即查即检即管，坚决守牢外防输入防线，切实筑牢疫情防控底线，护航旅游复苏。

综上所述，结合 2022 年景区人次恢复情况验证及精准打击风险等方面的分析，本次评估采用的盈利预测对游客人次恢复和增长的预测是在充分考虑目前疫情形势及行业预期前提下，对未来情况进行的谨慎预测，具备合理性，盈利预测具备可实现性。

3、疫情影响对评估结果构成重要影响，将该事项作为特殊评估假设符合《资产评估准则》等相关规定

(1) 疫情影响对评估结果构成重要影响，将疫情影响作为特殊评估假设符合《资产评估准则》等相关规定

根据《资产评估执业准则——资产评估程序》“第二十条 资产评估专业人员执行资产评估业务，应当合理使用评估假设，并在资产评估报告中披露评估假设。”《资产评估执业准则——企业价值》（中评协〔2018〕38号）“第二十三条 资产评估专业人员应当对委托人和其他相关当事人提供的企业未来收益资料进行必要的分析、判断和调整，结合被评估单位的人力资源、技术水平、资本结构、经营状况、历史业绩、发展趋势，考虑宏观经济因素、所在行业现状与发展前景，合理确定评估假设，形成未来收益预测。”

标的公司关于新冠疫情对行业及业务影响的判断是标的公司编制现有盈利预测的重要基础，对本次评估测算和评估结果存在重大影响。疫情对于行业及标的公司的影响存在不确定性，但标的公司关于疫情影响的假设符合当前一般市场预期，未来发生的可能性较高，是一种谨慎合理的预测。因此，本次评估疫情影响下行业及标的公司的发展趋势判断作为特殊评估假设，符合《资产评估准则》等相关规定。

新冠疫情对于行业及标的公司的影响存在不确定性。尤其是区域性突发重大疫情可能造成地区经济活动受到重大打击，旅游行业受到的影响尤其显著，如人员流动限制和景区关闭等，即疫情对标的公司及所在区域形成精准打击。但该事

项发生概率、发生时点及具体时间，在盈利预测中无法准确预测和量化。基于评估准则要求、新冠疫情对企业盈利的重要影响以及疫情精准打击的不确定，本次对标的企业盈利预测及评估进行相应安排：

首先，假设疫情对旅游行业的影响能够逐步减弱与常态化，且标的公司运营所在景区区域不存在因区域疫情导致景区封闭的特殊情况。这是标的公司未来经营预测的重要基础，是标的公司盈利预测和企业价值评估的前提。

其次，在疫情影响逐步减弱与常态化、不存在精准打击的重大不确定性事项影响及基础上，对标的公司未来盈利预测尤其是游客人次预测进行充分谨慎的考虑。结合疫情以来旅游行业及标的公司经营状况，2022年以受疫情影响较为严重的1-5月经营数据预测2022年6-12月经营情况，截至本回复报告出具日，标的公司2022年1-7月的实际经营已大幅优于预测情况。从2020年疫情以来的分月数据来看，部分月份游客人次数据已恢复至接近甚至好于疫情期前2019年同期水平。出于谨慎性考虑，2023年客流量预测仍整体比照2021年进行（较大幅度低于2019年），2024年以后考虑疫情影响逐步减弱与常态化，至2025年逐步恢复至疫情前水平。上述游客人次预测充分体现了谨慎性原则，属于发生可能性较高的情况。

最后，在上述假设前提及充分谨慎预测基础上，对于可能发生疫情极端重大影响进而造成盈利预测中游客人次及评估结论实际发生偏离的情况，评估报告在结论处及特别事项说明中进行了明确披露和风险提示。

本次评估中，收益法评估中百龙天梯、凤凰祥盛、黄龙洞旅游和齐云山股份的评估结果受疫情背景下人次恢复和增长情况的影响。如未来疫情影响与预期不符，2023年及以后各年游客人次较原预期变动，此外的其他条件不变，标的资产评估值变动的相关性分析如下表：

单位：万元

2023年及以后各年游客人次变动情况	-10%		-5%		0	+5%		+10%	
	评估值	变动率	评估值	变动率	评估值	评估值	变动率	评估值	变动率
百龙绿色	110,581.13	-9.41%	116,327.53	-4.71%	122,073.80	127,819.96	4.71%	133,566.02	9.41%

2023年及以后各年游客人次变动情况	-10%		-5%		0	+5%		+10%	
	评估值	变动率	评估值	变动率	评估值	评估值	变动率	评估值	变动率
凤凰祥盛	15,678.74	-12.15%	16,762.72	-6.07%	17,846.69	18,930.67	6.07%	20,014.64	12.15%
黄龙洞旅游	13,808.87	-15.30%	15,055.48	-7.65%	16,303.02	17,548.71	7.64%	18,795.33	15.29%
齐云山股份	5,016.78	-18.02%	5,568.21	-9.01%	6,119.50	6,670.66	9.01%	7,221.72	18.01%
小岛科技	2,062.45	0.00%	2,062.45	0.00%	2,062.45	2,062.45	0.00%	2,062.45	0.00%
交易作价	146,144.61	-10.44%	154,662.75	-5.22%	163,181.56	171,698.32	5.22%	180,215.81	10.44%

(2) 本次交易方案及协议条款充分考虑疫情可能影响，盈利预测补偿协议已明确新冠疫情非不可抗力

根据《浙江祥源文化股份有限公司与祥源旅游开发有限公司之发行股份购买资产协议之补充协议（二）》第 9.2 条，“本协议所指的不可抗力指：（1）地震、洪水、水灾等灾害性事件；（2）战争及政治动乱；（3）其他任何不可归责于任何一方的、在订立本协议时不可预见、其发生不可避免其后果不可克服的事由。新型冠状病毒肺炎疫情不构成不可抗力。”因此，本次交易方案及协议条款已充分考虑疫情可能影响，盈利预测补偿协议已明确新冠疫情非不可抗力。

此外，为充分保障上市公司股东特别是中小股东利益，本次交易方案还通过合理定价、设置多项业绩承诺保障措施、承诺较高业绩覆盖率等方式切实保障股东利益。本次交易评估各项参数的选取、计算过程与可比交易相比不存在重大异常或偏离，交易定价谨慎合理；交易对方将业绩承诺期延长至五年，且在业绩承诺期中不得将其因本次交易获得的股票予以质押。若预测净利润未能实现，交易对方承诺将全部以本次交易获得的股份进行业绩补偿。业绩承诺承诺期内（2022-2026 年），标的资产模拟汇总的扣除非经常性损益后归母净利润分别不低于 2,268.33 万元、8,320.77 万元、13,550.17 万元、16,981.74 万元和 17,892.80 万元，2022-2026 年合计承诺净利润占本次交易对价的 36.16%，业绩覆盖情况较高。

综上所述，本次评估采用的盈利预测中已对疫情发展变化情况、国家和地区疫情防控政策、景区停止营业及恢复运营的相关措施、各年度各月度标的公司客流量实际恢复情况、疫情背景下标的公司经营情况和应对举措等影响因素予以高度重视、充分考虑和密切关注。标的公司关于疫情影响的假设和预测是在充分考

虑目前疫情形势及行业预期前提下，对未来情况进行的谨慎预测，具备合理性，本次评估将新冠疫情事项作为特殊评估假设，符合《资产评估准则》等相关规定。2022年1-7月，标的资产实现营业收入及扣除非经常损益后归母净利润分别为8,668.54万元和2,425.55万元，已分别达到2022年全年预测值的64.00%和106.93%，而2020年1-7月前述指标占2020年度比例仅分别为31.27%和4.50%，2022年恢复情况大幅优于评估采用的盈利预测，2022年1-7月已超额实现全年盈利预测，盈利预测具备可实现性。

二、补充披露情况

上述相关内容，已在修订后的重组报告书“第五节 标的公司业务与技术”之“三、标的公司主营业务具体情况”之“(一)/2、百龙绿色的经营模式”、“(二)/2、凤凰祥盛的经营模式”、“(三)/2、黄龙洞旅游的经营模式”和“(四)/2、齐云山股份的经营模式”，以及“第七节 标的资产的评估情况”之“二、上市公司董事会对标的资产评估合理性及定价公允性的分析”之“(二) 拟购买资产估值依据的合理性分析”、“(三) 本次交易定价公允性的分析”和“(八) 主要参数对评估值影响的敏感性分析”中进行补充披露。

三、中介机构核查过程

独立财务顾问、评估师执行了以下核查程序：

1、查阅标的公司主要业务价格制定和变化涉及的相关审批文件，通过访谈标的公司经营管理层等方式了解标的资产定价策略；

2、分析票价在经营期间不发生重大变化相关假设的合理性，分析历史期票价变化对标的资产实际客单价及生产经营的影响，并就票价变化对标的资产盈利能力及对评估作价的影响进行敏感性分析；

3、查阅疫情防控相关政策、景区暂停营业、人流管控及恢复运营后防控和限流措施等，并分析相关政策对标的资产历史期经营业绩的影响；

4、获取标的公司截至目前最新的游客人次情况并与历史同期进行对比，分析疫情影响相关假设的合理性，并就人次恢复情况对评估作价的影响进行敏感性分析。

四、中介机构核查意见

经评估师核查，认为：

1、上市公司核查了标的主要业务定价模式、审批程序、历史价格变化等，认为各标的资产主要业务采用政府指导定价与市场调节定价相结合的定价模式，报告期内各标的资产定价政策保持稳定，政府批复、指导或备案票价未曾发生重大不利变化，且政府价格调整对标的资产实际客单价影响较小。本次标的公司盈利预测中，关于价格的预测逻辑是参考历史期实际客单价及其他因素对预测期实际客单价进行预测，已综合考虑了政府指导、批复或备案价调整对实际客单价的影响程度、历史单价变化、疫情影响、客流量、主要客户群体、季节性等各类主要影响因素，并非仅以政府指导、批复或备案价对实际客单价进行简单假定。在标的公司现行政府指导、批复或备案价基础上，本次评估假设“被评估单位取得的价格主管部门批复票价、指导票价在经营权期限内持续，不存在批复票价或指导票价发生重大变化的情况”具备合理性。上述分析及披露具有合理性。

2、上市公司核查了疫情情况、地区防控政策、近期暂停营业或人流管控情况、景区恢复运营后的防控和限流措施、2022 年景区人次恢复情况与评估预测差异等，认为标的公司的盈利预测已对疫情发展变化情况、国家和地区疫情防控政策、景区停止营业及恢复运营的相关措施、各年度各月度标的公司客流量实际恢复情况、疫情背景下标的公司经营情况和应对举措等影响因素予以高度重视、充分考虑和密切关注。标的公司关于疫情影响的假设和预测是在充分考虑目前疫情形势及行业预期前提下，对未来情况进行的谨慎预测，具备合理性；本次评估将新冠疫情事项作为特殊评估假设，符合《资产评估准则》等相关规定。上述分析及披露具有合理性。

上述相关内容已在修订后的重组报告书中补充披露。

问题 3【原问题 9】 申请文件显示，百龙绿色在评估基准日的净资产账面值为 4,565.86 万元，评估值为 128,570.90 万元，评估增值 124,005.04 万元，增值率 2,715.92%。请你公司：1) 补充披露张家界景区游客量与百龙天梯客流量之间的关系，包括但不限于报告期比例关系、报告期波动趋势及原因、评估中是否考虑景区游客转化率对于客流量预测的影响等。2) 结合行业景气度、季节性因素、

疫情影响、天气因素、客户结构、同行业可比公司情况等，补充披露预测期客流量增长较大的原因及合理性，并就客流量变动对估值的影响进行敏感性分析。3) 结合历史单价变化、疫情影响、客流量、主要客户群体、季节性因素等，补充披露预测期单位价格参考疫情前实际综合单价的原因及合理性，并就单位价格变动对估值的影响进行敏感性分析。4) 结合客单价、客流量、季节性因素、疫情影响、行业环境等，补充披露预测期收入和净利润大幅增长的原因及合理性。5) 结合上述情况、同行业可比上市公司经营业绩情况等，补充披露本次评估溢价较高的原因及合理性。6) 结合上述分析及截至目前的经营业绩，补充披露标的资产盈利预测及业绩承诺的可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、问题回复

(一) 补充披露张家界景区游客量与百龙天梯客流量之间的关系，包括但不限于报告期比例关系、报告期波动趋势及原因、评估中是否考虑景区游客转化率对于客流量预测的影响等

历史期内，百龙天梯游客量相较于张家界武陵源核心景区游客量的转化率整体保持稳定并略有增长，游客量波动基本与张家界武陵源核心景区游客量波动趋势一致。本次评估采用的盈利预测未直接将武陵源景区的游客量作为预测的参数和依据，采用的客流量预测数据主要考虑百龙天梯自身游客量，但也将张家界和湖南省当地的旅游发展情况、武陵源景区周边环境和游客承载能力等因素纳入考虑，并综合分析疫情期间的实际经营情况及后续疫情因素影响后得出判断，具体分析如下：

历史期各期（指 2019 年、2020 年、2021 年、2022 年 1-4 月及 2022 年 1-7 月，2022 年 5-7 月未经审计，已经独立财务顾问、会计师复核，下同），张家界武陵源核心景区游客量与百龙天梯客流量之间的关系如下：

期间		张家界武陵源核心景区游客量（人次）	百龙天梯客流量（人次）	比例
2019年	第一季度	1,012,815	719,684	71.06%
	第二季度	2,033,114	1,500,624	73.81%
	第三季度	2,849,630	1,928,672	67.68%

期间		张家界武陵源核心景区游客量（人次）	百龙天梯客流量（人次）	比例
	第四季度	1,544,623	1,043,241	67.54%
	总计	7,440,182	5,192,221	69.79%
2020年	第一季度	213,813	107,631	50.34%
	第二季度	475,062	240,212	50.56%
	第三季度	1,308,473	779,415	59.57%
	第四季度	971,453	626,523	64.49%
	总计	2,968,801	1,753,781	59.07%
2021年	第一季度	490,274	273,290	55.74%
	第二季度	1,645,881	1,365,943	82.99%
	第三季度	850,819	571,366	67.15%
	第四季度	331,393	290,190	87.57%
	总计	3,318,367	2,500,789	75.36%
2022年1-4月		145,983	117,786	80.68%
2022年1-7月		1,102,791	866,710	78.59%

注：2022年5-7月数据未经审计，已经独立财务顾问、会计师复核。

百龙天梯观光电梯坐落于武陵源核心景区内，为景区内核心交通工具。历史期各期，百龙天梯客流量占张家界武陵源核心景区游客量比例分别为 69.79%、59.07%、75.36%、80.68%及 78.59%，占比趋势稳定且处于较高水平，整体呈逐年上升趋势。2020 年上半年疫情影响较为严重，受到恢复开放后最大接待量限制及游客数量整体下滑等因素影响，转化率有所下降。随着疫情影响因素逐步减弱和最大接待量限制的放开，标的公司结合市场情况亦适当加大了营销推广力度，转化率有所提高，但仍有提升空间。

2020 年度、2021 年度、2022 年 1-4 月及 2022 年 1-7 月，张家界武陵源核心景区游客量与百龙天梯客流量波动趋势对比如下：

人次同比增长率	2020年度	2021年度	2022年1-4月	2022年1-7月
张家界武陵源核心景区	-60.10%	11.77%	-86.65%	-61.57%
百龙天梯	-66.22%	42.59%	-86.41%	-59.29%

整体上，张家界武陵源核心景区游客量与百龙天梯客流量呈现一致的波动趋势，上升或下降趋势主要受疫情冲击及恢复影响。

综上分析可得，第一，历史期内百龙天梯游客转化率呈上升趋势，整体转化率区间在 70%-80%，一方面对未来百龙天梯游客量增长有支撑和促进作用，一方面百龙天梯游客人数合理低于张家界武陵源核心景区游客量，转化率仍有上升空间；第二，百龙天梯游客量波动基本与张家界武陵源核心景区游客量波动趋势一致。本次评估采用盈利预测中客流量预测数据主要考虑百龙天梯自身游客量，综合疫情期间的实际经营情况并考虑后续疫情因素影响后得出的判断，未直接将武陵源景区的游客量作为预测的参数和依据，但也将张家界和湖南省当地的旅游发展情况、武陵源景区周边环境和游客承载能力等因素综合纳入人次判断因素。

（二）结合行业景气度、季节性因素、疫情影响、天气因素、客户结构、同行业可比公司情况等，补充披露预测期客流量增长较大的原因及合理性，并就客流量变动对估值的影响进行敏感性分析

在进行客流量预测时，主要考虑了历史期各年疫情情况下客流量的恢复情况、各月度的季节性变化特征、景区特征等因素，预测结果是结合疫情期间实际经营情况并综合考虑后续疫情因素对行业景气度和企业经营影响后得出的判断，预测结果较为稳健，具有合理性。标的资产上述历史期各年相关数据相较于同行业可比公司亦不存在重大差异，具体分析如下：

1、旅游行业景气度

我国旅游行业市场广阔、潜力巨大，旅游业一直是国家经济和国民消费的重要组成部分，人民群众对旅游消费的需求持续增长。新冠肺炎疫情爆发以来，旅游行业受到较大影响，但经过两年多的疫情影响，旅游行业在疫情防控中不断总结，提升行业危机应对能力，减少突发事件对行业的影响。当前，在国内消费大循环的背景下，配合相关部门出台的一系列刺激措施，旅游消费信心稳步回升，行业发展稳定性及韧性持续加强，行业景气度快速恢复。

首先，我国旅游行业市场广阔、潜力巨大的基本面没有改变。我国幅员辽阔、旅游资源丰富，是全球最大的国内旅游市场。旅游业一直是国家经济和国民消费的重要组成部分，一方面反映出中国旅游业和国民经济发展的并进，另一方面也体现了旅游业为内需拉动经济提供动力。我国国民经济平稳较快发展，人民生活水平提高，对旅游消费的需求持续增长，我国旅游业处于重要战略机遇期；旅游

业作为服务业的龙头产业，在经济结构升级中起着带头作用。根据标的公司所在的湖南省和张家界市发布的“十四五”时期规划和方案中的相关目标，“十四五”时期旅游接待人次和收入预计仍将保持高速增长。

发布时间	单位	文件名称	内容	增长率预计
2021年8月24日	湖南省发展和改革委员会、湖南省文化和旅游厅	湖南省“十四五”时期推进旅游业高质量发展行动方案	到2025年，全省接待旅游总人数11.5亿人次以上，实现旅游总收入1.3万亿元以上；旅游增加值占GDP的比重达到6.5%左右；国内旅游人均消费达到1300元以上，过夜游客比重达到40%左右。	对照2019年数据测算，旅游总人数年均增长率5.54%；旅游总收入年均增长率4.89%
2021年8月24日	湖南省文化和旅游厅	湖南省“十四五”文化和旅游发展规划		
2021年4月19日	张家界市人民代表大会	张家界市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要	到2025年，旅游接待总人次年均增速20%以上，达到1.2亿人次；旅游总收入年均增速17%以上，达到1200亿元；接待入境游客人次年均增速20%以上，达到341万人次；游客人均综合消费年均增速15%以上，比2020年翻一番，达到2100元；打造千亿旅游主导产业，武陵源、天门山跻身世界级旅游景区和度假区，国家级旅游休闲城市基本建成，四个区县旅游总收入全部实现过百亿元，建成一批旅游总收入过十亿元的文旅小镇和过亿元的旅游名村。	旅游接待总人次年均增速20%以上，旅游总收入年均增速17%以上
2021年3月31日	张家界市委、张家界市人民政府	张家界市加快建设世界一流旅游目的地行动计划（2021—2025年）		

第二，2020年新冠肺炎疫情爆发以来，旅游行业受到较大影响。经过两年多的疫情影响，旅游行业在疫情防控中不断总结，提升行业危机应对能力，减少突发事件对行业的影响，不断完善旅游应急管理体制，发挥各级部门、旅游主管部门等主体作用，分类分级管理，提高应急反应能力，确保有序运转。同时，旅游行业凭借各自景区资源禀赋叠加不断提升的运营能力及不断升级的旅游产品，积极推动综合旅游目的地的转型升级与整合，化危为机。

第三，2022年上半年二次疫情高峰过后，旅游行业景气度已快速恢复，并将持续走向复苏。2022年5月底起，上海、北京疫情趋于稳定，本轮疫情高峰期已经度过。多地出台一系列措施促进旅游市场全面复苏，旅游行业景气度转暖。2022年7月历次国务院常务会议强调，消费是最终需求，扩消费既有利于提升群众生活水平，又能带动就业、投资和产业升级，要部署进一步扩需求举措，推动消费继续成为经济主拉动力。地方政府和旅游主管部门也出台一系列配套措施，刺激

旅游消费复苏和恢复。张家界市 2022 年 5 月底发布《关于实行 2022 年张家界暑期旅游优惠政策的通知》，湖南省自 2022 年初起精心筹备的首届湖南省旅游发展大会将于 2022 年 9 月在张家界举办，全力打造世界知名旅游目的地。疫情趋稳后，在国内消费大循环的背景下，旅游消费信心将稳步回升，行业发展稳定性及韧性将持续加强。

2、季节性因素

历史期各期，百龙天梯的客流量受气候、节假日因素影响较大，呈现较为明显的季节性特征，具体数据如下：

历史期间		百龙天梯客流量（人次）	占全年比例
2019年	第一季度	719,684	13.86%
	第二季度	1,500,624	28.90%
	第三季度	1,928,672	37.15%
	第四季度	1,043,241	20.09%
	总计	5,192,221	100.00%
2020年	第一季度	107,631	6.14%
	第二季度	240,212	13.70%
	第三季度	779,415	44.44%
	第四季度	626,523	35.72%
	总计	1,753,781	100.00%
2021年	第一季度	273,290	10.93%
	第二季度	1,365,943	54.62%
	第三季度	571,366	22.85%
	第四季度	290,190	11.60%
	总计	2,500,789	100.00%
2022年1-4月		117,786	13.59%
2022年 1-7月	第一季度	108,274	12.49%
	第二季度	247,589	28.57%
	7月	510,847	58.94%
	总计	866,710	100.00%

注 1：客流量，指游客乘坐电梯的次数，双程乘坐按两次计算。

注 2：2022 年 5-7 月数据未经审计，已经独立财务顾问、会计师复核。

百龙天梯观光电梯地处张家界武陵源景区，位于湖南西北部，每年 1-3 月受

寒冷天气影响，客流量相对较少；3月底4月初，张家界武陵源景区逐步进入旅游旺季，客流量稳步增加，叠加清明、五一、暑假等假期，游客出行意愿较高，并在7月、8月达到最高峰；百龙天梯在第三季度达到客流量最高水平。暑期旅游旺季结束后，9月份开始客流量逐步回落，虽然10月份的十一黄金周假期带来一定客流量增长，但11月份后受天气转冷等因素影响，客流量再次回落。四个季度的游客人数分布情况就呈现了上述特点。

2020年初疫情爆发以来，除日历月份间的季节性影响外，疫情对季度和月度间的游客分布影响更大，具体参见本小节之“3、疫情影响”相关回复。

3、疫情影响

自2020年初疫情爆发以来，除问题8之“(二)/1、2020年以来疫情情况、防控政策，景区阶段性暂停营业及恢复运营后措施”提及的全国性政策外，湖南省、张家界市就景区运营和旅行社业务等出台了一系列通知、政策，其中，对标的资产经营业务开展影响较大的政策节点主要包括：

(1) 疫情爆发初期：2020年1月28日至2020年2月26日，百龙天梯所在的武陵源景区根据政府要求关闭。

(2) 国内疫情形势趋于稳定和逐步恢复：2020年2月27日起，百龙天梯所在的武陵源景区恢复开放，接待量控制在最大接待量的50%以内，团队游客一般不超过30人；2020年7月中旬起，恢复旅行社及在线旅游企业经营跨省（区、市）团队旅游及“机票+酒店”业务；2020年9月中旬起，接待量调整为最大接待量的75%以内；2021年3月起不再设置最大接待量限制。

(3) 湖南省疫情和跨省熔断：2021年7月30日至2021年8月26日，百龙天梯所在的武陵源景区根据政府要求关闭；湖南省在2021年8月执行跨省旅游经营活动管理“熔断”机制。2021年8月27日，百龙天梯所在的武陵源景区恢复开放，之后逐步进入常态化防控阶段，但国内局部疫情反复仍给经营带来一定影响；外省来返人员核酸检测要求范围有所扩大，目前要求为外省来返人员需持48小时内核酸检测阴性证明，重点地区（每日更新）旅居史人员采取相应管控措施。

(4) 常态化疫情防控及旅游复苏：2022 年以来特别是 3 月以来，奥密克戎变异毒株引起的疫情在多地出现反弹。随着本轮疫情高峰期度过，进入旅游市场复苏阶段。地方政府和旅游主管部门也出台一系列配套措施，刺激旅游消费复苏和恢复。张家界市 2022 年 5 月底发布《关于实行 2022 年张家界暑期旅游优惠政策的通知》，湖南省自 2022 年初起精心筹备的首届湖南省旅游发展大会将于 2022 年 9 月在张家界举办，助力张家界打造世界知名旅游目的地。

具体如下：

发布时间	所处阶段	发布机构	政策名称	主要内容
2020 年 1 月 27 日	疫情爆发初期	张家界市新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作指挥部	2020 年 2 号令	全市景区景点一律关闭。
2020 年 2 月 23 日		中共张家界市委旅游工作委员会办公室	张家界市促进旅游市场全面复苏“310”行动计划	全市景区开放后至 2020 年 12 月 31 日，所有景区及景区内交通工具对全国医护人员实行免票，医护人员凭医师证或护士证和身份证办理免票；全市景区开放后 2 个月时间内，所有景区及景区内交通工具对国内外游客实行门票“买 1 送 1”优惠（购买优惠票的除外）。
2020 年 2 月 23 日		中共张家界市委旅游工作委员会办公室	关于印发《张家界市旅游景区有序开放工作方案》的通知	鼓励景区实行预约制等限流措施，日接待量不超过日最大承载量的 50%，瞬间流量不超过最大瞬时流量的 30%；景区缆车、游船、电梯、交通车等内部交通设施要严格消毒，保持通风运行，并采取隔位就坐的方式控制乘坐人数，保持游客间距，乘客量控制在最大接待量的 50% 以内；景区要妥善安排团队游客分时段、间隔性入园，团队游客一般不超过 30 人，避免集中入园，实行分散式游览，严控人员聚集。
2020 年 7 月 15 日	国内疫情形势趋于稳定和逐步恢复	湖南省文化和旅游厅	关于推进旅游企业扩大复工复产有关事项的通知	各市州文化旅游行政部门按照疫情防控工作常态化的要求，恢复旅行社及在线旅游企业经营跨省（区、市）团队旅游及“机票+酒店”业务。
2021 年 7 月 30 日	湖南省疫情和跨省熔断	张家界市新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作指挥部	2021 年 2 号令	全市范围内所有景区景点、旅游购物场所等全部关停。
2021 年 8 月 3 日		张家界市新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作指挥部	2021 年 20 号令	即日起，在张家界境内的居民、游客等所有人员不得离开张家界，积极配合做好疫情防控工作。
2021 年 8		张家界市新型	关于调整张家界	自 2021 年 8 月 25 日 8 时起，张家界市全域均

发布时间	所处阶段	发布机构	政策名称	主要内容
月 25 日	常态化疫情防控及旅游复苏	冠状病毒感染肺炎疫情防控工作指挥部	市部分街道风险等级的通告	为低风险地区，全市要按照低风险地区相关规定，从严落实各项防控措施。
2021 年 8 月 27 日		湖南省文化和旅游厅	-	8 月 25 日，湖南省全域降为低风险。旅行社及在线旅游企业即可有序恢复经营跨省团队旅游及“机票+酒店业务”。
2021 年 8 月 28 日		张家界市人民政府办公室	印发《关于应对新冠肺炎疫情影响促进文旅行业提振信心加快复苏的政策措施》的通知	景区开放之日起至 2021 年 9 月 30 日，张家界市 A 级景区及景区内交通工具对全国游客实行半价优惠。
2021 年 10 月 5 日至 2022 年 3 月 16 日		湖南省疫情防控中心、张家界市疫情防控中心	紧急提醒	外省返湘人员提供 48 小时核酸检测阴性证明范围要求变化：“提倡检测”（2021 年 10 月 5 日）——“自高中风险地区所在省（自治区、直辖市）”（2021 年 10 月 31 日）——“有本土病例报告省份”（2022 年 1 月 9 日）——“所有外省来返人员”（2022 年 3 月 16 日）；重点地区（每日更新）旅居史人员采取相应管控措施。
2022 年 5 月 29 日		中共张家界市委旅游工作委员会办公室	关于实行 2022 年张家界暑期旅游优惠政策的通知	出台一系列暑期旅游优惠措施。包括：2022 年 6 月 1 日至 2022 年 8 月 31 日张家界武陵源景区、黄龙洞景区等（不含景区内交通工具）对在校学生（含研究生）实行景区门票免票优惠；2022 年 6 月 1 日-2022 年 8 月 31 日张家界市武陵源景区等对旅行社组织的团队游客实行景区门票（不含景区内交通工具）“买一送一”优惠（购买优惠票的除外）；旅行社需提前 2 天向景区上报团队计划并按其操作流程实施。2022 年 6 月 1 日至 2022 年 6 月 30 日张家界武陵源景区每天限量 3000 张免票（抢完为止）。

4、天气因素

百龙天梯观光电梯为封闭式电梯，几乎不受天气因素的影响。2019 年 1 月 1 日至今，因天气原因导致观光电梯停运的天数为 0。

5、客户结构

历史期各期，百龙天梯客户结构（旅行社团客、自由行散客）人次及占比如下：

期间		旅行社团客		自由行散客	
		人次	占比	人次	占比
2019年	第一季度	547,627	76.09%	172,057	23.91%
	第二季度	1,252,526	83.47%	248,098	16.53%
	第三季度	1,512,436	78.42%	416,236	21.58%
	第四季度	829,727	79.53%	213,514	20.47%
	总计	4,142,316	79.78%	1,049,905	20.22%
2020年	第一季度	61,154	56.82%	46,477	43.18%
	第二季度	103,528	43.10%	136,684	56.90%
	第三季度	517,131	66.35%	262,284	33.65%
	第四季度	441,077	70.40%	185,446	29.60%
	总计	1,122,890	64.03%	630,891	35.97%
2021年	第一季度	187,159	68.48%	86,131	31.52%
	第二季度	1,107,455	81.08%	258,488	18.92%
	第三季度	374,690	65.58%	196,676	34.42%
	第四季度	168,757	58.15%	121,433	41.85%
	总计	1,838,061	73.50%	662,728	26.50%
2022年1-4月		60,850	51.66%	56,936	48.34%
2022年 1-7月	第一季度	57,123	52.76%	51,151	47.24%
	第二季度	139,790	56.46%	107,799	43.54%
	7月	384,829	75.33%	126,018	24.67%
	总计	581,742	67.12%	284,968	32.88%

注：2022年5-7月数据未经审计，已经独立财务顾问、会计师复核。

百龙天梯主要客户为旅行社团客。2020年度受到疫情影响，旅行社团客的接待受到政策限制，1-6月以散客为主，使整年度旅行社团客占比下降、自由行散客占比大幅上升。2021年，随着疫后恢复及疫情常态化管控，旅行社业务回暖，旅行社团客占比上升，散团结构基本与2019年保持一致。2022年上半年受疫情影响旅行社团客比例有所下降，7月客流量复苏后迅速回升并达到2019年左右水平。

6、同行业可比公司情况

上市公司张家界（000430.SZ）与百龙天梯同处于张家界市，具有一定可比性，百龙天梯客流量恢复略优于张家界（000430.SZ），无重大差异。百龙天梯观

光电梯 2019-2021 年客流量情况与张家界（000430.SZ）对比如下：

单位：万人（次）

证券代码	公司	所在地	人次口径	2021 年	2020 年	2019 年	2021/2019	2021/2020
000430.SZ	张家界	湖南张家界	环保客运	178.67	121.55	313.38	57.01%	146.99%
			宝峰湖	7.47	15.2	48.89	15.28%	49.14%
			十里画廊观光电车	63.06	57.23	137.45	45.88%	110.19%
			杨家界索道	61.85	56.58	118.55	52.17%	109.31%
			平均				42.59%	103.91%
-	百龙天梯	湖南张家界	百龙天梯观光电梯	250.08	175.38	519.22	48.16%	142.59%

注：可比公司数据来自其公开披露的定期报告。

由上表可知，疫情对标的公司及可比上市公司的客流量均有较大影响，2020 年客流量下降最为严重，2021 年有所恢复。以张家界（000430.SZ）披露的各个口径客流量（环保客运、宝峰湖、十里画廊观光电车、杨家界索道）计算，2021 年较 2019 年的恢复率平均值为 42.59%，2021 年较 2020 年恢复率平均值为 103.91%。百龙天梯观光电梯 2021 年客流量较 2019 年恢复率为 48.16%，较 2020 年恢复率为 142.59%，高于可比公司张家界（000430.SZ），显示出标的资产较强的恢复能力和经营韧性，整体无重大差异。

7、预测期客流量增长较大的原因及合理性，就客流量变动对估值的影响进行敏感性分析

在进行客流量预测时，主要考虑了历史期各年疫情情况下客流量的恢复情况、各月度的季节性变化特征、景区特征等因素，预测结果是结合疫情期间实际经营情况并综合考虑后续疫情因素对行业和企业经营影响后得出的判断，预测结果较为稳健，具有合理性。此外，百龙天梯与黄龙洞旅游同处于张家界，且均属于成熟景区，两者的主要预测逻辑和核心假设均保持了一致。

百龙天梯 2019-2021 年客流量、收益法预测 2022-2027 年人次及预测逻辑如下：

单位：万人次

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
客流量	519.22	175.38	250.08	139.33	307.76	441.34	534.80	561.54	578.38

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
预测逻辑	无疫情年份	疫情严重年份	疫情恢复年份; 8月旺季受张家界疫情影响	1-5月为实际人次, 6-12月为2022年1-5月相比2020年1-5月恢复率	参考2021年人次, 其中受临时关闭影响的8月人次替换为2019及2020年8月人次均值	恢复到2019年的85%	恢复到2019年的103%	同比增长5%	同比增长3%

注: 上表中, 2019-2021年人次为实际数, 2022-2027年人次为评估预测数。

百龙天梯为成熟景区, 主要采用“疫情恢复逻辑”进行预测: 对于2022年, 考虑2022年上半年全国多地疫情和静态管控措施影响, 景区客流量减少, 整体参考2020年(疫情严重年份), 以2022年1-5月客流量相比2020年1-5月恢复率预测2022年6-12月情况, 2022年全年客流量预测值为2020年客流量的79.44%; 对于2023年, 考虑疫情逐渐恢复, 整体参考2021年(疫情恢复年份), 但由于2021年暑期旺季的张家界疫情导致景区关闭, 在2021年实际客流量基础上, 将受临时关闭影响的8月人次替换为2019及2020年8月人次均值, 2023年客流量预测值为2021年客流量的123.06%(相当于2019年客流量的59.27%); 考虑2024年、2025年进一步从疫情中恢复, 客流量分别恢复至2019年(无疫情状况)的85%、103%, 此后同比上年分别增长5%和3%, 进入稳定期。

百龙天梯收益法评估的评估结果受疫情背景下人次恢复和增长情况的影响。根据收益法计算数据, 游客人次与评估值存在正相关变动关系, 假设2023年及以后各年游客人次较原预期变动, 以外的其他条件不变, 游客人次与标的资产评估值变动的敏感性分析如下表:

单位: 万元、%

2023年及以后各年游客人次变动情况	-10%		-5%		0	+5%		+10%	
	评估值	变动率	评估值	变动率	评估值	评估值	变动率	评估值	变动率
百龙绿色	110,581.13	-9.41%	116,327.53	-4.71%	122,073.80	127,819.96	4.71%	133,566.02	9.41%

综上所述, 我国旅游市场广阔、潜力巨大的基本面没有改变, 经过两年多的疫情影响, 标的资产充分总结疫情防控应对经验, 同时凭借资源禀赋优势叠加不

断提升的运营能力及不断升级的旅游产品，提升危机应对能力。特别是在当前国内消费大循环的背景下，配合相关部门出台的一系列刺激措施，2022 年暑期旅游消费信心稳步回升，景气度快速恢复。百龙天梯在进行客流量预测时，采用了“恢复逻辑”，主要考虑了历史期各年疫情情况下客流量的恢复情况、各月度的季节性变化特征、景区特征等因素，预测结果是结合疫情期间实际经营情况并综合考虑后续疫情因素对行业景气度和企业经营影响后得出的判断，预测结果较为稳健，具有合理性。百龙天梯上述历史期各年相关数据相较于同行业可比公司亦不存在重大差异。

（三）结合历史单价变化、疫情影响、客流量、主要客户群体、季节性因素等，补充披露预测期单位价格参考疫情前实际综合单价的原因及合理性，并就单位价格变动对估值的影响进行敏感性分析

在进行客单价预测时，主要考虑了标的资产定价模式、历史期政府批复价格及其变动影响、实际客单价变化情况、主要客户群体、疫情相关政策等因素的影响，预测结果是结合标的资产定价模式及疫情期间的实际经营情况，并综合考虑后续疫情因素及销售策略对企业经营影响后得出的判断，预测期单位价格具备合理性，具体分析如下：

1、历史单价变化

百龙天梯观光电梯的收费采用政府指导定价与市场调节定价相结合，即在符合政府指导、批复或备案价基础上，由经营者自主确定市场价格，具体情况参见问题 8 之“（一）/1、标的主要业务历史期主要业务定价模式、政策调整及历史价格变化”相关回复。

历史期内，百龙天梯的平均客单价如下表所示：

期间		百龙天梯观光电梯	
		平均客单价（元/人次）	同比
2019 年	第一季度	54.32	-
	第二季度	50.75	-
	第三季度	48.61	-
	第四季度	49.55	-

	期间	百龙天梯观光电梯	
		平均客单价（元/人次）	同比
	总计	50.21	-
2020 年	第一季度	49.24	-9.35%
	第二季度	45.88	-9.59%
	第三季度	47.15	-3.01%
	第四季度	46.14	-6.89%
	总计	46.74	-6.91%
2021 年	第一季度	48.25	-2.01%
	第二季度	45.73	-0.34%
	第三季度	46.42	-1.55%
	第四季度	52.29	11.92%
	总计	46.92	0.38%
2022 年 1-4 月		52.23	15.04%
2022 年 1-7 月		50.57	8.11%

注 1：平均客单价=百龙天梯电梯票款收入/客流量。

注 2：2022 年 5-7 月数据未经审计，已经独立财务顾问、会计师复核。

历史期各期，百龙天梯的平均客单价分别为 50.21 元/人次、46.74 元/人次、46.92 元/人次、52.23 元/人次和 50.57 元/人次，整体保持稳定。2020 年度百龙天梯平均客单价较 2019 年度下降 6.91%，主要系 2019 年 5 月起百龙天梯观光电梯政府指导价下调，普通票的政府指导价（单程）由 72 元/人次降为 65 元/人次。同时在疫情影响下，景区出台减免政策，优惠票及免费票的占比提升，降低了总体客单价。2021 年百龙天梯客单价未有大幅变化，一方面旅行社团客比例上升、自由行散客比例下降使得客单价有下降趋势，但同时免票游客占比下降使得客单价有回升，两项因素综合致使平均客单价与 2020 年度基本持平。2022 年，随着 2020 年和 2021 年疫情期间景区减免政策的减少，平均客单价有所回升。

2、疫情影响、客流量

自 2020 年初疫情爆发以来，全国及地方就景区运营和旅行社业务等出台了一系列通知、政策，主要对标的资产的客流量造成影响，具体分析参见本题之“（二）/3、疫情影响”相关分析。

疫情期间，为促进旅游市场复苏，地方政府部门出台了一系列临时减免措施，

重要的措施包括：

发布时间	发布机构	政策名称	主要内容	对标的资产影响
2020年2月23日	中共张家界市委旅游工作委员会办公室	张家界市促进旅游市场全面复苏“310”行动计划	全市景区开放后至2020年12月31日，所有景区及景区内交通工具对全国医护人员实行免票，医护人员凭医师证或护士证和身份证办理免票；全市景区开放后2个月时间内，所有景区及景区内交通工具对国内外游客实行门票“买1送1”优惠（购买优惠票的除外）。	2020年2月底至12月底，全国医护人员实行免票；2020年2月底月至4月底，对所有游客实行“买1送1”优惠
2021年8月28日	张家界市人民政府办公室	印发《关于应对新冠肺炎疫情影响促进文旅行业提振信心加快复苏的政策措施》的通知	景区开放之日起至2021年9月30日，张家界市A级景区及景区内交通工具对全国游客实行半价优惠。	2021年8月底至9月，所有游客半价优惠
2022年5月29日	中共张家界市委旅游工作委员会办公室	关于实行2022年张家界暑期旅游优惠政策的通知	出台一系列暑期旅游优惠措施。包括：2022年6月1日至2022年8月31日张家界武陵源景区、黄龙洞景区等（不含景区内交通工具）对在校学生（含研究生）实行景区门票免票优惠；2022年6月1日-2022年8月31日张家界市武陵源景区等对旅行社组织的团队游客实行景区门票（不含景区内交通工具）“买一送一”优惠（购买优惠票的除外）；旅行社需提前2天向景区上报团队计划并按其操作流程实施。2022年6月1日至2022年6月30日张家界武陵源景区每天限量3000张免票（抢完为止）。	仅针对大景区门票，不包含交通工具优惠，有利于吸引游客

该等临时性免票措施有助于促进旅游市场复苏和提振信心，对客流量恢复有一定积极作用。若涉及标的资产本身的降价优惠，则将在一定程度上降低当期客均价；若仅为大景区门票降价优惠，则对客均价不产生影响，且有助于吸引游客、提高转化。

3、主要客户群体

历史期各期，百龙天梯主要客户群体（正价票、优惠票、免费票）人次及占比如下：

期间		正价票		优惠票		免费票	
		人次	占比	人次	占比	人次	占比
2019年	第一季度	531,851	73.90%	173,390	24.09%	14,443	2.01%
	第二季度	1,059,868	70.63%	431,269	28.74%	9,487	0.63%
	第三季度	1,304,382	67.63%	598,523	31.03%	25,767	1.34%
	第四季度	752,404	72.12%	270,789	25.96%	20,048	1.92%
	总计	3,648,505	70.27%	1,473,971	28.39%	69,745	1.34%
2020年	第一季度	75,236	69.90%	23,075	21.44%	9,320	8.66%
	第二季度	154,340	64.25%	41,760	17.38%	44,112	18.36%
	第三季度	448,484	57.54%	295,794	37.95%	35,137	4.51%
	第四季度	371,681	59.32%	207,570	33.13%	47,272	7.55%
	总计	1,049,741	59.86%	568,199	32.40%	135,841	7.75%
2021年	第一季度	164,287	60.11%	101,234	37.04%	7,769	2.84%
	第二季度	763,692	55.91%	593,637	43.46%	8,614	0.63%
	第三季度	300,358	52.57%	266,802	46.70%	4,206	0.74%
	第四季度	220,245	75.90%	68,013	23.44%	1,932	0.67%
	总计	1,448,582	57.92%	1,029,686	41.17%	22,521	0.90%
2022年1-4月		93,096	79.04%	24,240	20.58%	450	0.38%
2022年1-7月	第一季度	85,425	78.90%	22,445	20.73%	404	0.37%
	第二季度	173,228	69.97%	72,801	29.40%	1,560	0.63%
	7月	349,605	68.44%	160,133	31.35%	1,109	0.22%
	总计	608,258	70.18%	255,379	29.47%	3,073	0.35%

注 1：优惠票口径既包含 18 周岁以下（不含 18 周岁）的未成年人、全日制大学本科及以下学历在校学生、60 周岁以上（含 60 周岁）的老年人、现役军人、军队离退休干部、残疾人等特殊优惠对象，又包含享受优惠调整的旅行社团客。

注 2：2019 年 4 月以前 6 周岁以下或身高 1.3 米以下的儿童实行免票，2019 年 4 月以后身高 1.2 米以下的儿童实行免票。

注 3：2022 年 5-7 月数据未经审计，已经独立财务顾问、会计师复核。

2020 年、2021 年受疫情影响，百龙天梯景区政策性免票或优惠票比例有所上升。2022 年以来，由于疫情影响，团客比例大幅度下降，购买正价票的散客占比上升，因而造成正价票人次占比上升。

4、季节性因素

百龙天梯观光电梯票价全年一致，无季节性调价。2019 年 5 月 1 日至今为：

普通票（单程）65 元/人次、优惠票（单程）33 元/人次。

5、预测期单位价格参考疫情前实际综合单价的原因及合理性，就单位价格变动对估值的影响进行敏感性分析

在进行客单价预测时，主要考虑了标的资产定价模式、历史期政府批复价格及其变动影响、实际客单价变化情况、主要客户群体、疫情相关政策等因素的影响，预测结果是结合标的资产定价模式及疫情期间的实际经营情况，并综合考虑后续疫情因素及销售策略对企业经营影响后得出的判断，预测期单位价格具备合理性。

百龙天梯历史期客单价、收益法预测期客单价及预测逻辑如下：

单位：元

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-4 月	2022 年 1-7 月	2022 年 5-12 月 (预测)	2023 年及 以后 (预测)
客单价	50.21	46.74	46.92	52.23	50.57	50.21	50.21
客单价 (还原) (注)	50.21	49.99 (注)	50.27 (注)	52.23	-	-	-
预测逻辑	各期实际客单价					参考 2019 年实际客单价进行预测	

注：受疫情后临时性政策影响，百龙天梯免票和优惠票游客占比显著高于其他时期。可比起见，此处参考 2019 年免票、优惠票人次占比进行还原调整。

疫情影响下，2020 年和 2021 年景区均有阶段性减免政策，降低了总体客单价。2022 年 1-4 月相关阶段性减免政策结束后客单价已恢复并超越 2019 年水平，但由于期间较短，谨慎起见，以 2019 年全年实际客单价进行预测。2021 年（还原后可比口径价格）及 2022 年 1-7 月实际客单价均高于盈利预测价格，预测客单价具备可实现性。关于政府指导定价变动对预测期单价影响，参见问题 8 之“（一）/1、标的主要业务历史期主要业务定价模式、政策调整及历史价格变化”相关回复。

百龙天梯收益法评估的评估结果受预测期单位价格的影响。根据收益法计算数据，单位价格与评估值存在正相关变动关系，假设 2023 年及以后单位价格较原预期变动，以外的其他条件不变，单位价格与标的资产评估值变动的敏感性分析如下表：

单位：万元、%

2023年及以后各年单位价格变动情况	-10%		-5%		0	+5%		+10%	
	评估值	变动率	评估值	变动率	评估值	评估值	变动率	评估值	变动率
百龙绿色	110,671.25	-9.34%	116,372.59	-4.67%	122,073.80	127,774.90	4.67%	133,475.90	9.34%

综上所述，本次评估参考疫情前实际综合单价 50.21 元/人次，预测较为稳健，具有合理性。

（四）结合客单价、客流量、季节性因素、疫情影响、行业环境等，补充披露预测期收入和净利润大幅增长的原因及合理性。

本次评估采用的盈利预测中，收入预测主要以客流量和客单价预测为基础，已对相关影响因素进行充分考虑；成本费用等预测主要结合历史期成本费用结构、收入占比情况、公司实际经营计划等，整体保持稳定和可比。预测期内，随着疫情影响逐步减弱与常态化、客流量逐步恢复及增长是标的公司收入和净利润增长的主要原因，具体分析如下：

1、预测情况

如前所述，在进行客流量和客单价预测时，已充分考虑季节性因素、疫情影响、行业环境、景区特征等因素，预测结果是结合疫情期间的实际经营情况并综合考虑后续疫情因素对行业和标的公司经营影响后得出的判断。收入预测主要在客流量和客单价预测的基础上得出结果。

同时，结合标的公司的历史期成本费用结构、收入占比情况、公司实际经营计划，对各项成本费用进行预测。预测期内，标的公司成本、费用结构保持稳定，可比口径下与历史期收入占比未发生重大变化。百龙天梯 2019-2021 年营业成本、期间费用和及占收入的比例和收益法预测 2022-2027 年情况如下：

单位：万元

项目名称		2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
营业成本	金额	9,086.30	4,079.66	4,998.91	3,579.66	5,968.65	7,652.52	8,871.44	9,252.49	9,461.19
	毛利率	65.47%	51.34%	58.98%	51.99%	62.74%	66.45%	67.81%	68.01%	68.23%

项目名称		2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
期间费用	销售费用	704.48	229.64	547.34	301.32	451.12	565.12	653.35	685.74	698.52
	管理费用	793.08	619.90	609.04	516.00	603.78	677.23	747.05	781.02	802.92
	合计占比	5.69%	10.13%	9.49%	10.96%	6.58%	5.45%	5.08%	5.07%	5.04%

整体上，标的资产营业成本中固定成本占比较高。疫情期间，标的资产营业收入下滑，但折旧与摊销、职工薪酬等较为固定的成本不随收入同比例减少，故毛利率呈现下滑趋势；当预测期客流量和营业收入增长时，由于收入提升的边际效应，毛利率缓步提升，与疫情前 2019 年水平无重大差异。

具体而言，对于职工薪酬，本次评估采用的盈利预测参照百龙天梯历史年度人员数量及薪酬福利水平，结合百龙天梯人力资源规划进行估算。资源有偿使用费为根据经营权授予协议按门票收入的 23%向地方政府缴纳，本次盈利预测按此比例预测。环保车运营费、环卫保洁费、电梯年检费每年固定金额缴纳，本次盈利预测按此金额预测。对于折旧费、摊销等固定费用，本次盈利预测参照百龙天梯折旧政策及费用中折旧占总折旧比例，结合百龙天梯固定资产及无形资产规模、结构及后续投资的预测情况进行估算。对于其他成本，本次盈利预测参照百龙天梯经营计划，并结合百龙天梯营业收入预测情况进行估算。百龙天梯营业成本预测情况如下：

单位：万元

项目名称	2022年5-12月	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
职工薪酬	475.65	779.89	857.88	943.67	990.85	990.85
资源有偿使用费	1,472.97	3,554.11	5,096.74	6,176.05	6,484.86	6,679.40
折旧与摊销	536.25	905.75	905.44	902.60	902.06	900.35
维修保养费	93.87	206.41	227.06	249.76	262.25	270.12
能源成本	31.30	51.65	56.82	62.50	65.63	67.59
电梯年检费	10.00	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00
环保车运营费	126.00	252.00	252.00	252.00	252.00	252.00
软件服务费	20.00	75.72	108.58	131.58	138.16	142.30
办公费	20.00	23.42	25.77	28.34	29.76	30.65
租赁费	10.00	12.72	12.97	13.23	13.49	13.90
环卫保洁费	31.85	51.88	51.88	51.88	51.88	51.88

项目名称	2022年5-12月	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
其他	10.00	15.44	16.98	18.68	19.61	20.20
其他业务租赁成本	15.96	24.66	25.40	26.16	26.94	26.94
营业成本合计	2,853.86	5,968.65	7,652.52	8,871.44	9,252.49	9,461.19
营业收入	6,723.63	16,020.03	22,811.27	27,562.78	28,922.24	29,778.70
成本收入占比	42.45%	37.26%	33.55%	32.19%	31.99%	31.77%

期间费用中，部分营销推广费用在疫情期间有所减少，预测期费用金额整体稳定增长，随收入规模扩大期间费用率略有下降，具有合理性。

综上，百龙天梯 2019-2021 年收入及净利润和收益法预测 2022-2027 年情况如下：

单位：万元

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
营业收入	26,314.61	8,383.64	12,187.69	7,456.45	16,020.03	22,811.27	27,562.78	28,922.24	29,778.70
净利润	11,530.52	2,393.45	4,253.71	1,308.74	5,895.21	10,241.55	12,832.69	13,512.90	13,972.64

注：2019-2022 年 4 月净利润为扣除非经常损益后归属于母公司的净利润，2022 年 5-12 月及以后为盈利预测结果。

2、预测期收入和净利润增长的原因及合理性

标的公司所属的旅游文化行业受新冠疫情的影响较为严重，我国目前处于疫情常态化防控阶段，标的公司后续的经营亦会以疫情常态化防控为基础，并考虑疫情的逐步恢复。本次评估采用的经营预测数据系被评估单位管理层结合疫情期间的实际经营情况并综合考虑后续疫情因素对行业和企业经营影响后得出的判断。该判断中预测疫情对行业的影响自 2022 年逐步减弱与常态化，并在 2025 年恢复到疫情前水平。

近两年多以来，标的公司一方面严格落实疫情防控要求，一方面凭借资源禀赋优势叠加不断提升的运营能力及不断升级的旅游产品，展现出较强的业绩韧性及持续盈利能力。在营销方面，强化品牌宣传，丰富产品内容，利用新媒体将景区的动态与优秀内容及时分享；同时拓展分销渠道，在酒店门店、客栈门市、各个线上平台及新媒体平台实现线上购票；举办特色活动，疫情期间针对本地人实施优惠活动，刺激本地人的旅游消费；拓展产品内容，开发研学市场，加深学生

与自然和文化的亲近感。在疫情防控方面，严格实施旅游景区管理措施，同时利用扫码购及旅行社前端线上购票，减少人员接触，提高通行效率，降低感染风险。

本次交易后，上市公司将要求和促使标的公司在常态化疫情防控的背景下持续严格落实政府各项防控要求和相关管理措施，同时采取多种手段降低疫情对经营业绩的影响，进一步积极推动综合旅游目的地的转型升级与整合，发扬湖南大湘西地区丰富的民族资源优势及优良民族文化，探索文化和旅游高质量发展模式和推动共同富裕的有效路径，助力实现各民族共同富裕的目标。

结合上述分析及本题（二）、（三）中关于客流量、客单价、行业环境、疫情影响、季节性因素、景区特征等因素的讨论，标的资产经营情况预测稳健、合理。

（五）结合上述情况、同行业可比上市公司经营业绩情况等，补充披露本次评估溢价较高的原因及合理性。

本次评估溢价主要系标的资产资源禀赋极具稀缺性，具有核心竞争力；本次评估相关依据具有合理性，估值水平与同行业上市公司具有可比性，增值率与可比交易亦较为可比。

1、标的资产资源禀赋极具稀缺性，具有核心竞争力

（1）地处张家界武陵源核心景区，属湖南大湘西地区核心旅游目的地

标的资产坐落于张家界武陵源核心景区内，属湖南大湘西地区核心旅游目的地，具有高度稀缺性，凭借秀丽的风景、独特的地貌以及成熟的旅游产业基础，占据湖南大湘西地区旅游龙头地位。景区优质的旅游资源、品牌影响力、游客接待量为该标的资产提供了充足的客流量。

张家界是世界知名旅游目的地，地处湖南省西北部武陵山脉腹地，境内拥有武陵源、天门山、大峡谷等多个有影响力的景区。据湖南省统计局统计，2019年张家界市旅游接待国内外游客逾 8,000 万人次。武陵源景区地处张家界市境内，素有“奇峰三千、秀水八百”之美誉。武陵源景区是美国电影《阿凡达》和中国古典名著《红楼梦》《西游记》《钟馗伏魔》《捉妖记》等多部影视作品实景拍摄地；文化与旅游的渗透结合极大提升武陵源在全世界的影响力，使资源禀赋优越的武陵源成为游客向往的旅游圣地。

(2) 拥有独特稀缺的旅游资源，交通便捷优势明显

百龙天梯观光电梯位于张家界武陵源核心景区，垂直高差 335 米，运行高度 326 米，由 154 米的山体内竖井和 172 米的贴山钢结构井架组成，采用三台双层全暴露观光轿厢并列分体运行，每小时运载量逾 5,500 人次。百龙天梯被誉为“世界上最高、运行速度最快、载重量最大的电梯”，并载入吉尼斯世界纪录。作为“世界最高户外观光电梯”、“世界 11 大创意电梯”奖项中我国唯一上榜电梯，百龙天梯观光电梯是现代科技和自然景观完美结合的建筑典范，也已成为张家界旅游的地标。百龙天梯观光电梯本身造型奇特，依山而建，展现出现代科技和自然景观的完美结合。百龙天梯观光电梯现已成为海内外游客青睐的打卡胜地。

百龙天梯观光电梯为该区位核心交通工具，通达性极其便利，运载能力较强。百龙天梯观光电梯建成之前，游客参观袁家界景区，需经崎岖的盘山公路，坐车车程超 170 公里，到达景区需五小时以上。百龙天梯观光电梯建成以后，通过提质升级，现游客从山下到达核心景区时间缩短为 66 秒，可便利舒适地观赏武陵源景区的空中景观。

2、本次评估相关依据具有合理性，估值情况与同行业上市公司及可比交易具有可比性

本次评估使用的评估方法、评估模型、评估参数等选取遵守《中华人民共和国资产评估法》、资产评估准则及相关行为规范等法律法规的要求，选用的参照数据、资料可靠。评估中采用的盈利预测对预测期人次、单位价格、收入、成本、期间费用和净利润等相关参数的估算主要根据历史经营数据、未来发展规划进行，经营情况预测较为稳健、合理。本次评估采用的经营预测数据系被评估单位管理层结合疫情期间的实际经营情况并综合考虑后续疫情因素对行业和企业经营影响后得出的判断。

根据收益法评估结果，百龙绿色评估值为 122,073.80 万元，以截至 2022 年 4 月 30 日百龙绿色合并报表归母净资产计算的增值率为 286.90%；业绩承诺期（2022-2026 年）内对应本次评估值的平均市盈率为 14.74 倍。

(1) 估值水平与同行业上市公司对比

2020 年和 2021 年旅游行业受疫情冲击较大，可比上市公司业绩均出现大幅下滑甚至亏损，因此选用各可比上市公司 2019 年度的盈利数据与市值进行比较。本次交易标的资产（模拟汇总）与可比上市公司的市盈率、市净率情况如下表所示：

序号	证券代码	证券简称	市盈率 2019P/2019E	市盈率 2020P/2019E	市盈率 2021P/2019E	市盈率 2022P/2019E	市净率 P/B
1	000430.SZ	张家界	190.77	176.85	208.34	203.22	1.72
2	000888.SZ	峨眉山 A	15.28	13.98	15.38	15.49	1.43
3	000978.SZ	桂林旅游	34.82	29.65	36.19	35.80	1.91
4	002033.SZ	丽江股份	16.88	17.28	16.77	16.82	1.44
5	002159.SZ	三特索道	149.66	186.07	169.91	136.80	1.30
6	600054.SH	黄山旅游	19.66	19.25	20.95	21.48	1.74
7	600749.SH	西藏旅游	103.23	95.72	109.99	113.25	2.35
8	603099.SH	长白山	35.22	28.03	38.84	26.54	2.14
9	603199.SH	九华旅游	22.34	18.35	20.54	19.54	1.80
10	603136.SH	天目湖	24.96	23.88	26.53	33.40	3.60
11	300859.SZ	*ST 西域	不适用	42.65	47.63	40.48	4.81
可比公司平均值（剔除异常后）			24.17	24.13	27.85	26.20	2.20

注：

1、中信行业“消费者服务——旅游及休闲——景区”包含 16 家上市公司，剔除非自然风光类景区的上市公司（即宋城演艺、中青旅、*ST 圣亚、曲江文旅）及黄山 B 股，作为可比上市公司；

2、标的资产相关指标计算公式如下：

（1）市盈率=本次交易评估作价/标的资产模拟汇总 2019 年度的归属于母公司股东的净利润；

（2）市净率=本次交易评估作价/标的资产模拟汇总 2022 年 4 月 30 日归属于母公司股东的净资产；

3、可比公司市盈率均值计算时剔除市盈率超过 50 倍的样本（即张家界、三特索道和西藏旅游）；

4、可比上市公司相关指标计算公式如下：

（1）市盈率 2019P/2019E=该公司的 2019 年 12 月 31 日收盘价*截至 2019 年 12 月 31 日总股本/该公司 2019 年度归属于母公司股东的净利润；

（2）市盈率 2020P/2019E=该公司的 2020 年 12 月 31 日收盘价*截至 2020 年 12 月 31 日总股本/该公司 2019 年度归属于母公司股东的净利润；

（3）市盈率 2021P/2019E=该公司的 2021 年 12 月 31 日收盘价*截至 2021 年 12 月 31 日总股本/该公司 2019 年度归属于母公司股东的净利润；

（4）市盈率 2022P/2019E=该公司的 2022 年 4 月 30 日收盘价*截至 2022 年 3 月 31 日总股本/该公司 2019 年度归属于母公司股东的净利润；

(5) 市净率 $P/B = \text{该公司的 2022 年 4 月 30 日收盘价} * \text{截至 2022 年 3 月 31 日总股本} / \text{该公司 2022 年 3 月 31 日归属于母公司所有者的净资产}$;

5、*ST 西域于 2020 年上市，无 2019 年市值数据，故市盈率 $2019P/2019E$ 不适用。

由上表可知，本次交易标的公司的市盈率低于可比公司水平，有利于维护上市公司中小股东利益。

(2) 增值率与可比交易对比

根据收益法评估结果，百龙绿色评估值较 2022 年 4 月 30 日合并报表归母净资产计算的增值率为 286.90%，增值率较高。增值率较高的最主要原因是旅游行业标的资产主要为轻资产运营模式，账面通常无大额固定资产，标的资产的最核心经营资产为相关景区的经营权。会计处理中，由于经营权取得时间较早且账面价值按照历史成本计量（或由于金额浮动而不体现账面价值），通常与评估过程中的公允价值计量值存在较大差异。

根据企业会计准则，标的资产涉及的经营权费用的会计处理包括三种模式：
1) 百龙天梯：在经营期间逐年支付，金额浮动（为经营年度营业收入的某一比例），则会计处理为全部计入当期营业成本，不体现账面价值；
2) 凤凰祥盛：在经营期间逐年支付，金额固定，则会计处理为折现体现账面价值，各年度计入当期损益的成本实际包括无形资产摊销、未确认融资费用摊销两个部分；
3) 黄龙洞旅游：在经营期间逐年支付，一部分金额浮动（为经营年度营业收入的某一比例），一部分金额固定，则会计处理为将固定金额部分折现体现账面价值，各年度计入当期损益的成本实际包括无形资产摊销、未确认融资费用摊销两个部分，固定金额部分计入当期营业成本。对于第一种模式，经营权价值未在账面体现；对于第二、三种模式，虽然经营权价值部分在账面体现，但资产的账面价值按照历史成本计量，通常与评估过程中的公允价值计量值存在较大差异。

根据本次交易注入资产的经营范围及所处行业，选取 A 股市场最近三年披露评估结果（含已终止）的标的公司旅游行业资产重组作为可比案例。从相关案例评估增值率情况可见，旅游行业资产高增值率现象较为普遍。

指标	宜昌交运收购九凤谷 100%股权 (2018/12/31 基准日)	南纺股份收购秦淮风光 51%股权 (2019/4/30 基准日)	西藏旅游收购新绎游船 100%股权 (2020/12/31 基准日;已终止)	可比交易平均	本次交易标的模拟汇总
评估增值率	297.22%	457.15%	28.79%	261.05%	277.33%

综上所述，本次评估市盈率低于可比公司水平；由于经营权取得时间较早且账面价值按照历史成本计量，故通常与评估过程中的公允价值计量值存在较大差异，资产增值率与旅游行业可比交易具有可比性。本次评估相关依据具有合理性，估值情况与同行业上市公司及可比交易具有可比性。

(六) 结合上述分析及截至目前的经营业绩，补充披露标的资产盈利预测及业绩承诺的可实现性。

本次评估采用的经营预测数据系被评估单位管理层结合疫情期间的实际经营情况并综合考虑后续疫情因素对行业和企业经营影响后得出的判断。该判断中预测疫情对行业的影响自 2022 年逐步减弱与常态化，并在 2025 年恢复到疫情前水平。对于 2022 年，考虑到 2022 年初全国多地受疫情和严格封控措施影响，2022 年景区整体经营情况预测逻辑系参考 2020 年即疫情严重年份，并考虑 2022 年实际经营情况进行预测。从百龙天梯截至目前实际经营业绩看，2022 年 1-7 月，百龙天梯实际人次、营业收入及净利润完成进度分别为 2022 年全年预测数据的 62.21%、61.72%和 93.91%，并优于参照年份 2020 年，实际恢复情况强于预测。结合前述讨论和分析以及截至目前的经营业绩，百龙天梯经营情况预测稳健、合理，盈利预测及业绩承诺具备可实现性。

百龙天梯截至目前的经营业绩与参照年份（2020 年）同期情况对比如下：

单位：万元/万人次

标的公司	项目	时间	2022 年（预测年份）		2020 年（参照年份）	
			金额/人次	完成度	金额/人次	完成度
百龙天梯	客流量	1-12 月（预计）	139.33	62.21%	175.38	27.44%
		完成情况（1-7 月）	86.67		48.13	
	营业收入	1-12 月（预计）	7,456.45	61.72%	8,383.64	27.62%
		完成情况（1-7 月）	4,602.48		2,315.20	
	净利润	1-12 月（预计）	1,308.74	93.84%	2,393.45（扣非后）	2.12%

标的公司	项目	时间	2022年（预测年份）		2020年（参照年份）	
			金额/人次	完成度	金额/人次	完成度
		完成情况（1-7月）	1,228.10		50.81（扣非后）	

注：2022年5-7月数据未经审计，已经独立财务顾问、会计师复核。

2022年1-7月实现客流量86.67万人次，占全年预测值的62.21%，大幅高于2020年（参照年份）1-7月客流量占全年的比例27.44%；2022年1-7月实现营业收入4,602.48万元，占全年预测值的61.72%，大幅高于2020年（参照年份）1-7月营业收入占全年的比例27.62%；2022年1-7月实现扣除非经常损益后归母净利润1,228.10万元，占全年预测值的93.84%，大幅高于2020年（参照年份）1-7月扣非后净利润占全年的比例2.12%。其中，净利润的实现比例高于客流量和收入实现比例，一是因为标的资产的成本结构较为固定，在客流量和收入超过盈亏平衡点后即体现为盈利，故盈利的累计幅度快于收入和客流量；二是由于2022年上半年疫情严重，部分费用减免收取所致（2022年1-6月环保车使用费减免126.00万元）。

标的资产5-7月财务数据未经审计，但经独立财务顾问、会计师复核。主要复核程序包括：（1）对业务、财务数据一致性验证，对各标的公司业务系统订单金额与财务账面主营收入金额进行核对；（2）对各标的公司业务、财务数据合理性进行了分析，包括客单价、毛利率等；（3）执行客户函证核查程序，对各标的公司前十大客户进行了函证，函证内容包括收入、应收账款，确认上述事项的真实性；（3）执行客户访谈核查程序，对标的公司的前十大客户执行了访谈核查程序。

结合上述分析及截至目前的经营业绩，百龙天梯经营情况预测稳健、合理，盈利预测及业绩承诺具备可实现性。

二、补充披露情况

上述相关内容，已在修订后的重组报告书“第五节 标的公司业务与技术”之“三、标的公司主营业务具体情况”之“（一）/2、百龙绿色的经营模式”和“（一）/3、百龙绿色的服务情况”，以及“第七节 标的资产的评估情况”之“一、标的资产评估情况”之“（五）百龙绿色评估情况”中进行补充披露。

三、中介机构核查过程

独立财务顾问、评估师执行了以下核查程序：

1、从公开渠道查阅旅游行业和新冠肺炎疫情相关的各类政策、新闻、研究报告、分析报告等；

2、获取张家界景区客流量数据，并对比与百龙天梯客流量之间的关系；

3、查阅同行业可比公司公开资料，从行业景气度、季节性因素、疫情影响、天气因素、客户结构、同行业可比公司情况等多个角度对历史期标的公司客流量情况进行分析复核，并就预测期客流量变动对估值的影响进行敏感性分析；

4、从历史单价变化、疫情影响、客流量、主要客户群体、季节性因素等多个角度对历史期标的公司客单价情况进行分析，并就预测期单位价格变动对估值的影响进行敏感性分析；

5、获取标的公司截至目前的经营业绩情况，分析资产盈利预测及业绩承诺的可实现性。其中，标的资产 5-7 月财务数据未经审计，但经独立财务顾问、会计师复核。主要复核程序包括：（1）对业务、财务数据一致性验证，对各标的公司业务系统订单金额与财务账面主营业务收入金额进行核对；（2）对各标的公司业务、财务数据合理性进行了分析，包括客单价、毛利率等；（3）执行客户函证核查程序，对各标的公司前十大客户进行了函证，函证内容包括收入、应收账款，确认上述事项的真实性；（3）执行客户访谈核查程序，对标的公司的前十大客户执行了访谈核查程序。

四、中介机构核查意见

经评估师核查，认为：

1、上市公司核查了张家界景区游客量与百龙天梯客流量之间的关系，认为本次标的公司的盈利预测未直接将武陵源景区的游客量作为预测的参数和依据，采用的客流量预测数据主要考虑百龙天梯自身游客量，但也将张家界和湖南省当地的旅游发展情况、武陵源景区周边环境和游客承载能力等因素纳入考

虑，并综合分析疫情期间的实际经营情况及后续疫情因素影响后得出的判断，具有合理性；上述分析及披露具有合理性；

2、上市公司核查了行业景气度、季节性因素、疫情影响、天气因素、客户结构、同行业可比公司情况等，认为本次标的公司的盈利预测中采用的客流量预测数据主要考虑了历史期各年疫情情况下客流量的恢复情况、各月度的季节性变化特征、景区特征等因素，预测结果是结合疫情期间实际经营情况并综合考虑后续疫情因素对行业景气度和企业经营影响后得出的判断，预测结果稳健，具有合理性；上述分析及披露具有合理性；

3、上市公司核查了历史单价变化、疫情影响、客流量、主要客户群体、季节性因素等，认为本次标的公司的盈利预测预测期单位价格主要考虑了标的资产定价模式、历史期政府批复价格及其变动影响、实际客单价变化情况、主要客户群体、疫情相关政策等因素的影响，预测结果是结合标的资产定价模式及疫情期间的实际经营情况，并综合考虑后续疫情因素及销售策略对企业经营影响后得出的判断，具备合理性；上述分析及披露具有合理性；

4、上市公司核查了标的公司客单价、客流量、季节性因素、疫情影响、行业环境等，认为本次标的公司的盈利预测基于我国疫情防控的阶段特征，标的公司后续经营、预测期收入和净利润情况以疫情常态化防控为基础，预测疫情对行业的影响自 2022 年逐步减弱与常态化，并在 2025 年恢复到疫情前水平，预测期成本、费用占比整体保持稳定、可比，经营情况预测稳健、合理；上述分析及披露具有合理性；

5、上市公司核查了同行业可比上市公司经营业绩情况，认为本次评估溢价主要系标的资产资源禀赋极具稀缺性，具有核心竞争力。本次评估相关依据具有合理性，估值水平与同行业上市公司具有可比性，增值率与可比交易亦具有可比性；上述分析及披露具有合理性。

6、上市公司核查了标的公司 2022 年 1-7 月实际经营业绩，认为标的公司 2022 年度盈利预测及业绩承诺具备可实现性，上述分析及披露具有合理性。

上述相关内容已在修订后的重组报告书中补充披露。

问题 4【问题 10】申请文件显示，凤凰祥盛旅游发展有限公司（以下简称凤凰祥盛）在评估基准日收益法评估值为 19,000.33 万元，评估增值 15,924.40 万元，增

值率 517.71%。请你公司：1) 补充披露凤凰古城景区游客量与沱江泛舟客流量之间的关系，包括但不限于报告期比例关系、报告期波动趋势及原因、评估中是否考虑景区游客转化率对于客流量预测的影响等。2) 结合行业景气度、季节性因素、疫情影响、夜游项目性价比、客户结构、同行业可比公司情况等，补充披露预测期客流量增长较大的原因及合理性，并就客流量变动对估值的影响进行敏感性分析。3) 结合价格制定依据、历史单价变化、不同时段价格差异、疫情影响、客流量、主要客户群体、季节性因素等，补充披露预测期单位价格的变动原因及合理性，并对单位价格变动对估值的影响进行敏感性分析。4) 结合客单价、客流量、季节性因素、疫情影响、行业环境等，补充披露标的资产预测期收入和净利润大幅增长的原因及合理性。5) 结合上述情况，补充披露本次评估溢价较高的原因及合理性。6) 结合上述分析及截至目前的经营业绩，补充披露标的资产盈利预测及业绩承诺的可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、问题回复

(一) 补充披露凤凰古城景区游客量与沱江泛舟客流量之间的关系，包括但不限于报告期比例关系、报告期波动趋势及原因、评估中是否考虑景区游客转化率对于客流量预测的影响等。

由于凤凰古城景区为开放式景区，且不收取大门票，凤凰古城景区游客量不具有可获得的统计来源，故以凤凰县人民政府发布的凤凰县旅游接待人次作为替代指标。历史期内，沱江泛舟客流量占凤凰县旅游接待量的整体较低且呈现出一定波动特征，参考性较弱，本次评估采用的盈利预测未直接将凤凰县旅游接待量作为预测的参数和依据，采用的客流量预测数据主要考虑沱江泛舟产品自身游客量，但也将凤凰县和湖南省当地的旅游发展情况、凤凰古城景区周边环境和游客承载能力等因素纳入考虑，并综合分析疫情期间的实际经营情况及后续疫情因素影响后得出判断，具体分析如下：

历史期各期，凤凰县旅游接待量、沱江泛舟客流量之间的关系如下：

期间		凤凰县旅游接待量（万人次）	沱江泛舟客流量（人次）	比例
2019年	第一季度	375.79	38,003	1.01%
	第二季度	559.27	99,550	1.78%
	第三季度	541.71	164,954	3.05%
	第四季度	534.16	102,967	1.93%
	总计	2,010.93	405,474	2.02%
2020年	第一季度	21.61	8,486	3.93%
	第二季度	263.32	25,812	0.98%
	第三季度	560.80	88,677	1.58%
	第四季度	930.48	72,313	0.78%
	总计	1,776.21	195,288	1.10%
2021年	第一季度	418.67	23,262	0.56%
	第二季度	619.34	181,609	2.93%
	第三季度	470.42	110,000	2.34%
	第四季度	497.66	46,768	0.94%
	总计	2,006.09	361,639	1.80%
2022年1-4月		479.50（注）	18,057	0.38%
2022年1-7月		1,014.77（注）	193,077	1.90%

注1：凤凰县旅游接待量为凤凰县人民政府按季度披露的经济数据，此处该数据分别系2022年1-3月、2022年1-6月凤凰县旅游接待人次。

注2：2022年5-7月数据未经审计，已经独立财务顾问、会计师复核。

凤凰县人民政府公布的凤凰县旅游接待量为全县总接待人次，包含乡村、景区、住宿、购物等多种形态，与到访凤凰古城的游客量口径和人次规模有较大差异，参考性不强。历史期各期，沱江泛舟客流量占凤凰县旅游接待量的比例分别为2.02%、1.10%、1.80%、0.38%和1.90%，该口径下整体占比水平较低，2020年和2022年一季度疫情影响较大，2021年与2019年接近，呈现一定的波动特征。

本次评估采用的盈利预测中客流量预测数据主要考虑沱江泛舟自身游客量，综合疫情期间的实际经营情况及产品升级更新情况，并综合考虑后续疫情因素影响后得出的判断，未直接将凤凰县旅游接待量作为预测的参数和依据，但也将凤凰县和湖南省当地的旅游发展情况、凤凰古城景区周边环境和游客承载能力等因素纳入考虑。

(二) 结合行业景气度、季节性因素、疫情影响、夜游项目性价比、客户结构、同行业可比公司情况等，补充披露预测期客流量增长较大的原因及合理性，并就客流量变动对估值的影响进行敏感性分析。

在进行客流量预测时，主要考虑了历史期各年疫情情况下客流量的恢复情况、各月度的季节性变化特征、景区特征、旅游产品内容升级、景区游船改造和新增投入等因素，预测结果是结合疫情期间实际经营情况并综合考虑后续疫情因素对行业景气度和企业经营影响后得出的判断，预测结果较为稳健，具有合理性。标的资产上述历史期各年相关数据相较于同行业可比公司亦不存在重大差异，具体分析如下：

1、旅游行业景气度

我国旅游行业景气度相关情况参见问题 9 之“(二)/1、旅游行业景气度”相关回复。整体来看，我国旅游行业市场广阔、潜力巨大，旅游业一直是国家经济和国民消费的重要组成部分，人民群众对旅游消费的需求持续增长。新冠肺炎疫情爆发以来，旅游行业受到较大影响，但经过两年多的疫情影响，旅游行业在疫情防控中不断总结，提升行业危机应对能力，减少突发事件对行业的影响。当前，在国内消费大循环的背景下，配合相关部门出台的一系列刺激措施，旅游消费信心稳步回升，行业发展稳定性及韧性持续加强，行业景气度快速恢复。

根据标的公司所在的湖南省、湘西土家族苗族自治州和凤凰县发布的“十四五”时期规划和方案中的相关目标，“十四五”时期旅游接待人次和收入预计仍将保持高速增长。

发布时间	单位	文件名称	内容	增长率预计
2021年8月24日	湖南省发展和改革委员会、湖南省文化和旅游厅	湖南省“十四五”时期推进旅游业高质量发展行动方案	到 2025 年，全省接待旅游总人数 11.5 亿人次以上，实现旅游总收入 1.3 万亿元以上；旅游增加值占 GDP 的比重达到 6.5% 左右；国内旅游人均消费达到 1300 元以上，过夜游客比重达到 40% 左右。	对照 2019 年数据测算，旅游总人数年均增长率 5.54%；旅游总收入年均增长率 4.89%
2021年8月24日	湖南省文化和旅游厅	湖南省“十四五”文化和旅游发展规划		

发布时间	单位	文件名称	内容	增长率预计
2021年4月14日	湘西土家族苗族自治州人民代表大会	湘西州国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要	推进旅游与文化、特色产业、夜间经济、乡村振兴、美丽湘西的深度融合发展，促进经济社会发展绿色转型，到2025年，接待游客人数突破1.2亿人次、收入突破1000亿元，努力将湘西州建成全国民族地区文旅融合绿色发展典范城市。	对照2019年数据测算，旅游总人数年均增长率13.13%，旅游总收入年均增长率11.3%
2021年2月5日	凤凰县人民政府	2021年凤凰县人民政府工作报告	到2025年，建成“一心一区两线”的全域旅游产品体系，实现旅游接待4000万人次以上、旅游收入400亿元以上，直接或间接带动就业15万人以上。	对照2019年数据测算，旅游总人数年均增长率12.14%，旅游总收入年均增长率12.25%

2、季节性因素

历史期内，凤凰祥盛的客流量受气候、节假日因素影响较大，呈现较为明显的季节性特征，具体数据如下：

历史期间		凤凰祥盛客流量（人次）	占全年比例
2019年	第一季度	38,003	9.37%
	第二季度	99,550	24.55%
	第三季度	164,954	40.68%
	第四季度	102,967	25.39%
	总计	405,474	100.00%
2020年	第一季度	8,486	4.35%
	第二季度	25,812	13.22%
	第三季度	88,677	45.41%
	第四季度	72,313	37.03%
	总计	195,288	100.00%
2021年	第一季度	23,262	6.43%
	第二季度	181,609	50.22%
	第三季度	110,000	30.42%
	第四季度	46,768	12.93%
	总计	361,639	100.00%
2022年1-4月		18,057	9.35%

历史期间		凤凰祥盛客流量（人次）	占全年比例
2022年 1-7月	第一季度	14,825	7.68%
	第二季度	50,101	25.95%
	7月	128,151	66.37%
	总计	193,077	100.00%

注：2022年5-7月数据未经审计，已经独立财务顾问、会计师复核。

凤凰古城位于湖南湘西土家族苗族自治州的西南部，地处武陵山脉，处于湘西低热区，每年1月-3月阴冷天气居多，客流量相对较少，4月份气温逐步回暖，凤凰古城景区逐步进入旅游旺季，同时叠加清明小长假、五一小长假及暑期的到来，气温回升，客流量持续增长，凤凰祥盛在第三季度达到客流量最高水平。11-12月，随着秋冬季节到来，凤凰祥盛客流量逐步回落。2019年凤凰祥盛四个季度的游客人数分布情况就呈现了上述特点。

2020年初疫情爆发以来，除日历月份间的季节性影响外，疫情对季度和月度间的游客分布影响更大，具体参见本小节之“3、疫情影响”相关回复。

3、疫情影响

自2020年初疫情爆发以来，除问题8之“(二)/1、2020年以来疫情情况、防控政策，景区阶段性暂停营业及恢复运营后措施”提及的全国性政策外，湖南省和凤凰县就景区运营和旅行社业务等出台了一系列通知、政策，其中，对标的资产经营业务开展影响较大的政策节点主要包括：

(1) 疫情爆发初期：2020年1月25日至2020年3月7日，凤凰古城景区根据政府要求关闭。

(2) 国内疫情形势趋于稳定和逐步恢复：2020年3月8日起，凤凰古城景区恢复开放，日接待量不超过日最大承载量的50%，瞬间流量不超过最大瞬时流量的30%；2020年7月中旬起，恢复旅行社及在线旅游企业经营跨省（区、市）团队旅游及“机票+酒店”业务；2020年9月中旬起，接待量调整为最大接待量的75%以内；2021年3月起不再设置最大接待量限制。

(3) 湖南省疫情和跨省熔断：2021年7月30日至2021年8月15日，凤凰古城景区根据政府要求关闭；湖南省在2021年8月执行跨省旅游经营活动管

理“熔断”机制。2021年8月16日，凤凰古城景区恢复开放，之后逐步进入常态化防控阶段，但国内局部疫情反复仍给经营带来一定影响；外省来返人员核酸检测要求范围有所扩大，目前要求为外省来返人员需持48小时内核酸检测阴性证明，重点地区（每日更新）旅居史人员采取相应管控措施。

（4）常态化疫情防控及旅游复苏：2022年以来特别是3月以来，奥密克戎变异毒株引起的疫情在多地出现反弹。随着本轮疫情高峰期度过，进入旅游市场复苏阶段。地方政府和旅游主管部门也出台一系列配套措施，刺激旅游消费复苏和恢复。2022年以来，州县两级政府大力推进凤凰古城旅游区创建国家5A级旅游景区工作，湘西自治州于7月初召开首届旅游产业发展大会，

具体如下：

发布时间	所处阶段	发布机构	政策名称	主要内容
2020年1月25日	疫情爆发初期	凤凰县文化旅游广电局	关于进一步加强新型冠状病毒感染的肺炎疫情严防严控工作的通知	为进一步做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作，避免疫情因人员聚集引发交叉感染，确保广大市民和游客的健康安全， 1月25日，凤凰县所有景区点暂停对外售票和开放。
2020年3月8日		凤凰县文化旅游工作委员会	-	从3月8日起，凤凰古城景区恢复对外开放营业。景区严格执行分时段预约制等限流措施， 日接待量不超过日最大承载量的50%，瞬间流量不超过最大瞬时流量的30%。
2020年7月15日	国内疫情形势趋于稳定和逐步恢复	湖南省文化和旅游厅	关于推进旅游企业扩大复工复产有关事项的通知	各市州文化旅游行政部门按照疫情防控工作常态化的要求， 恢复旅行社及在线旅游企业经营跨省（区、市）团队旅游及“机票+酒店”业务。
2021年7月30日	湖南省疫情和跨省熔断	凤凰县新型冠状病毒感染的肺炎联防联控工作领导小组	通告	凤凰县所有景区景点等暂停开放，进行环境全面消杀。
2021年8月15日		凤凰县文化旅游工作委员会	关于凤凰县恢复对外开放部分景区景点的公告	决定8月16日起，凤凰县内凤凰古城景区等，恢复对外开放。 采用网络实名制预约购票， 日接待量不超过最大承载量的50%，瞬间流量不超过最大瞬时流量的50% ，暂不接待中高风险地区游客，采取“限流、错峰、预约”的方式安排游客入园。
2021年8月27日		湖南省文化和旅游厅	-	8月25日，湖南省全域降为低风险。 旅行社及在线旅游企业即可有序恢复经营跨省团队旅游及“机票+酒店业务”。
2021年10月		湖南省疫情防	紧急提醒	对从外省返湘人员提供48小时核酸检测阴性

发布时间	所处阶段	发布机构	政策名称	主要内容
月 5 日至 2022 年 3 月 16 日		控中心、凤凰 县新型冠状病 毒感染的肺炎 联防联控工作 领导小组等		性证明的范围要求变化：“提倡检测”（2021 年 10 月 5 日）——“自高中风险地区所在省 （自治区、直辖市）”（2021 年 10 月 31 日） ——“有本土病例报告省份”（2022 年 1 月 9 日）——“所有外省来返人员”（2022 年 3 月 16 日）；重点地区（每日更新）旅居史人员采 取相应管控措施。
2022 年上 半年	常态化疫情防 控及旅游复苏	湘西自治州、 凤凰县	推进凤凰古城旅游 区创建国家 5A 级 旅游景区	2022 年 3 月 3 日，凤凰县召开创建国家 5A 级景区誓师大会；4 月 28 日，召开全县 5A 创建工作推进会，印发《凤凰古城旅游区创建 国家 5A 级旅游景区工作推进方案》；5 月 27 日，湘西自治州召开凤凰古城旅游区创建国 家 5A 级旅游景区推进会。
2022 年 7 月 5 日至 6 日		湘西自治州	召开首届旅游产业 发展大会	2022 年 7 月 5 日至 6 日，湘西自治州首届旅 游产业发展大会举行，发布“六大最美旅游 线路”及“特色微游产品”。

4、夜游项目性价比

历史期各期，凤凰祥盛沱江泛舟客流量日游和夜游人次及占比如下：

期间		总客流量	日游		夜游	
		客流量（人 次）	客流量 （人次）	占比	客流量 （人次）	占比
2019 年	第一季度	38,003	22,769	59.91%	15,234	40.09%
	第二季度	99,550	56,539	56.79%	43,011	43.21%
	第三季度	164,954	74,357	45.08%	90,597	54.92%
	第四季度	102,967	61,584	59.81%	41,383	40.19%
	总计	405,474	215,249	53.09%	190,225	46.91%
2020 年	第一季度	8,486	4,898	57.72%	3,588	42.28%
	第二季度	25,812	6,693	25.93%	19,119	74.07%
	第三季度	88,677	32,201	36.31%	56,476	63.69%
	第四季度	72,313	37,743	52.19%	34,570	47.81%
	总计	195,288	81,535	41.75%	113,753	58.25%
2021 年	第一季度	23,262	10,886	46.80%	12,376	53.20%
	第二季度	181,609	90,658	49.92%	90,951	50.08%
	第三季度	110,000	47,589	43.26%	62,411	56.74%
	第四季度	46,768	15,705	33.58%	31,063	66.42%

期间		总客流量	日游		夜游	
		客流量 (人次)	客流量 (人次)	占比	客流量 (人次)	占比
总计		361,639	164,838	45.58%	196,801	54.42%
2022年1-4月		18,057	7,071	39.16%	10,986	60.84%
2022年 1-7月	第一季度	14,825	5,321	35.89%	9,504	64.11%
	第二季度	50,101	26,181	52.26%	23,920	47.74%
	7月	128,151	46,807	36.52%	81,344	63.48%
	总计	193,077	78,309	40.56%	114,768	59.44%

注：2022年5-7月数据未经审计，已经独立财务顾问、会计师复核。

历史期各期，凤凰祥盛沱江泛舟客流量夜游人次占比分别为46.91%、58.25%、54.24%、60.84%和59.44%，占比呈上升趋势。2020年，凤凰祥盛在夜游项目中持续推出宣传推介活动，夜游人次占比大幅提升，但由于整体客流量较少、基数较低，季度间呈现一定波动特征。2021年7月“湘见沱江”沉浸式艺术游船光影秀投入以来，文旅结合的体验式旅游产品进一步吸引大量游客，自2021年三季度起夜游人次占比较一二季度提升较多，较2019年同期也有明显提升（但受2021年暑期张家界、凤凰等地疫情冲击，8月旺季出现暂停营业，第三季度游客量增长受到较大影响）。2022年以来一定程度受到疫情影响，但暑期旅游重新恢复，凤凰祥盛7月客流量超过过去三年历史期最高水平，创下新高，反映出夜游项目较好的市场吸引力。

5、客户结构

历史期各期，凤凰祥盛客户结构（旅行社团客、自由行散客）人次及占比如下：

期间		旅行社团客		自由行散客	
		人次	占比	人次	占比
2019年	第一季度	18,509	48.70%	19,494	51.30%
	第二季度	61,227	61.50%	38,323	38.50%
	第三季度	78,964	47.87%	85,990	52.13%
	第四季度	62,847	61.04%	40,120	38.96%
	总计	221,547	54.64%	183,927	45.36%
2020年	第一季度	3,410	40.18%	5,076	59.82%

期间	旅行社团客		自由行散客		
	人次	占比	人次	占比	
第二季度	4,626	17.92%	21,186	82.08%	
第三季度	31,026	34.99%	57,651	65.01%	
第四季度	33,417	46.21%	38,896	53.79%	
总计	72,479	37.11%	122,809	62.89%	
2021年	第一季度	7,803	33.54%	15,459	66.46%
	第二季度	109,887	60.51%	71,722	39.49%
	第三季度	60,729	55.21%	49,271	44.79%
	第四季度	16,950	36.24%	29,818	63.76%
	总计	195,369	54.02%	166,270	45.98%
2022年1-4月		7,038	38.98%	11,019	61.02%
2022年1-7月	第一季度	4,869	32.84%	9,956	67.16%
	第二季度	30,754	61.38%	19,347	38.62%
	7月	81,711	63.76%	46,440	36.24%
	总计	117,334	60.77%	75,743	39.23%

注：2022年5-7月数据未经审计，已经独立财务顾问、会计师复核。

凤凰祥盛旅行社团客及自由行散客占比较为均衡。2020年旅行社团客受国内疫情防控政策限制，跨省旅游开放时间较晚且境外市场完全关闭的影响，凤凰祥盛旅行社团客比例下降至37.11%。2021年由于疫情常态化管控及前期市场铺垫工作的有序开展，旅行社团客占比回升，2021年旅行社团客占比已达到54.02%。2022年，伴随着旅游行业加快复苏，旅行社团客占比进一步回升。

6、同行业可比公司情况

同行业可比公司中无与凤凰祥盛同处一市的公司，故以全部可比上市公司平均情况进行对比。2019-2021年，可比上市公司公布的主要景区（或项目）游客量人次数据与凤凰祥盛对比如下：

单位：万人（次）

序号	证券代码	上市公司	所在地	人次口径	2021年	2020年	2019年	2021/2019	2021/2020
1	000430.SZ	张家界	湖南张家界	环保客运	178.67	121.55	313.38	57.01%	146.99%
				宝峰湖	7.47	15.2	48.89	15.28%	49.14%

序号	证券代码	上市公司	所在地	人次口径	2021年	2020年	2019年	2021/2019	2021/2020
				十里画廊观光电车	63.06	57.23	137.45	45.88%	110.19%
				杨家界索道	61.85	56.58	118.55	52.17%	109.31%
2	000888.SZ	峨眉山 A	四川峨眉	进山	256.52	184.95	398	64.45%	138.70%
3	000978.SZ	桂林旅游	广西桂林、贺州	两江四湖景区、银子岩、贺州温泉、龙胜温泉、丰鱼岩、资江丹霞景区	174.4	134.16	433.55	40.23%	129.99%
				漓江游船客运	23.6	22.79	66.63	35.42%	103.55%
				旅游汽车	25.83	17	66.98	38.56%	151.94%
4	002033.SZ	丽江股份	云南丽江	玉龙雪山索道、云杉坪索道、牦牛坪索道	216.14	278.54	477.72	45.24%	77.60%
5	002159.SZ	三特索道	陕西华阴	陕西华山索道	73.79	59.85	191.68	38.50%	123.29%
			贵州铜仁	贵州梵净山项目	111.6	113.15	143.56	77.74%	98.63%
			海南陵水	海南猴岛项目	80.04	64.96	102.49	78.10%	123.21%
			江西庐山	江西庐山三叠泉缆车	31.65	24.82	54.99	57.56%	127.52%
			浙江淳安	浙江千岛湖索道	65.73	50.04	105.81	62.12%	131.35%
6	600054.SH	黄山旅游	安徽黄山	进山	167.42	151.15	350.1	47.82%	110.76%
				索道及缆车	362.07	313.2	737.95	49.06%	115.60%
7	600749.SH	西藏旅游	西藏林芝、阿里	入园	222	N/A	N/A	N/A	N/A
8	603099.SH	长白山	吉林长白山	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
9	603199.SH	九华旅游	安徽池州	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
10	603136.SH	天目湖	江苏溧阳	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
11	300859.SZ	西域旅游	新疆阜康	景区接待	疫情前59%	疫情前19%	N/A	59.00%	133.61%
平均								50.83%	116.55%
-	-	凤凰祥盛	湖南凤凰	沱江泛舟	36.16	19.53	40.55	89.19%	185.18%

注：中信行业“消费者服务——旅游及休闲——景区”包含16家上市公司，剔除非自然风光类景区的上市公司（即宋城演艺、中青旅、大连圣亚、曲江文旅）及黄山B股，作为可比上市公司；以上数据均来自可比公司公开披露的定期报告。

由上表可知，疫情对标的公司及可比上市公司的客流量均有较大影响，2020年客流量下降最为严重，2021年有所恢复。根据上述口径下可比上市公司披露的各个口径客流量计算，2021年较2019年的恢复率平均值为50.83%，2021年较2020年恢复率平均值为116.55%。凤凰祥盛2021年客流量较2019年恢复率为89.19%，较2020年恢复为185.18%，在8月受到“精准打击”影响下，整体恢复情况大幅高于可比公司平均水平，一方面说明2021年7月“湘见沱江”沉浸式艺术游船产品升级对游客吸引力的提升，另一方面也显示出标的资产较强的恢复能力和经营韧性。

7、预测期客流量增长较大的原因及合理性，就客流量变动对估值的影响进行敏感性分析

在进行客流量预测时，主要考虑了历史期各年疫情情况下客流量的恢复情况、各月度的季节性变化特征、景区特征、旅游产品内容升级、景区游船改造和新增投入等因素，预测结果是结合疫情期间实际经营情况并综合考虑后续疫情因素对行业景气度和企业经营影响后得出的判断，预测结果较为稳健，具有合理性。

凤凰祥盛2019-2021年客流量、收益法预测2022-2027年人次及预测逻辑如下：

单位：万人次

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
人次	40.55	19.53	36.16	23.29	42.41	50.89	55.98	58.78	60.54
预测逻辑	无疫情年份	疫情严重年份	疫情恢复年份；8月旺季受湖南省疫情影响	1-5月为实际人次，6-12月为2022年1-5月相比2020年1-5月恢复率	参考2021年人次，其中受临时关闭影响的8月人次替换为2019及2020年8月人次均值	同比增长20%	同比增长10%	同比增长5%	同比增长3%

注：上表中，2019-2021年人次为实际数，2022-2027年人次为评估预计数。

凤凰祥盛在 2021 年有游船改造和沱江夜游等较多新增投入及旅游产品升级，景区经营情况较历史期有内生增长，在此基础上考虑疫情影响，主要采用“增长逻辑”预测：对于 2022 年，考虑 2022 年上半年全国多地疫情和静态管控措施影响，景区客流量减少，整体参考 2020 年（疫情严重年份），以 2022 年 1-5 月客流量相比 2020 年 1-5 月恢复率预测 2022 年 6-12 月情况，2022 年全年客流量预测值为 2020 年客流量的 119.27%；对于 2023 年，考虑疫情逐渐恢复，整体参考 2021 年（疫情恢复年份），但由于 2021 年暑期旺季的凤凰疫情导致景区关闭，在 2021 年实际客流量基础上，将受临时关闭影响的 8 月人次替换为 2019 及 2020 年 8 月人次均值，2023 年客流量预测值为 2021 年客流量的 117.26%（相当于 2019 年客流量的 104.59%）；考虑 2024 年、2025 年进一步从疫情中恢复，客流量分别恢复至 2019 年（无疫情状况）的 85%、103%，此后同比上年分别增长 5% 和 3%，进入稳定期。

凤凰祥盛收益法评估的评估结果受疫情背景下人次恢复和增长情况的影响。根据收益法计算数据，游客人次与评估值存在正相关变动关系，假设 2023 年及以后各年游客人次较原预期变动，以外的其他条件不变，游客人次与标的资产评估值变动的敏感性分析如下表：

单位：万元、%

2023 年及以后各年游客人次变动情况	-10%		-5%		0	+5%		+10%	
	评估值	变动率	评估值	变动率	评估值	评估值	变动率	评估值	变动率
凤凰祥盛	15,678.74	-12.15%	16,762.72	-6.07%	17,846.69	18,930.67	6.07%	20,014.64	12.15%

综上所述，我国旅游市场广阔、潜力巨大的基本面没有改变，经过两年多的疫情影响，标的资产充分总结疫情防控应对经验，同时凭借资源禀赋优势叠加不断提升的运营能力及不断升级的旅游产品，提升危机应对能力。特别是在当前国内消费大循环的背景下，配合相关部门出台的一系列刺激措施，2022 年暑期旅游消费信心稳步回升，景气度快速恢复。凤凰祥盛在进行客流量预测时，采用了“增长逻辑”，主要考虑了历史期各年疫情情况下客流量的恢复情况、各月度的季节性变化特征、景区特征等因素，预测结果是结合疫情期间实际经营情况并综合考虑后续疫情因素对行业景气度和企业经营影响后得出的判断，预测结果较为

稳健，具有合理性。凤凰祥盛上述历史期各年相关数据相较于同行业可比公司亦不存在重大差异。

(三) 结合价格制定依据、历史单价变化、不同时段价格差异、疫情影响、客流量、主要客户群体、季节性因素等，补充披露预测期单位价格的变动原因及合理性，并对单位价格变动对估值的影响进行敏感性分析。

在进行客单价预测时，主要考虑了标的资产定价模式、历史期政府批复价格及其变动影响、实际客单价变化情况、主要客户群体、疫情相关政策等因素的影响，预测结果是结合标的资产定价模式及疫情期间的实际经营情况，并综合考虑后续疫情因素及销售策略对企业经营影响后得出的判断，预测期单位价格具备合理性，具体分析如下：

1、价格制定依据、历史单价变化和不同时段价格差异

凤凰祥盛沱江泛舟观光的收费采用政府指导定价与市场调节定价相结合，即在符合政府指导、批复或备案价基础上，由经营者自主确定市场价格，具体情况参见问题 8 之“(一)/1、标的主要业务历史期主要业务定价模式、政策调整及历史价格变化”相关回复。

历史期内，凤凰祥盛的平均客单价如下表所示：

期间		游船观光	
		平均客单价（元/人次）	同比
2019 年	第一季度	56.23	-
	第二季度	53.82	-
	第三季度	56.60	-
	第四季度	51.21	-
	总计	54.52	-
2020 年	第一季度	57.80	2.80%
	第二季度	61.53	14.33%
	第三季度	54.25	-4.15%
	第四季度	53.08	3.65%
	总计	54.94	0.77%
2021 年	第一季度	63.25	9.43%

期间		游船观光	
		平均客单价（元/人次）	同比
	第二季度	58.82	-4.40%
	第三季度	61.80	13.90%
	第四季度	75.43	41.39%
	总计	62.16	12.83%
2022年1-4月		84.12	40.93%
2022年1-7月		75.41	25.75%

注 1：平均客单价=游船收入/客流量。

注 2：2022 年 5-7 月数据未经审计，已经独立财务顾问、会计师复核。

历史期各期，凤凰祥盛的平均客单价分别为 54.52 元/人次、54.94 元/人次、62.16 元/人次、84.12 元/人次和 75.41 元/人次。2020 年 9 月，凤凰古城游船观光船票价格调升至 85 元/人次，但同时受政府针对医护人员推出门票优惠政策等影响，2020 年度客单价相较 2019 年度仅略有提升，基本持平。2021 年，沱江泛舟观光所用游船升级，从原本的乌篷船升级为环保动力游船并且沿江打造灯光秀。故从 2021 年 10 月 25 日起，凤凰古城游船观光船票价格在部分时段调升至 168 元/人次，进而导致 2021 年四季度平均客单价上涨，2021 年、2022 年平均客单价亦上涨较多。

2、疫情影响、客流量

自 2020 年初疫情爆发以来，全国及地方就景区运营和旅行社业务等出台了一系列通知、政策，主要对标的资产的客流量造成影响，具体分析参见本题之“（二）/3、疫情影响”相关分析。

3、主要客户群体

历史期各期，凤凰祥盛主要客户群体（正价票、优惠票、免费票）人次及占比如下：

期间		正价票		优惠票		免费票	
		人次	占比	人次	占比	人次	占比
2019年	第一季度	7,737	20.36%	30,228	79.54%	38	0.10%
	第二季度	22,141	22.24%	77,336	77.69%	73	0.07%
	第三季度	42,085	25.51%	122,722	74.40%	147	0.09%

期间	正价票		优惠票		免费票		
	人次	占比	人次	占比	人次	占比	
第四季度	17,857	17.34%	83,630	81.22%	1,480	1.44%	
总计	89,820	22.15%	313,916	77.42%	1,738	0.43%	
2020年	第一季度	1,940	22.86%	6,532	76.97%	14	0.16%
	第二季度	10,967	42.49%	14,628	56.67%	217	0.84%
	第三季度	20,802	23.46%	67,775	76.43%	100	0.11%
	第四季度	16,391	22.67%	55,906	77.31%	16	0.02%
	总计	50,100	25.65%	144,841	74.17%	347	0.18%
2021年	第一季度	8,695	37.38%	12,972	55.76%	1,595	6.86%
	第二季度	34,668	19.09%	143,166	78.83%	3,775	2.08%
	第三季度	27,182	24.71%	82,638	75.13%	180	0.16%
	第四季度	15,039	32.16%	30,373	64.94%	1,356	2.90%
	总计	85,584	23.67%	269,149	74.42%	6,906	1.91%
2022年1-4月	6,703	37.12%	10,922	60.49%	432	2.39%	
2022年1-7月	第一季度	6,066	40.92%	8,387	56.57%	372	2.51%
	第二季度	13,274	26.49%	36,134	72.12%	693	1.38%
	7月	20,695	16.15%	105,639	82.44%	1,812	1.41%
	总计	40,035	20.74%	150,160	77.77%	2,877	1.49%

注 1：2017 年 5 月 10 日至 2020 年 9 月 30 日，优惠票口径包含 6 周岁至 18 周岁未成年人、全日制大学本科及以下学历在校学生、60 周岁至 70 周岁的老年人、现役军人、军队离休干部等特殊优惠对象及享受优惠调整的旅行社团客；2020 年 10 月 1 日至 2021 年 9 月 30 日优惠票口径包含 14 周岁至 18 周岁未成年人、全日制大学本科及以下学历在校学生、60 周岁以上（含 60 周岁）至 65 周岁的老年人现役军人、军队退休干部、烈士家属等特殊优惠对象及享受优惠调整的旅行社团客。

注 2：2017 年 5 月 10 日至 2020 年 9 月 30 日，6 周岁以下或身高 1.3 米以下的儿童实行免费，2020 年 10 月 1 日至 2021 年 9 月 30 日，身高 1.3 米以下的儿童实行免费。

注 3：2022 年 5-7 月数据未经审计，已经独立财务顾问、会计师复核。

历史期内，凤凰祥盛游船票中正价票、优惠票、免费票占比较为稳定，未有大幅变化。

4、季节性因素

凤凰祥盛游船业务票价在一天中不同时段区别定价，夜游时段划分在全年存在一定季节差异，但全年价格一致，无季节性调价。2021 年 10 月 25 日至今为：每天 20:00-23:30（4 月 1 日至 10 月 31 日）/每天 19:30-23:30（11 月 1 日至次年

3月31日) 168元/人次; 其他时段 85元/人次。

5、预测期单位价格的变动原因及合理性，对单位价格变动对估值的影响进行敏感性分析

在进行客单价预测时，主要考虑了标的资产定价模式、历史期政府批复价格及其变动影响、实际客单价变化情况、主要客户群体、疫情相关政策等因素的影响，预测结果是结合标的资产定价模式及疫情期间的实际经营情况，并综合考虑后续疫情因素及销售策略对企业经营影响后得出的判断，预测期单位价格具备合理性。

凤凰祥盛历史期客单价、收益法预测期客单价及预测逻辑如下：

单位：元

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1-4月	2022年5-12月(预测)	2023年及以后(预测)
客单价	54.52	54.94	62.16	84.12	77.85	68.24
预测逻辑	各期实际客单价				预测为2021年10月至2022年4月实际客单价	预测为2021年8-9月实际客单价

2021年8月以来，随着凤凰祥盛“湘见沱江”相关投资的完成，此前大幅给予折扣营销策略也发生明显转变，客单价呈现逐月升高趋势。此外，夜游项目批复价格有所调整，2021年10月1日至10月24日夜游时段执行128/人次的临时价格，10月25日起夜游时段执行168/人次的试运行价格（试运行一年）。关于政府指导定价变动对预测期单价影响，参见问题8之“（一）/1、标的主要业务历史期主要业务定价模式、政策调整及历史价格变化”相关回复。2021年以来各期间客单价情况如下：

时间	2021年1-3月	2021年4-6月	2021年7-9月	2021年10-12月	2022年1-4月	2022年1-7月
客单价（元/人次）	63.25	58.82	61.80	75.43	84.12	75.41
备注	全时段执行85元/人次价格；2021年8月以来“湘见沱江”相关投资完成，实际客单价提升			2021年10月1日至10月24日夜游时段执行128元/人次临时价格；2021年10月25日以后夜游时段执行168元/人次试运行价格		

注：2022年5-7月数据未经审计，已经独立财务顾问、会计师复核。

对于2022年5-12月，以2021年10月至2022年4月（夜游时段上调价格

后)的平均客单价 77.85 元/人次进行预测。对于 2023 年及以后,考虑到试运行价格的期限,以 2021 年 8-9 月(夜游时段上调价格前、“湘见沱江”相关投资完成后)的平均客单价 68.24 元/人次进行预测。2021 年 10 月以来,实际客单价高于盈利预测预测的长期价格 68.24 元/人次,且 2022 年 1-7 月已超额实现全年盈利预测值,预测期业绩具备可实现性。

凤凰祥盛收益法评估的评估结果受单位价格的影响。根据收益法计算数据,单位价格与评估值存在正相关变动关系,假设 2023 年及以后单位价格较原预期变动,以外的其他条件不变,单位价格与标的资产评估值变动的敏感性分析如下表:

单位:万元、%

2023 年及以后各年单位价格变动情况	-10%		-5%		0	+5%		+10%	
	评估值	变动率	评估值	变动率	评估值	评估值	变动率	评估值	变动率
凤凰祥盛	15,678.74	-12.15%	16,762.72	-6.07%	17,846.69	18,930.67	6.07%	20,014.64	12.15%

综上所述,本次评估采用的平均客单价采用 68.24 元/人次,预测稳健,具有合理性。

(四)结合客单价、客流量、季节性因素、疫情影响、行业环境等,补充披露标的资产预测期收入和净利润大幅增长的原因及合理性。

本次评估采用的盈利预测中,收入预测主要以客流量和客单价预测为基础,已对相关影响因素进行充分考虑;成本费用等预测主要结合历史期成本费用结构、收入占比情况、公司实际经营计划等,整体保持稳定和可比。预测期内,疫情影响逐步减弱与常态化、客流量逐步恢复及增长,是标的公司收入和净利润增长的主要来源。

1、预测情况

如前所述,在进行客流量和客单价预测时,已充分考虑季节性因素、疫情影响、行业环境等因素,预测结果是结合疫情期间的实际经营情况并综合考虑后续疫情因素对行业和标的公司经营影响后得出的判断。收入预测主要在客流量和客单价预测的基础上得出结果。

此外，结合标的公司的历史期成本费用结构、收入占比情况、公司实际经营计划，对各项成本费用进行预测。预测期内，标的公司成本、费用结构保持稳定，可比口径下与历史期收入占比未发生重大变化。凤凰祥盛2019-2021年营业成本、期间费用和及占收入的比例和收益法预测2022-2027年情况如下：

单位：万元

项目名称		2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
营业成本	金额	747.30	621.62	684.28	793.02	859.12	942.19	1,007.45	1,043.35	1,077.92
	毛利率	66.19%	42.06%	69.96%	59.22%	71.49%	73.77%	74.47%	74.78%	74.68%
期间费用	销售费用	98.11	111.85	114.39	120.84	133.97	156.32	171.79	180.23	186.61
	管理费用	232.00	202.90	183.21	179.51	239.82	262.16	281.46	292.65	302.92
	合计占比	14.93%	29.34%	13.06%	15.45%	12.40%	11.65%	11.49%	11.43%	11.50%

整体上，标的资产营业成本中固定成本占比较高。疫情期间，标的资产营业收入下滑，但折旧与摊销、职工薪酬等较为固定的成本不随收入同比例减少，故毛利率呈现下滑趋势；当预测期客流量和营业收入增长时，由于收入提升的边际效应，且经营权使用费不与营业收入增长同比例增长，故毛利率有所提升。

具体而言，对于职工薪酬，本次评估采用的盈利预测参照凤凰祥盛历史年度人员数量及薪酬福利水平，结合凤凰祥盛人力资源规划进行估算。河道清洁费每年固定按22.00万元缴纳。对于折旧费、摊销等固定费用，本次盈利预测参照凤凰祥盛折旧政策及费用中折旧占总折旧比例，结合凤凰祥盛固定资产及无形资产规模、结构及后续投资的预测情况进行估算。对其他成本，本次盈利预测参照凤凰祥盛经营计划，并结合凤凰祥盛营业收入预测情况进行估算。凤凰祥盛主营业务成本预测情况如下：

单位：万元

项目名称	2022年 5-12月	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
职工薪酬	280.10	450.08	517.59	569.35	597.82	627.71
维修保养费	30.00	36.09	39.70	43.67	45.86	47.23
固定资产折旧	138.21	188.36	188.36	188.36	188.36	188.36
长期资产摊销	42.65	63.98	63.98	63.98	63.98	63.98

能源成本	25.00	34.71	38.18	42.00	44.10	45.42
河道清洁费	5.33	22.00	22.00	22.00	22.00	22.00
软件服务费	30.00	36.19	43.43	47.77	50.16	51.66
其他	10.00	12.47	13.71	15.08	15.84	16.31
成本合计	561.29	843.88	926.95	992.21	1,028.11	1,062.68
营业收入	1,752.65	3,013.84	3,592.60	3,945.51	4,136.49	4,256.82
占比	32.03%	28.00%	25.80%	25.15%	24.85%	24.96%

期间费用中，部分营销推广费用在疫情期间有所减少，预测期费用金额整体稳定增长，随收入规模扩大期间费用率略有下降，具有合理性。

凤凰祥盛 2019-2021 年收入及净利润和收益法预测 2022-2027 年情况如下：

单位：万元

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
营业收入	2,210.44	1,072.82	2,277.93	1,944.57	3,013.84	3,592.60	3,945.51	4,136.49	4,256.82
净利润	572.41	-172.19	719.95	514.34	1,142.63	1,519.98	1,729.45	1,835.94	1,884.35

注：2019-2022 年 4 月净利润为扣除非经常损益后归属于母公司的净利润，2022 年 5-12 月及以后为盈利预测结果

2、预测期收入和净利润增长的原因及合理性

标的公司所属的旅游文化行业受新冠疫情的影响较为严重，我国目前处于疫情常态化防控阶段，标的公司后续的经营亦会以疫情常态化防控为基础，并考虑疫情的逐步恢复。本次评估采用的经营预测数据系被评估单位管理层结合疫情期间的实际经营情况并综合考虑后续疫情因素对行业和企业经营影响后得出的判断。该判断中预测疫情对行业的影响自 2022 年逐步减弱与常态化，并在 2025 年恢复到疫情前水平。

近两年多以来，一方面严格落实疫情防控要求，一方面凭借资源禀赋优势叠加不断提升的运营能力及不断升级的旅游产品，展现出较强的业绩韧性及持续盈利能力。在产品方面，推出“湘见沱江”沉浸式夜游项目，利用上市公司优质 IP 及内容研发能力，整合灯光、雾森、激光、交互、影像、造影、互动装置等科技手段和特效装置，以景区资源为载体，以沱江夜游为切入点，从内容创新和体验设计、场景氛围营造等方面提升了游客沉浸式、互动式的观光游览体验，满足多

样化消费需求，并且推出特色旅游产品，如研学游、沉浸特色讲解服务、开拓全国高等院校艺术院校凤凰写生活活动、与当地专业研学机构开展企业合作开发文化+研学线路等线路产品；在宣传方面，落地策划并组织实施“湘见沱江”启动仪式、缘定七夕、抖音创作大赛一系列事件宣传活动，保证公司品牌持续曝光及公众关注度，推动文化旅游融合形成新业态，刺激旅游消费；在营销方面，利用社交媒体开展“云上游凤凰”等产品推介等线上营销，并设计数字云游产品，利用官方网站、公众号、微博、抖音等平台展现景区魅力，在线观看人次不断突破新高；在疫情防控措施方面，严格实施旅游景区“预约、错峰、限流”管理措施，利用微信小程序广泛推行景点门票预约制度，景区入口处张贴购票二维码，入口处扫码通行，提高通行效率，减少人员接触，降低感染风险。

本次交易后，上市公司董事会将要求和促使标的公司在常态化疫情防控的背景下持续严格落实政府各项防控要求和相关管理措施，同时采取多种手段降低疫情对经营业绩的影响，进一步积极推动综合旅游目的地的转型升级与整合，发扬湖南大湘西地区丰富的民族资源优势及优良民族文化，探索文化和旅游高质量发展模式和推动共同富裕的有效路径，助力实现各民族共同富裕的目标。

结合上述分析及本题（二）、（三）中关于客流量、客单价、行业环境、疫情影响、季节性因素、景区特征等因素的讨论，标的资产经营情况预测稳健、合理。

（五）结合上述情况，补充披露本次评估溢价较高的原因及合理性。

本次评估溢价主要系标的资产资源禀赋极具稀缺性，具有核心竞争力；本次评估相关依据具有合理性，估值水平与同行业上市公司具有可比性，增值率与可比交易亦较为可比。

1、标的资产资源禀赋极具稀缺性，具有核心竞争力

（1）地处凤凰古城景区，属湖南大湘西地区核心旅游目的地

标的资产属于凤凰古城景区，属湖南大湘西地区核心旅游目的地，具有高度稀缺性，凭借秀丽的风景、独特的地貌以及成熟的旅游产业基础，占据湖南大湘西地区旅游龙头地位。景区优质的旅游资源、品牌影响力、游客接待量为该标的资产提供了充足的客流量。

凤凰古城国家 AAAA 级景区，位于湖南湘西州的西南边，是一个苗族、土家族为主的少数民族聚集地。凤凰古城既有沈从文故居、熊希龄故居、万寿宫等名人旧居建筑相映城中，又有浓郁苗族建筑特色的古建筑群江边木质吊脚楼倒影在江上，令游客留连往返，络绎不绝，曾被新西兰作家路易·艾黎称赞为中国最美丽的小城。同时凤凰古城具有深厚的人文禀赋优势，著名作家沈从文的小说《边城》使凤凰古城为世人所熟知。凤凰古城旅游资源优势突出，文化底蕴深厚，配套设施完善，根据凤凰县统计局统计，凤凰县 2019 年游客接待量逾 2,000 万人次，其已成为中国知名旅游目的地。

（2）旅游产品具有较强竞争力，文旅融合为未来发展提供新动能

沱江泛舟游船观光作为凤凰古城核心体验式旅游产品，已成为游客游览凤凰古城必体验产品之一。游客乘坐游船泛游沱江欣赏夜景与灯光秀，领略湘西民俗风情。特别是沈从文《边城》重现了蜿蜒流淌的沅江、江面横渡的小舟以及淳朴善良的湘西人，为沱江泛舟游船观光产品转型升级和进行文旅融合提供良好素材。沱江泛舟观光地处古城核心地段北门码头，乘船游览线路为北门码头—中坝渡口—虹桥—万寿宫码头—风桥（返回）—万寿宫码头。沿着整条游览路线游玩下来，游客置身于微波的江面，醉心于曼妙的夜景，沉浸其中。特别是近年来推出的沱江泛舟夜游项目，游客乘游船可欣赏沱江夜景和灯光秀，领略民俗风情，使游客获得良好游览体验。沱江泛舟夜游项目在凤凰古城极具竞争力，深受游客喜爱。

此外，凤凰祥盛积极推动上市公司动漫及其衍生品与线下旅游场景进行融合，打造“湘见沱江”沉浸式体验，构建以“文化 IP+旅游+科技”的文旅融合新模式，增强游客体验性及互动性。

（3）高铁助力客源引流

地跨湖南怀化、湘西州、张家界市三市州的张吉怀高铁已于 2021 年 12 月正式通车，该铁路连接了 7 个县市区，正线 246.9 公里，设计时速 350 公里，全线设张家界西、芙蓉镇、古丈西、吉首东、凤凰古城、麻阳西、怀化南站共 7 个车站。张吉怀高铁在张家界西站与黔张常铁路接轨，在怀化南站与沪昆高铁、怀邵衡铁路接轨。沿线有张家界武陵源、天门山、芙蓉镇、猛洞河、矮寨大桥、德夯大峡谷、凤凰古城、长寿之乡——麻阳、中国第一古商城——洪江古商城、芷江

抗日受降纪念坊等景点。同时，凤凰磁浮文化旅游项目已于 2022 年 5 月 1 日运营首列磁浮列车。磁浮列车兼具科技时尚和凤凰元素，并向游客提供不同主题专列选择和沉浸式的体验场景。磁浮列车既能有效解决凤凰高铁站至凤凰古城的交通问题，也能将磁浮列车融入景区，成为古城的一道亮丽风景，对湖南大湘西的旅游产生进一步的促进作用。凤凰磁浮文旅项目建成通车后，凤凰成为全国唯一一个拥有磁浮旅游轨道的县级城市和旅游景区，极大提升凤凰县的交通便捷性。

2、本次评估相关依据具有合理性，估值情况与同行业上市公司及可比交易具有可比性

本次评估使用的评估方法、评估模型、评估参数等选取遵守《中华人民共和国资产评估法》、资产评估准则及相关行为规范等法律法规的要求，选用的参照数据、资料可靠。评估采用的盈利预测中对预测期人次、单位价格、收入、成本、期间费用和净利润等相关参数的估算主要根据历史经营数据、未来发展规划进行，经营情况预测较为稳健、合理。本次评估采用的经营预测数据系被评估单位管理层结合疫情期间的实际经营情况并综合考虑后续疫情因素对行业和企业经营影响后得出的判断。

根据收益法评估结果，凤凰祥盛评估值为 17,846.69 万元，以截至 2022 年 4 月 30 日净资产计算的增值率为 529.14%；业绩承诺期（2022-2026 年）内对应本次评估值的平均市盈率为 13.23 倍。本次评估市盈率低于可比公司水平；由于经营权取得时间较早且账面价值按照历史成本计量，故通常与评估过程中的公允价值计量值存在较大差异，资产增值率与旅游行业可比交易具有可比性。本次评估相关依据具有合理性，估值情况与同行业上市公司及可比交易具有可比性。具体分析参见问题 9 之“（五）/2、本次评估相关依据具有合理性，估值情况与同行业上市公司及可比交易具有可比性”相关回复。

（六）结合上述分析及截至目前的经营业绩，补充披露标的资产盈利预测及业绩承诺的可实现性。

本次评估采用的经营预测数据系被评估单位管理层结合疫情期间的实际经营情况并综合考虑后续疫情因素对行业和企业经营影响后得出的判断。该判断中预测疫情对行业的影响自 2022 年逐步减弱与常态化，并在 2025 年恢复到疫情前

水平。对于 2022 年，考虑到 2022 年初全国多地受疫情和严格封控措施影响，2022 年景区整体经营情况预测逻辑系参考 2020 年即疫情严重年份，并考虑 2022 年实际经营情况进行预测。从凤凰祥盛截至目前实际经营业绩看，2022 年 1-7 月，凤凰祥盛实际人次、营业收入及净利润完成进度分别为 2022 年全年预测数据的 82.90%、78.48%和 134.88%，并优于参照年份 2020 年，实际恢复情况强于预测。特别是暑期旅游复苏势头良好，凤凰祥盛 7 月客流量超过过去三年历史期最高水平，创下新高。结合前述讨论和分析以及截至目前的经营业绩，凤凰祥盛经营情况预测稳健、合理，盈利预测及业绩承诺具备可实现性。

凤凰祥盛截至目前的经营业绩与参照年份（2020 年）同期情况对比如下：

单位：万元/万人次

标的公司	项目	时间	2022 年（预测年份）		2020 年（参照年份）	
			金额/人次	完成度	金额/人次	完成度
凤凰祥盛	客流量	1-12 月（预计）	23.29	82.90%	19.53	24.73%
		完成情况（1-7 月）	19.31		4.83	
	营业收入	1-12 月（预计）	1,944.57	78.48%	1,072.82	26.43%
		完成情况（1-7 月）	1,526.18		283.56	
	净利润	1-12 月（预计）	514.34	136.89%	55.87	N/A
		完成情况（1-7 月）	704.08		-188.85	

注：2022 年 5-7 月数据未经审计，已经独立财务顾问、会计师复核。

2022 年 1-7 月实现客流量 19.31 万人次，占全年预测值的 82.90%，大幅高于 2020 年（参照年份）1-7 月客流量占全年的比例 24.73%；2022 年 1-7 月实现营业收入 1,526.18 万元，占全年预测值的 78.48%，大幅高于 2020 年（参照年份）1-7 月营业收入占全年的比例 26.43%；2022 年 1-7 月实现扣除非经常损益后归母净利润 704.08 万元，已达到全年预测值的 136.89%，较 2020 年（参照年份）1-7 月实现扭亏为盈。其中，净利润的实现比例高于客流量和收入实现比例，一是因为标的资产的成本结构较为固定，在客流量和收入超过盈亏平衡点后即体现为盈利，故盈利的累计幅度快于收入和客流量；二是由于 2022 年上半年疫情严重，部分费用减免收取所致（2022 年 1-7 月经营权转让费、房租等减免 184.09 万元）。

结合上述分析及截至目前的经营业绩，凤凰祥盛经营情况预测稳健、合理，盈利预测及业绩承诺具备可实现性。

二、补充披露情况

上述相关内容，已在修订后的重组报告书“第五节 标的公司业务与技术”之“三、标的公司主营业务具体情况”之“(二) /2、凤凰祥盛的经营模式”和“(一) /3、凤凰祥盛的服务情况”，以及“第七节 标的资产的评估情况”之“一、标的资产评估情况”之“(六) 凤凰祥盛评估情况”中进行补充披露。

三、中介机构核查过程

独立财务顾问、评估师执行了以下核查程序：

1、从公开渠道查阅旅游行业和新冠肺炎疫情相关的各类政策、新闻、研究报告、分析报告等；

2、获取凤凰县旅游接待量数据，并对比与沱江泛舟客流量之间的关系；

3、查阅同行业可比公司公开资料，从行业景气度、季节性因素、疫情影响、夜游项目性价比、客户结构、同行业可比公司情况等多个角度对历史期标的公司客流量情况进行分析，并就预测期客流量变动对估值的影响进行敏感性分析；

4、从价格制定依据、历史单价变化、不同时段价格差异、疫情影响、客流量、主要客户群体、季节性因素等多个角度对历史期标的公司客单价情况进行分析，并就预测期单位价格变动对估值的影响进行敏感性分析；

5、获取标的公司截至目前的经营业绩情况，分析资产盈利预测及业绩承诺的可实现性。其中，标的资产 5-7 月财务数据未经审计，但经独立财务顾问、会计师复核。主要复核程序包括：(1) 对业务、财务数据一致性验证，对各标的公司业务系统订单金额与财务账面主营收入金额进行核对；(2) 对各标的公司业务、财务数据合理性进行了分析，包括客单价、毛利率等；(3) 执行客户函证核查程序，对各标的公司前十大客户进行了函证，函证内容包括收入、应收账款，确认上述事项的真实性；(3) 执行客户访谈核查程序，对标的公司的前十大客户执行了访谈核查程序。

四、中介机构核查意见

经评估师核查，认为：

1、上市公司核查了凤凰古城景区游客量与沱江泛舟客流量之间的关系，认为本次标的公司的盈利预测未直接将凤凰县旅游接待量作为预测的参数和依据，采用的客流量预测数据主要考虑凤凰祥盛自身游客量，但也将凤凰县和湖南省当地的旅游发展情况、凤凰古城景区周边环境和游客承载能力等因素纳入考虑，并综合分析疫情期间的实际经营情况及后续疫情因素影响后得出的判断，具有合理性；上述分析及披露具有合理性

2、上市公司核查了行业景气度、季节性因素、疫情影响、夜游项目性价比、客户结构、同行业可比公司情况等，认为本次标的公司的盈利预测中采用的客流量预测数据主要考虑了历史期各年疫情情况下客流量的恢复情况、各月度的季节性变化特征、景区特征等因素，预测结果是结合疫情期间实际经营情况并综合考虑后续疫情因素对行业景气度和企业经营影响后得出的判断，预测结果稳健，具有合理性；上述分析及披露具有合理性；

3、上市公司核查了价格制定依据、历史单价变化、不同时段价格差异、疫情影响、客流量、主要客户群体、季节性因素等，认为本次标的公司的盈利预测预测期单位价格主要考虑了标的资产定价模式、历史期政府批复价格及其变动影响、实际客单价变化情况、主要客户群体、疫情相关政策等因素的影响，预测结果是结合标的资产定价模式及疫情期间的实际经营情况，并综合考虑后续疫情因素及销售策略对企业经营影响后得出的判断，具备合理性；上述分析及披露具有合理性；

4、上市公司核查了标的公司客单价、客流量、季节性因素、疫情影响、行业环境等，认为本次标的公司的盈利预测基于我国疫情防控的阶段特征，标的公司后续经营、预测期收入和净利润情况以疫情常态化防控为基础，预测疫情对行业的影响自2022年逐步减弱与常态化，并在2025年恢复到疫情前水平，预测期成本、费用占比整体保持稳定、可比，经营情况预测稳健、合理；上述分析及披露具有合理性；

5、上市公司认为本次标的公司评估溢价主要系标的资产资源禀赋极具稀缺性，具有核心竞争力。本次评估相关依据具有合理性，估值水平与同行业上市公司具有可比性，增值率与可比交易亦具有可比性；上述分析及披露具有合理性；

6、上上市公司核查了标的公司 2022 年 1-7 月实际经营业绩，认为标的公司 2022 年度盈利预测及业绩承诺具备可实现性，上述分析及披露具有合理性。

上述相关内容已在修订后的重组报告书中补充披露。

问题 5【问题 11】 申请文件显示，张家界黄龙洞旅游发展有限责任公司（以下简称黄龙洞旅游）收益法评估为值 18,436.34 万元，评估增值 16,757.19 万元，增值率 997.96%。请你公司：1) 补充披露黄龙洞景区游客量与游船、讲解服务、观光车客流量之间的关系，包括但不限于报告期比例关系、报告期波动趋势及原因、评估中是否考虑景区游客转化率对于客流量预测的影响等。2) 结合行业景气度、季节性因素、疫情影响、天气因素、客户结构、同行业可比公司情况等，区分不同业务类型，分别补充披露预测期客流量增长较大的原因及合理性，并就客流量变动对估值的影响进行敏感性分析。3) 结合价格制定依据、历史单价变化、选择游船和语音讲解的游客比例、疫情影响、客流量、主要客户群体、季节性因素等，补充披露预测期单位价格预测的合理性。4) 结合客单价、客流量、季节性因素、疫情影响、行业环境等，补充披露标的资产预测期收入和净利润大幅增长的原因及合理性。5) 结合上述情况，补充披露本次评估溢价较高的原因及合理性。6) 结合上述分析及截至目前的经营业绩，补充披露标的资产盈利预测及业绩承诺的可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、问题回复

(一) 补充披露黄龙洞景区游客量与游船、讲解服务、观光车客流量之间的关系，包括但不限于报告期比例关系、报告期波动趋势及原因、评估中是否考虑景区游客转化率对于客流量预测的影响等。

历史期内，黄龙洞旅游主要业务客流量相较于黄龙洞景区游客量的转化率整体处于高水平，对未来游客量增长有支撑和促进作用。本次评估采用的盈利预测未直接将黄龙洞景区的游客量作为预测的参数和依据，采用的客流量预测数据主要考虑黄龙洞旅游主要业务自身客流量及相互的比例关系，但也将张家界和湖南省当地的旅游发展情况、黄龙洞景区周边环境和游客承载能力等因素纳入考虑，

并综合分析疫情期间的实际经营情况及后续疫情因素影响后得出判断，具体分析如下：

历史期各期，黄龙洞景区游客量与游船、讲解服务、观光车客流量之间的关系如下表所示：

期间		黄龙洞景区	游船运输		语音讲解		景区观光车	
		客流量（人次）	客流量（人次）	占比	客流量（人次）	占比	客流量（车次）	占比
2019年	第一季度	142,850	142,850	100.00%	-	0.00%	-	0.00%
	第二季度	457,347	457,347	100.00%	-	0.00%	-	0.00%
	第三季度	559,837	559,837	100.00%	-	0.00%	-	0.00%
	第四季度	318,754	318,754	100.00%	-	0.00%	-	0.00%
	总计	1,478,788	1,478,788	100.00%	-	0.00%	-	0.00%
2020年	第一季度	27,489	27,480	99.97%	660	2.40%	-	0.00%
	第二季度	59,362	59,323	99.93%	51,357	86.51%	-	0.00%
	第三季度	236,147	236,107	99.98%	218,934	92.71%	962	0.41%
	第四季度	154,334	154,317	99.99%	146,083	94.65%	2,120	1.37%
	总计	477,332	477,227	99.98%	417,034	87.37%	3,082	0.65%
2021年	第一季度	67,794	67,762	99.95%	67,391	99.41%	260	0.38%
	第二季度	445,392	444,511	99.80%	443,246	99.52%	1,567	0.35%
	第三季度	190,110	189,582	99.72%	190,025	99.96%	643	0.34%
	第四季度	91,608	90,863	99.19%	91,458	99.84%	100	0.11%
	总计	794,904	792,718	99.72%	792,120	99.65%	2,570	0.32%
2022年1-4月		43,127	43,069	99.87%	42,607	98.79%	-	-
2022年1-7月		279,535	276,408	98.88%	272,033	97.32%	3,253	1.16%

注：2022年5-7月数据未经审计，已经独立财务顾问、会计师复核。

历史期各期，游船运输客流量占黄龙洞景区客流量的比例分别为 100.00%、99.98%、99.72%、99.87%和 98.88%，各期占比稳定在 99%左右。2019 年黄龙洞景区采用收取大门票的模式涵盖黄龙洞景区门票和游船运输船票，故游船运输客流量占黄龙洞景区客流量的比例为 100.00%，2020 年 5 月后已单独对门票、游船运输服务船票进行定价和收费；语音讲解客流量占黄龙洞景区客流量的比例分别为 0.00%、87.37%、99.65%、98.79%和 97.32%，该业务为 2020 年 3 月新开设的业务，开设之初试运营阶段占比较低，2021 年稳定运营以来占比稳定在 97%以

上；景区观光车客流量占黄龙洞景区客流量的比例分别为 0.00%、0.65%、0.32%、0.00%和 1.16%，该业务为 2020 年 7 月新开设的业务，金额较小，占黄龙洞旅游各期营业收入的比重均在 4%以下（2022 年 1-4 月由于景区游客较少未营业，已于 2022 年 5 月恢复）。

综合以上分析，黄龙洞旅游主要业务客流量的转化率较高，对未来游客量增长有支撑和促进作用。本次评估采用的盈利预测中客流量预测数据主要考虑黄龙洞旅游各业务自身游客量，综合疫情期间的实际经营情况并考虑后续疫情因素影响后得出的判断，未直接将黄龙洞景区的游客量作为预测的参数和依据，但也将张家界和湖南省当地的旅游发展情况、黄龙洞景区周边环境和游客承载能力等因素纳入考虑。

（二）结合行业景气度、季节性因素、疫情影响、天气因素、客户结构、同行业可比公司情况等，区分不同业务类型，分别补充披露预测期客流量增长较大的原因及合理性，并就客流量变动对估值的影响进行敏感性分析。

在进行客流量预测时，主要考虑了历史期各年疫情情况下客流量的恢复情况、各月度的季节性变化特征、景区特征、不同业务之间的客流量比例关系等因素，预测结果是结合疫情期间实际经营情况并综合考虑后续疫情因素对行业和企业经营影响后得出的判断，预测结果较为稳健，具有合理性。标的资产上述历史期各年相关数据相较于同行业可比公司亦不存在重大差异，具体分析如下：

1、旅游行业景气度

参见问题 9 之“（二）/1、旅游行业景气度”相关回复。整体来看，我国旅游行业市场广阔、潜力巨大，旅游业一直是国家经济和国民消费的重要组成部分，人民群众对旅游消费的需求持续增长。新冠肺炎疫情爆发以来，旅游行业受到较大影响，但经过两年多的疫情影响，旅游行业在疫情防控中不断总结，提升行业危机应对能力，减少突发事件对行业的影响。当前，在国内消费大循环的背景下，配合相关部门出台的一系列刺激措施，旅游消费信心稳步回升，行业发展稳定性及韧性持续加强，行业景气度快速恢复。

2、季节性因素

历史期内，黄龙洞旅游的客流量受气候、节假日因素影响较大，呈现较为明显的季节性特征，具体数据如下：

历史期间		游船运输		语音讲解		景区观光车	
		客流量 (人次)	占全年比 例	客流量 (人次)	占全年比 例	客流量 (人次)	占全年比 例
2019 年	第一季度	142,850	9.66%	-	-	-	-
	第二季度	457,347	30.93%	-	-	-	-
	第三季度	559,837	37.86%	-	-	-	-
	第四季度	318,754	21.56%	-	-	-	-
	总计	1,478,788	100.00%	-	-	-	-
2020 年	第一季度	27,480	5.76%	660	0.16%	-	-
	第二季度	59,323	12.43%	51,357	12.31%	-	-
	第三季度	236,107	49.47%	218,934	52.50%	962	31.21%
	第四季度	154,317	32.34%	146,083	35.03%	2,120	68.79%
	总计	477,227	100.00%	417,034	100.00%	3,082	100.00%
2021 年	第一季度	67,762	8.55%	67,391	8.51%	260	10.12%
	第二季度	444,511	56.07%	443,246	55.96%	1,567	60.97%
	第三季度	189,582	23.92%	190,025	23.99%	643	25.02%
	第四季度	90,863	11.46%	91,458	11.55%	100	3.89%
	总计	792,718	100.00%	792,120	100.00%	2,570	100.00%
2022年1-4月		43,069	15.58%	42,607	15.66%	-	-
2022 年1- 7月	第一季度	39,355	14.24%	39,018	14.34%	-	-
	第二季度	92,042	33.30%	90,186	33.15%	1,107	34.03%
	7月	145,011	52.46%	142,829	52.50%	2,146	65.97%
	总计	276,408	100.00%	272,033	100.00%	3,253	100.00%

注：2022年5-7月数据未经审计，已经独立财务顾问、会计师复核。

受寒冷天气影响，每年1-3月黄龙洞旅游客流量也相对较少；4月份开始，清明小长假、五一小长假等陆续带来客流量的阶段性增长，并在旅游旺季第三季度呈现年度集中态势；11-12月，随着冬季到来气温降低，黄龙洞旅游客流量下降。2019年黄龙洞旅游四个季度的游客人数分布情况就呈现了上述特点。

2020年初疫情爆发以来，除日历月份间的季节性影响外，疫情对季度和月度间的游客分布影响更大，具体参见本小节之“3、疫情影响”相关回复。

3、疫情影响

自 2020 年初疫情爆发以来，除问题 8 之“(二) /1、2020 年以来疫情情况、防控政策，景区阶段性暂停营业及恢复运营后措施”提及的全国性政策外，湖南省、张家界市就景区运营和旅行社业务等出台了一系列通知、政策，其中，对标的资产经营业务开展影响较大的政策节点主要包括：

(1) 疫情爆发初期：2020 年 1 月 28 日至 2020 年 3 月 26 日，黄龙洞景区根据政府要求关闭。

(2) 国内疫情形势趋于稳定和逐步恢复：2020 年 3 月 27 日起，黄龙洞景区恢复开放，乘客量控制在最大接待量的 50%以内，团队游客一般不超过 30 人；国内疫情形势趋于稳定和逐步恢复：2020 年 7 月中旬起，恢复旅行社及在线旅游企业经营跨省（区、市）团队旅游及“机票+酒店”业务；2020 年 9 月中旬起，接待量调整为最大接待量的 75%以内；2021 年 3 月起不再设置最大接待量限制。

(3) 湖南省疫情和跨省熔断：2021 年 7 月 30 日至 2021 年 8 月 31 日，黄龙洞景区根据政府要求关闭；湖南省执行跨省旅游经营活动管理“熔断”机制。2021 年 9 月 1 日，黄龙洞景区恢复开放。此后逐步进入常态化防控阶段，但国内局部疫情反复仍给经营带来一定影响；外省来返人员核酸检测要求范围有所扩大，目前要求为外省来返人员需持 48 小时内核酸检测阴性证明，重点地区（每日更新）旅居史人员采取相应管控措施。

(4) 常态化疫情防控及旅游复苏：2022 年以来特别是 3 月以来，奥密克戎变异毒株引起的疫情在多地出现反弹。随着本轮疫情高峰期度过，进入旅游市场复苏阶段。地方政府和旅游主管部门也出台一系列配套措施，刺激旅游消费复苏和恢复。张家界市 2022 年 5 月底发布《关于实行 2022 年张家界暑期旅游优惠政策的通知》，湖南省自 2022 年初起精心筹备的首届湖南省旅游发展大会将于 2022 年 9 月在张家界举办，助力张家界打造世界知名旅游目的地。

湖南省、张家界市具体疫情防控政策参见问题 9 之“(二) /3、疫情影响”相关回复。

4、天气因素

黄龙洞景区为室内（洞内）景区，基本不受天气影响，仅在重大山体滑坡发生时经营才受到影响。2019年1月1日至今，因天气原因导致黄龙洞景区停业的天数为0。

5、客户结构

历史期各期，黄龙洞旅游分业务客户结构（旅行社团客、自由行散客）人次及占比如下：

游船运输					
期间		旅行社团客		自由行散客	
		人次	占比	人次	占比
2019年	第一季度	80,245	56.17%	62,605	43.83%
	第二季度	324,306	70.91%	133,041	29.09%
	第三季度	385,755	68.90%	174,082	31.10%
	第四季度	253,938	79.67%	64,816	20.33%
	总计	1,044,244	70.61%	434,544	29.39%
2020年	第一季度	16,170	58.84%	11,310	41.16%
	第二季度	16,578	27.95%	42,745	72.05%
	第三季度	114,700	48.58%	121,407	51.42%
	第四季度	108,697	70.44%	45,620	29.56%
	总计	256,145	53.67%	221,082	46.33%
2021年	第一季度	43,113	63.62%	24,649	36.38%
	第二季度	383,781	86.34%	60,730	13.66%
	第三季度	149,980	79.11%	39,602	20.89%
	第四季度	62,151	68.40%	28,712	31.60%
	总计	639,025	80.61%	153,693	19.39%
2022年1-4月		17,464	40.55%	25,605	59.45%
2022年1-7月	第一季度	17,299	43.96%	22,056	56.04%
	第二季度	59,131	64.24%	32,911	35.76%
	7月	102,747	70.85%	42,264	29.15%
	总计	179,177	64.82%	97,231	35.18%
语音讲解					
期间		旅行社团客		自由行散客	
		人次	占比	人次	占比

2019年	第一季度	-	-	-	-
	第二季度	-	-	-	-
	第三季度	-	-	-	-
	第四季度	-	-	-	-
	总计	-	-	-	-
2020年	第一季度	7	1.06%	653	98.94%
	第二季度	16,486	32.10%	34,871	67.90%
	第三季度	106,219	48.52%	112,715	51.48%
	第四季度	101,643	69.58%	44,440	30.42%
	总计	224,355	53.80%	192,679	46.20%
2021年	第一季度	43,113	63.97%	24,278	36.03%
	第二季度	384,806	86.82%	58,440	13.18%
	第三季度	148,382	78.09%	41,643	21.91%
	第四季度	62,151	67.96%	29,307	32.04%
	总计	638,452	80.60%	153,668	19.40%
2022年1-4月		17,464	40.99%	25,143	59.01%
2022年 1-7月	第一季度	17,299	44.34%	21,719	55.66%
	第二季度	59,158	65.60%	31,028	34.40%
	7月	102,791	71.97%	40,038	28.03%
	总计	179,248	65.89%	92,785	34.11%
景区观光车					
期间		旅行社团客		自由行散客	
		人次	占比	人次	占比
2019年	第一季度	-	-	-	-
	第二季度	-	-	-	-
	第三季度	-	-	-	-
	第四季度	-	-	-	-
	总计	-	-	-	-
2020年	第一季度	-	-	-	-
	第二季度	-	-	-	-
	第三季度	820	85.24%	142	14.76%
	第四季度	1,961	92.50%	159	7.50%
	总计	2,781	90.23%	301	9.77%
2021年	第一季度	227	87.31%	33	12.69%

	第二季度	1,451	92.60%	116	7.40%
	第三季度	616	95.80%	27	4.20%
	第四季度	98	98.00%	2	2.00%
	总计	2,392	93.07%	178	6.93%
2022年1-4月		-	-	-	-
2022年 1-7月	第一季度	-	-	-	-
	第二季度	1,107	100.00%	-	-
	7月	2,136	99.53%	10	0.47%
	总计	3,243	99.69%	10	0.31%

注：2022年5-7月数据未经审计，已经独立财务顾问、会计师复核。

黄龙洞旅游主要客户为旅行社团客。2020年受国内疫情防控政策限制，跨省旅游开放时间较晚且境外市场完全关闭等影响，黄龙洞旅游旅行社团客占比下降至53.86%。2021年由于疫情常态化管控及前期市场铺垫工作的有序开展，同时大量低价团招揽旅行社团客致使团客占比提升。2022年，受上海、北京等多地疫情反复的影响，部分区域跨省旅游暂停，团客比例有所下降。

6、同行业可比公司情况

同行业可比公司中，上市公司张家界（000430.SZ）与黄龙洞旅游同处于张家界市，具有一定可比性。黄龙洞旅游2019-2021年游船运输客流量情况与张家界（000430.SZ）对比如下：

单位：万人（次）

证券代码	公司	所在地	人次口径	2021年	2020年	2019年	2021/2019	2021/2020
000430.SZ	张家界	湖南张家界	环保客运	178.67	121.55	313.38	57.01%	146.99%
			宝峰湖	7.47	15.2	48.89	15.28%	49.14%
			十里画廊观光电车	63.06	57.23	137.45	45.88%	110.19%
			杨家界索道	61.85	56.58	118.55	52.17%	109.31%
			平均				42.59%	103.91%
-	黄龙洞旅游	湖南张家界	游船运输	79.27	47.72	147.88	53.61%	166.11%

注：可比公司数据来自其公开披露的定期报告；黄龙洞旅游2019年未开展语音讲解和景区观光车业务，故未进行比较。

由上表可知，疫情对标的公司及可比上市公司的客流量均有较大影响，2020

年客流量下降最为严重，2021年有所恢复。以张家界（000430.SZ）披露的各个口径客流量（环保客运、宝峰湖、十里画廊观光电车、杨家界索道）计算，2021年较2019年的恢复率平均值为42.59%，2021年较2020年恢复率为103.91%。黄龙洞旅游游船运输客流量2021年较2019年恢复率为53.16%，较2020年恢复率为166.11%，高于可比公司。一方面由于黄龙洞为室内景区，2020年受疫情影响客流量下降幅度更大、基数较小，故2021年增长幅度较大；另一方面也显示出标的资产较强的恢复能力和经营韧性。

7、预测期客流量增长较大的原因及合理性，就客流量变动对估值的影响进行敏感性分析

在进行客流量预测时，主要考虑了历史期各年疫情情况下客流量的恢复情况、各月度的季节性变化特征、景区特征、不同业务之间的客流量比例关系等因素，预测结果是结合疫情期间实际经营情况并综合考虑后续疫情因素对行业和企业经营影响后得出的判断，预测结果较为稳健，具有合理性。此外，黄龙洞旅游与百龙天梯同处于张家界，且均属于成熟景区，两者的主要预测逻辑和核心假设均保持了一致。

黄龙洞旅游各业务2019-2021年客流量、收益法预测2022-2027年人次及预测逻辑如下：

单位：万人次

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	
游船运输	人次	147.88	47.72	79.27	45.10	96.54	125.70	152.32	159.93	164.73
	预测逻辑	无疫情年份	疫情严重年份	疫情恢复年份；8月旺季受张家界疫情影响	1-5月为实际人次，6-12月为2022年1-5月相比2020年1-5月恢复率	参考2021年人次，其中受临时关闭影响的8月人次替换为2019及2020年8月人次均值	恢复到2019年的85%	恢复到2019年的103%	同比增长5%	同比增长3%
语音讲解	人次	-	41.70	79.21	44.64	95.58	124.44	150.79	158.33	163.08
	预测逻辑	未开展	疫情严重年份	疫情恢复年份；8月旺季受张家	1-5月为实际人次，之后参考2021年与游船运输人次比例关系，预测为游船运输服务人次的99%					

项目		2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
				界疫情 影响						
	人次	-	0.31	0.26	0.13	0.31	0.41	0.49	0.51	0.53
景区观 光车	预测逻辑	未开展	疫情严重年份	疫情恢复年份； 8月旺季受张家界疫情影响	1-5月为实际人次，之后参考2021年观光车服务车次与游船运输人次比例进行预测					

注：上表中，2019-2021年人次为实际数，2022-2027年人次为评估预计数。

黄龙洞为成熟景区，主要采用“恢复逻辑”预测：对于游船运输客流量，对于2022年，考虑2022年上半年全国多地疫情和静态管控措施影响，景区客流量减少，整体参考2020年（疫情严重年份），以2022年1-5月客流量相比2020年1-5月恢复率预测2022年6-12月情况，2022年全年客流量预测值为2020年客流量的94.50%；对于2023年，考虑疫情逐渐恢复，整体参考2021年（疫情恢复年份），但由于2021年暑期旺季的张家界疫情导致景区关闭，在2021年实际客流量基础上，将受临时关闭影响的8月人次替换为2019及2020年8月人次均值，2023年客流量预测值为2021年客流量的121.79%（相当于2019年客流量的65.29%）；考虑2024年、2025年进一步从疫情中恢复，客流量分别恢复至2019年（无疫情状况）的85%、103%，此后同比上年分别增长5%和3%，进入稳定期。对于语音讲解业务，自2021年稳定运营以来与游船运输客流量的比例关系基本稳定在1:1附近，故参考2021年与游船运输人次比例关系，预测期内均预测为游船运输服务人次的99%。对于景区观光车业务，整体较小，参考2021年观光车服务车次与游船运输人次比例进行预测。

黄龙洞旅游收益法评估的评估结果受疫情背景下人次恢复和增长情况的影响。根据收益法计算数据，游客人次与评估值存在正相关变动关系，假设2023年及以后各年游客人次较原预期变动，以外的其他条件不变，游客人次与标的资产评估值变动的敏感性分析如下表：

单位：万元、%

2023年及以后 各年游客人次 变动情况	-10%		-5%		0	+5%		+10%	
	评估值	变动率	评估值	变动率	评估值	评估值	变动率	评估值	变动率
黄龙洞旅游	13,808.87	-15.30%	15,055.48	-7.65%	16,303.02	17,548.71	7.64%	18,795.33	15.29%

综上所述，我国旅游市场广阔、潜力巨大的基本面没有改变，经过两年多的疫情影响，标的资产充分总结疫情防控应对经验，同时凭借资源禀赋优势叠加不断提升的运营能力及不断升级的旅游产品，提升危机应对能力。特别是在当前国内消费大循环的背景下，配合相关部门出台的一系列刺激措施，2022年暑期旅游消费信心稳步回升，景气度快速恢复。黄龙洞旅游在进行客流量预测时，采用了“恢复逻辑”，主要考虑了历史期各年疫情情况下客流量的恢复情况、各月度的季节性变化特征、景区特征等因素，预测结果是结合疫情期间实际经营情况并综合考虑后续疫情因素对行业景气度和企业经营影响后得出的判断，预测结果较为稳健，具有合理性。黄龙洞旅游上述历史期各年相关数据相较于同行业可比公司亦不存在重大差异。

（三）结合价格制定依据、历史单价变化、选择游船和语音讲解的游客比例、疫情影响、客流量、主要客户群体、季节性因素等，补充披露预测期单位价格预测的合理性。

在进行客单价预测时，主要考虑了历史期政府批复价格、实际客单价变化情况、主要客户群体、疫情相关政策等因素的影响，预测结果是结合疫情期间的实际经营情况并综合考虑后续疫情因素对行业和企业经营影响后得出的判断。

1、价格制定依据和历史单价变化

黄龙洞旅游游船运输服务定价模式采用政府指导价定价模式，语音讲解服务及景区观光车服务定价模式采用由经营者自主确定价格的市场调节价定价模式，具体情况参见问题8之“（一）/1、标的主要业务历史期主要业务定价模式、政策调整及历史价格变化”相关回复。

历史期内，黄龙洞旅游的平均客单价如下表所示：

单位：元/人次

期间		游船运输		语音讲解		景区观光车		总计	
		平均客单价	同比	平均客单价	同比	平均客单价	同比	平均客单价	同比
2019年	第一季度	29.27	-	-	-	-	-	29.27	-
	第二季度	25.38	-	-	-	-	-	25.38	-
	第三季度	25.64	-	-	-	-	-	25.64	-
	第四季度	26.81	-	-	-	-	-	26.81	-
	总计	26.16	-	-	-	-	-	26.16	-
2020年	第一季度	26.80	-8.42%	20.13	-	-	-	26.64	-8.96%
	第二季度	20.84	-17.89%	16.86	-	-	-	18.99	-25.17%
	第三季度	22.25	-13.22%	15.17	-	205.14	-	19.24	-24.97%
	第四季度	22.28	-16.88%	14.03	-	230.73	-	19.76	-26.29%
	总计	22.35	-14.58%	14.99	-	222.74	-	19.62	-25.02%
2021年	第一季度	23.50	-12.32%	16.29	-19.06%	214.23	-	20.28	-23.89%
	第二季度	21.55	3.40%	16.72	-0.80%	207.93	-	19.47	2.52%
	第三季度	19.30	-13.26%	20.54	35.38%	206.56	0.69%	20.24	5.19%
	第四季度	21.17	-5.01%	19.37	37.99%	213.92	-7.29%	20.37	3.08%
	总计	21.13	-5.44%	17.91	19.45%	208.46	-6.41%	19.83	1.07%
2022年1-4月		21.21	-5.77%	19.71	28.31%	-	-	20.46	6.15%
2022年1-7月		21.44	0.88%	19.70	11.53%	199.09	-4.31%	21.63	9.28%

注 1: 平均客单价=对应业务收入/对应业务客流量; 总平均客单价=主营业务收入/总客流量。

注 2: 2022 年 5-7 月数据未经审计, 已经独立财务顾问、会计师复核。

历史期各期, 黄龙洞的平均客单价分别为 26.16 元/人次、19.62 元/人次、19.83 元/人次、20.46 元/人次和 21.63 元/人次。2020 年 5 月, 游船运输船票价格下调, 由 40 元/人次降至 36 元/人次, 同时新增语音讲解服务定价较低, 为 25 元/人次, 致使 2020 年度平均客单价较 2019 年度明显下降。2021 年, 黄龙洞旅游转变营销策略与张家界景区多家低价旅行团建立合作, 使其行程覆盖黄龙洞景区。低价旅行社团客的优惠致使 2021 年黄龙洞旅游平均客单价维持低位水平。2022 年, 因上海、北京等多地疫情反复, 跨省游服务受到一定影响, 故团客占比整体有所下降, 散客占比上升, 而散客客单价优惠较低, 故致使 2022 年客单价较 2020 年、2021 年有上涨。

2、选择游船和语音讲解的游客比例

历史期内，黄龙洞旅游游船游客量、语音讲解客流量及二者比例关系如下表所示：

期间		游船运输	语音讲解	语音讲解/游船运输
2019年	第一季度	142,850	-	-
	第二季度	457,347	-	-
	第三季度	559,837	-	-
	第四季度	318,754	-	-
	总计	1,478,788	-	-
2020年	第一季度	27,480	660	0.02
	第二季度	59,323	51,357	0.87
	第三季度	236,107	218,934	0.93
	第四季度	154,317	146,083	0.95
	总计	477,227	417,034	0.87
2021年	第一季度	67,762	67,391	0.99
	第二季度	444,511	443,246	1.00
	第三季度	189,582	190,025	1.00
	第四季度	90,863	91,458	1.01
	总计	792,718	792,120	1.00
2022年1-4月		43,069	42,607	0.99
2022年1-7月		276,408	272,033	0.98

注：2022年5-7月数据未经审计，已经独立财务顾问、会计师复核。

历史期各期，语音讲解与游船运输客流量的比例关系分别为 0、0.87、1.00、0.99 和 0.98。语音讲解业务是黄龙洞旅游于 2020 年 3 月新开设的业务，开设之初试运营阶段游客量较低；2021 年稳定运营以来，语音讲解与游船运输客流量的比例关系基本稳定在 1:1 附近。

3、疫情影响、客流量

自 2020 年初疫情爆发以来，全国及地方就景区运营和旅行社业务等出台了一系列通知、政策，主要对标的资产的客流量造成影响，具体分析参见本题之“(二) /3、疫情影响”相关分析。

疫情期间，为促进旅游市场复苏，地方政府部门出台了一系列临时减免措施，

重要的措施包括：

发布时间	发布机构	政策名称	主要内容	对标的资产影响
2020年2月23日	中共张家界市委旅游工作委员会办公室	张家界市促进旅游市场全面复苏“310”行动计划	全市景区开放后至2020年12月31日，所有景区及景区内交通工具对全国医护人员实行免票，医护人员凭医师证或护士证和身份证办理免票；全市景区开放后2个月时间内，所有景区及景区内交通工具对国内外游客实行门票“买1送1”优惠（购买优惠票的除外）。	2020年3月底至12月底，全国医护人员实行免票；2020年3月底月至5月底，对所有游客实行“买1送1”优惠
2021年8月28日	张家界市人民政府办公室	印发《关于应对新冠肺炎疫情影响促进文旅行业提振信心加快复苏的政策措施》的通知	景区开放之日起至2021年9月30日，张家界市A级景区及景区内交通工具对全国游客实行半价优惠。	2021年9月，所有游客半价优惠
2022年5月29日	中共张家界市委旅游工作委员会办公室	关于实行2022年张家界暑期旅游优惠政策的通知	出台一系列暑期旅游优惠措施。包括：2022年6月1日至2022年8月31日张家界武陵源景区、黄龙洞景区等（不含景区内交通工具）对在校学生（含研究生）实行景区门票免票优惠；2022年6月1日-2022年8月31日张家界市武陵源景区等对旅行社组织的团队游客实行景区门票（不含景区内交通工具）“买一送一”优惠（购买优惠票的除外）；旅行社需提前2天向景区上报团队计划并按其操作流程实施。2022年6月1日至2022年6月30日张家界武陵源景区每天限量3000张免票（抢完为止）。	仅针对大景区门票，不包含交通工具优惠，有利于吸引游客

该等临时性免票措施有助于促进旅游市场复苏和提振信心，对客流量恢复有一定积极作用。若涉及标的资产本身的降价优惠，则将在一定程度上降低当期客均价；若仅为大景区门票降价优惠，则对客均价不产生影响，且有助于吸引游客、提高转化。

4、主要客户群体

历史期各期，黄龙洞旅游分业务主要客户群体（正价票、优惠票、免费票）

人次及占比如下：

游船运输							
期间		正价票		优惠价		免费票	
		人次	占比	人次	占比	人次	占比
2019年	第一季度	94,262	65.99%	42,648	29.86%	5,940	4.16%
	第二季度	279,629	61.14%	104,257	22.80%	73,461	16.06%
	第三季度	35,709	6.38%	425,966	76.09%	98,162	17.53%
	第四季度	29,189	9.16%	240,187	75.35%	49,378	15.49%
	总计	438,789	29.67%	813,058	54.98%	226,941	15.35%
2020年	第一季度	4,545	16.54%	20,018	72.85%	2,917	10.61%
	第二季度	10,919	18.41%	38,823	65.44%	9,581	16.15%
	第三季度	30,597	12.96%	188,243	79.73%	17,267	7.31%
	第四季度	14,436	9.35%	127,861	82.86%	12,020	7.79%
	总计	60,497	12.68%	374,945	78.57%	41,785	8.76%
2021年	第一季度	8,305	12.26%	57,593	84.99%	1,864	2.75%
	第二季度	24,100	5.42%	409,829	92.20%	10,582	2.38%
	第三季度	12,475	6.58%	173,516	91.53%	3,591	1.89%
	第四季度	13,600	14.97%	74,196	81.66%	3,067	3.38%
	总计	58,480	7.38%	715,134	90.21%	19,104	2.41%
2022年1-4月		7,983	18.54%	32,015	74.33%	3,071	7.13%
2022年1-7月	第一季度	5,558	14.12%	30,885	78.48%	2,912	7.40%
	第二季度	15,825	17.19%	72,628	78.91%	3,589	3.90%
	7月	11,912	8.21%	129,687	89.43%	3,412	2.35%
	总计	33,295	12.05%	233,200	84.37%	9,913	3.59%
语音讲解							
期间		正价票		优惠价		免费票	
		人次	占比	人次	占比	人次	占比
2019年	第一季度	-	-	-	-	-	-
	第二季度	-	-	-	-	-	-
	第三季度	-	-	-	-	-	-
	第四季度	-	-	-	-	-	-
	总计	-	-	-	-	-	-
	第一季度	495	75.00%	74	11.21%	91	13.79%

2020年	第二季度	24,157	47.04%	19,060	37.11%	8,140	15.85%
	第三季度	66,555	30.40%	135,168	61.74%	17,211	7.86%
	第四季度	33,037	22.62%	101,027	69.16%	12,019	8.23%
	总计	124,244	29.79%	255,329	61.22%	37,461	8.98%
2021年	第一季度	21,504	31.91%	44,023	65.32%	1,864	2.77%
	第二季度	171,734	38.74%	260,778	58.83%	10,734	2.42%
	第三季度	80,762	42.50%	102,937	54.17%	6,326	3.33%
	第四季度	21,539	23.55%	64,847	70.90%	5,072	5.55%
	总计	295,539	37.31%	472,585	59.66%	23,996	3.03%
2022年1-4月		15,883	37.28%	23,655	55.52%	3,069	7.20%
2022年1-7月	第一季度	12,900	33.06%	23,208	59.48%	2,910	7.46%
	第二季度	23,608	26.18%	62,990	69.84%	3,588	3.98%
	7月	24,347	17.05%	115,070	80.56%	3,412	2.39%
	总计	60,855	22.37%	201,268	73.99%	9,910	3.64%

注1：游船运输服务优惠票口径既包含18周岁以下未成年人、60周岁以上的老年人、全日制大学本科及以下学历在校学生、残疾人、现役军人、军队离休干部等特殊优惠对象，又包含享受优惠调整的旅行社团客。语音讲解服务和景区观光车不设针对特殊优惠对象的优惠票。

注2：对1.2米以下不占座儿童免票。

注3：2022年5-7月数据未经审计，已经独立财务顾问、会计师复核。

历史期内，黄龙洞旅游游船运输票中优惠票占比分别为54.98%、78.57%和90.21%、74.33%和84.37%。主要系黄龙洞旅游在2020年疫情之后推出较大力度旅行社团客优惠政策致使优惠票占比持续上升。2021年游船游客以团客为主，比例占到90%以上。2022年延续了之前的优惠政策，但由于受到上海、北京等多地疫情反复的影响，旅行社团客比例下降，加之2022年暑期研学游学生客流上升，优惠票占比有所提升。

5、季节性因素

黄龙洞旅游各项业务票价全年一致，无季节性调价。2020年5月1日至今为：游船运输服务普通票36元/人次、优惠票18元/人次；语音讲解业务25元/人次；观光车服务15人以下300元/车、15人（含）以上200元/车。

6、预测期单位价格预测的合理性

在进行客单价预测时，主要考虑了标的资产定价模式、历史期政府批复价格

及其变动影响、实际客单价变化情况、主要客户群体、疫情相关政策等因素的影响，预测结果是结合标的资产定价模式及疫情期间的实际经营情况，并综合考虑后续疫情因素及销售策略对企业经营影响后得出的判断，预测期单位价格具备合理性。

黄龙洞旅游历史期客单价、收益法预测期客单价及预测逻辑如下：

单位：元

项目		2019年	2020年	2021年	2022年1-4月	2022年1-7月	2022年5-12月(预测)	2023年及以后(预测)
游船运输	客单价	26.16	22.35	21.13	21.21	21.44	21.13	21.13
	预测逻辑	各期实际客单价					参考2021年客单价进行预测	
语音讲解	客单价	-	14.99	17.91	19.71	19.70	17.91	17.91
	预测逻辑	未开展	各期实际客单价				参考2021年客单价进行预测	
景区观光车	客单价	-	222.74	208.46	未开展	199.09	208.46	208.46
	预测逻辑	未开展	各期实际客单价				参考2021年客单价进行预测	

注：2022年5-7月数据未经审计，已经独立财务顾问、会计师复核。

对于游船运输，以2021年实际客单价21.13元/人次进行预测。2019年景区大门票制共100元/人次（后备案为景区门票60元/人次、游船运输船票40元/人次）；2020年5月起门票和游船运输服务分票，游船运输价格为36元/人次。2019年考虑调减4元差价（扣除3%增值税影响）后可比口径客单价为22.28元/人次，2020年、2022年1-7月实际客单价分别为22.35元/人次和21.44元/人次，均高于盈利预测价格，预测客单价具备可实现性。

对于语音讲解，为2020年新开展的业务，2021年起逐步稳定，因此参考2021年客单价进行预测。2022年1-7月实际客单价高于盈利预测价格，预测客单价具备可实现性（2022年1-4月由于景区游客较少，景区观光车业务未运营）。

此外，由于2021年稳定运营以来语音讲解与游船运输客流量的比例关系基本稳定在1:1附近，考虑语音讲解与游船运输的合计客单价，2021年和2022年1-7月实际合计客单价均高于盈利预测值39.04元/人次，预测客单价具备可实现性。

综上所述，本次盈利预测采用的平均客单价采用游船运输21.13元/人次、语

音讲解 17.91 元/人次、景区观光车 208.46 元/车次，预测较为稳健，具有合理性。关于政府指导定价变动对预测期单价影响，参见问题 8 之“(一)/1、标的主要业务历史期主要业务定价模式、政策调整及历史价格变化”相关回复。

(四) 结合客单价、客流量、季节性因素、疫情影响、行业环境等，补充披露标的资产预测期收入和净利润大幅增长的原因及合理性。

本次评估采用的盈利预测中，收入预测主要以客流量和客单价预测为基础，已对相关影响因素进行充分考虑；成本费用等预测主要结合历史期成本费用结构、收入占比情况、公司实际经营计划等，整体保持稳定和可比。预测期内，疫情影响逐步减弱与常态化、客流量逐步恢复及增长，是标的公司收入和净利润增长的主要来源。

1、预测情况

如前所述，在进行客流量和客单价预测时，已充分考虑季节性因素、疫情影响、行业环境等因素，预测结果是结合疫情期间的实际经营情况并综合考虑后续疫情因素对行业和标的公司经营影响后得出的判断。收入预测主要在客流量和客单价预测的基础上得出结果。

此外，结合标的公司的历史期成本费用结构、收入占比情况、公司实际经营计划，对各项成本费用进行预测。预测期内，标的公司成本、费用结构保持稳定，可比口径下与历史期收入占比未发生重大变化。黄龙洞旅游 2019-2021 年营业成本、期间费用和及占收入的比例和收益法预测 2022-2027 年情况如下：

单位：万元

项目名称		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
营业成本	金额	1,700.78	1,045.42	1,050.94	853.91	1,322.21	1,638.39	1,833.48	1,911.51	1,960.68
	毛利率	56.04%	40.61%	66.61%	52.24%	65.36%	67.03%	69.55%	69.77%	69.89%
期间费用	销售费用	366.60	171.69	329.76	129.32	268.35	331.39	389.66	409.15	418.63
	管理费用	292.71	306.40	269.08	243.79	320.14	356.06	389.33	407.99	411.81
	合计占比	17.04%	27.16%	19.03%	20.87%	15.42%	13.83%	12.94%	12.92%	12.75%

整体上，标的资产营业成本中固定成本占比较高。疫情期间，标的资产营业收入下滑，但折旧与摊销、职工薪酬等较为固定的成本不随收入同比例减少，故

毛利率呈现下滑趋势；当预测期客流量和营业收入增长时，由于收入提升的边际效应，且经营权使用费不与营业收入增长同比例增长，故毛利率有所提升。

具体而言，对于职工薪酬，本次评估采用的盈利预测参照黄龙洞旅游历史年度人员数量及薪酬福利水平，结合黄龙洞旅游人力资源规划进行估算。对于资源有偿使用费，为根据黄龙洞景区交通许经营权授予协议应向地方政府缴纳的资源有偿使用费，按游船业务收入 11.11% 缴纳。资产使用费根据协议按照收入的 3% 支付进行预测。对于折旧费、摊销等固定费用，本次盈利预测参照黄龙洞旅游折旧政策及费用中折旧占总折旧比例，结合黄龙洞旅游固定资产及无形资产规模、结构及后续投资的预测情况进行估算。对其他成本，本次盈利预测参照黄龙洞旅游经营计划，并结合黄龙洞旅游营业收入预测情况进行估算。黄龙洞旅游营业成本预测情况如下：

单位：万元

项目名称	2022年 5-12月	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
职工薪酬	259.29	430.73	512.48	563.73	591.92	609.68
资源有偿使用费	95.77	226.67	295.11	357.61	375.49	386.75
资产使用费	48.38	114.51	149.08	180.65	189.69	195.38
固定资产折旧	74.12	111.04	181.04	181.04	181.04	181.04
长期资产摊销	61.19	91.78	91.78	91.78	91.78	91.78
维修保养费	25.00	119.30	137.20	150.92	158.46	163.22
能源成本	30.00	49.51	56.93	62.62	65.76	67.73
劳动保护费	3.00	10.00	11.50	12.65	13.28	13.68
劳务成本	15.00	91.44	105.16	115.67	121.46	125.10
软件服务费	30.00	61.07	79.51	96.35	101.17	104.20
其他	10.00	16.17	18.60	20.46	21.48	22.12
营业成本合计	651.75	1,322.21	1,638.39	1,833.48	1,911.51	1,960.68
营业收入	1,612.71	3,816.86	4,969.43	6,021.78	6,322.87	6,512.56
占比	40.41%	34.64%	32.97%	30.45%	30.23%	30.11%

期间费用中，部分营销推广费用在疫情期间有所减少，预测期费用金额整体稳定增长，随收入规模扩大期间费用率略有下降，具有合理性。

黄龙洞旅游 2019-2021 年收入及净利润和收益法预测 2022-2027 年情况如下：

单位：万元

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
营业收入	3,868.82	1,760.29	3,147.14	1,788.07	3,816.86	4,969.43	6,021.78	6,322.87	6,512.56
净利润	888.92	-12.65	919.12	266.82	1,166.03	1,713.20	2,281.93	2,417.98	2,511.26

注：2019-2022年4月净利润为扣除非经常损益后归属于母公司的净利润，2022年5-12月及以后为盈利预测结果

2、预测期收入和净利润增长的原因及合理性

标的公司所属的旅游文化行业受新冠疫情的影响较为严重，我国目前处于疫情常态化防控阶段，标的公司后续的经营亦会以疫情常态化防控为基础，并考虑疫情的逐步恢复。本次评估采用的经营预测数据系被评估单位管理层结合疫情期间的实际经营情况并综合考虑后续疫情因素对行业和企业经营影响后得出的判断。该判断中预测疫情对行业的影响自2022年逐步减弱与常态化，并在2025年恢复到疫情前水平。

近两年多以来，一方面严格落实疫情防控要求，一方面凭借资源禀赋优势叠加不断提升的运营能力及不断升级的旅游产品，展现出较强的业绩韧性及持续盈利能力。在产品方面，公司推出无线语音导游服项目，景区游览秩序和服务质量得到提高，游客的旅游体验也得了明显改善。在营销方面，转化营销工作思路，将营销重点工作从中长远目的地市场营销转向省内、周边及自驾游散客市场，并取得较大的突破；与政府部门和社会媒体密切配合进行推广宣传，获得数千万浏览量；在疫情防控措施方面，严格实施旅游景区“预约、错峰、限流”管理措施，利用微信小程序广泛推行景点门票预约制度，景区入口处张贴购票二维码，入口处扫码通行，提高通行效率，减少人员接触，降低感染风险。

本次交易后，上市公司董事会将要求和促使标的公司在常态化疫情防控的背景下持续严格落实政府各项防控要求和相关管理措施，同时采取多种手段降低疫情对经营业绩的影响，进一步积极推动综合旅游目的地的转型升级与整合，发扬湖南大湘西地区丰富的民族资源优势及优良民族文化，探索文化和旅游高质量发展模式和推动共同富裕的有效路径，助力实现各民族共同富裕的目标。

结合上述分析及本题（二）、（三）中关于客流量、客单价、行业环境、疫情影响、季节性因素、景区特征等因素的讨论，标的资产经营情况预测稳健、合理。

（五）结合上述情况，补充披露本次评估溢价较高的原因及合理性。

本次评估溢价主要系标的资产资源禀赋极具稀缺性，具有核心竞争力；本次评估相关依据具有合理性，估值水平与同行业上市公司具有可比性，增值率与可比交易亦较为可比。

1、标的资产资源禀赋极具稀缺性，具有核心竞争力

（1）地处黄龙洞景区，属湖南大湘西地区核心旅游目的地

标的资产属于黄龙洞景区，位于张家界市武陵源区，为张家界武陵源景区重要组成部分，属湖南大湘西地区核心旅游目的地，具有高度稀缺性，凭借秀丽的风景、独特的地貌以及成熟的旅游产业基础，占据湖南大湘西地区旅游龙头地位。景区优质的旅游资源、品牌影响力、游客接待量为该标的资产提供了充足的客流量。

黄龙洞因享有“世界溶洞奇观”而享誉中外，以其庞大的立体结构洞穴空间、丰富的溶洞景观、水陆兼备的游览观光线路而备受游客喜欢，成为中小学生地理地质等科普基地，特别是洞内龙宫、定海神针等景点成为网红打卡地。洞内有 1 库、2 河、3 潭、4 瀑、13 大厅、98 廊，上千个白玉池和近万根石笋。由石灰质溶液凝结而成的石钟乳、石笋、石柱、石花、石幔、石枝、石管、石珍珠、石珊瑚等遍布其中。游客乘船沿河游览洞中美景，途径龙舞厅、响水河、天柱街、天仙瀑、龙宫等 6 大游览区，欣赏定海神针、万年雪松、龙王宝座、火箭升空、花果山、天仙瀑布、海螺吹天、双门迎宾、沧海桑田、黄土高坡等 100 多个景点。游客可乘游船观溶洞奇峰、奇石等，流连于美轮美奂的溶洞奇观。

（2）拥有完善的景区配套设施和景区管理系统

黄龙洞景区自开放以来，在持续提升产品质量、丰富产品内涵的基础上，不断加大景区建设力度，推出了语音讲解等多项旅游配套服务，极大改善了景区的旅游环境，提高了游客的旅游体验。同时，黄龙洞旅游形成了一整套规范的运营服务体系。近年来，黄龙洞旅游建设了以“智慧旅游服务”、“智慧景区管控”为中心的智慧旅游综合管理系统。系统集成了无线语音讲解、视频监控、消防监控、公共广播、紧急求助处置、应急指挥调度等系统，让景区的管理更加到位、便捷，

让游客更方便的获得相关信息，为游客提供更加周到的服务。专业团队和智慧旅游综合管理系统为黄龙洞旅游的持续发展提供了良好的运营基础。

2、本次评估依据具有合理性，估值情况与同行业上市公司及可比交易具有可比性

本次评估使用的评估方法、评估模型、评估参数等选取遵守《中华人民共和国资产评估法》、资产评估准则及相关行为规范等法律法规的要求，选用的参照数据、资料可靠。评估中对预测期人次、单位价格、收入、成本、期间费用和净利润等相关参数的估算主要根据历史经营数据、未来发展规划进行，经营情况预测较为稳健、合理。本次评估采用的经营预测数据系被评估单位管理层结合疫情期间的实际经营情况并综合考虑后续疫情因素对行业和企业经营影响后得出的判断。

根据收益法评估结果，黄龙洞旅游评估值为 16,303.02 万元，以截至 2022 年 4 月 30 日净资产计算的增值率为 1,056.78%；业绩承诺期（2022-2026 年）内对应本次评估值的平均市盈率为 10.39 倍。本次评估市盈率低于可比公司水平；由于经营权取得时间较早且账面价值按照历史成本计量，故通常与评估过程中的公允价值计量值存在较大差异，资产增值率与旅游行业可比交易具有可比性。本次评估相关依据具有合理性，估值情况与同行业上市公司及可比交易具有可比性。具体分析参见问题 9 之“（五）/2、本次评估相关依据具有合理性，估值情况与同行业上市公司及可比交易具有可比性”相关回复。

（六）结合上述分析及截至目前的经营业绩，补充披露标的资产盈利预测及业绩承诺的可实现性。

本次评估采用的经营预测数据系被评估单位管理层结合疫情期间的实际经营情况并综合考虑后续疫情因素对行业和企业经营影响后得出的判断。该判断中预测疫情对行业的影响自 2022 年逐步减弱与常态化，并在 2025 年恢复到疫情前水平。对于 2022 年，考虑到 2022 年初全国多地受疫情和严格封控措施影响，2022 年景区整体经营情况预测逻辑系参考 2020 年即疫情严重年份，并考虑 2022 年实际经营情况进行预测。从黄龙洞旅游截至目前实际经营业绩看，2022 年 1-7 月，黄龙洞旅游实际人次、营业收入及净利润完成进度分别为 2022 年全年预测

数据的 82.90%、78.48%和 134.88%，并优于参照年份 2020 年，实际恢复情况强于预测。结合前述讨论和分析以及截至目前的经营业绩，黄龙洞旅游经营情况预测稳健、合理，盈利预测及业绩承诺具备可实现性。

黄龙洞旅游截至目前的经营业绩与参照年份（2020 年）同期情况对比如下：

单位：万元/万人次

标的公司	项目	时间	2022 年（预测年份）		2020 年（参照年份）	
			金额/人次	完成度	金额/人次	完成度
黄龙洞旅游	客流量（游船）	1-12 月（预计）	45.10	61.29%	47.72	26.05%
		完成情况（1-7 月）	27.64		12.43	
	营业收入	1-12 月（预计）	1,788.07	66.75%	1,760.29	24.27%
		完成情况（1-7 月）	1,193.51		427.22	
	净利润	1-12 月（预计）	266.82	122.78%	-12.65	N/A
		完成情况（1-7 月）	327.59		-339.16	

注：2022 年 5-7 月数据未经审计，已经独立财务顾问、会计师复核。

2022 年 1-7 月实现客流量（游船）27.64 万人次，占全年预测值的 61.29%，大幅高于 2020 年（参照年份）1-7 月客流量（游船）占全年的比例 26.05%；2022 年 1-7 月实现营业收入 1,193.51 万元，占全年预测值的 66.75%，大幅高于 2020 年（参照年份）1-7 月营业收入占全年的比例 24.27%；2022 年 1-7 月实现扣除非经常损益后归母净利润 327.59 万元，达到全年预测值的 122.78%，而 2020 年（参照年份）1-7 月为亏损。其中，净利润的实现比例高于客流量和收入实现比例，一是因为标的资产的成本结构较为固定，在客流量和收入超过盈亏平衡点后即体现为盈利，故盈利的累计幅度快于收入和客流量；二是由于 2022 年上半年疫情严重，部分费用减免收取所致（2022 年 1-6 月经营权转让费减免 131.25 万元）。

结合上述分析及截至目前的经营业绩，黄龙洞旅游经营情况预测稳健、合理，盈利预测及业绩承诺具备可实现性。

二、补充披露情况

上述相关内容，已在修订后的重组报告书“第五节 标的公司业务与技术”之“三、标的公司主营业务具体情况”之“（三）/2、黄龙洞旅游的经营模式”和“（三）/3、黄龙洞旅游的服务情况”，以及“第七节 标的资产的评估情况”之

“一、标的资产评估情况”之“(七)黄龙洞旅游评估情况”中进行补充披露。

三、中介机构核查过程

独立财务顾问、评估师执行了以下核查程序：

1、从公开渠道查阅旅游行业和新冠肺炎疫情相关的各类政策、新闻、研究报告、分析报告等；

2、获取黄龙洞景区游客量数据，并对比与游船、讲解服务、观光车客流量之间的关系；

3、查阅同行业可比公司公开资料，从行业景气度、季节性因素、疫情影响、夜游项目性价比、客户结构、同行业可比公司情况等多个角度对历史期标的公司客流量情况进行分析，并就预测期客流量变动对估值的影响进行敏感性分析；

4、从价格制定依据、历史单价变化、不同时段价格差异、疫情影响、客流量、主要客户群体、季节性因素等多个角度对历史期标的公司客单价情况进行分析，并就预测期单位价格变动对估值的影响进行敏感性分析；

5、获取标的公司截至目前的经营业绩情况，分析资产盈利预测及业绩承诺的可实现性。其中，标的资产5-7月财务数据未经审计，但经独立财务顾问、会计师复核。主要复核程序包括：(1)对业务、财务数据一致性验证，对各标的公司业务系统订单金额与财务账面主营收入金额进行核对；(2)对各标的公司业务、财务数据合理性进行了分析，包括客单价、毛利率等；(3)执行客户函证核查程序，对各标的公司前十大客户进行了函证，函证内容包括收入、应收账款，确认上述事项的真实性；(3)执行客户访谈核查程序，对标的公司的前十大客户执行了访谈核查程序。

四、中介机构核查意见

经评估师核查，认为：

1、上市公司核查了黄龙洞景区游客量与游船、讲解服务、观光车客流量之间的关系，认为本次标的公司的盈利预测未直接将黄龙洞景区的游客量作为预测的参数和依据，采用的客流量预测数据主要考虑黄龙洞旅游主要业务自身客流量

及相互的比例关系，但也将张家界和湖南省当地的旅游发展情况、黄龙洞景区周边环境及游客承载能力等因素纳入考虑，并综合分析疫情期间的实际经营情况及后续疫情因素影响后得出的判断，具有合理性；上述分析及披露具有合理性；

2、上市公司核查了行业景气度、季节性因素、疫情影响、天气因素、客户结构、同行业可比公司情况等，认为本次标的公司的盈利预测中客流量预测数据主要考虑了历史期各年疫情情况下客流量的恢复情况、各月度的季节性变化特征、景区特征等因素，预测结果是结合疫情期间实际经营情况并综合考虑后续疫情因素对行业景气度和企业经营影响后得出的判断，预测结果稳健，具有合理性；上述分析及披露具有合理性；

3、上市公司核查了标的公司价格制定依据、历史单价变化、选择游船和语音讲解的游客比例、疫情影响、客流量、主要客户群体、季节性因素等，认为本次标的公司的盈利预测预测期单位价格主要考虑了标的资产定价模式、历史期政府批复价格及其变动影响、实际客单价变化情况、主要客户群体、疫情相关政策等因素的影响，预测结果是结合标的资产定价模式及疫情期间的实际经营情况，并综合考虑后续疫情因素及销售策略对企业经营影响后得出的判断，具备合理性；上述分析及披露具有合理性；

4、上市公司核查了客单价、客流量、季节性因素、疫情影响、行业环境等，认为本次标的公司的盈利预测基于我国疫情防控的阶段特征，标的公司后续经营、预测期收入和净利润情况以疫情常态化防控为基础，预测疫情对行业的影响自2022年逐步减弱与常态化，并在2025年恢复到疫情前水平，预测期成本、费用占比整体保持稳定、可比，经营情况预测稳健、合理；上述分析及披露具有合理性；

5、上市公司分析认为本次标的公司评估溢价主要系标的资产资源禀赋极具稀缺性，具有核心竞争力。本次评估相关依据具有合理性，估值水平与同行业上市公司具有可比性，增值率与可比交易亦具有可比性；上述分析及披露具有合理性；

6、上市公司核查了标的公司2022年1-7月实际经营业绩，认为标的公司2022年度盈利预测及业绩承诺具备可实现性，上述分析及披露具有合理性。

上述相关内容已在修订后的重组报告书中补充披露。

问题 7【问题 12】 申请文件显示，齐云山股份在评估基准日收益法评估值为 6,191.33 万元，评估增值 99.80 万元，增值率 1.64%。请你公司：1) 补充披露齐云山景区游客量与索道、景交车、竹筏漂流客流量之间的关系，包括但不限于报告期比例关系、报告期波动趋势及原因、评估中是否考虑景区游客转化率对于客流量预测的影响等。2) 结合行业景气度、季节性因素、疫情影响、天气因素、客户结构、同行业可比公司情况等，补充披露预测期客流量增长较大的原因及合理性，并就客流量变动对估值的影响进行敏感性分析。3) 结合销售价格制定依据、疫情影响、客流量、主要客户群体、季节性因素等，补充披露预测期索道业务单位价格高于近三年均价的原因及合理性。4) 结合客单价、客流量、季节性因素、疫情影响、行业环境等，补充披露标的资产预测期收入和净利润大幅增长的原因及合理性。5) 结合上述分析及截至目前的经营业绩，补充披露标的资产盈利预测及业绩承诺的可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、问题回复

(一) 补充披露齐云山景区游客量与索道、景交车、竹筏漂流客流量之间的关系，包括但不限于报告期比例关系、报告期波动趋势及原因、评估中是否考虑景区游客转化率对于客流量预测的影响等。

历史期内，齐云山股份主要业务客流量相较于齐云山景区游客量的转化率整体较为稳定，对未来游客量增长有支撑和促进作用。本次评估采用的盈利预测未直接将齐云山景区的游客量作为预测的参数和依据，采用的客流量预测数据主要考虑齐云山股份主要业务自身客流量及相互的比例关系，但也将黄山市和安徽省当地的旅游发展情况、齐云山景区周边环境和游客承载能力等因素纳入考虑，并综合分析疫情期间的实际经营情况及后续疫情因素影响后得出判断，具体分析如下：

历史期各期，齐云山景区游客量与索道、景交车、竹筏漂流客流量之间的关系如下表所示：

期间		齐云山景区	月华索道		景区交通车		横江竹筏漂流	
		客流量 (人次)	客流量 (人次)	占比	客流量 (人次)	占比	客流量 (人次)	占比
2019年	第一季度	73,257	101,038	137.92%	3,703	5.05%	-	0.00%
	第二季度	96,006	128,005	133.33%	9,974	10.39%	-	0.00%
	第三季度	68,329	84,069	123.04%	7,663	11.21%	-	0.00%
	第四季度	83,413	107,500	128.88%	8,251	9.89%	-	0.00%
	总计	321,005	420,612	131.03%	29,591	9.22%	-	0.00%
2020年	第一季度	6,496	8,124	125.06%	1,308	20.14%	-	0.00%
	第二季度	47,636	59,509	124.92%	6,517	13.68%	-	0.00%
	第三季度	53,740	70,784	131.72%	5,625	10.47%	-	0.00%
	第四季度	67,262	92,494	137.51%	11,359	16.89%	-	0.00%
	总计	175,134	230,911	131.85%	24,809	14.17%	-	0.00%
2021年	第一季度	47,041	53,290	113.28%	5,165	10.98%	-	0.00%
	第二季度	97,197	140,649	144.71%	8,436	8.68%	6,139	6.32%
	第三季度	57,277	82,160	143.44%	5,362	9.36%	4,292	7.49%
	第四季度	62,840	92,301	146.88%	7,186	11.44%	4,719	7.51%
	总计	264,355	368,400	139.36%	26,149	9.89%	15,150	5.73%
2022年1-4月		36,576	46,206	126.33%	2,574	7.04%	2,885	7.89%
2022年1-7月		90,646	133,601	147.39%	6,093	6.72%	25,764	28.42%

注 1：月华索道客流量占齐云山景区客流量的比例超过 100%，系月华索道客流量人次考虑了上下双程所致。

注 2：2022 年 5-7 月数据未经审计，已经独立财务顾问、会计师复核。

历史期各期，月华索道客流量占齐云山景区客流量的比例分别为 131.03%、131.85%、139.36%、126.33%和 147.39%，整体较为稳定，2022 年 1-4 月主要受季节性 & 华东地区疫情影响略有下降，暑期已快速恢复；景区交通车客流量占齐云山景区客流量的比例分别为 9.22%、14.17%、9.89%、7.04%和 6.72%，2021 年与 2019 年接近，2020 年受景区整体游客基数下降影响占比有所提升，2022 年受季节性 & 华东地区疫情影响及 6 月盘山路维修导致停止运营影响略有下降；横江竹筏漂流客流量占齐云山景区客流量的比例分别为 0.00%、0.00%、5.73%、7.89%和 28.42%，该业务为 2021 年 5 月新开设的业务，开设以来特别是 2022 年以来，随着营销和宣传的不断深化，游客转化率迅速提升。

综合以上分析，齐云山股份主要业务客流量的转化率较为稳定，对未来游客

量增长有支撑和促进作用。本次评估采用的盈利预测中客流量预测数据主要考虑齐云山股份各业务自身游客量，综合疫情期间的实际经营情况并考虑后续疫情因素影响后得出的判断，未直接将齐云山景区的游客量作为预测的参数和依据，但也将黄山市和安徽省当地的旅游发展情况、齐云山景区周边环境和游客承载能力等因素纳入考虑。

（二）结合行业景气度、季节性因素、疫情影响、天气因素、客户结构、同行业可比公司情况等，补充披露预测期客流量增长较大的原因及合理性，并就客流量变动对估值的影响进行敏感性分析。

在进行客流量预测时，主要考虑了历史期各年疫情情况下客流量的恢复情况、各月度的季节性变化特征、景区特征、不同业务之间的客流量比例关系等因素，预测结果是结合疫情期间实际经营情况并综合考虑后续疫情因素对行业和企业经营影响后得出的判断，预测结果较为稳健，具有合理性。标的资产上述历史期各年相关数据相较于同行业可比公司亦不存在重大差异，具体分析如下：

1、旅游行业景气度

我国旅游行业景气度相关情况参见问题 9 之“（二）/1、旅游行业景气度”相关回复。整体来看，我国旅游行业市场广阔、潜力巨大，旅游业一直是国家经济和国民消费的重要组成部分，人民群众对旅游消费的需求持续增长。新冠肺炎疫情爆发以来，旅游行业受到较大影响，但经过两年多的疫情影响，旅游行业在疫情防控中不断总结，提升行业危机应对能力，减少突发事件对行业的影响。当前，在国内消费大循环的背景下，配合相关部门出台的一系列刺激措施，旅游消费信心稳步回升，行业发展稳定性及韧性持续加强，行业景气度快速恢复。

根据标的公司所在的黄山市发布的“十四五”时期规划和方案中的相关目标，“十四五”时期旅游接待人次和收入预计仍将保持高速增长。

发布时间	单位	文件名称	内容	增长率预计
2021 年 3 月 17 日	黄山市文化和旅游局	黄山市“十四五”文化和旅游产业发展规划	到 2025 年，形成文化和旅游产业全方位、深层次的融合发展格局，年旅游接待总量突破 9000 万人次、力争达到 1 亿人次（2019 年 7400 万人次、预计 2021 年 4500	年旅游接待总量年均增长率 3.32%-5.15%；旅游

发布时间	单位	文件名称	内容	增长率预计
			万人次), 过夜游客力争达到 1300 万人 (2019 年 1002 万人、预计 2021 年 500 万人), 旅游业总收入力争突破 900 亿元(2019 年 659 亿元、预计 2021 年 320 亿元)。	业总收入年均增长率 5.33%
2021 年 5 月 17 日	黄山市人民代表大会	黄山市国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要	以争创国家全域旅游示范区为抓手, 深入实施“旅游+”战略, 推深做实旅游品质革命, 推动传统观光向休闲度假复合转型, 打响“文旅新融合, 黄山再出发”品牌, 建设全新、全景、全业、全球黄山。力争到 2025 年, 年旅游接待量超 1 亿人次、旅游总收入超 1 千亿元, 过夜游客达 1300 万。	对照 2019 年数据测算, 旅游接待量年均增长率 5.14%, 旅游收入年均增长率 7.19%, 过夜游客年均增长率 4.47%

2、季节性因素

历史期内, 齐云山股份的客流量受气候、节假日因素影响较大, 呈现较为明显的季节性特征, 具体数据如下:

历史期间		月华索道		景区交通车		横江竹筏漂流	
		客流量 (人次)	占全年比 例	客流量 (人次)	占全年比 例	客流量 (人次)	占全年比 例
2019 年	第一季度	101,038	24.02%	3,703	12.51%	-	-
	第二季度	128,005	30.43%	9,974	33.71%	-	-
	第三季度	84,069	19.99%	7,663	25.90%	-	-
	第四季度	107,500	25.56%	8,251	27.88%	-	-
	总计	420,612	100.00%	29,591	100.00%	-	-
2020 年	第一季度	8,124	3.52%	1,308	5.27%	-	-
	第二季度	59,509	25.77%	6,517	26.27%	-	-
	第三季度	70,784	30.65%	5,625	22.67%	-	-
	第四季度	92,494	40.06%	11,359	45.79%	-	-
	总计	230,911	100.00%	24,809	100.00%	-	-
2021 年	第一季度	53,290	14.47%	5,165	19.75%	-	-
	第二季度	140,649	38.18%	8,436	32.26%	6,139	40.52%
	第三季度	82,160	22.30%	5,362	20.51%	4,292	28.33%
	第四季度	92,301	25.05%	7,186	27.48%	4,719	31.15%
	总计	368,400	100.00%	26,149	100.00%	15,150	100.00%

历史期间		月华索道		景区交通车		横江竹筏漂流	
		客流量 (人次)	占全年比 例	客流量 (人次)	占全年比 例	客流量 (人次)	占全年比 例
2022年1-4月		46,206	34.59%	2,574	42.25%	2,885	11.20%
2022 年1- 7月	第一季度	44,087	33.00%	2,395	39.31%	2,232	8.66%
	第二季度	39,094	29.26%	874	14.34%	8,717	33.83%
	7月	50,420	37.74%	2,824	46.35%	14,815	57.50%
	总计	133,601	100.00%	6,093	100.00%	25,764	100.00%

注：2022年5-7月数据未经审计，已经独立财务顾问、会计师复核。

每年1月、2月为传统旅游淡季，但春节期间齐云山股份推出的迎春纳福民俗巡游活动能够吸引游客登山互动；3月份起受春赏油菜花、清明踏青、五一小长假等利好因素影响，齐云山股份客流量持续提升，形成较好的客流和业绩；暑期齐云山股份推出的“避暑之旅”、“亲水之旅”、“文化之旅”等短途周边游进一步增进齐云山股份客流量。三季度客流量有所回落，10月份“十一黄金周假期”使得齐云山游客人次再次进入小高峰，当月客流量达到全年峰值，随后11月份开始冬季到来，客流量逐步回落。2019年齐云山股份四个季度的游客人数分布情况就呈现了上述特点。

2020年初疫情爆发以来，除日历月份间的季节性影响外，疫情对季度和月度间的游客分布影响更大，具体参见本小节之“3、疫情影响”相关回复。

3、疫情影响

自2020年初疫情爆发以来，除问题8之“(二)/1、2020年以来疫情情况、防控政策，景区阶段性暂停营业及恢复运营后措施”提及的全国性政策外，安徽省、黄山市和休宁县就景区运营和旅行社业务等出台了一系列通知、政策，其中，对标的资产经营业务开展影响较大的政策节点主要包括：

(1) 疫情爆发初期：2020年1月25日至2020年3月14日，齐云山景区根据政府要求关闭。

(2) 国内疫情形势趋于稳定和逐步恢复：2020年3月15日起，齐云山景区恢复开放，日接待量不超过日最大承载量的50%，瞬间流量不超过最大瞬时流量的30%；2020年7月中旬起，恢复旅行社及在线旅游企业经营跨省（区、市）

团队旅游及“机票+酒店”业务；2020年9月中旬起，接待量调整为最大接待量的75%以内；2021年3月起不再设置最大接待量限制。

(3) 常态化防控阶段：2021年起逐步进入常态化防控阶段，但国内局部疫情反复仍给经营带来一定影响；外省来返人员核酸检测要求范围有所扩大，目前要求为外省来返人员需持48小时内核酸检测阴性证明，重点地区（每日更新）旅居史人员采取相应管控措施。

(4) 休宁县疫情及恢复：2022年以来特别是3月以来，奥密克戎变异毒株引起的疫情在多地出现反弹。2022年5月14日起，齐云山景区所在的休宁县实行静态管理，景区暂停营业；2022年6月3日起已恢复开放。随着本轮疫情高峰期度过，进入旅游市场复苏阶段。地方政府和旅游主管部门也出台一系列配套措施，刺激旅游消费复苏和恢复。黄山市文化和旅游局于6月发布《2022年黄山市文旅消费券发放活动工作方案》，提振文旅消费信心，助力文旅企业发展。

具体如下：

发布时间	所处阶段	发布机构	政策名称	主要内容
2020年1月25日	疫情爆发初期	黄山市文化和旅游局	关于进一步加强新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的紧急通知	自1月25日下午3时起，黄山市域内A级以上旅游景区全部暂停对外开放，封闭式景区应停止各渠道售票并暂停营业，开放式景区做好闭园工作。其他景区参照A级景区执行。恢复营业时间另行通知。
2020年2月21日/3月10日		黄山市文化和旅游局	关于黄山市旅游景区有序开放的通知、关于黄山市旅游景区继续有序开放的通知	自然山水和街区类23处（无/少量原住民、非室内景区），可自2月21日起有序开放（包含齐云山景区）。实行复工承诺制，拟开放景区在复工前，应签署《黄山市旅游景区疫后有序开放承诺书》，报当地和市文化和旅游局主管部门备案。
2020年7月21日	国内疫情形势趋于稳定和逐步恢复	安徽省文化和旅游厅	关于推进旅游企业扩大复工复产有关事项的通知	决定从即日起恢复旅行社及在线旅游企业经营跨省（区、市）团队旅游及“机票+酒店”业务，出入境旅游业务暂不恢复。将全省旅游景区接待游客量由不得超过最大承载量的30%调至50%，采取预约、限流等方式，开放旅游景区室内场所。
2021年8月	常态化防控	黄山市新冠	黄山市疫情	对从外省返黄人员提供核酸检测阴性

发布时间	所处阶段	发布机构	政策名称	主要内容
月 1 日至 2022 年 1 月 13 日	阶段	肺炎疫情防 控应急指挥 部办公室等	防控提示	性证明的范围要求变化： “中高风险地区所在地市，提供 7 日内核酸检测阴性证明”（2021 年 8 月 1 日）——“中高风险地区所在地市，提供 48 小时内核酸检测阴性证明”（2021 年 8 月 13 日）——“有本土疫情发生的地级市”（2021 年 12 月 4 日）——“省外人员”（2022 年 1 月 13 日）；重点地区（每日更新）旅居史人员采取相应管控措施。
2022 年 5 月 13 日	休宁县疫情 及恢复	休宁县新冠 肺炎疫情防 控应急指挥 部	关于加强休 宁县疫情防 控工作的通 告	自 5 月 14 日零时起，对全县实行静态管理，各类室内场所（含景区公园室内场所等）暂停营业。
2022 年 5 月 26 日		休宁县新冠 肺炎疫情防 控应急指挥 部	休宁县关于 解除静态管 理管控措施 的通告	自 5 月 26 日零时起，全县解除静态管理。
2022 年 6 月 3 日		休宁县文化 旅游体育局	关于有序恢 复文化旅游 体育市场主 体营业的通 知	为推动全县文旅体市场主体有序复工复产， 拟自 6 月 3 日起，逐步有序恢复全县文化旅游体育主体企业营业（包含齐云山景区）。
2022 年 6 月 9 日		黄山市文化 和旅游局	2022 年黄山 市文旅消费 券发放活动 工作方案	为提振文旅消费信心，助力文旅企业发展，黄山市文化和旅游局将于 2022 年 6 月 9 日—8 月 28 日期间面向全体黄山市民和拟来黄游客，分批发放文旅消费券，首批消费券总量达 61380 张。其中：旅行社类消费券面向黄山市域外游客发放；A 级景区、旅游民宿、旅游星级饭店、电影院、实体书店、娱乐场所和演出场所等消费券面向全体市民和游客发放。

4、天气因素

根据国家索道检测中心相关规定，月华索道在以下情形下停止运营：（1）大风 12 级及以上，（2）雷电（含感应电）和直击雷，（3）发生 4 级以上有破坏性地震。2019 年 1 月 1 日至今，因天气原因导致相关业务停业的天数为 3 天（为 2021 年 7 月，因台风过境停业 3 天）。

2022年6月，因雨天导致盘山路塌方，景区交通停止运营，至7月初恢复运营。

根据《齐云山景区竹筏运营管理制度》要求，竹筏漂流在雷雨、大风等恶劣天气、洪水洪涝、暴雨导致水位超过警戒线、水流速度太快等情形下停止运营。2021年5月该业务开设至今，因天气原因导致相关业务停业的天数为15天（为2021年5-7月共10天、2022年5-7月共5天）。

5、客户结构

历史期各期，齐云山股份客户结构（旅行社团客、自由行散客）人次及占比如下：

期间		旅行社团客		自由行散客	
		人次	占比	人次	占比
2019年	第一季度	38,088	36.36%	66,653	63.64%
	第二季度	58,680	42.53%	79,299	57.47%
	第三季度	35,819	39.05%	55,913	60.95%
	第四季度	52,047	44.96%	63,704	55.04%
	总计	184,634	41.01%	265,569	58.99%
2020年	第一季度	2,418	25.64%	7,014	74.36%
	第二季度	16,573	25.10%	49,453	74.90%
	第三季度	38,637	50.57%	37,772	49.43%
	第四季度	48,553	46.75%	55,300	53.25%
	总计	106,181	41.52%	149,539	58.48%
2021年	第一季度	18,497	31.64%	39,958	68.36%
	第二季度	89,048	57.37%	66,176	42.63%
	第三季度	47,459	51.69%	44,355	48.31%
	第四季度	49,378	47.38%	54,828	52.62%
	总计	204,382	49.89%	205,317	50.11%
2022年1-4月		17,693	34.25%	33,972	65.75%
2022年1-7月	第一季度	17,227	35.36%	31,487	64.64%
	第二季度	20,014	41.11%	28,671	58.89%
	7月	32,030	47.06%	36,029	52.94%
	总计	69,271	41.87%	96,187	58.13%

注：2022年5-7月数据未经审计，已经独立财务顾问、会计师复核。

齐云山作为短途周边游的热门景点，齐云山股份自由行散客的占比较高。2021年以来，齐云山借助文旅融合打造了复古游等特色活动，同时加强与旅行社合作，旅行社团客占比有所上升。2022年上半年受到华东地区疫情影响团客出现，占比有所下降，7月暑期旺季团客占比再次回升。

6、同行业可比公司情况

同行业可比公司中，上市公司黄山旅游（600054.SH）与齐云山股份同处于黄山市，具有一定可比性。齐云山股份2019-2021年游船运输客流量情况与黄山旅游（600054.SH）对比如下：

证券代码	上市公司	所在地	人次口径	2021年	2020年	2019年	2021/2019	2021/2020
600054.SH	黄山旅游	安徽黄山	进山	167.42	151.15	350.1	47.82%	110.76%
			索道及缆车	362.07	313.2	737.95	49.06%	115.60%
			平均				48.44%	113.18%
-	齐云山股份	安徽黄山	月华索道	36.84	23.09	42.06	87.59%	159.54%
			景区交通车	2.61	2.48	2.96	88.37%	105.40%
			平均				87.98%	132.47%

注：可比公司数据来自其公开披露的定期报告；齐云山股份2019年未开展横江竹筏漂流业务，故未进行比较。

由上表可知，疫情对标的公司及可比上市公司的客流量均有较大影响，2020年客流量下降最为严重，2021年有所恢复。以黄山旅游（600054.SH）披露的各个口径客流量（进山、索道及缆车）计算，2021年较2019年的恢复率平均值为48.44%，2021年较2020年恢复率平均值为113.18%。齐云山股份（月华索道、景区交通车）2021年较2019年恢复率平均值为87.98%，较2020年恢复率平均值为132.47%，大幅高于可比公司，显示出标的资产较强的恢复能力和经营韧性。

7、预测期客流量增长较大的原因及合理性，就客流量变动对估值的影响进行敏感性分析

在进行客流量预测时，主要考虑了历史期各年疫情情况下客流量的恢复情况、各月度的季节性变化特征、景区特征、不同业务之间的客流量比例关系等因素，预测结果是结合疫情期间实际经营情况并综合考虑后续疫情因素对行业和企业

经营影响后得出的判断，预测结果较为稳健，具有合理性。

齐云山股份各业务 2019-2021 年客流量、收益法预测 2022-2027 年人次及预测逻辑如下：

单位：万人次

项目		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
月华索道	人次	42.06	23.09	36.84	25.49	42.37	52.96	63.55	66.73	68.73
	预测逻辑	无疫情年份	疫情严重年份	疫情恢复年份	1-5 月为实际人次，6-12 月为 2022 年 1-5 月相比 2020 年 1-5 月恢复率	较 2021 年增长 15%	同比上年增长 25%	同比上年增长 20%	同比上年增长 5%	同比上年增长 3%
景区交通车	人次	2.96	2.48	2.61	1.74	3.00	3.75	4.50	4.73	4.87
	预测逻辑	无疫情年份	疫情严重年份	疫情恢复年份	2022 年 1-5 月为实际人次，之后参考 2021 年与索道人次比例进行预测					
横江竹筏漂流	人次	-	-	1.51	2.77	4.60	5.75	6.90	7.24	7.46
	预测逻辑	未开展	未开展	运行首年	2022 年 1-5 月为实际人次，之后参考 2022 年 1-5 月与索道人次比例进行预测					

注：上表中，2019-2021 年人次为实际数，2022-2027 年人次为评估预计数。

齐云山景区属于成长型景区，历史期经营状况尚未达到成熟期，经营情况有内生增长，在此基础上考虑疫情影响，主要采用“增长逻辑”预测。对于月华索道业务，考虑 2022 年上半年全国多地疫情和静态管控措施影响，景区客流量减少，整体参考 2020 年（疫情严重年份），以 2022 年 1-5 月客流量相比 2020 年 1-5 月恢复率预测 2022 年 6-12 月情况，2022 年全年客流量预测值为 2020 年客流量的 110.39%；对于 2023 年，考虑疫情逐渐恢复，在 2022 年的基础上客流量同比上年增长 15%；考虑 2024 年、2025 年逐步从疫情中恢复，客流量分别同比上年增长 25%和 20%，此后同比上年分别增长 5%和 3%，进入稳定期。对于景区交通车、横江竹筏漂流，参考 2021 年与索道人次比例进行预测。

齐云山股份收益法评估的评估结果受疫情背景下人次恢复和增长情况的影响。根据收益法计算数据，游客人次与评估值存在正相关变动关系，假设 2023 年及以后各年游客人次较原预期变动，以外的其他条件不变，游客人次与标的资产评估值变动的敏感性分析如下表：

单位：万元

2023年及以后各年游客人次变动情况	-10%		-5%		0	+5%		+10%	
	评估值	变动率	评估值	变动率	评估值	评估值	变动率	评估值	变动率
齐云山股份	5,016.78	-18.02%	5,568.21	-9.01%	6,119.50	6,670.66	9.01%	7,221.72	18.01%

综上所述，我国旅游市场广阔、潜力巨大的基本面没有改变，经过两年多的疫情影响，标的资产充分总结疫情防控应对经验，同时凭借资源禀赋优势叠加不断提升的运营能力及不断升级的旅游产品，提升危机应对能力。特别是在当前国内消费大循环的背景下，配合相关部门出台的一系列刺激措施，2022年暑期旅游消费信心稳步回升，景气度快速恢复。齐云山股份在进行客流量预测时，采用了“增长逻辑”，主要考虑了历史期各年疫情情况下客流量的恢复情况、各月度的季节性变化特征、景区特征等因素，预测结果是结合疫情期间实际经营情况并综合考虑后续疫情因素对行业景气度和企业经营影响后得出的判断，预测结果较为稳健，具有合理性。齐云山股份上述历史期各年相关数据相较于同行业可比公司亦不存在重大差异。

（三）结合销售价格制定依据、疫情影响、客流量、主要客户群体、季节性因素等，补充披露预测期索道业务单位价格高于近三年均价的原因及合理性。

在进行客单价预测时，主要考虑了历史期政府批复价格、实际客单价变化情况、主要客户群体、疫情相关政策等因素的影响，预测结果是结合疫情期间的实际经营情况并综合考虑后续疫情因素对行业和企业经营影响后得出的判断。

1、价格制定依据和历史单价变化

齐云山月华索道的收费采用政府指导价模式定价，具体情况参见问题 8 之“（一）/1、标的主要业务历史期主要业务定价模式、政策调整及历史价格变化”相关回复。

历史期内，齐云山股份的平均客单价如下表所示：

单位：元/人次

期间	月华索道		景区交通车		横江竹筏漂流		总计	
	平均客单价	同比	平均客单价	同比	平均客单价	同比	平均客单价	同比
第一季度	28.26	-	27.56	-	-	-	28.23	-

期间	月华索道		景区交通车		横江竹筏漂流		总计		
	平均客单价	同比	平均客单价	同比	平均客单价	同比	平均客单价	同比	
2019年	第二季度	28.63	-	25.47	-	-	-	28.40	-
	第三季度	30.39	-	25.93	-	-	-	30.02	-
	第四季度	28.53	-	26.19	-	-	-	28.36	-
	总计	28.87	-	26.05	-	-	-	28.68	-
2020年	第一季度	41.96	48.49%	30.34	10.11%	-	-	40.35	42.91%
	第二季度	42.26	47.61%	32.26	26.67%	-	-	41.28	45.32%
	第三季度	29.64	-2.47%	31.82	22.73%	-	-	29.80	-0.73%
	第四季度	32.71	14.67%	31.38	19.80%	-	-	32.57	14.83%
	总计	34.56	19.71%	31.66	21.52%	-	-	34.28	19.51%
2021年	第一季度	40.10	-4.44%	31.42	3.57%	-	-	39.33	-2.52%
	第二季度	32.60	-22.87%	30.31	-6.06%	50.88	-	33.20	-19.58%
	第三季度	37.73	27.30%	27.44	-13.76%	55.55	-	37.97	27.40%
	第四季度	37.09	13.37%	28.97	-7.69%	38.72	-	36.60	12.38%
	总计	35.95	4.03%	29.57	-6.59%	48.42	-	36.01	5.05%
2022年1-4月	39.89	13.95%	27.89	-10.20%	36.52	-	39.10	12.68%	
2022年1-7月	36.93	5.23	29.43	-1.64%	46.11	-10.71%	38.08	7.94%	

注 1: 平均客单价=对应业务收入/对应业务客流量; 总平均客单价=主营业务收入/总客流量。

注 2: 2022 年 5-7 月数据未经审计, 已经独立财务顾问、会计师复核。

历史期各期, 齐云山股份的总平均客单价分别为 28.68 元/人次、34.28 元/人次、36.01 元/人次、39.10 元/人次和 38.08 元/人次。2020 年度齐云山股份平均客单价大幅上升, 主要是因为过去齐云山采用阶段性优惠政策, 降低票价以吸引客流量, 平均客单价较低, 2020 年之后, 齐云山景区一改先前的营销策略, 积极开发新的旅游产品, 给游客更深入的沉浸式旅游体验, 游客乘坐索道的比例提升, 并新增水上游乐等增值服务项目, 总体客单价大幅上涨。2021 年、2022 年, 随着景区知名度的进一步提升, 总平均客单价继续保持小幅上升趋势。

2、疫情影响、客流量

自 2020 年初疫情爆发以来, 全国及地方就景区运营和旅行社业务等出台了一系列通知、政策, 主要对标的资产的客流量造成影响, 具体分析参见本题之“(二) /3、疫情影响”相关分析。

3、主要客户群体

历史期各期，齐云山股份主要客户群体（正价票、优惠票、免费票）人次及占比如下：

单位：人次

期间		正价票		优惠票		免费票	
		人次	占比	人次	占比	人次	占比
2019年	第一季度	61,154	58.39%	41,711	39.82%	1,876	1.79%
	第二季度	81,754	59.25%	53,057	38.45%	3,168	2.30%
	第三季度	55,864	60.90%	34,112	37.19%	1,756	1.91%
	第四季度	61,492	53.12%	51,309	44.33%	2,950	2.55%
	总计	260,264	57.81%	180,189	40.02%	9,750	2.17%
2020年	第一季度	7,002	74.24%	2,140	22.69%	290	3.07%
	第二季度	50,960	77.18%	14,058	21.29%	1,008	1.53%
	第三季度	38,034	49.78%	36,585	47.88%	1,790	2.34%
	第四季度	54,041	52.04%	47,431	45.67%	2,381	2.29%
	总计	150,037	58.67%	100,214	39.19%	5,469	2.14%
2021年	第一季度	41,231	70.53%	16,730	28.62%	494	0.85%
	第二季度	61,617	39.70%	92,287	59.45%	1,320	0.85%
	第三季度	41,717	45.44%	44,051	47.98%	6,046	6.59%
	第四季度	46,722	44.84%	51,883	49.79%	5,601	5.37%
	总计	191,287	46.69%	204,951	50.02%	13,461	3.29%
2022年1-4月		28,356	54.88%	21,333	41.29%	1,976	3.82%
2022年1-7月	第一季度	26,583	54.57%	20,406	41.89%	1,725	3.54%
	第二季度	21,845	44.87%	25,979	53.36%	861	1.77%
	7月	24,701	36.29%	42,483	62.42%	875	1.29%
	总计	73,129	44.20%	88,868	53.71%	3,461	2.09%

注1：对1.2米以下儿童、国家、省、市摄影家协会会员免票。

注2：2022年5-7月数据未经审计，已经独立财务顾问、会计师复核。

2019年、2020年齐云山股份正价票、优惠票、免费票占比结构基本保持稳定。受新冠疫情影响，2021年以来，齐云山减小优惠票优惠幅度的同时加大优惠

票适用范围，优惠票占比有所提升。

4、季节性因素

齐云山股份各项业务票价全年一致，无季节性调价。2017年10月16日至今为：齐云山月华索道60元/人次；景区交通车35元/人次（上、下单程）；横江竹筏漂流90元/人次。

5、预测期索道业务单位价格高于近三年均价的原因及合理性

在进行客单价预测时，主要考虑了标的资产定价模式、历史期政府批复价格及其变动影响、实际客单价变化情况、主要客户群体、疫情相关政策等因素的影响，预测结果是结合标的资产定价模式及疫情期间的实际经营情况，并综合考虑后续疫情因素及销售策略对企业经营影响后得出的判断，预测期单位价格具备合理性。

齐云山股份索道业务历史期客单价、收益法预测期客单价及预测逻辑如下：

单位：元

项目	2019年	2020年	2021年	2022年 1-4月	2022年 1-7月	2022年 5-12月 (预测)	2023年及 以后(预 测)
客单价	28.87	34.56	35.95	39.89	36.93	35.95	35.95
预测逻辑	各期实际客单价					参考2021年实际客单价进行预测	

注：2022年5-7月数据未经审计，已经独立财务顾问、会计师复核。

受益于景区自身成长、营销推广活动（复古游等沉浸式旅游体验）的推进和景区知名度的逐步提升，齐云山股份索道业务历史期客单价逐年上升。谨慎考虑，预测期参考2021年实际客单价35.95元/人次进行，较为稳健，具有合理性。2022年1-7月实际平均客单价为36.93元/人次，高于预测单价，预测单价具备可实现性。关于政府指导定价变动对预测期单价影响，参见问题8之“（一）/1、标的的主要业务历史期主要业务定价模式、政策调整及历史价格变化”相关回复。

（四）结合客单价、客流量、季节性因素、疫情影响、行业环境等，补充披露标的资产预测期收入和净利润大幅增长的原因及合理性。

本次评估采用的盈利预测中，收入预测主要以客流量和客单价预测为基础，

已对相关影响因素进行充分考虑；成本费用等预测主要结合历史期成本费用结构、收入占比情况、公司实际经营计划等，整体保持稳定和可比。预测期内，疫情影响逐步减弱与常态化、客流量逐步恢复及增长，是标的公司收入和净利润增长的主要来源。

1、预测情况

如前所述，在进行客流量和客单价预测时，已充分考虑季节性因素、疫情影响、行业环境等因素，预测结果是结合疫情期间的实际经营情况并综合考虑后续疫情因素对行业和标的公司经营影响后得出的判断。收入预测主要在客流量和客单价预测的基础上得出结果。

此外，结合标的公司的历史期成本费用结构、收入占比情况、公司实际经营计划，对各项成本费用进行预测。预测期内，标的公司成本、费用结构保持稳定，可比口径下与历史期收入占比未发生重大变化。齐云山股份 2019-2021 年营业成本、期间费用和及占收入的比例和收益法预测 2022-2027 年情况如下：

单位：万元

项目名称		2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
营业成本	金额	845.56	760.68	884.71	773.43	962.99	1,065.60	1,170.29	1,207.38	1,230.75
	毛利率	37.57%	15.32%	41.40%	30.41%	47.12%	53.19%	57.16%	57.90%	58.34%
期间费用	销售费用	160.01	112.70	192.01	109.95	217.95	242.55	257.17	270.03	278.13
	管理费用	166.90	110.82	128.92	108.44	148.90	166.98	179.97	188.47	193.83
	合计占比	24.14%	24.88%	21.26%	19.65%	20.15%	17.99%	16.00%	15.99%	15.98%

整体上，标的资产营业成本中固定成本占比较高。历史期内，标的资产尚处于快速成长期，毛利率呈现出一定的波动特征。疫情期间，标的资产营业收入下滑，但折旧与摊销、职工薪酬等较为固定的成本不随收入同比例减少，故毛利率呈现下滑趋势；当客流量和营业收入增长时，由于收入提升的边际效应，毛利率有所提升。

具体而言，对于职工薪酬，本次评估采用的盈利预测参照齐云山股份历史年度人员数量及薪酬福利水平，结合齐云山股份人力资源规划进行估算。对于资源有偿使用费根据《休宁县齐云山生态文化旅游区项目综合保护开发投资合作补充协议（二）》，按照营业收入的 2%进行预测。对于资产使用费根据协议按照营业

收入的 3%进行预测。对于折旧、摊销等固定费用，本次盈利预测参照齐云山股份折旧政策及费用中折旧占总折旧比例，结合齐云山股份固定资产及无形资产规模、结构及后续投资的预测情况进行估算。对其他成本，本次盈利预测参照齐云山股份经营计划，并结合齐云山股份营业收入预测情况进行估算。齐云山股份主营业务成本预测情况如下：

单位：万元

项目名称	2022年 5-12月	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
职工薪酬	113.98	206.80	227.48	250.23	262.74	270.62
资源有偿使用费	17.69	36.42	45.52	54.63	57.36	59.08
折旧摊销	282.61	428.45	428.45	428.45	428.45	428.45
维修保养费	35.00	96.63	120.79	144.95	152.20	156.76
资产使用费	26.54	54.63	68.29	81.94	86.04	88.62
能源成本	19.00	40.62	50.78	60.93	63.98	65.90
软件服务费	20.00	41.88	52.35	62.82	65.96	67.94
其他	5.00	21.63	27.04	32.44	34.06	35.09
成本合计	519.82	927.06	1,020.70	1,116.40	1,150.79	1,172.47
营业收入	904.86	1,820.96	2,276.20	2,731.44	2,868.02	2,954.06
占比	57.45%	50.91%	44.84%	40.87%	40.13%	39.69%

期间费用中，部分营销推广费用在疫情期间有所减少，预测期费用金额整体稳定增长，随收入规模扩大期间费用率略有下降，具有合理性。

齐云山股份 2019-2021 年收入及净利润和收益法预测 2022-2027 年情况如下：

单位：万元

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
营业收入	1,354.48	898.26	1,509.75	1,111.37	1,820.96	2,276.20	2,731.44	2,868.02	2,954.06
净利润	16.14	-173.29	115.17	17.83	308.09	566.82	822.68	880.83	917.47

注：2019-2022 年 4 月净利润为扣除非经常损益后归属于母公司的净利润，2022 年 5-12 月及以后为盈利预测结果

2、预测期收入和净利润增长的原因及合理性

标的公司所属的旅游文化行业受新冠疫情的影响较为严重，我国目前处于疫情常态化防控阶段，标的公司后续的经营亦会以疫情常态化防控为基础，并考虑

疫情的逐步恢复。本次评估采用的经营预测数据系被评估单位管理层结合疫情期间的实际经营情况并综合考虑后续疫情因素对行业和企业经营影响后得出的判断。该判断中预测疫情对行业的影响自 2022 年逐步减弱与常态化，并在 2025 年恢复到疫情前水平。

近两年多以来，一方面严格落实疫情防控要求，一方面凭借资源禀赋优势叠加不断提升的运营能力及不断升级的旅游产品，展现出较强的业绩韧性及持续盈利能力。在产品方面，通过推出“复古游齐云”行进式演绎活动，促进文化与旅游融合，吸引年轻游客群体，提高游客旅游体验度和参与感，受到央视等官方媒体多次好评报道。通过推出坐忘花园+露营营地的微度假旅游产品，吸引本地游客市场，满足游客微度假旅游需求。通过推出索道旋转餐厅、竹筏下午茶等产品吸引游客，掀起旅游消费热潮。在旅游营销方面，实行“线上+线下”相结合的模式，线下层面，加强对景区周边等区域民宿商户的覆盖，实现景区导流；线上层面，通过云直播、员工直播等方式展现景区风景特色。成立新媒体营销小组，通过社交媒体开展社群营销，培养忠实粉丝群体，提高裂变营销和二次消费；在疫情防控措施方面，严格实施旅游景区“预约、错峰、限流”管理措施，利用线上平台广泛推行景点门票预约制度，利用线上化购票平台实行扫码购票直接入园流程，提高入园效率，减少人员接触，降低感染风险。

本次交易后，上市公司董事会将要求和促使标的公司在常态化疫情防控的背景下持续严格落实政府各项防控要求和相关管理措施，同时采取多种手段降低疫情对经营业绩的影响，进一步积极推动综合旅游目的地的转型升级与整合，探索文化和旅游高质量发展模式和推动共同富裕的有效路径，助力实现各民族共同富裕的目标。

结合上述分析及本题（二）、（三）中关于客流量、客单价、行业环境、疫情影响、季节性因素、景区特征等因素的讨论，标的资产经营情况预测稳健、合理。

（五）结合上述分析及截至目前的经营业绩，补充披露标的资产盈利预测及业绩承诺的可实现性。

本次评估采用的经营预测数据系被评估单位管理层结合疫情期间的实际经营情况并综合考虑后续疫情因素对行业和企业经营影响后得出的判断。该判断中

预测疫情对行业的影响自 2022 年逐步减弱与常态化，并在 2025 年恢复到疫情前水平。对于 2022 年，考虑到 2022 年初全国多地受疫情和严格封控措施影响，2022 年景区整体经营情况预测逻辑系参考 2020 年即疫情严重年份，并考虑 2022 年实际经营情况进行预测。从齐云山股份截至目前实际经营业绩看，2022 年 1-7 月，齐云山股份实际人次、营业收入及净利润完成进度分别为 2022 年全年预测数据的 52.41%、58.02%和 179.98%，并优于参照年份 2020 年，实际恢复情况强于预测。结合前述讨论和分析以及截至目前的经营业绩，齐云山股份经营情况预测稳健、合理，盈利预测及业绩承诺具备可实现性。

此外，齐云山景区为成长型景区，为避免其景区交通资产与重组完成后的上市公司构成同业竞争而纳入本次重组的标的资产范围。本次评估中，齐云山股份评估增值率仅 1.33%，整体交易方案设计有利于保护上市公司和中小股东利益。

齐云山股份截至目前的经营业绩与参照年份（2020 年）同期情况对比如下：

单位：万元/万人次

标的公司	项目	时间	2022 年（预测年份）		2020 年（参照年份）	
			金额/人次	完成度	金额/人次	完成度
齐云山股份	客流量（索道）	1-12 月（预计）	25.49	52.41%	23.09	35.64%
		完成情况（1-7 月）	13.36		8.23	
	营业收入	1-12 月（预计）	1,111.37	58.02%	898.26	41.25%
		完成情况（1-7 月）	644.79		370.56	
	净利润	1-12 月（预计）	17.83	222.60%	-173.29	N/A
		完成情况（1-7 月）	39.69		-149.68	

注：2022 年 5-7 月数据未经审计，已经独立财务顾问、会计师复核。

2022 年 1-7 月实现客流量（索道）13.36 万人次，占全年预测值的 52.41%，高于 2020 年（参照年份）1-7 月客流量占全年的比例 35.64%；2022 年 1-7 月实现营业收入 644.79 万元，占全年预测值的 58.02%，高于 2020 年（参照年份）1-7 月营业收入占全年的比例 41.25%；2022 年 1-7 月实现扣除非经常损益后归母净利润 39.69 万元，达到全年预测值的 222.60%，而 2020 年（参照年份）1-7 月为亏损。其中，净利润的实现比例高于客流量和收入实现比例，主要因为标的资产全年盈利预测值基数较低，且成本结构较为固定，在客流量和收入超过盈亏平衡点后即体现为盈利，故盈利的累计幅度快于收入和客流量。

结合上述分析及截至目前的经营业绩，齐云山股份经营情况预测稳健、合理，盈利预测及业绩承诺具备可实现性。

二、补充披露情况

上述相关内容，已在修订后的重组报告书“第五节 标的公司业务与技术”之“三、标的公司主营业务具体情况”之“(四) /2、齐云山股份的经营模式”和“(四) /3、齐云山股份的服务情况”，以及“第七节 标的资产的评估情况”之“一、标的资产评估情况”之“(八) 齐云山股份评估情况”中进行补充披露。

三、中介机构核查过程

独立财务顾问、评估师执行了以下核查程序：

1、从公开渠道查阅旅游行业和新冠肺炎疫情相关的各类政策、新闻、研究报告、分析报告等；

2、获取齐云山景区游客量数据，并对比与索道、景交车、竹筏漂流客流量之间的关系；

3、查阅同行业可比公司公开资料，从行业景气度、季节性因素、疫情影响、夜游项目性价比、客户结构、同行业可比公司情况等多个角度对历史期标的公司客流量情况进行分析，并就预测期客流量变动对估值的影响进行敏感性分析；

4、从价格制定依据、历史单价变化、不同时段价格差异、疫情影响、客流量、主要客户群体、季节性因素等多个角度对历史期标的公司客单价情况进行分析；

5、获取标的公司截至目前的经营业绩情况，分析资产盈利预测及业绩承诺的可实现性。其中，标的资产 5-7 月财务数据未经审计，但经独立财务顾问、会计师复核。主要复核程序包括：(1) 对业务、财务数据一致性验证，对各标的公司业务系统订单金额与财务账面主营收入金额进行核对；(2) 对各标的公司业务、财务数据合理性进行了分析，包括客单价、毛利率等；(3) 执行客户函证核查程序，对各标的公司前十大客户进行了函证，函证内容包括收入、应收账款，确认上述事项的真实性；(3) 执行客户访谈核查程序，对标的公司的前十大客户执行

了访谈核查程序。

四、中介机构核查意见

经评估师核查，认为：

1、上市公司核查了齐云山景区游客量与索道、景交车、竹筏漂流客流量之间的关系，认为本次标的公司的盈利预测未直接将齐云山景区的游客量作为预测的参数和依据，采用的客流量预测数据主要考虑齐云山股份主要业务自身客流量及相互的比例关系，但也将黄山市和安徽省当地的旅游发展情况、齐云山景区周边环境和游客承载能力等因素纳入考虑，并综合分析疫情期间的实际经营情况及后续疫情因素影响后得出的判断，具有合理性；上述分析及披露具有合理性；

2、上市公司核查了行业景气度、季节性因素、疫情影响、天气因素、客户结构、同行业可比公司等情况，认为本次标的公司的盈利预测中客流量预测数据主要考虑了历史期各年疫情情况下客流量的恢复情况、各月度的季节性变化特征、景区特征等因素，预测结果是结合疫情期间实际经营情况并综合考虑后续疫情因素对行业景气度和企业经营影响后得出的判断，预测结果稳健，具有合理性；上述分析及披露具有合理性；

3、上市公司核查了销售价格制定依据、疫情影响、客流量、主要客户群体、季节性因素等情况，认为本次标的公司的盈利预测预测期单位价格主要考虑了标的资产定价模式、历史期政府批复价格及其变动影响、实际客单价变化情况、主要客户群体、疫情相关政策等因素的影响，预测结果是结合标的资产定价模式及疫情期间的实际经营情况，并综合考虑后续疫情因素及销售策略对企业经营影响后得出的判断，具备合理性；上述分析及披露具有合理性；

4、上市公司核查了标的公司客单价、客流量、季节性因素、疫情影响、行业环境等，认为本次标的公司的盈利预测基于我国疫情防控的阶段特征，标的公司后续经营、预测期收入和净利润情况以疫情常态化防控为基础，预测疫情对行业的影响自 2022 年逐步减弱与常态化，并在 2025 年恢复到疫情前水平，预测期成本、费用占比整体保持稳定、可比，经营情况预测稳健、合理；上述分析及披露具有合理性；

5、上市公司核查了标的公司 2022 年 1-7 月实际经营业绩，认为标的公司 2022 年度盈利预测及业绩承诺具备可实现性，上述分析及披露具有合理性。

上述相关内容已在修订后的重组报告书中补充披露。

问题 8【问题 13】 申请文件显示，1) 本次评估采用资本资产加权平均成本模型（WACC）确定折现率 r。2) 百龙绿色、凤凰祥盛、齐云山股份收益法评估中溢余资产占比较大。请你公司：1) 结合近期可比案例、折现率各项参数的选取、计算过程，可比公司选取的适当性，补充披露本次交易收益法评估折现率选取的合理性。2) 结合本次收益法评估溢余资产的具体内容、确认条件、金额占比较大的原因、同行业可比评估案例等，补充披露上述溢余资产预测的依据及合理性，进一步说明溢余资产占比较大对标的资产持续盈利能力的影响。3) 溢余资产中涉及关联方资金占用的，补充披露各标的资产报告期资金占用的具体形成原因、金额、会计处理方式，并对相关会计科目金额波动情况进行分析。请独立财务顾问、评估师和会计师核查并发表明确意见。

一、问题回复

（一）结合近期可比案例、折现率各项参数的选取、计算过程，可比公司选取的适当性，补充披露本次交易收益法评估折现率选取的合理性。

本次评估折现率各项参数的选取、计算过程与可比交易相比不存在重大异常或偏离，具备合理性；本次评估选取的可比上市公司与标的资产业务具有可比性，选取合理，具体如下：

1、折现率各项参数的选取、计算过程及近期可比案例情况

本次交易评估作价中，折现率各项参数严格按照《监管规则适用指引——评估类第 1 号》等规定进行，主要参数的取值依据如下：

参数	取值依据	取值
无风险报酬率	根据《资产评估专家指引第 12 号——收益法评估企业价值中折现率的测算》（中评协（2020）38 号）要求，可采用剩余期限为十年期或十年期以上国债的到期收益率作为无风险利率。本次评估采用中央国债登记结算公司（CCDC）公布的 10 年期国债收益率作为无风险报酬率。	rf=2.84%
市场期望报酬	市场风险溢价通常可以利用市场的历史风险溢价数据	rm=9.71%

参数	取值依据	取值
率	进行测算，根据《资产评估专家指引第 12 号——收益法评估企业价值中折现率的测算》（中评协〔2020〕38 号）的要求，利用中国的证券市场指数计算市场风险溢价时，通常选择有代表性的指数，例如沪深 300 指数、上海证券综合指数等，计算指数一段历史时间内的超额收益率，时间跨度可以选择 10 年以上、数据频率可以选择周数据或者月数据、计算方法可以采取算术平均或者几何平均。根据中联资产评估集团研究院对于中国 A 股市场的跟踪研究，并结合上述指引的规定，评估过程中选取有代表性的上证综指作为标的指数，分别以周、月为数据频率采用算术平均值进行计算并年化至年收益率，并分别计算其算术平均值、几何平均值、调和平均值，经综合分析后确定市场期望报酬率。	
风险系数	取沪深两市可比上市公司股票（百龙天梯、凤凰祥盛、黄龙洞旅游、齐云山股份的可比公司取自中信行业“消费者服务—旅游及休闲—景区”，小岛科技的可比公司取自中信行业“计算机—计算机软件”），以 2017 年 5 月至 2022 年 4 月 250 周的市场价格测算估计，得到可比公司股票的历史市场平均风险系数 β_x ，调整计算得到预期市场平均风险系数 β_t 。进一步根据杠杆结构计算调整，得到预期无财务杠杆风险系数的估计值 β_u	百龙天梯、凤凰祥盛、黄龙洞旅游、齐云山股份 $\beta_u=0.8481$ ； 小岛科技 $\beta_u=1.0614$
标的资产特定风险调整系数	在确定折现率时需考虑评估对象与上市公司在公司规模、企业发展阶段、核心竞争力、对大客户和关键供应商的依赖、企业融资能力及融资成本、盈利预测的稳健程度等方面的差异，确定特定风险系数	百龙天梯 3.5%； 凤凰祥盛、黄龙洞旅游、齐云山股份 4.5%； 小岛科技 2.5%
稳定年折现率	根据 WACC 模型代入计算折现率	百龙天梯 12.17%，凤凰祥盛、黄龙洞旅游、齐云山股份 13.17%； 小岛科技 12.63%

本次交易与可比交易参数选取对比如下：

参数	本次评估	宜昌交运收购九凤谷 100% 股权 (2018/12/31 基准日)	南纺股份收购秦淮风光 51% 股权 (2019/4/30 基准日)	西藏旅游收购新绎游船 100% 股权 (2020/12/31 基准日；已终止)
无风险报酬率	2.84%	4.18%	3.39%	3.14%
市场期望	9.71%	11.03%	9.65%	10.64%

参数	本次评估	宜昌交运收购九凤谷 100% 股权 (2018/12/31 基准日)	南纺股份收购秦淮风光 51% 股权 (2019/4/30 基准日)	西藏旅游收购新绎游船 100% 股权 (2020/12/31 基准日; 已终止)
无风险报酬率	2.84%	4.18%	3.39%	3.14%
报酬率				
风险系数	百龙天梯、凤凰祥盛、黄龙洞旅游、齐云山股份 $\beta_u=0.8481$; 小岛科技 $\beta_u=1.0614$	$\beta_u=0.8504$	$\beta_u=0.7273$	$\beta_u=0.88$
标的资产特定风险调整系数	百龙天梯 3.5%; 凤凰祥盛、黄龙洞旅游、齐云山股份 4.5%; 小岛科技 2.5%	3%	3.89%	2%
稳定年折现率	百龙天梯 12.17%, 凤凰祥盛、黄龙洞旅游、齐云山股份 13.17%; 小岛科技 12.63%	12.43%	12.54%	11%

综上对比可得，本次交易的折现率与可比交易相比不存在重大异常或偏离，反映了标的资产所处行业的特定风险，具备合理性。

2、可比公司选取适当性

标的公司主营业务主要为景区交通服务，属于“消费者服务——旅游及休闲——景区”分类项下。结合标的资产所属行业及标的资产特征，在本次评估中可比公司的选择标准如下：（1）属于 A 股上市公司；（2）从事的行业或其主营业务包括景区交通服务；（3）至少有两年上市历史；（4）剔除 ST 类上市公司。

中信行业“消费者服务——旅游及休闲——景区”包含 16 家上市公司，剔除黄山 B 股（非 A 股）、西域旅游（上市未满两年），及宋城演艺、中青旅、大连圣亚、曲江文旅（主营业务不包括景区交通服务），其他公司作为可比上市公司，可比上市公司名称及主营业务情况如下：

序号	证券代码	证券简称	主营业务情况
1	000430.SZ	张家界	公司主要经营性资产位于张家界市，主要经营业务包括旅游景区经营（宝峰湖）、旅游客运（环保客运、观光电车）、旅行社经营、索道经营（杨家界索道）、酒店经营等。
2	000888.SZ	峨眉山 A	公司主要经营性资产位于峨眉山景区，主要经营业务包括峨眉山风景区游山票、索道业务、酒店业务等。
3	000978.SZ	桂林旅游	公司主要经营性资产位于桂林，主要经营业务包括游船客运、景区旅游业务、酒店、公路旅行客运、出租车业务等。
4	002033.SZ	丽江股份	公司主要经营性资产位于丽江，主要经营业务包括旅游索道、印象丽江文艺演出和酒店业务等。
5	002159.SZ	三特索道	公司主要在全国范围内从事旅游资源的综合开发与运营，旗下项目主要分布在陕西、贵州、海南、内蒙、湖北、浙江、广东等 9 个省区，产品体系主要包括以索道为主的景区交通类产品、以自然资源为主的观光类产品、体验参与类产品、住宿类产品及商服类产品。
6	600054.SH	黄山旅游	公司主要经营性资产位于黄山景区，主要经营业务包括景区业务、酒店业务、旅行社业务、智慧旅游业务等。
7	600749.SH	西藏旅游	公司主要经营性资产位于西藏，主要经营业务包括旅游景区、旅游服务及旅游商业等。
8	603099.SH	长白山	公司主要经营性资产位于长白山景区，主要经营业务包括旅游客运业务、温泉开发业务、酒店管理业务、旅行社业务、景区管理业务等。
9	603199.SH	九华旅游	公司主要经营性资产位于九华山景区，主要经营业务包括酒店、索道缆车、客运、旅行社等。
10	603136.SH	天目湖	公司主要经营性资产位于天目湖景区，主要经营业务包括景区、温泉、主题乐园、酒店餐饮、商业、旅行社等。

注：主营业务情况根据上市公司定期报告整理。

综上对比可知，可比上市公司主营业务与标的资产相近或相似，与标的资产具有一定可比性，可比上市公司选取合理。

（二）结合本次收益法评估溢余资产的具体内容、确认条件、金额占比较大的原因、同行业可比评估案例等，补充披露上述溢余资产预测的依据及合理性，进一步说明溢余资产占比较大对标的资产持续盈利能力的影响。

标的资产评估溢余资产及非经营性资产（负债）的产生主要来自历史上的关联方资金占用、债务融资规模等因素，评估溢余及非经营性资产（负债）的预测

具备合理性。相关溢余资产（负债）对企业未来经营不构成影响，在未来现金流预测中未予考虑，在估算企业价值时已另行单独估算其价值，符合《资产评估准则》等相关规定。具体分析如下：

1、本次收益法评估溢余及非经营性资产（负债）的确认条件

本次评估对标的公司基准日账面存在的资产（负债）的价值在本次估算的净现金流量中未予考虑，应属本次评估所估算现金流之外的溢余或非经营性资产（负债），在估算企业价值时应予另行单独估算其价值。

相关溢余资产（负债）对企业未来经营不构成影响，在未来现金流预测中未予考虑。本次评估中考虑的溢余及非经营性资产（负债）主要包括：（1）标的公司基准日账面超过其经营所需最低货币资金保有量的货币资金；（2）标的公司基准日账面与经营业务无直接关联的应收应付类款项或由于特殊原因导致的虽与经营业务相关但未及时支付的款项；（3）标的公司基准日账面其他与未来业务经营无直接关联的资产及负债。

2、各标的公司溢余及非经营性资产（负债）的明细情况

各标的公司存在的溢余及非经营性资产（负债）的明细情况如下：

（1）百龙天梯

单位：万元

所属科目	业务内容	账面值（负债以负数记）	评估值
货币资金	溢余货币资金	1,630.86	1,630.86
其他流动资产	大额存单及利息收入	56,430.15	56,430.15
应付账款	历史期积欠资源使用费	-1,212.57	-1,212.57
应交税费	疫情原因缓交所得税	-1,088.14	-1,088.14
其他应付款	非经营性往来款	-2,042.73	-2,042.73
应付股利	应付股东股利	-200.00	-200.00
溢余及非经营性资产（负债）净值		53,517.57	53,517.57

（2）凤凰祥盛

单位：万元

所属科目	业务内容	账面值（负债以负数记）	评估值
货币资金	溢余货币资金	94.95	94.95
其他应收款	非经营性往来款	36.11	36.11

其他流动资产	定期存单及利息	4,032.57	4,032.57
应付账款	应付工程设备款项	-210.82	-210.82
其他应付款	非经营性往来款	-24.44	-24.44
溢余及非经营性资产（负债）净值		3,928.37	3,928.37

(3) 黄龙洞旅游

单位：万元

所属科目	业务内容	账面值	评估值
货币资金	溢余货币资金	989.71	989.71
应付账款	应付工程设备款项	-20.57	-20.57
其他应付款	非经营性往来款	-3.57	-3.57
溢余及非经营性资产（负债）净值		965.57	965.57

(4) 齐云山股份

单位：万元

所属科目	业务内容	账面值（负债以负数记）	评估值
货币资金	溢余货币资金	770.19	770.19
应付账款	应付工程设备款项	-221.07	-221.07
其他应付款	非经营性往来款	-56.98	-56.98
溢余及非经营性资产（负债）净值		492.15	492.15

(5) 小岛科技

单位：万元

所属科目	业务内容	账面值	评估值
货币资金	溢余货币资金	648.90	648.90
溢余及非经营性资产（负债）净值		648.90	648.90

3、与同行业可比评估案例比较

根据上述分析，标的公司溢余资产（负债）的产生主要受历史上的关联方资金占用、债务融资规模等因素影响，各个公司之间情况差异较大，不具有可比性。

根据本次交易注入资产的经营范围及所处行业，选取了 A 股市场最近三年披露评估结果（含已终止）的标的公司旅游行业资产重组作为可比案例。相关案例中经营性资产价值、溢余或非经营性资产价值、付息债务和评估价值具体如下：

单位：万元

项目	经营性资产价值	溢余或非经营性资产（负债）价值	付息债务	评估价值
宜昌交运收购九凤谷100%股权(2018/12/31基准日)	10,598.92	-21.89	1,497.22	9,079.81
南纺股份收购秦淮风光51%股权(2019/4/30基准日)	46,146.47	7,167.96	-	53,314.43
西藏旅游收购新绎游船100%股权(2020/12/31基准日；已终止)	136,625.46	61,484.86	59,694.26	138,694.35

4、上述溢余资产预测的依据及合理性，进一步说明溢余资产占比较大对标的资产持续盈利能力的影响

上述溢余资产（负债）的产生主要受历史上的关联方资金占用、债务融资规模等因素影响，相关溢余资产（负债）占比较大对标的资产持续盈利能力不构成重大影响。相关标的企业对溢余资产（主要为溢余货币资金、银行存单等）未来的计划用途和资金支出计划详见问题4之（一）相关回复。

根据现金流折现模型，溢余或非经营性资产和付息债务不在标的资产日常经营，不影响经营现金流折现结果，而是在经营性资产价值的计算结果基础上加上溢余或非经营性资产、扣减付息债务后，得到股东权益价值。

根据收益法评估结果，各标的公司经营性资产价值、溢余或非经营性资产价值、付息债务价值和评估价值如下：

单位：万元

项目	经营性资产价值	溢余或非经营性资产价值	付息债务	评估价值
百龙天梯	103,884.77	53,517.57	30,105.34	127,297.00
凤凰祥盛	13,918.33	3,928.37	-	17,846.69
黄龙洞旅游	15,337.45	965.57	-	16,303.02
齐云山股份	7,629.49	492.15	2,002.14	6,119.50
小岛科技	1,413.56	648.90	-	2,062.45

由于溢余或非经营性资产价值和付息债务价值对评估价值结果影响较大，而溢余或非经营性资产和付息债务情况在不同标的公司及不同交易之间相差较大，为可比起见，以下同时列示本次交易及可比交易以评估值计算的各项指标和以经营性价值计算的各项指标（同时剔除溢余资产及付息负债等影响），具体如下：

指标	宜昌交运收购九凤谷 100% 股权 (2018/12/31 基准日)	南纺股份收购秦淮风光 51% 股权 (2019/4/30 基准日)	西藏旅游收购新绎游船 100% 股权(2020/12/31 基准日;已终止)	可比交易平均	本次交易标的模拟汇总	
以评估值计算指标						
静态市盈率	12.43	10.95	11.82	11.73	19.61	
业绩承诺 期平均市 盈率	以承诺数据	10.31	10.10	10.51	10.31	13.83
	以实际实现数据	89.14	15.53	10.51	38.39	
业绩承诺 覆盖率	以承诺数据	31.94%	29.90%	28.79%	30.21%	36.16%
	以实际实现数据	3.37%	19.32%	28.79%	17.16%	
评估增值率	297.22%	457.15%	28.79%	261.05%	277.33%	
以经营性价值计算指标（剔除溢余资产、付息负债等影响）						
静态市盈率	14.50	9.48	11.64	11.87	16.43	
业绩承诺 期平均市 盈率	以承诺数据	12.03	8.74	10.35	10.37	11.58
	以实际实现数据	104.06	13.44	10.35	42.62	
业绩承诺 覆盖率	以承诺数据	27.36%	34.55%	29.23%	30.38%	43.16%
	以实际实现数据	2.88%	22.32%	29.23%	18.15%	

注：

1、数据来源为各交易重组报告书整理；

2、上市公司宜昌交运（002627.SZ）已更名为三峡旅游；

3、可比交易相关指标计算公式如下：

（1）静态市盈率=标的资产评估价值/完成交易当年（即业绩承诺期首年）的净利润，其中西藏旅游收购新绎游船 100% 股权为 2022 年预测净利润；

（2）业绩承诺期平均市盈率=标的资产评估价值/业绩承诺期各年净利润之平均值；

（3）业绩承诺覆盖率=业绩承诺期总净利润/标的资产评估价值；

（4）根据公开信息，宜昌交运收购九凤谷 100% 股权交易以 2019-2021 年为业绩承诺期，各年承诺净利润分别为 800.00 万元、950.00 万元和 1,150.00 万元（后将 2020 年和 2021 年调整顺延至 2021 年和 2022 年），实际实现净利润分别为 831.10 万元、-485.46 万元和 -40.07 万元；南纺股份收购秦淮风光 51% 股权交易以 2019-2021 年为业绩承诺期，各年承诺净利润分别为 4,869.56 万元、5,152.22 万元和 5,921.82 万元（后将 2020 年和 2021 年调整顺延至 2021 年和 2022 年），实际实现净利润分别为 5,853.60 万元、1,839.18 万元和 2,608.33 万元。此处分别以承诺数和实际实现数计算业绩承诺期平均市盈率和业绩承诺覆盖率指标。

（5）本次交易静态市盈率指标以 2023 年预测净利润计算。

由上表分析可知，本次交易标的公司估值水平与可比交易相比无异常或高估：

第一，受限于可比交易数量较少，疫情后暂未有实施完毕的旅游行业重组交

易，宜昌交运收购九凤谷 100%股权、南纺股份收购秦淮风光 51%股权估值基准日均在 2019 年及以前（即疫情前），其盈利预测未考虑疫情影响，根据相关公司公开披露信息，相应标的公司在疫情发生以后的 2020 年和 2021 年未达到此前预计的业绩承诺数，若以实际实现业绩计算市盈率、业绩覆盖倍数等核心指标，则其相关估值指标大幅高于本次交易。

第二，本次交易估值受到溢余或非经营性资产和付息债务影响较大。在剔除溢余或非经营性资产和付息债务影响后，业绩承诺期平均市盈率与可比交易平均水平无显著重大差异，业绩覆盖倍数则由于可比交易。

（三）溢余资产中涉及关联方资金占用的，补充披露各标的资产报告期资金占用的具体形成原因、金额、会计处理方式，并对相关会计科目金额波动情况进行分析。

截至 2021 年 10 月 29 日，标的资产关联方资金占用均已清偿完毕。标的资产主要非经营性资金占用形成原因并非由祥源旅开对标的资产进行直接资金拆借形成，而系因承债式收购而承接原实控人对标的资产资金占款等原因形成。公司相关会计处理符合《企业会计准则》的有关规定，相关会计科目金额波动具备合理性。

1、各标的资产报告期关联方资金占用的具体形成原因及金额

历史期内，标的资产百龙绿色、凤凰祥盛及齐云山股份曾存在关联方资金占用情况，具体形成原因及金额如下：

（1）百龙绿色

历史期各期，百龙绿色被祥源旅游开发有限公司及其关联方占用资金的情况如下：

单位：万元

期间	期初占用	新增拆借	本期计息	本期归还	期末占用
2022 年 1-4 月 /2022 年 1-7 月	-	-	-	-	-
2021 年度	78,233.33	5,500.00	2,750.51	86,483.84	-
2020 年度	89,803.08	1,500.00	4,749.25	17,819.00	78,233.33

期间	期初占用	新增拆借	本期计息	本期归还	期末占用
2022年1-4月 /2022年1-7月	-	-	-	-	-
2019年度	93,000.00	-	6,333.08	9,530.00	89,803.08

注：“期初占用”金额为根据祥源旅开股权转让协议承担的债务总金额。

该等非经营性资金往来系百龙绿色原实际控制人及其关联方印迹管理向百龙绿色及百龙天梯进行资金拆借形成，祥源旅开向印迹管理收购百龙绿色股权时，以承债收购方式承接了该部分债务作为收购对价款一部分。2019年10月至2021年1月期间，祥源旅开与印迹管理、孙寅贵先生等相关主体分别签订了《收购协议》《收购协议之补充协议》《收购协议书》等协议，收购印迹管理所持有的百龙绿色100.00%股权。根据相关协议内容，祥源旅开收购百龙绿色100%股权的收购价格为14.81亿元，收购价格分为两部分，其中5.51亿元为股权转让现金对价，剩余9.30亿元为承债对价，承债对价部分主要由印迹管理欠付百龙绿色及百龙天梯公司的相关债务构成，由祥源旅开代为偿还。上述资金占用存续期间对本金部分按照祥源控股最近一期企业债券利率6.99%/年进行计息。上述非经营性资金往来并非祥源旅开对百龙绿色进行直接资金拆借，而系因承债式收购而承接原实控人对其资金占款所形成。

截至2021年10月29日，上述关联方资金占用情况已清偿完毕。

（2）凤凰祥盛

历史期各期，凤凰祥盛被关联方凤凰古城文化旅游投资股份有限公司（以下简称“凤凰投资”）及祥源控股占用资金的情况如下：

单位：万元

期间	期初占用	新增拆借	本期计息	本期归还	期末占用
2022年1-4月 /2022年1-7月	-	-	-	-	-
2021年度	4,638.85	1,469.08	219.32	6,327.25	-
2020年度	3,022.68	1,672.29	279.47	335.59	4,638.85
2019年度	3,022.68	-	211.29	211.29	3,022.68

该等非经营性资金占用主要系凤凰祥盛原股东凤凰投资实施资产划转时，将其对祥源控股及其子公司的其他应收款所对应债权中的一部分划转至凤凰祥盛

而形成。凤凰祥盛原股东凤凰投资结合日常经营情况，为提升自身资金使用效率，出于业务发展考虑及资金需要，在不影响自身正常生产经营前提下，通过非经营性资金往来的方式向祥源控股及其子公司提供借款。2020年6月，凤凰投资将所持的游船及酒店业务等相关资产转至凤凰祥盛；2020年7月31日，祥源控股、凤凰投资、凤凰祥盛签署《确认函》共同确认：凤凰投资将所持的游船及酒店业务等相关资产及与其相关的负债无偿划转至凤凰祥盛，其中包括划转置入凤凰投资对祥源控股的债权3,022.68万元；祥源控股及其关联公司需于不迟于2021年12月31日前向凤凰祥盛偿还前述借款。此外，2021年4月凤凰祥盛将自身酒店及餐饮业务转让给凤凰投资，以账面价值1,774.61万元作为转让对价，该对价尚未支付完毕；期间因其他资产转让及资金周转事项形成了799.25万元的资金占用。上述资金占用存续期间对本金部分按照祥源控股最近一期企业债券利率6.99%/年进行计息。

截至2021年10月29日，上述关联方资金占用情况已清偿完毕。

（3）齐云山股份

历史期各期，齐云山股份被关联方齐云山投资占用资金的情况如下：

单位：万元

期间	期初占用	新增拆借	本期计息	本期归还	期末占用
2022年1-4月 /2022年1-7月	-	-	-	-	-
2021年度	2,800.00	-	141.27	2,941.27	-
2020年度	2,800.00	-	195.72	195.72	2,800.00
2019年度	2,800.00	-	195.72	195.72	2,800.00

该等非经营性资金占用系齐云山股份存续式分立前向祥源控股及其关联方提供借款形成。根据齐云山股份与祥源控股于2018年12月28日签署的《借款协议》，齐云山股份于2019年度结合日常经营情况，为提升自身资金使用效率，出于业务发展考虑及资金需要，在不影响自身正常生产经营前提下，通过非经营性资金往来的方式向祥源控股及关联方提供借款。针对上述资金占用情形，齐云山股份以祥源控股最新一期的公开企业债券融资年利率6.99%向祥源控股及其关联方计收利息。

截至 2021 年 10 月 29 日，上述关联方资金占用情况已清偿完毕。

2、关联方资金占用的会计处理方式，并对相关会计科目金额波动情况进行分析

(1) 处理方式

公司会计处理中，将被关联方占用的款项及占用关联方的款项分别列示为其他应收款和其他应付款；对被占用用资金计提的利息费用作为公司本身承担的超额财务费用的对冲项列示为财务费用-利息收入，对占用关联方款项计提的利息费用作为标的公司应承担的财务成本计入财务费用-利息支出。

(2) 相关会计科目金额波动情况分析

1) 各期百龙绿色的其他应收款与财务费用-利息收入的波动情况如下：

单位：万元

会计科目	2022.4.30/2022 年 1-4 月	2021.12.31/2021 年度	2020.12.31/2020 年度	2019.12.31/2019 年度
其他应收款	26.79	8.97	78,249.60	89,896.05
财务费用-利息收入	393.53	3,001.25	4,483.91	6,051.59

报告期内，随着关联方资金占用款项的逐步清偿，相应财务费用利息收入的金额逐年减少。

2) 各期凤凰祥盛的其他应收款与财务费用-利息收入的波动情况如下：

单位：万元

会计科目	2022.4.30/2022 年 1-4 月	2021.12.31/2021 年度	2020.12.31/2020 年度	2019.12.31/2019 年度
其他应收款	41.17	36.20	4,640.62	3,022.68
财务费用-利息收入	27.65	219.32	282.44	215.75

报告期内，随着关联方资金占用款项的逐步清偿，相应财务费用利息收入的金额逐年减少。

3) 各期齐云山股份的其他应收款与财务费用-利息收入的波动情况如下：

单位：万元

会计科目	2022.4.30/2022 年 1-4 月	2021.12.31/2021 年度	2020.12.31/2020 年度	2019.12.31/2019 年度
其他应收款	20.59	10.07	2,800.00	2,800.00
财务费用-利息收入	2.66	47.04	195.88	195.77

报告期内，随着关联方资金占用款项的逐步清偿，相应财务费用利息收入的金额逐年减少。

二、补充披露情况

上述相关内容，已在修订后的重组报告书“第七节 标的资产的评估情况”之“二、上市公司董事会对标的资产评估合理性及定价公允性的分析”之“(二) 拟购买资产估值依据的合理性分析”和“(三) 本次交易定价公允性的分析”，以及“第十四节 其他重要事项”之“一、非经营性资金占用及对外担保情况”之“(一) 非经营性资金占用”中进行补充披露。

三、中介机构核查过程

独立财务顾问、评估师和会计师执行了以下核查程序：

1、查阅近期可比案例，将可比案例中折现率各项参数的选取、计算过程与本次评估进行比较；

2、核实标的资产溢余资产的具体内容、确认条件、金额占比较大的原因，分析溢余资产占比较大对标的资产持续盈利能力的影响；

3、查阅相关资金拆借协议，核实了解标的资产报告期资金占用的具体形成原因、金额、会计处理方式，分析相关会计科目金额波动情况。

四、中介机构核查意见

经评估师核查，认为：

1、上市公司核查了近期可比案例、折现率各项参数的选取、计算过程及可比公司选取的适当性，认为本次评估折现率各项参数的选取、计算过程与可比交易相比不存在重大异常或偏离，具备合理性；本次评估选取的可比上市公司与标的资产业务具有可比性，选取合理；上述分析及披露具有合理性；

2、上市公司核查了本次收益法评估中溢余资产的具体内容、确认条件、金

额占比较大的原因、同行业可比评估案例等，认为相关溢余资产（负债）的产生主要来自历史上的关联方资金占用、债务融资规模等因素，对企业未来经营不构成影响，在未来现金流预测中未予考虑，在估算企业价值时已另行单独估算其价值，符合《资产评估准则》等相关规定；上述分析及披露具有合理性。

上述相关内容已在修订后的重组报告书中补充披露。

（此页无正文，为《中联资产评估集团有限公司关于浙江祥源文化股份有限公司上市公司发行股份购买资产并募集配套资金评估相关问题的反馈意见回复》之签章页）

中联资产评估集团有限公司

2022年8月23日