

厦门市大学资产评估土地房地产估价有限责任公司关于  
《南京纺织品进出口股份有限公司发行股份购买资产  
并募集配套资金暨关联交易一次反馈意见》的回复核查意见



厦门市大学资产评估土地房地产估价有限责任公司

二零一九年十月十八日

厦门市大学资产评估土地房地产估价有限责任公司关于  
《南京纺织品进出口股份有限公司发行股份购买资产  
并募集配套资金暨关联交易一次反馈意见》的回复核查意见

中国证券监督管理委员会：

2019年9月26日，厦门市大学资产评估土地房地产估价有限责任公司收到了第192406号《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》，针对《反馈意见通知书》中所涉及问题，我公司进行了详细的核查，现将有关情况回复如下：

问题六、申请文件显示，1)本次交易收益法评估值 53,314.43 万元，增值率 457.15%，资产基础法评估值 46,574.34 万元，增值率 386.71%，其中特许经营权资产基础法评估值为 3.59 亿元。2)本次交易市净率为 5.32 倍，高于同行业可比上市公司的最高值（3.97 倍）。3)本次交易后，上市公司合并报表将形成商誉余额为 8,649.1 万元。4)收益法评估中，运营船为 54 只，2021 年后增加 5 只，目前专用设备成新率为 62.45%。5)收入预测中，预计未来秦淮风光游客数量由 2018 年的 147.85 万人次增长至 189.3 万人次。游船价格考虑灯会持续涨价等因素。6)成本预测中，预测毛利率逐年增长由 58.79%至 62.63%。

请申请人：1)结合特许经营权评估情况、标的资产市净率高于同行业可比公司、资产基础法与收益法评估差异等因素，补充披露本次交易作价合理性。2)结合夫子庙——秦淮风光带景区整体游客人数增长的预测情况，补充披露标的资产客流量预测增长的合理性，并结合灯会活动、游船服务费变动情况对经营业绩的影响、自主定价权、景区降价指导意见等因素，补充披露游船价格考虑灯会持续涨价及预测依据的合理性。3)结合标的资产专用设备成新率等因素，补充披露收益法评估中是否充分考虑游船维修、重新购置等支出；游船数量是否足够运营收益法预测客流量。4)补充披露预测毛利率逐年增长的原因及合理性，人工成本中是否充分考虑通胀等因素。5)补充披露备考报表编制及本次交易评估中，是否已充分辨认及合理判断标的资产拥有的但未在其财务报表中确认的无形资产，并结合标的资产最新经营业绩，补充披露本次交易业绩承诺可实现性，以及交易后商誉减值风险及对上市公司未来盈利能力的影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

(一)结合特许经营权评估情况、标的公司市净率高于同行业可比公司、资产基础法与收益法评估差异等因素，补充披露本次交易作价合理性

截至本次交易的评估基准日 2019 年 4 月 30 日，秦淮风光股东全部权益价值评估值为 53,314.43 万元，经交易各方协商，本次标的资产以本次评估结果定价，交易价格定为 27,190.36 万元。

#### 1、特许经营权的评估方法、评估过程合理，评估结果公允

特许经营权为标的公司生产经营的重要无形资产，本次交易中评估机构综合考量了其权利范围、权利效用等因素，结合评估所搜集的资料分析，由于尚无类似特许经营权交易的可比案例，且同类特许经营权的价值获得难度较大，故未采用市场法；又因为特许经营权形成的直接成本与其价值没有直接的对应关系，故未采用成本法。因此，本次

交易选用收益法对特许经营权进行评估。

评估机构采用多期超额收益法（Multiple Period Excess Earnings Method）对该特许经营权进行评估，该方法的原理是，对秦淮风光于未来经营期内将产生的经济收益作出预测，扣除其他贡献资产（包括营运资金、固定资产、劳动力等）的贡献额后，再使用一个能反映该无形资产相应风险的回报率将相关现金流量折现，其折现后所得到的价值则为该无形资产的价值。具体公式如下：

$$P = \sum_{i=1}^n R_i (1+r)^{-i}$$

其中：P：特许经营权评估价值；

R<sub>i</sub>：评估基准日后第 i 年的预期超额收益；

r：折现率；

n：预测期；

i：预测期第 i 年

上述主要参数的确定过程如下：

#### （1）特许经营权超额收益的确定

特许经营权超额收益=息税前利润-营运资金贡献额-固定资产及其他长期资产贡献额-劳动力贡献额

##### ①息税前利润

息税前利润的测算以收益法涉及的秦淮风光盈利预测数据确定，具体详见“问题六（五）本次交易业绩承诺可实现性”。

##### ②营运资金贡献额

对于营运资金贡献额，根据营运资金金额和其预期收益率综合预计。其中营运资金金额详见收益法中“营运资金测算表”。营运资金预期收益率采用现行 1 年期贷款利率计算。

##### ③其他长期资产贡献额

对于固定资产及其他长期资产贡献额，根据固定资产及其他长期资产金额和其预期收益率综合预计。其中采用固定资产及其他长期资产账面值和新增资本性支出，确定未来固定资产及其他长期资产金额，固定资产及其他长期资产贡献率根据现行长期贷款利率换算计算。

##### ④劳动力贡献额

对于劳动力贡献额，根据劳动力金额和其预期收益率总额预计。其中，按照所需全部直接工作人员成本确定劳动力金额，劳动力预期收益率按照无形资产折现率计算。

超额收益计算的参数选取中，依托企业业绩承诺盈利预测的利润总额是可实现的，扣除的各项资产的贡献都是充分的、合理的，超额收益的计算过程和结果具备合理性。

## (2) 折现率

折现率，又称期望投资回报率，是基于收益法确定评估价值的重要参数。本次评估的折现率我们采用可比公司无形资产的回报率作为本次特许经营权评估的折现率。它不同于一般的股权回报率和 WACC，基本计算公式如下：

$$R_i = (WACC_{BT} - W_i \times R_f - W_f \times R_f) / W_i$$

WACC<sub>BT</sub>—企业加权资金成本（税前）

R<sub>f</sub>—无形资产折现率

R<sub>f</sub>—营运资金

W<sub>f</sub>—营运资金比重=营运资金/总资产价值

R<sub>f</sub>—有形非流动资产资金成本

W<sub>f</sub>—有形非流动资产比重=有形非流动资产/总资产价值

W<sub>i</sub>—无形资产比重，W<sub>i</sub>=1-W<sub>f</sub>-W<sub>f</sub>

### ① WACC<sub>BT</sub>（税前企业加权资金成本）的确定

WACC<sub>BT</sub>代表期望的总投资税前回报率。它是期望的税前股权回报率和债权回报率的加权平均值，权重取可比公司的股权与债权结构。在计算总投资回报率时，第一步需要计算，截至评估基准日，税前股权资金回报率和利用公开的市场数据计算债权资金回报率。第二步，计算加权平均税前回报率，可以用下列公式表述：

$$WACC_{BT} = (E+V) \times K_e \div (1-t) + (D+V) \times K_d$$

其中：E——权益的市场价值

D——带息债务的市场价值

$$V = E + D$$

K<sub>e</sub>——权益资本成本

K<sub>d</sub>——债务资本成本

t——企业所得税税率

A、K<sub>e</sub>为权益资本成本的确定

权益资本成本采用资本资产定价模型（CAMP）计算确定：

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

#### a、无风险报酬率 $R_f$

无风险收益率又称安全收益率，是投资无风险资产所获得的投资回报率，表示即使在风险为零时，投资者仍期望就资本的时间价值获得的补偿。国际上通行的做法是参考不存在违约风险的政府债券利率确定。本次选取与企业收益期相匹配的中长期国债的市场到期收益率，即选用距评估基准日 10 年的长期国债到期收益率， $R_f=3.39\%$ 。

#### b、市场风险溢价 ERP ( $R_m - R_f$ ) 的确定

市场风险溢价是对于一个充分风险分散的市场投资组合，投资者所要求的高于无风险报酬率的回报率。

由于我国证券市场是一个新兴而且相对封闭的市场，历史数据较短、投机气氛较浓、市场波动幅度很大，存在较多非理性因素，并且存在大量非流通股，再加上我国对资本项目下的外汇流动仍实行较严格的管制，因此，直接采用我国证券市场历史数据得出的股权风险溢价可信度不高。而以美国证券市场为代表的成熟证券市场，由于有较长的历史数据，且市场有效性较强，市场总体的股权风险溢价可以直接通过分析历史数据得到。

因此，在本次评估中参照美国著名金融学家 Damodaran 为代表的观点，国际上对新兴市场的风险溢价通常采用成熟市场的风险溢价进行调整确定，计算公式为：市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家补偿额=成熟股票市场的基本补偿额+国家违约补偿额 $\times (\sigma_{\text{股票}} \div \sigma_{\text{国债}})$ 。

成熟股票市场的基本补偿额：取美国 1928-2018 年股票与国债的算术平均收益差 6.26%。

国家违约补偿额：根据 2017 年 5 月国际评级机构美国穆迪投资服务公司公布的评级，我国的债务评级为 A1，转换为国家违约补偿额为 0.79%。

$\sigma_{\text{股票}}/\sigma_{\text{国债}}$ ：新兴市场国家股票的波动平均是债券市场的 1.23 倍。

因此，按债务评级转换的国家违约补偿额和新兴市场国家的  $\sigma_{\text{股票}}/\sigma_{\text{国债}}$  得出我国的国家补偿额为 0.98%。

按此测算，我国目前的市场风险溢价为： $6.26\%+0.98\%=7.24\%$ 。

#### c、权益资本的预期市场风险系数 $\beta$ 的确定

$\beta$  被认为是衡量公司相对风险的指标。因为投资者期望高风险应得到高回报， $\beta$  值对投资者衡量投资某种股票的相对风险非常有帮助，我们通过 wind 资讯平台取得可比公司的调整后  $\beta$  值为基数进行分析

#### d、特定风险调整系数

根据可比公司资产规模、融资条件以及公司的治理结构等方面所可能产生的特性个体风险确定。

#### B、K<sub>d</sub>为债务资本成本的确定

在本次评估中，我们采用中国人民银行五年以上贷款基准利率4.90%作为债务成本。

#### C、资本结构的确定

股权比例 (E÷V) = 股权价值 / (股权价值 + 带息负债)

带息负债比例 (D÷V) = 1 - 股权比例 (根据可比公司2019年3月财务数据平均计算)

#### ②无形资产回报率 R<sub>i</sub>的确定

无形资产回报率 R<sub>i</sub> = (WACC<sub>BT</sub> - W<sub>i</sub> × R<sub>f</sub> - W<sub>f</sub> × R<sub>f</sub>) / W<sub>i</sub>

选取三家上市公司无形资产平均的回报率 21.61%作为无形资产—特许经营权评估的折现率，大于秦淮风光收益法中税前折现率 (16.72%)。无形资产由于具有超额收益，其折现率应高于企业的整体折现率是谨慎的，具有合理性。

#### (3) 收益年限

秦淮风光主要从事内秦淮河水域的水上游船观光游览服务，该游览服务很大程度上依托于内秦淮河水上游览特许经营权，特许经营权有效期限为 2017 年 8 月 5 日至 2037 年 8 月 4 日。特许经营权到期后的续期存在重大不确定性，因此依附于特许经营权的内秦淮河水上游览服务亦存在重大不确定性。故确认收益年限至 2037 年 8 月 4 日止，截至评估基准日剩余 18.26 年。收益年限的确定充分考虑了特许经营权合同续期的重大不确定性，具有合理性。

基于上述分析，本次交易对标的公司的特许经营权的评估具有合理性。

2、标的资产市净率高于同行业可比公司具有合理原因，市盈率更能反映标的公司价值，其市盈率符合行业水平

截至 2019 年 9 月 30 日，申万休闲服务行业下景点二级子行业上市公司的静态市盈率及市净率情况如下：

证券代码	名称	静态市盈率 (倍)	市净率 (倍)
000888.SZ	峨眉山 A	15.19	1.31
000978.SZ	桂林旅游	23.87	1.21
300144.SZ	宋城演艺	31.26	4.30
600054.SH	黄山旅游	11.51	1.57
603099.SH	长白山	37.58	2.57

证券代码	名称	静态市盈率（倍）	市净率（倍）
603136.SH	天目湖	27.04	3.24
603199.SH	九华旅游	29.80	2.35
算术平均		25.18	2.37
中位数		27.04	2.35
本次交易标的资产		12.07	5.32

注：上述数据来自 Wind 资讯，其中申万休闲服务行业下景点二级子行业中黄山 B 股已被剔除；张家界、大连圣亚、西藏旅游静态市盈率在 80-110 倍之间，作为异常数据剔除

根据上表数据，标的公司市净率高于同类上市公司市净率算术平均数及中位数，标的公司静态市盈率低于同类上市公司静态市盈率算术平均数及中位数。经对比上述同秦淮风光与同类上市公司的资产负债表，市净率差异的主要原因如下：

(1) 特许经营权的账务处理不同。秦淮风光特许经营权费用逐年支付并计入当期营业成本，并未体现账面价值，而桂林旅游等公司将特许经营权进行了资本化处理，故秦淮风光资产规模较小。

(2) 经营所需要素不同而导致的固定资产特点及规模不同。秦淮风光从事的业务主要为内秦淮河的游船游览服务，属于轻资产运营的公司，主要固定资产除管理部门的办公场所等必要的经营场所外，主要为与生产经营相关的游船、电池、充电桩等设备，价格较低，通常为数万至数十万，因此，秦淮风光固定资产规模较小；而同类上市公司主要业务通常为风景名胜景点的整体运营，其除办公场所外，经营所需资源主要为房屋、土地、索道等资产，通常价值量较大，故同类上市公司固定资产规模较大。

同行业上市公司特许经营权的会计处理及资产结构情况：

证券代码	名称	特许经营权的会计处理	资产结构（2018 年末）
000888.SZ	峨眉山 A	计入无形资产	固定资产 138,212.56 万元，占资产总额 48.08%
000978.SZ	桂林旅游	计入无形资产	固定资产 100,751.61 万元，占资产总额 34.47%
300144.SZ	宋城演艺		固定资产 213,936.74 万元，占资产总额 19.78%
600054.SH	黄山旅游	计入无形资产	固定资产 164,310.35 万元，占资产总额 34.93%
603099.SH	长白山		固定资产 71,462.02 万元，占资产总额 56.45%
603136.SH	天目湖		固定资产 67,174.14 万元，占资产总额 59.60%
603199.SH	九华旅游		固定资产 69,901.90 万元，占资产总额 53.41%
本次交易标的资产		计入营业成本	固定资产 2,070.14 万元，占资产总额 19.30%



对于具有轻资产特性的旅游服务行业，企业的盈利能力比企业的资产状况更能代表企业市场地位、未来发展潜力及核心竞争力等主要企业价值驱动因素。因此，本次交易的市盈率指标相较于市净率更具有适用性、合理性。标的公司静态市盈率低于同类上市公司水平，本次交易定价公允，有利于保护上市公司及中小投资者利益。

综上，标的资产市净率高于同行业可比公司具有合理原因，市盈率更能反映标的公司价值，其市盈率符合行业水平

### 3、本次交易选取资产基础法与收益法评估差异的说明及选取方法分析

本次评估采用收益法得出的股东全部权益价值为 53,314.43 万元，对比资产基础法测算得出的股东全部权益价值 46,574.34 万元，差异 6,740.09 万元，差异率为 14.47%。两种评估方法差异的原因在于：相较于收益法对资产的经营能力（获利能力）的体现，资产基础法不能完全衡量和体现出各单项资产间的整合效应以及无形资产的价值。

在上述两种方法评估结果差异分析基础上，结合评估目的、不同评估方法所使用数据的质量和数量，采用衡量方式选取最终评估结果。具体考虑了以下因素：

（1）从评估目的来看，本次评估是为委托人拟对标的公司进行股权收购提供价值参考，标的公司的价值主要取决于其未来预期能带来的收益。

（2）从评估范围来看，收益法涵盖了企业账内外全部有效资源，价值内涵更为完整。

（3）对于具有轻资产特性的旅游服务行业，企业的盈利能力比企业的资产状况更能代表企业市场地位、未来发展潜力及核心竞争力等主要企业价值驱动因素。

基于上述原因，本次评估最终采用收益法的评估结果，具有合理性。

综上，标的公司特许经营权的评估具有合理逻辑、价格公允，标的资产市净率高于同行业可比公司系因特许经营权的会计处理、资产特征导致，基于标的公司的业务特征，本次交易的市盈率指标相较于市净率更具有适用性、合理性，标的公司静态市盈率与同类上市公司水平相符，交易价格具有公允性；本次评估采用收益法评估结果较资产基础法评估结果高 6,740.09 万元，差异率为 14.47%，系相较于收益法对资产的经营能力（获利能力）的体现，资产基础法不能完全衡量和体现出各单项资产间的整合效应以及无形资产的价值导致；基于评估目的、评估范围以及标的公司业务、资产特征，本次评估最终采用收益法的评估结果作为定价依据。因此，本次交易作价具有合理性。

（二）结合夫子庙——秦淮风光带景区整体游客人数增长的预测情况，补充披露标

的资产客流量预测增长的合理性，并结合灯会活动、游船服务费变动情况对经营业绩的影响、自主定价权、景区降价指导意见等因素，补充披露游船价格考虑灯会持续涨价及预测依据的合理性

### 1、标的公司客流量预测增长的合理性

#### (1) 标的公司客流量符合历史客流情况

标的公司客流量历史情况及未来预测情况如下：

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
营业收入（万元）	5,582.03	6,044.32	9,116.28	10,690.23	12,017.22
营业收入增长率（%）	36.00	8.28	50.82	17.27	12.41
全时段客流量（万人次）	-	78.29	110.77	147.85	154.56
全时段客流量增长率（%）	-	-	41.49	33.47	4.54
夜间游船人数（万人次）	-	54.89	81.91	113.67	119.35
夜间游船人数增长率（%）	-	-	49.21	38.77	5.00
白天游船人数（万人次）	-	23.40	28.86	34.18	35.20
白天游船人数增长率（%）	-	-	23.33	18.45	2.98

  

项目	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年至 收益期止
营业收入（万元）	12,631.59	13,961.02	14,603.84	15,041.12	15,041.12
营业收入增长率（%）	5.11	10.52	4.60	2.99	-
全时段客流量（万人次）	159.19	175.76	183.78	189.30	189.30
全时段客流量增长率（%）	3.00	10.41	4.57	3.00	-
夜间游船人数（万人次）	122.93	137.68	144.57	148.90	148.90
夜间游船人数增长率（%）	3.00	12.00	5.00	3.00	-
白天游船人数（万人次）	36.26	38.08	39.22	40.39	40.39
白天游船人数增长率（%）	3.01	5.02	2.99	2.98	-

注1：2015年营业收入为未审数据；

注2：2016年营业收入采用了秦淮风光母公司审计数据（2016年秦淮风光拥有一家控股子公司，该子公司已于2016年11月转让），下同。

秦淮风光以“夜游秦淮”为宣传主题，在运载能力提升、河道景观提升、宏观经济及区域旅游状况等因素的驱动下，公司经营绩效持续高速增长，2016年度至2018年度营业收入复合增长率达32.51%，游客人次复合增长率达37.42%。从2016年度至2018年度各年分时段客流量来看，夜间、白天各个时段均保持高速增长，复合增长率分别为43.91%、20.86%，由于灯光景观较佳，夜间增速高于白天。

本次评估预测增长期间为2019年至2023年，全时段、夜间、白天年客流量复合增长率分别为5.07%、5.55%、3.40%，客流量预测增长较为谨慎，基于历史客流量增长情

况，具有可实现性。

(2) 标的公司客流量预测增长符合南京市旅游市场发展的历史情况、未来规划  
南京市及夫子庙—秦淮风光带景区及秦淮风光近年来旅游人数统计数据情况如下：

项目		2016年	2017年	2018年
南京市	人次(亿)	1.1206	1.2293	1.3436
	增长率	9.5%	9.7%	9.3%
夫子庙秦淮风光带景区	人次(万)	3,386.00	3,864.29	4,273.63
	增长率	-	14.1%	10.6%
秦淮风光	人次(万)	78.29	110.77	147.85
	增长率		41.49%	33.47%

秦淮风光未来预测的客流量情况及增长速度情况如下：

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年至收益期止
总游船人次(万人次)	154.56	159.19	175.76	183.78	189.30	189.30
总游船人数增长率	4.54%	3.00%	10.41%	4.57%	3.00%	0%

南京市近年来的游客接待量基本处于 9%-10% 的增长幅度，夫子庙—秦淮风光带景区近年来游客接待量也基本处于 10%-15% 的增长幅度。秦淮风光“十里秦淮”水上游览线路为南京市、夫子庙风景区的重要游览线路，属于南京市旅游名片之一，具有深厚的历史文化积淀，因此秦淮风光客流量增速明显高于南京市、夫子庙景区的游客接待量的平均增速。

根据《南京市旅游业发展十三五规划》，预计十三五期间南京市旅游产业将保持高速增长，2020年南京接待境内外旅游者总量将超过 1.5 亿人次，年均增长 8% 以上，旅游总收入达到 3,000 亿元以上。《“十三五”旅游业发展规划》指出，“十三五”期间（2016-2020 年），城乡居民出游人数年均增长 10% 左右，旅游总收入年均增长 11% 以上。经访谈夫子庙—秦淮风光带景区管理部门，其预计未来 3 年夫子庙—秦淮风光带景区整体游客人数也将与南京整体游客增长水平基本一致，保持 10% 左右的增长速度。

“十里秦淮”在国内具有较高的知名度、美誉度，秦淮风光所运营的“十里秦淮”水上游览在南京市景点游览服务中具有重要地位，市场前景较好，因此，预测期内其客流量增长率保持 3.00%-10.41%，符合南京市旅游市场发展的历史情况及未来规划。

(3) 国民经济水平、居民可支配收入持续提升为秦淮风光未来客流量的持续增长提供了坚实基础

随着我国经济快速发展，居民可支配收入持续增长，消费升级，基础设施的持续优

化以及法定假日效应，我国旅游业市场发展迅速且未来发展空间较大。Wind 数据显示，2014 年至 2018 年，我国旅游人数分别为 36.11 亿人次、40.00 亿人次、44.40 亿人次、50.01 亿人次和 55.39 亿人次，增长率分别为 10.70%、10.77%、11.00%、12.64%和 10.76%；旅游业总收入分别为 3.03 万亿元、3.42 万亿元、3.94 万亿元、4.57 万亿元和 5.13 万亿元，增长率分别为 15.36%、12.81%、15.19%、15.92%和 12.30%。

我国经济仍将保持较高速增长，居民人均收入将持续提高，根据我国十三五规划，我国“经济保持中高速增长。在提高发展平衡性、包容性、可持续性的基础上，到 2020 年国内生产总值和城乡居民人均收入比 2010 年翻一番。”根据我国“十三五”旅游业发展规划，预计 2016 年至 2020 年期间，中国旅游业总收入年均增速可达 11.18%，国内旅游人数也将保持 9.86%的年均增长率；2020 年，中国旅游业规划总收入及国内旅游规划人数将分别达到 7.00 万亿元及 64.00 亿人次。

我国国民经济的发展、居民可支配收入的提高、消费习惯的改善等因素将长期支持旅游市场持续繁荣，有力保障了秦淮风光未来客流量的持续增长。

此外，长期以来，标的公司提供的游览内容、服务水平得到较大提升，但自 2009 年以来，标的公司游览服务的正常价格未发生变动，随着居民可支配收入的持续增加，消费者对于标的公司游览服务价格可接受度将持续提高，这将有利于标的公司游客人次的持续增长。

(4) 标的公司客流量预测增长符合其运载能力规划，具有可实现性

秦淮风光的游船业务分白天时段和夜间时段，白天时段运营时间为 9 点至 18 点，夜间时段的运营时间为 18 点至 22 点。秦淮风光以“夜游秦淮”为宣传主题，加之夜间秦淮两岸颇具特色的灯光景观，使得夜间时段成为秦淮风光的高峰运营时间段，而节假日（法定节日及周末）夜间时段，伴随着夫子庙——秦淮风光带风景名胜区游客数量的高峰，秦淮风光的游船接待人数也接近峰值。

本次评估中对于预测数据充分考虑了秦淮风光接待高峰时的运载能力，具有合理性，具体测算如下（详见本题（三））：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年至收益期止
夜间游船人数（万人次）	81.91	113.67	119.35	122.93	137.68	144.57	148.90	148.90
夜间承载能力利用率	68.75%	85.46%	71.47%	73.61%	75.46%	79.23%	81.61%	81.61%
节假日夜间游船人数（万人次）	36.41	48.86	55.00	56.18	58.50	60.45	61.75	61.75

节假日夜间承载能力利用率	87.83%	103.14%	92.47%	94.46%	90.02%	93.02%	95.02%	95.02%
--------------	--------	---------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

因此，预测期间，节假日夜间运载能力利用率均未超过 100%，低于标的公司历史最高运载能力利用率，标的公司客流量预测增长具有可实现性。

## 2、结合灯会活动、自主定价权、景区降价指导意见等因素，游船价格考虑灯会持续涨价及预测依据的合理性

### (1) 灯会活动对价格的影响及可持续性

秦淮灯会是流传于南京地区的民俗文化活动。自 2014 年第 28 届秦淮灯会举办以来，至 2019 年第 33 届灯会已经发展成为以“一城一河”为轴线，沿明城墙、沿秦淮河、沿历史街巷延伸，向主城区拓展，形成全域化灯展布局。就涵盖范围而言，秦淮灯会的涵盖范围越来越广，影响逐年扩大。

随着 2019 年灯会范围扩大到白鹭洲公园区域，秦淮风光投入建设了白鹭洲公园周围的灯会景观，增加了游览内容，提升了秦淮风光游船线路上的公园、河道景观。物价部门基于实际投入成本、服务内容变化等因素批准了灯会期间涨价。

经向南京市秦淮区发改局价格司（原物价部门并入）进行访谈，其核定价格的依据为顾客提供的实际服务内容、企业实际投入的成本等因素。

秦淮风光因本次灯会投入效果良好，未来灯会期间将继续投入成本、提升服务内容，符合物价部门调价政策，灯会期间涨价具有可持续性。

### (2) 定价权对标的公司游览服务价格的影响

经向南京市秦淮区发改局价格司（原物价部门并入）进行访谈，企业根据自身投入的成本及服务情况可向物价部门提出定价申请，物价部门核定价格的依据为顾客提供的实际服务内容、企业实际投入的成本、公司运营情况等因素。2019 年 2 月 4 日至 2019 年 5 月 3 日灯会期间的涨价批复，主要依据为秦淮风光的实际投入及服务内容变化，如未来仍出现该种情形，仍符合价格调整的相关政策。

秦淮风光因本次灯会投入效果良好，未来年度仍将继续投入相关成本并持续提升，符合物价部门调价政策，因此，按照当前的物价部门核价政策及标的公司的运营计划，标的公司灯会期间涨价具有可持续性。

### (3) 景区降价指导意见对标的公司游览服务价格的影响

2018 年 6 月，国家发改委发布了《关于完善国有景区门票价格形成机制降低重点国有景区门票价格的指导意见》（以下简称“指导意见”），对降低重点国有景区门票价格

作出了明确的指导精神：“各地区要以利用国家级风景名胜区、国家级自然保护区、全国重点文物保护单位、国家公园等公共资源建设，旅游景区质量等级评定为 5A 级，且现行价格水平较高的国有景区为重点，科学制定方案，切实降低偏高门票价格，并积极推动 4A 级及以下国有景区降价。对社会反映集中、“高定价大折扣”等问题突出的景区，要进一步加大降价力度。”

虽然标的公司所处的夫子庙景区为免费开放景区，标的公司游船服务并不属于景区门票，但政府物价部门价格核定政策对于标的公司游船票价调整的导向性仍将对标的公司服务定价产生一定影响，如标的公司未来的水上游览票价调整，则将对经营业绩造成一定的影响。该风险已在重组报告书之“重大风险提示”及“风险因素”中进行披露。

2019 年 2 月 4 日至 2019 年 5 月 3 日，物价部门根据秦淮风光的实际投入及服务内容变化，批准了其调价申请，核定价格的依据为顾客提供的实际服务内容、企业实际投入的成本、公司运营情况等因素。因此，基于实际情况，指导意见对秦淮风光当前定价影响较小。

鉴于标的公司仍将持续投入举办白鹭洲公园灯会，其服务内容在灯会期间将得到实质提高，符合物价部门的当前价格调整政策，且 2019 年度已实现价格调整，因此，本次评估预测期间预测标的公司在灯会期间票价上涨具有合理性。

综上，秦淮风光客流量预测增长、预测价格具有合理性，标的公司未来期间的游船服务收入预测具备合理性。

#### (4) 游船服务费变动情况对经营业绩的影响

标的公司主营业务的价格主要根据物价局的指导价格定价。具体而言，游船门票价格按时间分为白天和晚间，按游客分为成人和儿童。白天票价低于晚间票价，儿童票价为成人票价的一半。一般情况下，成人白天票价为 60 元/人，成人晚间票价为 80 元/人。报告期标的公司票价变动情况如下：

时间	成人白天	成人晚间 (18:00-23:30)	儿童白天	儿童晚间 (18:00-23:30)
2017.1.1- 2018.8.19	60	80	30	40
2018.8.20- 2019.1.24	50	60	25	30
2019.1.25- 2019.2.3	60	80	30	40
2019.2.4- 2019.4.30	80	100	40	50

2018 年 8 月至 2019 年 1 月，因秦淮河河道清除淤泥，变更了游船线路，因游览内

容减少，物价局调低了清淤时期的票价；2019年2月至4月，第一届中国秦淮灯会以白鹭洲公园为重点展区，由标的公司负责投资建设，为满足游客游览需求，开辟了“夫子庙泮池码头-白鹭洲公园-水街-东水关-镇淮东桥东侧-夫子庙泮池码头”的赏灯游船专线，鉴于服务内容增加以及标的公司的成本投入，经物价部门批准，标的公司在灯会时期进行了涨价。票价变动对收入影响分析如下：

序号	时间	成人白天 票价(元)	成人晚间 票价(元)	当期主营业务 收入(万元)	当期主营业 务收入增长 率(A)	全年主营业 务收入增长 率(B)	剔除自然增 长后的增长 率(A-B)
1	2017.8.20- 2018.1.24	60	80	3,801.22	0.86%	16.54%	-15.58%
	2018.8.20- 2019.1.24	50	60	3,834.03			
2	2018.2.4- 2018.4.30	60	80	2,847.28	16.40%	10.67% (年化)	5.73%
	2019.2.4- 2019.4.30	80	100	3,310.60			

根据上述测算，不考虑游客人次自然增长，成人晚间票价下降20元，主营业务收入下降15.58%；成人晚间票价上升20元，主营业务收入增长5.73%。

综上，不考虑游客人次自然增长，游览服务价格变动与收入存在正相关关系。

(三) 结合标的资产专用设备成新率等因素，补充披露收益法评估中是否充分考虑游船维修、重新购置等支出；游船数量是否足够运营收益法预测客流量

#### 1、收益法评估中对游船维修、重新购置等支出的分析

秦淮风光营运船只共计54艘，其中2017年至2018年购入28艘，同时秦淮风光于2018年底开始进行船只动力改造，采购大批锂电池及其他相关配套设备，目前专用设备经济使用年限成新率大于80%，专用设备总体成新率较高。

本次在收益法评估时，按照历史年度单位船次的平均耗用维修支出在营业成本中考虑了游船的维修支出成本，历史年度及未来年度的维修支出如下所示：

单位：万元

项目	2018年	2019年 1-4月	2019年 5-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年至 收益期止
维修支出	36.72	11.89	29.20	42.38	46.74	48.86	50.33	50.33

同时在对未来折旧及资本性支出的预测中，根据游船及其相关设备的预计使用年限考虑在其达到使用寿命时的重新购置支出，更新资本性支出情况如下所示：

单位：万元

项目	2019年 5-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年至 收益期止
更新资本性支出	96.86	56.01	22.39	77.45	220.20	403.19
其中：游船相关设备更新支出	18.61	53.42	19.03	70.11	215.69	205.99

综上所述，收益法评估中已充分考虑了游船维修、重新购置等支出对收益的影响。

## 2、游船数量是否足够运营收益法预测客流量

秦淮风光的游船业务分白天时段和夜间时段，白天时段运营时间为9点至18点，夜间时段的运营时间为18点至22点。秦淮风光以“夜游秦淮”为宣传主题，加之夜间秦淮河两岸颇具特色的灯光景观，使得夜间时段成为秦淮风光的高峰运营时间段，而节假日（法定节日及周末）夜间时段，伴随着夫子庙——秦淮风光带风景名胜区游客数量的高峰，秦淮风光的游船人数也接近峰值。

秦淮风光夜间时段的业务，特别是节假日夜间时段的运载量当前利用率较高，未来随着游客数量的增长，将逐步达到饱和。而白天时段的业务并不会受到游船运载能力的影响。

秦淮风光评估基准日时拥有各类游船54艘，考虑到游客总量，游船建造、投入运营以及人员培训、考证需要1-2年的周期，游船投放对于整体时段的经济性等因素，预计于2020年底新增5艘游船，2021年投入运营。

秦淮风光历史期间及预测期间运载能力及其利用率测算如下：

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年至 收益期止
夜间游船人数（万人次）	81.91	113.67	119.35	122.93	137.68	144.57	148.90	148.90
夜间承载能力利用率	68.75%	85.46%	71.47%	73.61%	75.46%	79.23%	81.61%	81.61%
节假日夜间游船人数（万人次）	36.41	48.86	55.00	56.18	58.50	60.45	61.75	61.75
节假日夜间承载能力利用率	87.83%	103.14%	92.47%	94.46%	90.02%	93.02%	95.02%	95.02%
白天游船人数（万人次）	28.86	34.18	35.20	36.26	38.08	39.22	40.39	40.39
白天承载能力利用率	48.60%	51.54%	25.29%	26.06%	25.04%	25.79%	26.56%	26.56%

注：

1、运载能力利用率（实际运载率/产能利用率）=实际运载量/最大承载量，实际运载量为标的公司各期实际运载人次，最大承载量为结合公司运营模式计算的理论产能，公式为：最大承载量=年加权平均游船数\*班次占比\*单船平均运行次数\*年平均单船最大载客人数\*游船上座率



2、根据标的公司现有运行模式，上述最大承载量中各项参数按照以下方式设定：

①年加权平均游船数，按照各年度新增船只的月度及数量加权平均，2017年度、2018年度及2019年1-4月加权平均船数为42.33艘、46.50艘、54.00艘。

②班次占比：运营实行三班制，通常白天一班，夜间两班，忙时夜晚三班。最大承载量按照白天一班（1/3班次）、夜晚三班（全部班次，比例为1）进行测算。

③单船平均运行次数：白天时段为9:00至18:00共9个小时，夜晚时段为18:00至22:00共4个小时，标的公司实际运营中船只往返一次为40-50分钟，计入等候时间，按照每船1小时往返一次计算。电瓶改造前（2019年之前），受铅蓄电池续航时间限制，每船充电一次仅能往返5次后即需充电，因此白天每船可往返5次；忙时，白天一班的游船夜间投入运营时由于二次充电时长较短，在晚间实际仅可运行2次，其他夜间两班的游船运行4次，因此2019年以前白天按每船运行5次，夜晚三班加权平均后按每船运行3.33次计算；2019年在进行锂电池改造后，游船运行效率提高，可满足全天使用需求，因此，白天按每船运行9次计算，在平均夜间运行次数4次的基础上综合考虑发船时间、船工工时制度等因素按照3.6次计算。

④年平均单船最大载客人数：20人客船按照20人，30人客船按照30人计，根据各年度的船只载客人数及船只数量按月加权平均计算。

⑤游客上座率：结合实际运营经验，由于游客的旅游习惯、座位分布等因素，游船实际载客人数一般会小于平均单船最大载客人数，通常载客人数在18人，30人客船通常载客人数在27人，游客上座率水平按照90%计算

综上，秦淮风光在2024年达到稳定期时，白天运载能力利用率为26.56%，夜间运载能力利用率为81.61%，节假日夜间运载能力利用率为95.02%，均未达到运载能力上限，低于标的公司历史最高运载能力利用率，故游船数量可足够运营收益法预测客流量。

（四）补充披露预测毛利率逐年增长的原因及合理性，人工成本中是否充分考虑通胀等因素

秦淮风光历史年度及未来预测营业收入、营业成本、毛利率水平如下：

项目	2017年	2018年	2019年1-4月	2019年5-12月(预测)	2019年1-9月(未审)	2019年
人员成本	1,452.82	1,811.22	551.01	1,392.73	-	1,943.74
河道使用费	1,134.00	2,050.00	673.97	1,376.03	-	2,050.00
折旧摊销	232.59	230.51	127.19	272.05	-	399.24
沿河装饰及养护	151.78	163.1	312.9	0	-	312.90
燃料及电力	119.61	119.08	22.81	55.82	-	78.63
维修支出	65.17	36.72	11.89	29.2	-	41.09
其他	104.18	110.59	26.39	99.75	-	126.14
营业成本合计	3,260.15	4,521.22	1,726.15	3,225.58	3,505.21	4,951.73
营业成本增长率	-	38.68%	-	-	-	9.52%

营业收入	9,116.28	10,690.23	3,913.31	8,103.92	10,411.94	12,017.23
营业收入增长率	-	17.27%	-	-	-	12.41%
毛利率	64.24%	57.71%	55.89%	60.20%	66.33%	58.79%

注：2019年数据由1-4月实际数及5-12月预测数加总计算

续

项目	2020年(预测)	2021年(预测)	2022年(预测)	2023年(预测)	2024年至收益期止(预测)
人员成本	2,040.92	2,297.14	2,411.99	2,532.59	2,532.59
河道使用费	2,050.00	2,050.00	2,050.00	2,050.00	2,050.00
折旧摊销	444.96	421.63	387.51	326.30	359.85
沿河装饰及养护	328.55	344.97	362.22	380.33	380.33
燃料及电力	81.01	89.36	93.41	96.22	96.22
维修支出	42.38	46.74	48.86	50.33	50.33
其他	131.11	139.99	146.09	151.89	151.89
营业成本合计	5,118.93	5,389.83	5,500.08	5,587.66	5,621.21
营业成本增长率	3.38%	5.29%	2.05%	1.59%	0.60%
营业收入	12,631.59	13,961.02	14,603.84	15,041.12	15,041.12
营业收入增长率	5.11%	10.52%	4.60%	2.99%	-
毛利率	59.48%	61.39%	62.34%	62.85%	62.63%

秦淮风光 2016 年至 2019 年 1-4 月各期毛利率逐年递减，毛利率在 2018 年至 2023 年逐年提升，其后保持稳定。

历史期间毛利率下降的原因主要是河道使用相关费用变化导致，秦淮风光与夫子庙管委会 2013 年签订的《授权经营协议》约定的 2016 年度、2017 年度经营权使用费分别为 405 万元、500 万元，2017 年 8 月秦淮风光中标夫子庙—秦淮风光带风景名胜区内秦淮河水上游览线特许经营权，年使用费为 2,050.00 万元，造成各年度河道占用费波动较大；2019 年 1-4 月秦淮风光毛利率小幅下降的主要原因为 2019 年 2 月白鹭洲公园举办水上灯会，为吸引游客，秦淮风光提高了景观标准，故花灯材料用量支出显著；此外，近年以来秦淮风光业务快速扩张，2017 年、2018 年新采购大批船只等，造成折旧费用逐年升高，这也是秦淮风光毛利率波动的原因。

2019 年 1-9 月毛利率上升较多系标的公司营业成本中相对固定的成本的比重较大，以及 6-9 月为旅游旺季月度收入较高，该期间营业成本增速低于营业收入增速导致。

预测期间毛利率总体上升系标的公司营业收入预测增长的同时，营业成本中相对固定的成本的比重较大导致，期间营业成本增速低于营业收入增速导致。具体分析如下：

1、预测收入合理性分析详见问题六（二）。

2、历史期及预测期营业成本的分析

营业成本的主要部分为河道使用费和人工成本，历年占比如下：

项目	2017年	2018年	2019年 (预测)	2020年 (预测)	2021年 (预测)	2022年 (预测)	2023年 (预测)	2024年 至 收益期 止 (预测)
人员薪酬及福利	1,452.82	1,811.22	1,943.73	2,040.92	2,297.14	2,411.99	2,532.59	2,532.59
人员薪酬及福利增长率	-	24.67%	7.32%	5.00%	12.55%	5.00%	5.00%	0.00%
河道使用费	1,134.00	2,050.00	2,050.00	2,050.00	2,050.00	2,050.00	2,050.00	2,050.00
营业成本合计	3,260.15	4,521.22	4,951.73	5,118.93	5,389.83	5,500.08	5,587.66	5,621.21
人员成本及河道使用费 占营业成本比例	79.35%	85.40%	80.65%	79.92%	80.65%	81.13%	82.01%	81.52%

秦淮风光预测期毛利率在 2018 年至 2023 年逐年提升，其后保持稳定，造成上述情况的主要原因是秦淮风光营业成本中相对固定的成本占比较大，前述相对固定成本主要包括河道使用费、人员薪酬及福利以及折旧摊销等，其中人员薪酬及服务及河道使用费两项约占到营业成本的 80%。

预测期间，河道使用费固定为 2,050 万元/年；人员薪酬及福利基本稳定除因船只增加而增加 5 名船工外，无其他人员计划，人员薪酬及福利在考虑通货膨胀因素的情况下按照单位人员 5%的增幅进行测算。因此，由于前述营业成本主要组成部分增长幅度较小，预测期间标的公司营业成本增速将低于预测期间收入增长速度，毛利率在 2019 年至 2023 年逐年提升，其后保持稳定，毛利率提升幅度随收入增长速度、产能新增计划而有所波动。

此外，预测期间其他有利于毛利率提升的因素如下：

考虑原有固定资产在预测期间将逐步达到折旧期限及新增固定资产计划，经测算，秦淮风光折旧摊销将在 2020 年达到顶点（虽在 2020 年末新增画舫 5 条，但到达折旧期限的固定资产规模较大，故 2021 年开始折旧摊销减少），其后将逐年下降。

燃料和动力 2019 年以后较以往年度下降较多的原因是由于秦淮风光于 2018 年底完成了对其铅酸电池游船的锂电池改造，充电效率、单次充电运行次数都有大幅提升，因此相应的燃料和动力（主要是电力）有所下降。

综上，秦淮风光营业成本增速低于预测期间收入增长速度，毛利率在 2019 年至 2023 年逐年提升，其后保持稳定，毛利率提升幅度随收入增长速度、产能新增计划而有所波

动。

(五) 补充披露备考报表编制及本次交易评估中, 是否已充分辨认及合理判断标的资产拥有的但未在其财务报表中确认的无形资产, 并结合标的资产最新经营业绩, 补充披露本次交易业绩承诺可实现性, 以及交易后商誉减值风险及对上市公司未来盈利能力的影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见

1、备考报表编制及本次交易评估中, 已充分辨认及合理判断标的资产拥有的但未在其财务报表中确认的无形资产

(1) 企业会计准则及资产评估准则的相关规定

根据《企业会计准则解释第5号》规定: 非同一控制下的企业合并中, 购买方在对企业合并中取得的被购买方资产进行初始确认时, 应当对被购买方拥有的但在其财务报表中未确认的无形资产进行充分辨认和合理判断, 满足以下条件之一的, 应确认为无形资产: (1) 源于合同性权利或其他法定权利; (2) 能够从被购买方中分离或者划分出来, 并能单独或与相关合同、资产和负债一起, 用于出售、转移、授予许可、租赁或交换。

《企业会计准则第20号——企业合并》第十四条规定: “被购买方可辨认净资产公允价值, 是指合并中取得的被购买方可辨认资产的公允价值减去负债及或有负债公允价值后的余额。被购买方各项可辨认资产、负债及或有负债, 符合下列条件的, 应当单独予以确认: 合并中取得的被购买方除无形资产以外的其他各项资产(不仅限于被购买方原已确认的资产), 其所带来的经济利益很可能流入企业且公允价值能够可靠地计量的, 应当单独予以确认并按照公允价值计量。合并中取得的无形资产, 其公允价值能够可靠地计量的, 应当单独确认为无形资产并按照公允价值计量。”

根据《资产评估执业准则——无形资产》第十三条, 执行无形资产评估业务, 应当根据具体经济行为, 谨慎区分可辨认无形资产和不可辨认无形资产, 单项无形资产和无形资产组合。第十四条, 可辨认无形资产包括专利权、商标权、著作权、专有技术、销售网络、客户关系、特许经营权、合同权益、域名等。不可辨认无形资产是指商誉。

(2) 标的资产拥有但未在其财务报表中确认的无形资产

本次交易评估中, 已充分辨认及合理判断标的资产拥有的但未在其财务报表中确认的无形资产, 包括商标权及水上游览线特许经营权两项。商标权及水上游览线特许经营权的评估过程如下:

①商标权

标的资产评估基准日时账面未记录的商标权为 5 项注册商标，具体情况如下：

序号	项目	类号	注册号	有效期限
1	<b>秦淮画舫</b>	32	第 6225535 号	2010 年 1 月 21 日至 2030 年 1 月 20 日
2	<b>秦淮画舫</b>	30	第 6225536 号	2010 年 1 月 28 日 至 2030 年 1 月 27 日
3	<b>秦淮画舫</b>	24	第 6225537 号	2010 年 4 月 28 日 至 2030 年 4 月 27 日
4	<b>秦淮画舫</b>	20	第 6225538 号	2010 年 2 月 14 日 至 2030 年 2 月 13 日
5	<b>秦淮画舫</b>	14	第 6225539 号	2010 年 2 月 7 日 至 2030 年 2 月 6 日

标的资产商标“秦淮画舫”五项于 2010 年注册，有效期 10 年，已于近日取得商标续展注册证明。前述商标主要是出于保护性目的而注册的商标，尚未实际使用在生产经营过程中。本次评估以成本法确定其评估结果，五项商标权的评估价值为 6,250.00 元。

#### ②水上游览线特许经营权

秦淮风光通过公开招标中标，于 2017 年 8 月 4 日与夫子庙—秦淮风光带风景名胜区管理委员会签订了《夫子庙—秦淮风光带风景名胜区内秦淮河水上游览线特许经营合同》，确定秦淮风光为夫子庙—秦淮风光带风景名胜区内秦淮河水上游览线特许经营项目的被特许人，特许经营合同的主要条款如下表所示：

项目	内容
名称	夫子庙—秦淮风光带风景名胜区内秦淮河水上游览线特许经营
经营方式	水上游览线经营权有偿使用
经营区域	夫子庙—秦淮风光带风景名胜区内秦淮河（东水关闸至西水关闸及白鹭洲公园浣花桥绕行水街至浣花桥水道，包括公共码头）
经营内容	水上观光游览
经营期限	2017 年 8 月 5 日至 2037 年 8 月 4 日
年费（万元）	2,050.00

本次采用多期超额收益法对该特许经营权进行评估，具体情况如下：

单位：万元

项目	2019 年 5-12 月	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
息税前利润	4,440.65	6,869.71	7,895.84	8,372.88	8,687.74
营运资金回报	24.43	30.94	33.95	35.56	36.81
固定资产及其他长期资产贡献额	654.87	804.62	738.96	657.69	568.62
劳动力贡献额	6.43	7.43	8.84	10.26	11.49
超额收益	3,754.92	6,026.73	7,114.10	7,669.36	8,070.82

项目	2019年 5-12月	2020年	2021年	2022年	2023年
折现率	21.61%	21.61%	21.61%	21.61%	21.61%
折现期	0.33	1.17	2.17	3.17	4.17
折现系数	0.9369	0.7959	0.6545	0.5382	0.4426
超额收益现值	3,517.98	4,796.68	4,656.18	4,127.65	3,572.14

单位：万元

项目	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
息税前利润	8,657.01	8,657.01	8,657.01	8,657.01	8,657.01
营运资金回报	36.81	36.81	36.81	36.81	36.81
固定资产及其他长期资产贡献额	594.20	598.87	603.54	608.21	612.88
劳动力贡献额	12.72	13.95	15.18	16.41	17.64
超额收益	8,013.27	8,007.37	8,001.48	7,995.58	7,989.68
折现率	21.61%	21.61%	21.61%	21.61%	21.61%
折现期	5.17	6.17	7.17	8.17	9.17
折现系数	0.3639	0.2993	0.2461	0.2024	0.1664
超额收益现值	2,916.03	2,396.61	1,969.16	1,618.30	1,329.48

单位：万元

项目	2029年	2030年	2031年	2032年	2033年
息税前利润	8,657.01	8,657.01	8,657.01	8,657.01	8,657.01
营运资金回报	36.81	36.81	36.81	36.81	36.81
固定资产及其他长期资产贡献额	617.54	622.21	626.88	631.55	636.22
劳动力贡献额	18.87	20.10	21.33	22.56	23.79
超额收益	7,983.78	7,977.88	7,971.98	7,966.08	7,960.19
折现率	21.61%	21.61%	21.61%	21.61%	21.61%
折现期	10.17	11.17	12.17	13.17	14.17
折现系数	0.1368	0.1125	0.0925	0.0761	0.0626
超额收益现值	1,092.18	897.51	737.41	606.22	498.31

单位：万元

项目	2034年	2035年	2036年	2037年1-8月4日
息税前利润	8,657.01	8,657.01	8,657.01	5,119.54
营运资金回报	36.81	36.81	36.81	21.77
固定资产及其长期资产贡献额	640.89	645.56	650.22	503.99
劳动力贡献额	25.02	26.25	27.48	28.46
超额收益	7,954.29	7,948.39	7,942.49	4,565.33
折现率	21.61%	21.61%	21.61%	21.61%
折现期	15.17	16.17	17.17	17.76

项目	2034年	2035年	2036年	2037年1-8月4日
折现系数	0.0514	0.0423	0.0348	0.0310
超额收益现值	408.85	336.22	276.40	141.53

该水上游览线特许经营权的评估价值为 359,000,000.00 元。

标的资产的商标评估值为 6,250.00 元，特许经营权的评估值为 359,000,000.00 元。此外，根据相关准则，并结合标的资产自身情况分析，标的资产不存在可以作为无形资产确认的专利权、著作权、专有技术、销售网络、客户关系、合同权益、域名等。

综上，本次交易评估及备考报告中已对无形资产进行了充分识别，不存在标的资产拥有的但未在其财务报表中确认的无形资产。

**2、结合标的资产最新经营业绩，补充披露本次交易业绩承诺可实现性，以及交易后商誉减值风险及对上市公司未来盈利能力的影响。**

(1) 本次交易业绩承诺可实现性

① 秦淮风光历史及预测期间业绩情况分析

秦淮风光历年及预测期间业绩情况如下：

单位：万元、万人次

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年至收益期止
营业收入	9,116.28	10,690.23	12,017.22	12,631.59	13,961.02	14,603.84	15,041.12	15,041.12
增长率	49.73%	17.27%	12.41%	5.11%	10.52%	4.60%	2.99%	
实际运载量	110.77	147.85	154.56	159.19	175.76	183.78	189.30	189.30
增长率	41.49%	33.47%	4.54%	3.00%	10.41%	4.57%	3.00%	
减：营业成本	3,260.15	4,521.22	4,951.73	5,118.93	5,389.83	5,500.08	5,587.66	5,601.32
占营业收入比例	35.76%	42.29%	41.21%	40.52%	38.61%	37.66%	37.15%	37.24%
税金及附加	55.83	49.49	54.33	58.56	64.06	66.72	68.53	68.53
占营业收入比例	0.61%	0.46%	0.45%	0.46%	0.46%	0.46%	0.46%	0.46%
销售费用	100.35	65.25	68.51	71.94	75.54	79.31	83.28	83.28
占营业收入比例	1.10%	0.61%	0.57%	0.57%	0.54%	0.54%	0.55%	0.55%
管理费用	492.60	481.48	502.63	517.43	541.06	590.36	619.62	616.80
占营业收入比例	5.40%	4.50%	4.18%	4.10%	3.88%	4.04%	4.12%	4.10%
财务费用	-47.14	-164.88	-59.00	-4.99	-5.32	-5.53	-5.72	-5.71
利润总额	5,217.82	5,901.87	6,512.98	6,869.71	7,895.84	8,372.88	8,687.74	8,657.01
减：所得税费用	1,327.29	1,478.34	1,643.42	1,717.49	1,974.02	2,093.29	2,172.00	2,164.32
四、净利润	3,890.53	4,423.53	4,869.56	5,152.22	5,921.82	6,279.59	6,515.74	6,492.69
净利润增长率	47.74%	13.70%	10.38%	5.92%	14.88%	6.04%	3.77%	-0.35%

根据《盈利预测补偿协议》，承诺净利润数不低于经江苏省国资委备案的本次交易标的资产评估报告中标的公司以收益法评估预测的净利润数额。即标的公司业绩承诺期内各年度(2019年度至2021年度)承诺净利润数为4,869.56万元、5,152.22万元和5,921.82万元，复合增长率为10.21%，高于同期收入9.31%的复合增长率，主要系营业成本增速低于营业收入增长导致。业务承诺可实现性分析如下：

A、游船服务收入主要受船票价格和客流量的影响，预测收入合理性分析详见问题六（二）。

B、历史期间营业成本增长较快，毛利率降低，主要因经营权费用变化导致；预测期间，营业成本逐年增加，但毛利率小幅提高，主要是秦淮风光河道占用费等固定成本比例较高，随着收入的不断增加，边际成本递减，毛利率提高。具体合理性分析详见问题六（四）。

C、历史期间，期间费用总体金额较小，销售费用2017年明显增加，主要是当年地铁广告投入导致，因效果不明显，现已不再投入，管理费用2017年增长较快主要是当年秦淮风光申报新三板而增加了中介机构费用；预测期间，期间费用总体上升，但占收入比例基本稳定，具有合理性。

③2019年1-9月标的公司经营情况良好，进一步夯实了业绩承诺的可实现性。报告期内，秦淮风光主要经营成果数据如下：

单位：万元

项目	2019年1-9月	2019年度业绩承诺	2020年度业绩承诺	2021年度业绩承诺
营业收入	10,411.94	12,017.22	12,631.59	13,961.02
利润总额	6,546.58	6,512.98	6,869.71	7,895.84
毛利率	66.33%	58.79%	59.48%	61.39%
净利润	4,894.33	4,869.56	5,152.22	5,921.82
经营活动产生的现金流量净额	4,630.10			

注：2019年1-9月数据未经审计

标的公司2019年经营情况良好，截至9月底已实现营业收入10,411.94万元，净利润4,894.33万元，2019年全年业绩承诺实现可能性较大，也为2020年、2021年业绩承诺的完成奠定了基础。从目前经营情况来看，标的公司客流量及业绩稳定增长，增长驱动因素稳定且预计仍将延续，预测期内业绩承诺的实现具有较坚实的基础。综上，预测



期间秦淮风光未来业绩预测具备可实现性。

### 3、商誉减值的相关规定

根据《企业会计准则第8号—资产减值》的规定：“因企业合并所形成的商誉，无论是否存在减值迹象，每年都应当进行减值测试。资产组或者资产组组合的可收回金额低于其账面价值的，应当确认相应的减值损失。”本次交易中，与商誉相关的资产组或资产组合可收回金额主要与本次交易过程中秦淮风光未来期间的经营业绩相关。如果秦淮风光未来经营状况未达预期，则存在商誉减值的风险。商誉减值会直接影响上市公司的经营业绩，减少上市公司的当期利润。若集中计提大额的商誉减值，将对上市公司盈利水平产生较大的不利影响，提请投资者注意该风险。

### 4、对上市公司未来盈利能力的影响

本次交易完成后，若标的公司商誉相关的资产组或资产组组合可收回金额低于其账面价值，则本次交易形成的商誉将存在减值风险，对上市公司的经营业绩造成一定程度的不利影响。商誉减值对上市公司盈利影响的敏感性分析如下：

单位：万元

本次交易产生商誉原值	假设商誉减值幅度	减值金额	对上市公司净利润的影响	对2018年度备考报表净利润的影响幅度
8,649.10	5%	432.45	-432.45	-2.01%
8,649.10	10%	864.91	-864.91	-4.03%
8,649.10	20%	1,729.82	-1,729.82	-8.06%
8,649.10	50%	4,324.55	-4,324.55	-20.14%
8,649.10	70%	6,054.37	-6,054.37	-28.20%
8,649.10	100%	8,649.10	-8,649.10	-40.28%

### 5、针对商誉减值风险上市公司拟采取的应对措施

#### (1) 严格执行关于业绩承诺、业绩补偿、减值测试等相关条款

根据交易双方签订的《盈利预测补偿协议》，业绩承诺方承诺标的公司2019年度、2020年度、2021年度的实际实现的净利润分别不低于4,869.56万元、5,152.22万元和5,921.82万元。在业绩承诺期内，经上市公司聘请具有证券期货业务资格的会计师事务所对标的公司进行审计，若截止当期期末累积实现净利润数低于截止当期期末累积承诺净利润数，则业绩承诺方应在当年度《专项审核报告》做出后，向上市公司支付补偿；在利润补偿期间届满时，上市公司将聘请经其认可的具有证券期货从业资格的会计师事务所对标的资产进行减值测试并出具《减值测试报告》，如资产期末减值额大于业绩承诺期已补偿金额，则业绩承诺方应另行对上市公司进行补偿。上市公司将加强对标的公

公司的财务管理，严格督促标的公司管理层完成相应业绩承诺。若标的公司出现未能完成其业绩承诺的情况或在减值测试中出现减值，上市公司将积极采取措施，严格执行《盈利预测补偿协议》，及时要求业绩承诺方履行业绩补偿承诺，上述安排一定程度上能够减少或消除商誉减值对于上市公司的影响。

### （2）加强对标的公司有效管控，力争实现并购整合预期

目前，标的公司已经成为南京市旅游优质资源，具有 50 余艘游览观光游船，能够为游客提供全程游览电子化讲解的细致服务。本次交易完成后，上市公司将加快向文化旅游产业的转型步伐，特别是可通过借助秦淮风光成熟的景区水上观光游览业务的运营经验逐步整合南京市内景区水上观光游览业务，从而落实上市公司第一阶段向南京市景区水上观光游览运营平台的转型目标。通过向水上观光游览运营平台转型和一系列整合措施的实施，上市公司将加强对标的公司有效管控，强化业务整合，力争实现并购整合预期。

### （3）充分发挥协同效应，提升标的公司盈利能力

南京市委、市政府已将旅游集团作为南京市旅游资产资源的整合平台，而南纺股份作为旅游集团下属唯一上市公司，旅游集团已将南纺股份作为经营性旅游资产的证券化平台及运营平台。本次交易完成后，上市公司将充分利用其优势与标的公司将在市场、业务等多方面进行深度融合，形成多方面的协同优势。在资产管理方面，上市公司将根据标的公司实际经营情况，对其资产管理进行优化，提高资产运营效率。在上市公司积极的整合下，标的公司将进一步扩大业务规模，提升市场竞争力和持续盈利能力，防范和控制商誉减值风险。

### 评估师的核查意见

经核查，评估师认为：

标的公司特许经营权的评估具有合理逻辑、价格公允，标的资产市净率高于同行业可比公司系因特许经营权的会计处理、资产特征导致，基于标的公司的业务特征，本次交易的市盈率指标相较于市净率更具有适用性、合理性，标的公司静态市盈率低于同类上市公司水平，交易价格具有公允性；本次评估采用收益法评估结果较资产基础法评估结果高 6,740.09 万元，差异率为 14.47%，系相较于收益法对资产的经营能力（获利能力）的体现，资产基础法不能完全衡量和体现出各单项资产间的整合效应以及无形资产的价值导致；基于评估目的、评估范围以及标的公司业务、资产特征，本次评估最终采用收益法的评估结果作为定价依据。因此，本次交易作价具有合理性。

标的资产客流量符合历史客流情况以及南京市旅游市场发展的历史情况、未来规划，国民经济水平、居民可支配收入持续提升为秦淮风光未来客流量的持续增长提供了坚实基础，同时，标的公司客流量预测增长符合其运载能力规划，具有可实现性。

标的资产的定价风险已在重组报告书之“重大风险提示”及“风险因素”中披露。鉴于标的公司仍将持续投入举办白鹭洲公园灯会，其服务内容在灯会期间将得到实质提高，符合物价部门的价格调整政策，且 2019 年度已实现价格调整，因此，本次评估预测标的公司在灯会期间票价上涨具有可持续性。因此，秦淮风光客流量预测增长、预测价格具有合理性，标的公司未来期间的游船服务收入预测具备合理性。不考虑游客人次自然增长，游览服务价格变动与收入存在正相关关系。收益法评估中已充分考虑游船维修、重新购置等支出；游船数量足够运营收益法预测客流量。

预测毛利率逐年增长标的公司河道占用费、人员薪酬及服务相对固定的成本较大，收入增速高于营业成本增速导致，具有合理性，人工成本中已充分考虑通胀等因素。

备考报表编制及本次交易评估中，已充分辨认及合理判断标的资产拥有的但未在其财务报表中确认的无形资产；本次交易业绩承诺具备可实现性；本次交易完成后，若标的公司商誉相关的资产组或资产组组合可收回金额低于其账面价值，则本次交易形成的商誉将存在减值风险，对上市公司的经营业绩造成一定程度的不利影响，本次交易已进行风险提示并制定相应的应对措施。

（以下无正文）

（本页无正文，为厦门市大学资产评估土地房地产估价有限责任公司关于《南京纺织品进出口股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易一次反馈意见》的回复核查意见之盖章页）

厦门市大学资产评估土地房地产估价有限责任公司

2019年10月18日

