

**井冈山旅游发展股份有限公司
资产评估说明**

深量评报字[2004]第 Z1007 号

深圳市量线房地产评估有限公司

二〇〇四年四月二十八日

中国·深圳

井冈山旅游发展股份有限公司

企业价值评估说明

一、企业主要资产状况简介

经井冈山市发展有限责任公司会计师事务所审计，截止 2003 年 12 月 31 日，井冈山旅游发展股份有限公司的总资产为 8179.83 万元，总负债为 2297 万元。资产主要由流动资产，房屋建筑物、索道、变电器、供水设备、发电机组、游船、车辆等固定资产以及 21 宗总面积 28254.56 平方米土地构成。其中：流动资产 1745.11 万元、房屋建筑物原值 4374.52 万元、专用设备原值 3977.78 万元、通用设备原值 813.58 万元、运输设备原值 387.85 万元。其经营性资产主要分布在索道公司、电力公司、汽运公司、井冈山宾馆、旅游综合服务管理公司、供水公司、井冈山中国旅行社等八个经营部门中；另投资经营井冈山漂流公司，占 50% 股权。

二、评估方法的选取及其应用简介

企业评估的基本思路和方法有：成本途径和加和法、市场途径和市盈率乘法、收益途径和收益法。

加和法是指将构成企业的各个要素资产的评估值加总求得企业整体价值的评估方法。但企业的价值并不是企业所有的各个单项要素资产的简单加总。因此成本途径和加和法并不是企业评估的首选方法，尤其不适用于具有较多无形资产和较好发展前景的持续经营企业的评估。

市盈率乘法是利用与被评估企业相类似的上市公司的市盈率作为倍数或乘数，通过必要的调整推算被估企业价值的一种评估方法。但市盈率乘法的具体实施必须借助于一个充分发达活跃、健康成熟的资本及证券交易市场。由于我国目前证券市场尚不成熟，所以市盈率乘法目前不宜作为企业评估的主要方法。

收益法是将企业未来的预期收益换算成现值的各种评估方法的总称。它是评估企业的一条最直接和最有效的方法，因为企业价值的高低主要取决于企业的整体获利能力，而收益法正是把企业的获利能力作为评估企业价值的直接对象，并以此来衡量企业价值的高低。

对比以上几种评估方法, 结合考虑待估企业无形资产较多和发展前景较好的特点, 选定收益法作为本次评估的评估方法。

运用收益法对企业价值进行评估, 关键在于对以下三个问题的解决: 首先, 要确定企业的收益类型和收益期限; 其次, 要合理预测企业的未来收益; 最后, 要选择合适的折现率。在确定这些基本参数的基础上, 即可运用公式计算得出被估企业的价值。

三、被估企业的经营业绩和经营优势

(一) 经营业绩

设立股份公司后, 1999 年实现营业收入 4260 万元, 上缴税收 270 万元, 实现净利润 821 万元。

2002 年完成营业收入 4800 万元, 上缴税收 700 万元, 实现净利润 700 多万元。
公司主要财务指标见下表:

项目 时间	营业额	净利润	总资产	净资产	资产收 益率	净资产 收益率	增长率 (%)
1999-9-30	-	-	8,601.67	5,032.07	-	-	-
1999-12-31	1,413.30	242.22	11,079.47	5,038.40	2.19%	4.81%	
2000-12-31	4,184.48	726.58	9,258.70	5,152.91	7.85%	14.10%	
2001-12-31	4,809.71	586.76	9,271.89	5,240.72	6.33%	11.20%	-20.60%
2002-12-31	4,793.81	711.50	9,214.22	5,355.33	7.72%	13.29%	18.66%
2003-12-31	4,338.96	27.46	8,179.83	5,382.79	0.33%	0.51%	

(二) 经营优势

1、体制及管理优势: 井冈山旅游发展股份有限公司作为依照现代企业制度设立的股份制企业, 起点高、机制好。决策机制方面, 井冈山股份三权分立的股东大会、董事会、监事会名符其实, 各司其职; 经营管理机制方面, 机构设置以灵活、高效为目标, 从组织形式上保证迅速反映市场、把握机遇、果断决策的应变决断能力; 生产运行方面借鉴美国波音公司的运行管理经验, 成立了运行中心, 同时实行预案制, 提高了应对各种突发事件的处置能力; 在人事制度上, 实行全员劳动合同制, 副总经理以下干部实行公开竞争

上岗，择优聘用。

2、人才优势：井冈山股份的人才优势集中体现在以下二个精英团队上：

(1) 井冈山股份拥有一个能够审时度势、高度专业化的精英领导团队。该团队由 164 名主要成员组成，平均年龄 38 岁，80%以上为大专以上学历，其中本科以上 9 人，所有成员都在旅游经营、企业管理或金融领域有着丰富的经历。

(2) 井冈山股份拥有一个充满生机、富于开拓的员工团队。公司目前拥有 524 名正式员工，平均年龄 32 岁，15%以上人员为大专以上学历程度。

3、成熟的资本运营能力：与国内著名投资控股机构同德投资控股有限公司合作使井冈山旅游得以贴近资本市场，使企业有机会借助资本的力量迅速获得发展。而稳健的财务状况、较佳的企业商誉以及与金融界长期的良好合作关系为井冈山旅游的资本运营创造了广阔空间。

4、战略定位优势：

(1) 始终紧扣股份制核心，积极进行资本运营，高起点介入旅游产业，从而促成企业稳步快步发展的基调；

(2) 推行“毛细血管战略”，提升公司的业务拓展与延伸能力。由于这一战略的前瞻性，公司业务范围逐渐扩大，为未来业务全面提升造成了基础条件。

(3) 制定“大旅游战略”，将旅游产业发展与相关行业发展联系起来，强调共同发展，互利共赢的局面。

5、品牌优势：

(1) 井冈山是革命的圣地，其品牌的传播与内在价值在市场经济的演绎下，已成为企业发展的原动力之一。这促使公司成为中国旅游行业最新锐的经营公司之一。

(2) 公司始终以独特的企业文化、先进的管理、高度规范和高效率集中树起井冈山旅游优质服务、信誉卓著的品牌。几年来井冈山旅游获得各级殊荣，使得井冈山旅游品牌不论是在业内，还是在广大游客中得到广泛认同。

6、营销优势：井冈山旅游的营销是富有创造性的，它通过对市场的仔细研究、细分，充分利用现代行业研究手段，严密组织、高效地开展营销活动，从而将井冈山旅游的品牌优势最为直接地转化为经济效益，使井冈山旅游的市场覆盖率、品牌美誉度逐年稳定的提升，具体表现如下：

(1) 聘请著名的市场营销专家为公司进行组织、策划，形成系统的企业营销项目，

使公司建立起了专业、高效的营销机制和营销队伍，营销能力有了显著提高。

(2) 建立综合商务平台，充分利用各类媒体、网络等手段进行市场营销。截止评估基准日，该平台的建设已获得江西省政府、旅游局、广电局等单位的关注和支持，被确定为重点发展项目。

四、被估企业的经营计划

(一) 积极发展会展旅游

旅游与会展是联动性非常强的经济活动，它们将所涉及到的行业资源，按照市场规律和顾客需求进行组合，以发挥资源的整体效能，形成一种放大效应，即 $1+1>2$ ，产生更大的经济效益。

会展与旅游的互动性可以更为充分地利用当地的旅游资源，全面地展示所在地的经济、文化和社会风貌，扩大对外的影响力和知名度，促进当地经济的繁荣与发展。而且，随着会展活动功能的逐步显现，会展与旅游的联系日益紧密，出现了一种新的旅游类型，即会展旅游。

在会展与旅游的互动发展中，旅游是会展旅游发展的基础，旅游业的繁荣必将为会展活动提供更为完善的服务，加速会展业的发展；反过来，会展业的进步可以优化社会资源的组合，带动其他行业更快的发展，也为旅游业带来更多的客人、更多的消费，延长客人的逗留期，增加旅游业淡季时设施设备的利用率。被估企业十分注重会展业与旅游业的互动性，正在积极研究利用它们的放大效应以谋求会展业、旅游业和会展旅游的更快发展。

(二) 积极发展环保旅游车项目

为使不断改善的宏观旅游环境变成企业实实在在的现金流，井冈山旅游发展股份有限公司在强化原有旅游项目与服务功能的基础上，不断引入新的利润增长点，使企业同步于外部环境的改善，不断增强企业盈利能力。为此，井冈山旅游发展股份有限公司拟引入环保旅游车项目。

环保旅游车项目是为减少旅游景区环境污染，限制井冈山景区内车辆的进出，改乘由井冈山旅游发展股份有限公司提供的景区环保专用车辆提供服务的项目。项目的引入借鉴了国内其它主要景区，如九寨沟、张家界的环保管理方法。

目前，井冈山旅游发展股份有限公司已就该项目向当地政府有关部门申报材料，项目正在审批过程中。

五、价值评估假设

为了科学地进行企业价值评估，使评估所必需的各项参数的预测、选取建立在合理的基础上，特作出如下价值评估假设：

- 1、持续经营假设，即假设被估企业在可预见的将来不会因为各种原因而停止营业，而是持续不断地经营下去；
- 2、公开市场假设，即假设与本次评估目的经济行为有关的各参与主体不存在可能导致追加或压低交易价格的特殊交易目的和行为；
- 3、产权自由假设，即假设被估企业的主要资产及股权未设定抵押或担保事宜，也不存在相关法律诉讼事项；
- 4、宏观经济平稳假设，即假设中国宏观经济政策不会发生重大变化，宏观经济一直能够平稳运行，不会出现大的波折；
- 5、无不可抗力假设，即假设未来不会发生对被估企业营业收入产生重大不利影响的自然灾害和其他不可抗力；
- 6、无同业竞争假设，即假设未来在井冈山景区、在主要经营项目上不会加入与被估企业构成同业竞争的其他旅游公司，包括其关联企业；
- 7、如期上市假设，即假设被估企业能按计划于近年成功上市；
- 8、环保旅游车项目近期获批假设，即假设被估企业拟开发的环保旅游车项目能在近期获得当地政府批准。

六、对被估企业未来收益的预测

从被估企业过去的经营业绩可以看出，除 2003 年因受“非典”影响外，2000 年、2001 年、2002 年各年的税后净利润比较平稳(分别为 726.58 万元、586.76 万元、711.49 万元)，因而净利润基本上可以代表被估企业的盈利能力。所以，本次评估拟采用净利润作为预期收益的类型。

另根据上述持续经营假设，设定被估企业的收益期限为永续年期。但为了使对被估企业预期收益的预测更科学、更准确，本次评估拟将收益的预测分两段进行：前段为基准日

后前五年，后段为基准日后第六年开始的永续年期。

(一)基准日后前五年的收益预测

根据被估企业的经营现状和经营计划，对基准日后前五年收益的预测拟分两块进行：一块为原有项目，一块为新增项目（即环保旅游车项目）。

1、对原有项目收益进行预测。

对原有项目收益进行预测，拟采取在基准日年度正常营业收入的基础上分析、预测其增长率的方式进行。

首先，分析确定基准日年度正常营业收入。

被估企业 2000-2003 年经审计的营业收入分别为 4184.48 万元、4809.71 万元、4793.81 万元、4338.96 万元。其中，2003 年因遭遇“非典”，住宿、餐饮、索道、旅行社、旅游车队等主要经营部门营业收入大受影响，特别是 4-6 月（包括 5.1 黄金周）没有收入。由此可以看出，剔除非正常因素“非典”的影响，被估企业 2003 年的营业收入至少在 5000 万元以上。因此，被估企业基准日年度正常营业收入可以确定为 5000 万元。

其次，预测原有项目营业收入增长率。

对原有项目营业收入增长率的预测，主要考虑以下因素：

(1)经济增长的拉动。

经济的增长使居民的可支配收入增加，并改变着人们的生活方式，人们更加注重休闲、旅游等高品质的生活。统计资料表明，旅游市场的增长与 GDP 的增长呈正相关的关系。且旅游业作为对经济增长有较高弹性的行业，其发展速度在经济发展初始阶段低于 GDP 发展水平，但在 GDP 达到一定规模（人均大于 1000 美元）后，发展速度将超过 GDP 增长速度。而中国目前人均 GDP 已达到 1000 美元，由此可以预测未来五年被估企业原有项目营业收入可因经济增长而分别增长 4.5%。这里考虑的仅是经济增长对旅游发展的直接拉动，经济增

长对旅游发展的间接作用接下来再分析。

(2)会展旅游的带动。

全球每年会展经济规模超过 2000 亿美元, 并且呈快速发展状态。井冈山地区由于在中国近代历史上特殊的背景, 使得当地有着发达的会议接待能力。江西省政府提出以会展经济拉动当地旅游业并进而带动全省经济发展的思路, 并建议举办世界发展中国家论坛等国际级会展为龙头的全年系列会展活动, 通过会展, 每年将直接拉动旅游及相关收入。由此可以预测未来五年被估企业原有项目营业收入可因会展旅游的发展而分别增长 0.5%、1.0%、1.5%、1.5%、1.5%。

(3)井冈山景区交通条件改善的促进。

井冈山市交通条件现正处于大力改善中: 距新城区 50 公里的井冈山机场正在积极筹建, 可望 2004 年底通航; 在建的赣粤高速公路离新城区和茨坪中心景区分别只有 40 公里和 70 公里; 连接南昌的泰和--井冈山高速公路也在积极建设中, 预计 2005 年初通车; 经过赣州的京珠高速公路将于 2004 年全线拉通, 以 319 国道、井遂公路为主干的连结赣州、南昌、广州、长沙等地的公路网络已经形成。井冈山景区交通条件的改善将大大促进来山游客的增加, 由此可以预测未来五年被估企业原有项目营业收入可因此而分别增长 0.5%、2%、1.5%、1.0%、1.0%。

(4)全国铁路大提速的推动。

京九铁路从井冈山下通过, 并设有"井冈山站"。2004 年 4 月 18 日, 中国铁路进行第五次大面积提速(不提价), 时速达到 160-200 公里, 且明年将再次提速。据铁路部门预测, 大提速后乘火车出游的旅客将比 2002 年增加 2.5%。扣除因此而减少的乘飞机、汽车等交通工具出游的人数, 将净增加出游人数 1.5%。由此可以预测未来五年被估企业原有项目营业收入可因铁路大提速而分别增长 1.5%、1.0%、0.8%、0.5%、0%。

(5)中国井冈山干部学院开设的影响。

为在新世纪新阶段大力加强干部教育培训工作，经党中央、国务院批准，在延安、井冈山、浦东建立三个国家级干部培训基地。2003年6月，中国井冈山干部学院在井冈山茨坪开工建设。学院致力于成为面向全国的革命传统教育基地、基本国情教育基地，计划将于2004年建成、2005年投入使用。建成后的学院可同期容纳在校学员400人，与中央党校、国家行政学院相互交流合作、资源共享、优势互补。毫无疑问，这一事项必将为井冈山景区带来新增游客，从而对旅游收入的增长作出贡献。经初步测算，这一因素在未来五年将给被估企业原有项目营业收入分别带来0%、1%、1%、0.5%、0%的增长。

至此，将上述对原有项目营业收入预测的增长率进行累加，可得出未来五年被估企业原有项目营业收入增长率分别为：7.0%、8.5%、9.3%、8.0%、7.0%。相应地，未来五年被估企业原有项目营业收入额可预测为：5350万元、5804.75万元、6344.59万元、6852.16万元、7331.81万元。

再次，预测原有项目营业成本、费用、税金。

(1) 根据被估企业评估基准日前经审计的财务报告，其2000-2003年的收入成本率分别为：47.14%、52.96%、47.51%、65.57%。其中，2003年成本率明显偏高，一方面是因为当年遭遇“非典”，营业收入锐减，而固定成本（如固定资产折旧）却不随营业收入的减少而减少，相应拉高了成本率；另一方面是因为2003年当地遇到30年不遇的干旱，导致了供水和供电成本的增加。供水成本增加的原因是当年供水基本依靠抽取地下水及井冈山湖的水，抽水电量的增加导致成本增加。供电部分因自发电量减少1000万度，网上购电增加250万元的支出，导致成本增加。剔除这两个特殊因素的影响，可以看出被估企业当前的收入成本率在49%左右。再考虑未来营业收入的增长带来的规模经济效应，可预测未来五年被估企业原有项目营业成本率分别为：49%、48.5%、48%、47.5%、47%。相应地，未来五

年被估企业原有项目营业成本额可预测为：2621.50 万元、2815.30 万元、3045.40 万元、3254.78 万元、3445.95 万元。

(2) 根据被估企业评估基准日前经审计的财务报告，其 2000-2003 年的收入费用率分别为： 27.68%、27.16%、27.76%、32.44%。其中，2003 年费用率明显偏高，这主要是因为当年遭遇“非典”，营业收入锐减，而固定费用（如管理人员工资）却不随营业收入的减少而减少，相应拉高了费用率。剔除这个特殊因素的影响，可以看出被估企业当前的收入费用率在 27.5%左右。再考虑未来营业收入的增长带来的规模经济效应，可预测未来五年被估企业原有项目收入费用率分别为：27.5%、27.0%、26.5%、26.0%、25.5%。相应地，未来五年被估企业原有项目经营费用（包括营业费用、管理费用、财务费用）额可预测为：1471.25 万元、1567.28 万元、1681.32 万元、1781.56 万元、1869.61 万元。

(3) 根据被估企业评估基准日前经审计的财务报告，其 2000-2003 年的收入税金率分别为： 2.66%、2.63%、2.71%、2.31%。由此可以看出，被估企业的收入税金率大致在 2.5%左右。相应地，未来五年被估企业原有项目经营税金额可预测为：133.75 万元、145.12 万元、158.61 万元、171.30 万元、183.30 万元。

最后，预测收益额（净利润额）。

预测过程详见下表。其中，其他业务利润按每年 50 万元预测（2000-2003 年其他业务利润分别为 41 万元、48 万元、29 万元、50 万元）；企业所得税税率按 33%预测（未考虑纳税调整）。

原有经营项目五年收益预测表

金额单位：万元

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
评估基准日年度营业收入为 5,000 万元					
营业收入增长率	7.0%	8.5%	9.3%	8.0%	7.0%
营业收入	5350.00	5804.75	6344.59	6852.16	7331.81

营业成本	2621.50	2815.30	3045.40	3254.78	3445.95
(收入成本率)	(49.0%)	(48.5%)	(48.0%)	(47.5%)	(47.0%)
营业税金	133.75	145.12	158.61	171.30	183.30
(收入税金率)	(2.5%)	(2.5%)	(2.5%)	(2.5%)	(2.5%)
经营费用	1471.25	1567.28	1681.32	1781.56	1869.61
(收入费用率)	(27.5%)	(27.0%)	(26.5%)	(26.0%)	(25.5%)
其他业务利润	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00
利润总额	1173.5	1327.05	1509.26	1694.52	1882.95
所得税(税率 33%)	387.26	437.93	498.06	559.19	621.37
净利润(收益)	786.24	889.12	1011.20	1135.33	1261.58
收益增长率		13.1%	13.7%	12.3%	11.1%

2. 对新增项目（环保旅游车项目）收益进行预测。

(1) 前期投资预算分析

a、固定资产投资：4,716.5 万元。

景区道路拓宽（维修）工程投资测算

单位：公里、万元

序号	项 目	性质	公里数	总金额
1	八面山景区道路改造	维修和铺沥青路面	15	412.50
2	龙潭景区道路改造	拓宽 2 米	2	60.00
3	水口景区道路	维修		20.00
4	主峰景区道路	维修		50.00
合 计				542.50

注：项目指改造路段名称，性质是指拓宽改造或者新建。

购置车辆投资测算

单位：辆、万元

序号	车辆类别	规格或型号	数量	单价	金额
1	豪华大巴		33	60.00	1980.00
2	豪华中巴		51	32.00	1632.00

3	出租车		10	14.00	140.00
合 计			94	-----	3,752.00

注：购车价含附加费和税金。

车站及停车场投资测算

单位：平方米、座、万元

序号	项 目	单位占地面积	数量	总金额
1	停车场	2,000.00	1	50.00
2	沿线停车站	100.00	7	42.00
3	终点站	1000.00/500.00	4/1	130.00
4	售票房及设施		5	80.00
合 计			-----	302.00

加油加气站建设投资测算

单位：座、万元

序号	项 目	平均容积（立方米）	数量	总金额
1	加气站	500.00	2	120.00

b、其他资金需求

预计 283.5 万元。主要用于工程前期准备费用、项目建设完成后的营运流动资金。

(2) 项目运行后预期收益预测

a、营业收入：第一年按来山游客 60 万人，平均每人 50 元乘车费计算，年营业收入 3000 万元。

b、人员设置：管理人员 9 人，工作人员（包括售票）36 人，维修人员 6 人，旅游公路维护人员 6 人，司机 94 人，共计 151 人。

c、营运成本测算（按第一年来山游客 60 万人算）

直接营运成本测算

单位：万元

项目	固定成本			变动成本		其他费用	合计
	工资福利	营运费用	折旧费	燃油费	维护费		
大巴	71.28	18.81	235.13	261.36	33.00	31.68	651.26
中巴	110.16	16.32	310.08	220.32	35.70	36.72	729.3
出租车	21.60	0.90	26.60	16.2	5.00	1.20	71.5
合计	203.04	36.03	571.81	497.88	73.70	69.60	1452.06

注：A、司乘人员工资福利包括人员工资及社会统筹等一切福利支出。

B、营运费用包括养路费等车辆上路应交纳的一切政府收费。

C、燃油费用=各种车辆行使里程*标准每百公里耗油×1.5(山路调整系数)。

D、车辆折旧年限大巴按 8 年计算，中巴及出租车按 5 年计算，残值率取 5%。

间接费用测算

单位：万元

项目	工资福利	折旧费	维护费	管理费	财务费	其他	合计
金额	123.12	116.93	20.04	30.00	275.00	20.00	585.09

注：A、工资福利内容同上，包括管理人员和维护人员。

B、折旧费包括道路改造费摊销、车站设施的折旧等(道路改造按 15 年摊销，车站设施按 10 年折旧)。

C、维护费包括道路维护、各类设施维护费等

D、管理费用指营运过程发生的办公、差旅等费用。

E、房屋设施平均按 25 年平均摊销，不留残值；其他设备按 10 年折旧。

F、利息支出按银行同期利率和总投资金额计算。

总运营成本测算

单位：万元

项 目	直接成本	间接费用	合计
金 额	1452.06	585.09	2037.15

营运净收益测算

单位：万元

项 目	营运收入	营业税金	总成本	所得税	净收益
金 额	3000.00	99.00	2037.15	285.07	578.78

注：营业税金包括营业税及附加。营业税率为 3%，建设附加税 7%，教育附加费 3%。

则环保旅游车项目投产后的第一年收益为 578.78 万元，再扣除因该项目投产使原有客运项目停止而减少的利润 50 万元，预期收益为 528.78 万元。

根据前述假设，环保旅游车项目将于 2004 年获得批准，2005 年开工建设，2006 年投入运营。另参照前面所述井冈山旅游市场增长因素，可预测 2007 年、2008 年环保旅游车项目营业收入分别为 3240 万元、3466.8 万元。营运成本方面，因旅游车线路、班次基本固定，故变化不大。主要是税金相应增加，包括流转税 2007 年、2008 年分别为 106.92 万元、114.40 万元，所得税分别为 361.66 万元、434.03 万元。由此可得，2006 年、2007 年、2008 年环保旅游车项目预期收益分别为 528.78 万元、684.27 万元、831.22 万元。详见下表：

新增环保旅游车项目收益预测表

单位：万元

项 目	2006 年	2007 年	2008 年
营业收入增长率		8.0%	7.0%
营业收入	3000.00	3240.00	3466.80
营业成本	2037.15	2037.15	2037.15
其中：直接成本	1452.06	1452.06	1452.06
间接费用	585.09	585.09	585.09

营业税金	99.00	106.92	114.40
(收入税金率)	(3.3%)	(3.3%)	(3.3%)
利润总额	863.85	1095.93	1315.25
所得税(税率 33%)	285.07	361.66	434.03
净利润(收益)	578.78	734.27	881.22

综上所述，基准日后前五年预测的预期收益为：

金额单位：万元

收益项目 \ 年份	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
原有经营项目	786.24	889.12	1011.20	1135.33	1261.58
新增环保旅游车项目			528.78	684.27	831.22
合 计	786.24	889.12	1539.98	1819.60	2092.80
增长率		13.1%	73.2%	18.2%	15.0%

（二）基准日后第六年开始的永续年期收益预测

对基准日后第六年开始的永续年期收益的预测，拟采取在基准日后第五年收益的基础上分析、预测其增长率的方式进行。

根据国家旅游局发布的各年<<中国旅游统计年鉴>>有关数据可以看出,中国国内旅游从 1994 年开始,经过几年的快速发展,从 2000 年开始有进入平稳发展期的趋势。即国内旅游的人数、收入和人均花费的绝对数量依然保持增长,但是每年的增长速度趋于平缓(参见下图)。由此判断,2008 年以后的几十年,国内旅游收入年平均增长率保持在 2.5%-3.5%之间是可能的。

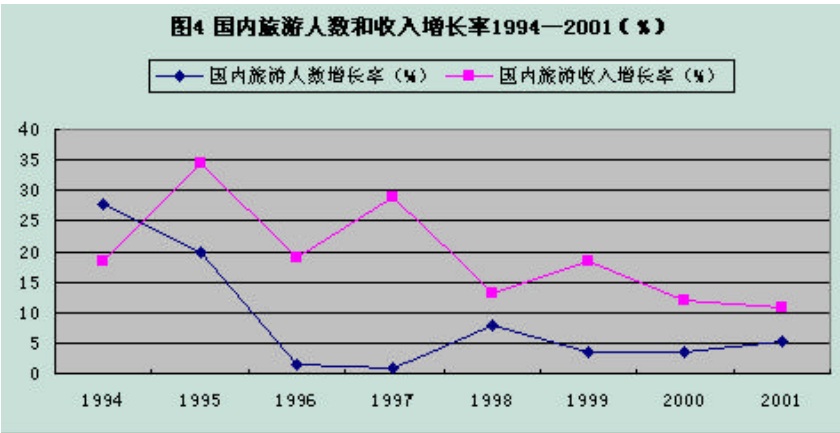
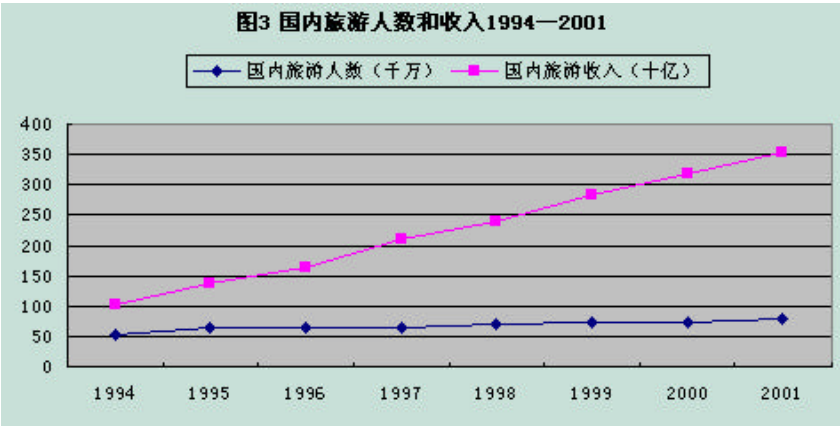
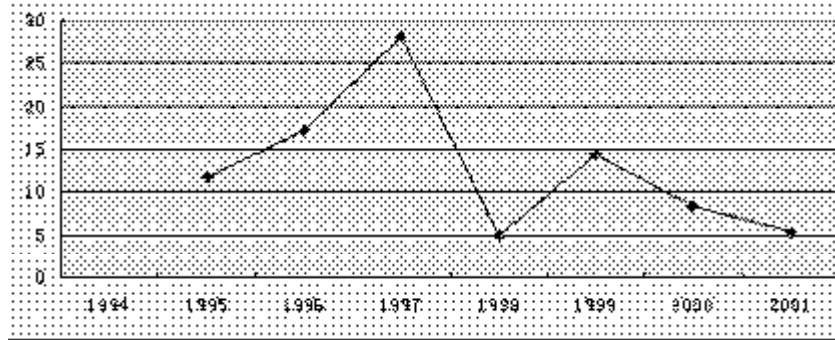


图5 国内旅游人均花费增长率1995-2001 (%)



以此为基点,来具体分析被估企业收益长期趋势增长率。从长远的角度看,主要有以下几个因素会导致井冈山旅游公司的收益呈增长趋势:

一是经济增长。经济的增长使居民的可支配收入增加,并改变着人们的生活方式,人们更加注重休闲、旅游等高品质的生活。统计资料表明,旅游市场的增长与 GDP 的增长呈正相关的关系。中国将长期处于发展中国家,在 2008 年以后的几十年内,GDP 的年均增长率应可以保持在一定水平上。相应地,境内旅游市场将年均增长 2%左右。这个因素预计可导致井冈山旅游公司的长期收益趋势年均增长 2%。这里考虑的仅是经济增长对旅游发展的直接拉动,经济增长对旅游发展的间接作用接下来再分析。

二是旅游资源的稀缺性。旅游资源,尤其是自然旅游资源,无论在世界上其他国家还是在中国,都是稀缺的、有限的,不能象其他商品一样大量复制和生产。而对旅游资源的需求却是不断增长的。从长远看,需求的无限性和供给的有限性必然导致单个景区游客增加和部分旅游服务项目收费的上涨。这个因素预计可导致井冈山旅游公司的长期收益趋势年均增长 0.5%。

三是世界经济一体化和中国对外开放程度的不断加深。我国已经加入 WTO,经济市场化和对外开放程度不断加深,这势必吸引更多的境外游客来中国旅游。考虑到境外来华游客的目的地主要是文化古迹这一特点,这个因素预计仅可导致井冈山旅游公司的长期收益趋势年均增长 0.3%。

四是公司上市。根据前述假设,待估企业将于近期上市。公司上市后,将受到国家证券监管机构的严格监管,经营管理将更加规范运作,融资渠道将更加宽阔,获得更多更好的投资机会,企业形象和知名度将进一步提升。这些变化都将给评估基准日的存量净资

产带来更高的收益率。这个因素预计可致井冈山旅游公司的长期收益趋势年均增长0.2%。

至此，将上述对待估企业长期收益趋势预测的增长率进行累加，可得出基准日后第六年开始的永续年期预期收益趋势增长率为3%。

七、折现率的选取

折现率一般包括无风险利率、风险报酬率和通货膨胀率。根据现行银行一年期定期存款利率确定无风险利率为2%；考虑到待估企业井冈山旅游公司属于收益较高、具有一定风险的旅游行业，确定风险报酬率为7%(经验数据)；同时考虑我国正加大西部开发和东北振兴的投资力度，以及当前开始出现的基础原材料涨价等因素，预测未来若干年的平均通货膨胀率为3%。因此折现率可以确定为2%+7%+3%=12%。

八、评估值的计算

在前面各项参数测定或选定的基础上，用公式计算待估企业评估值如下：

$$P = \sum_{t=1}^n [R_t \times (1+r)^{-t}] + \frac{R_n(1+g)}{(r-g)} \times (1+r)^{-n}$$
$$= \frac{786.24}{(1+12\%)} + \frac{889.12}{(1+12\%)^2} + \frac{1539.98}{(1+12\%)^3} + \frac{1819.60}{(1+12\%)^4}$$
$$+ \frac{2092.80}{(1+12\%)^5} + \frac{2092.80 \times (1+3\%)}{(12\%-3\%) \times (1+12\%)^5}$$
$$= 18,440.52(\text{万元})$$

r -----折现率
P -----企业评估价值
R_t -----企业第 t 年预期收益
g -----第 n 年以后收益的固定增长率
 $\sum_{t=1}^n [R_t \times (1+r)^{-t}]$ -----企业前 n 年预期收益折现值之和

$$\frac{R_n(1+g)}{(r-g)} \times (1+r)^{-n} \text{ -----企业第 } n \text{ 年以后预期收益折现值}$$

同时,也可将上述计算过程用表格列示如下:

金额单位:万元

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	永续年期资本化收益	合计
收 益 额	786.24	889.12	1539.98	1819.60	2092.80	23950.85	31078.59
折现系数	0.8929	0.7972	0.7118	0.6355	0.5674	0.5674	--
收益现值	702.03	708.81	1096.16	1156.36	1187.45	13589.71	18440.52

九、评估结论

经估算评定,在前述假设条件下,井冈山旅游发展股份有限公司的企业价值在评估基准日 2003 年 12 月 31 日为 RMB18440.52 万元,大写人民币壹亿捌仟肆佰肆拾点伍贰万元整。