

Neo Dynasty Limited拟收购Abercrombie & Kent
Group of Companies S.A. 90.5%股权所涉及的
Abercrombie & Kent Group of Companies S.A.

股东全部权益价值项目

估值报告

中锋咨报字（2017）第047号

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

估值报告

目 录

估值报告·声明.....	1
估值报告·摘要.....	2
估值报告·正文.....	4
一、 委托方、被估值单位和业务约定书约定的其他估值报告使用者概况.....	4
二、 估值目的	10
三、 估值对象和估值范围	10
四、 价值类型及其定义.....	11
五、 估值基准日	12
六、 估值依据	12
七、 估值方法	13
八、 估值程序实施过程和情况	18
九、 估值假设	19
十、 估值结论	21
十一、 特别事项说明	23
十二、 估值报告使用限制说明	25
十三、 估值报告日	27

估值报告附件目录

重要提示 关于《估值报告附件》使用范围的声明

- 附件 1、被估值单位审计报告；
- 2、委托方法人营业执照；
- 3、被估值单位营业执照；
- 4、委托方承诺函；
- 5、估值人员承诺函；
- 6、资产评估机构资格证书；
- 7、评估机构营业执照；
- 8、资产评估师资格证书

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

中锋咨报字（2017）第 047 号

- 一、根据我们在执业过程中收集的资料，估值报告陈述的内容是客观的，并对估值结论合理性承担相应的法律责任。
- 二、估值对象涉及的资产、负债清单及企业未来经营、预测等资料由委托方申报并经其签章确认；所提供资料的真实性、合法性、完整性，恰当使用估值报告是委托方和相关当事方的责任。
- 三、我们与估值报告中的估值对象没有现存或者预期的利益关系；与相关当事方没有现存或者预期的利益关系，对相关当事方不存在偏见。
- 四、因条件受限，我们未对估值报告中的估值对象及其所涉及资产全部进行现场调查，仅对其实施了现场抽查核实；我们已对估值对象及其所涉及资产的法律权属资料进行了查验，并对已经发现的问题进行了如实披露。
- 五、我们出具的估值报告中的分析、判断和结论受估值报告中假设和限定条件的限制，估值报告使用者应当充分考虑估值报告中载明的假设、限定条件、特别事项说明及其对估值结论的影响。
- 六、估值人员执行估值业务的目的是对估值对象价值进行估算并发表专业意见，并不承担相关当事人决策的责任。估值结论不应当被认为是对其可实现价格的保证。
- 七、估值报告使用者应当关注报告使用限制说明。

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

中锋咨报字（2017）第 047 号

北京中锋资产评估有限责任公司接受中弘控股股份有限公司的委托，本着独立、客观和公正的原则，对 Abercrombie & Kent Group of Companies S.A.在估值基准日 2016 年 12 月 31 日的股东全部权益价值进行了估值工作，并发表专业意见。现将估值情况及估值结果摘要报告如下：

一、估值目的：股权收购。

二、估值对象与估值范围：本次估值对象为 Abercrombie & Kent Group of Companies S.A.于估值基准日的股东全部权益价值；估值范围为股权收购之目的所涉及、经过毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 Abercrombie & Kent Group of Companies S.A.于 2016 年 12 月 31 日资产负债表中列示的所有资产和相关负债。

三、价值类型：市场价值。

四、估值基准日：2016 年 12 月 31 日。

五、估值方法：收益法和市场法。

六、估值结论及其使用有效期：

本估值报告选用收益法估值结果作为估值结论。具体估值结论如下：

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

根据中国国家外汇管理局公布的人民币汇率，估值基准日美元兑人民币汇率中间价为 100: 693.7，则 Abercrombie & Kent Group of Companies S.A.股东全部权益价

值折合美元 46,600.00 万元。

估值报告使用有效期为一年，自估值基准日 2016 年 12 月 31 日起至 2017 年 12 月 30 日。

七、对估值结论产生影响的特别事项

1、由于被估值单位子公司众多且分布于世界各地，被估值单位作为一家以旅游服务为主的公司，其价值主要体现为其盈利能力。因此资产核实中对实物资产主要通过检查会计凭证、合同、照片等替代程序进行核实。对流动资产、非流动资产、流动负债、非流动负债中的非实物资产主要通过抽查相关凭证等替代程序进行核实。

对企业的收入、成本、费用、盈利能力、盈利水平、经营数据等主要按企业提供的经审计的财务数据进行分析。

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

3、本次估值结论未考虑股权流动性对估值对象价值的影响。

4、本次估值结论未考虑控股权或少数股权等因素可能产生的溢价或折价对估值对象价值的影响。

以上内容摘自估值报告正文，欲了解本估值项目的详细情况和合理理解估值结论，应当阅读估值报告正文。

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

中锋咨报字（2017）第 047 号

中弘控股股份有限公司：

北京中锋资产评估有限责任公司接受贵公司的委托，采用收益法和市场法，按照必要的估值程序，对 Neo Dynasty Limited 拟收购 Abercrombie & Kent Group of Companies S.A.股权所涉及的 Abercrombie & Kent Group of Companies S.A.在 2016 年 12 月 31 日的股东全部权益价值进行了估值测算。现将估值情况报告如下：

一、委托方、被估值单位和业务约定书约定的其他估值报告使用者概况

（一）委托方—中弘控股股份有限公司

企业名称：中弘控股股份有限公司

法定住所：安徽省宿州市浍水路 271 号

法定代表人：王继红

注册资本：599328.6571 万元

经营性质：股份有限公司(上市)

股票代码：000979

经营范围：房地产开发，实业投资、管理、经营及咨询，基础建设投资，商品房销售，物业管理及房屋出租，公寓酒店管理，装饰装潢，金属材料、建筑材料、机械电器设备销售，项目投资（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

(二) 被估值单位——Abercrombie & Kent Group of Companies S.A.

1、注册情况

公司名称：Abercrombie & Kent Group of Companies S.A.（以下简称“A&K”或“公司”）

公司类型：公众有限责任公司

注册号：B 156.641

注册地址：124, boulevard de la Pétrusse, L-2330 Luxembourg, Grand Duchy of Luxembourg

注册时间：2010 年 11 月 3 日

2、经营目标

持有卢森堡或其他国家的任何形式的股份权益或持有其他实体或企业、以购买、认购或以其他方式进行并购，以及以出售、交换或其他包括股票、债券、票据、其他证据或是包括合伙企业权益在内的任何形式的权利进行转让，以及持有、并购、处置、以任何形式投资、开发、许可或分许可任何性质或来源的专利或其它知识产权以及投资项目的所有权，经营、开发和管理投资项目。可以通过其在卢森堡或海外的分支机构开展业务。

3、历史沿革及股权结构（变更）情况

A&K 于 2010 年 11 月 3 日设立，股东分别为 Wintergames Travel L.P., Geoffrey John Worke Kent 和 Jorie Butler Kent，共同持有 100%的股份。其中 Wintergames Travel L.P.持有 3,350,000 股；Geoffrey John Worke Kent 持有 825,000 股；Jorie Butler Kent 持有 825,000 股。

2010 年 12 月 23 日，公司于授权股本项下的股本增加，其中 Wintergames Travel L.P.认购了 198,641,600 股新增股份；Geoffrey John Worke Kent 认购了 48,919,200 股新增股份；Jorie Butler Kent 认购了 48,919,200 股新增股份。

2010 年 12 月 23 日，Wintergames Travel L.P.认购了 2,211,012,462 份收入参与美元优先权益凭证（以下简称 IPPECs），Geoffrey John Worke KENT 认购了

544,503,069 份 IPPECs, Jorie Butler Kent 认购了 544,503,069 份 IPPECs。

2011 年 5 月 31 日, 重要子公司分别从 Wintergames Travel L.P.回赎了 221,349,400 份美元可转换优先权益凭证(以下简称 CPECs), 从 Geoffrey John Worke KENT 回赎了 55,254,400 份 CPECs, 从 Jorie Butler Kent 回赎了 55,254,400 份 CPECs。

2011 年 9 月 30 日, 公司召开临时股东大会, 将公司名称变更为“Abercrombie & Kent Group of Companies S.A.”。

2013 年 12 月 9 日, Wintergames Travel L.P 将持有的 201,991,600 股股份、2,211,012,462 份 IPPECs、19,277,996,538 份 CPECs 转让给 Intrawest Cayman LP。

2014 年 2 月 5 日, Intrawest Cayman LP 将持有的 201,991,600 股股份、2,211,012,462 份 IPPECs、19,277,996,538 份 CPECs 转让给 A&K Cayman LP。

2015 年 5 月 18 日, A&K Equity Holdings Ltd 认购了 1,883,229 股股份。

2015 年 5 月 18 日, 所有的 IPPECs 均被划分为 T1-IPPECs, 所有的 CPECs 均被划分为 T1-CPECs。同日, A&K Equity Holdings Ltd 认购了 20,613,948 份 T2-IPPECs, 认购了 179,725,422 份 T2-CPECs。

2016 年 9 月 22 日, Jorie Butler Kent 将持有的 25,625,800 股股份、2850,501,581 份 T1-IPPECs、2,446,087,469 份 T1-CPECs 转让给 Geoffrey John Worke Kent。

2016 年 9 月 23 日, Jorie Butler Kent 将持有的 24,118,400 股股份、264,001,488 份 T1-IPPECs、2,300,735,862 份 T1-CPECs 转让给 Yan Zhao Global Limited。Geoffrey John Worke Kent 将持有的 45,222,000 股股份、495,002,790 份 T1-IPPECs、4,315,746,480 份 T1-CPECs 转让给 Yan Zhao Global Limited。A&K Cayman LP 将持有的 201,991,600 股股份、2,211,012,462 份 T1-IPPECs、19,277,996,538 份 T1-CPECs 转让给 Yan Zhao Global Limited。

2016 年 11 月 30 日, A&K Equity Holdings Ltd 将持有的 1,883,229 股股份、20,613,948 份 T2-IPPECs、179,725,422 份 T2-CPECs 转让给 Yan Zhao Global Limited。

2016 年 12 月 21 日, Yan Zhao Global Limited 认购了 153,071,241 份 T2-IPPECs,

认购了 1,334,571,589 份 T2-CPECs。

2016 年 12 月 23 日, Yan Zhao Global Limited 认购了 13,984,139 股新增股份。

截止估值基准日 A&K 股东为 Yan Zhao Global Limited 及 Geoffrey John Worke KENT, 其中 Yan Zhao Global Limited 持股比例为 90.5%, Geoffrey John Worke KENT 持股 9.5%。

4、子公司情况

截止估值基准日 A&K 共有 57 家子公司, 子公司情况如下:

序号	公司名称	地区	业务类型	持股比例
1	A&K Equity Holdings Ltd.	开曼群岛	行政公司	100%
2	A&K S.a.r.l.	卢森堡	行政公司	100%
3	A&K (Australia) Pty. Ltd.	澳大利亚	行政公司	100%
4	Abercrombie & Kent (Australia) Pty. Ltd.	澳大利亚	旅游经营	100%
5	Abercrombie & Kent Brazil operador de turismo LTDA	巴西	目的地管理	100%
6	Abercrombie & Kent (Cambodia) Ltd.	柬埔寨	目的地管理	100%
7	Abercrombie & Kent (China) Travel Co., Ltd.	中国	目的地管理	80%
8	Abercrombie & Kent Chile, S.A.	智利	目的地管理	100%
9	Abercrombie & Kent Coast Ltd.	肯尼亚	目的地管理	100%
10	Abercrombie & Kent Croatia DOO	英国	目的地管理	100%
11	Abercrombie & Kent Development Co., LLC	美国	行政公司	100%
12	Abercrombie & Kent Ecuador S.A.	厄瓜多尔	目的地管理	100%
13	Abercrombie & Kent Egypt for Tourism Company	埃及	目的地管理	100%
14	Abercrombie & Kent Equity Holder Holdings, LLC	美国	行政公司	100%
15	Abercrombie & Kent Equity Holder, LLC	美国	行政公司	100%
16	Abercrombie & Kent Europe Limited	英国	目的地管理	100%
17	Abercrombie & Kent France	法国	行政公司	100%
18	Abercrombie & Kent (Hong Kong) Limited	香港	目的地管理	100%
19	Abercrombie and Kent India Private Limited	印度	目的地管理	100%
20	Abercrombie & Kent Italy S.R.L.	意大利	目的地管理	100%
21	Abercrombie & Kent Jordan Ltd.	约旦	目的地管理	70%
22	Abercrombie & Kent Kenya Limited	肯尼亚	目的地管理	100%
23	Abercrombie & Kent Limited	英国	旅游经营	100%
24	Abercrombie & Kent Management Co., LLC	美国	行政公司	100%
25	Abercrombie & Kent Mobile Camping Limited	肯尼亚	最终用户产品	100%
26	Abercrombie & Kent (Monaco) SARL	摩纳哥	旅游经营	100%
27	Abercrombie & Kent Morocco S.A.	摩洛哥	目的地管理	100%
28	Abercrombie & Kent Peru S.A.C.	秘鲁	目的地管理	100%

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

29	Abercrombie & Kent Private Travel Boutiques S.a.r.l.	卢森堡	行政公司	100%
30	Abercrombie & Kent (Private) Limited	斯里兰卡	目的地管理	75%
31	Abercrombie & Kent Safaris Proprietary Limited	南非	目的地管理	100%
32	Abercrombie & Kent Safaris (Zambia) Limited	赞比亚	目的地管理	100%
33	Abercrombie & Kent (Switzerland) GmbH	瑞士	行政公司	100%
34	Abercrombie and Kent Tanzania Limited	坦桑尼亚	目的地管理	100%
35	Abercrombie & Kent (Thailand) Limited	泰国	目的地管理	100%
36	Abercrombie & Kent Tours and Travel Limited	乌干达	目的地管理	100%
37	Abercrombie & Kent Travel, Inc.	美国	行政公司	100%
38	Abercrombie & Kent U.S. Group Holdings, Inc.	美国	行政公司	100%
39	Abercrombie & Kent USA, LLC	美国	旅游经营	100%
40	A&K Vietnam Travel Company Limited	越南	目的地管理	100%
41	Abercrombie & Kent, Inc.	英属维尔京群岛	行政公司	100%
42	Ayerwaddy and Kingdoms Travels, Co., Ltd.	缅甸	目的地管理	55%
43	Gorilla Forest Camp Ltd.	乌干达	最终用户产品	100%
44	Ocean Tours Ltd.	桑给巴尔	目的地管理	100%
45	Olonana Limited	肯尼亚	最终用户产品	100%
46	OPQ (Pty) Ltd.	博茨瓦纳	最终用户产品	100%
47	Russian Way Limited	英国	目的地管理	100%
48	Russian Way LLC	俄罗斯	目的地管理	100%
49	Sanctuary Retreats Ltd. (UK)	英国	旅游经营	100%
50	Floating Hotel Sun Boats (Sun Boat I-Egypt)	埃及	最终用户产品	100%
51	AMO Boat for Floating Hotel (Sun Boat III-Egypt)	埃及	最终用户产品	100%
52	Abercrombie & Kent Egypt for Hotels and Resorts Management	埃及	最终用户产品	100%
53	Sanctuary Retreats Myanmar Limited (Myanmar)	缅甸	最终用户产品	100%
54	Abercrombie & Kent Botswana Pty Ltd. (Botswana)	博茨瓦纳	最终用户产品	100%
55	Abercrombie & Kent Chile S.A. sucursal Argentina (branch office)	阿根廷	最终用户产品	100%
56	Abercrombie & Kent International Limited	缅甸	行政公司	100%
57	Abercrombie & Kent Safaris (Pvt) Ltd	津巴布韦	最终用户产品	100%

5、财务状况

(1) 企业近二年合并报表资产负债状况如下表所示:

金额单位: 人民币万元

项目/年度	2016 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日
资产总额	163,058.35	137,670.81
负债总额	120,368.05	131,331.76
所有者权益	42,690.30	6,339.05
归属于母公司的所有者权益	42,327.49	6,193.60

合并报表损益状况如下表所示:

金额单位：人民币万元			
项目/年度	2016 年	2015 年	
营业收入	313,076.84	274,346.69	
营业成本	231,998.93	199,125.06	
营业利润	1,014.94	5,996.08	
利润总额	937.89	5,715.18	
净利润	-2,243.77	2,530.60	
归属于母公司的净利润	-2,356.02	2,496.97	

被估值单位 2015 年及 2016 年数据业经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了毕马威华振审字第 1702193 号无保留意见的审计报告。

（2）会计制度

A&K公司以持续经营为基础编制财务报表。A&K法定财务报表是按照国际财务报告准则编制。

A&K在编制法定财务报表时采用的会计政策与中国财政部颁布的企业会计准则并没有重大差异。

6、主营业务状况

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

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

A&K 主要业务分为三个部分。

（1）TOC (Tour Operating Company)- 旅游经营

TOC 主要从事旅游项目的设计、营销及销售。销售渠道分为代理销售及直接销售。TOC 的主要运营地点为美国、英国及澳大利亚。

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

DMC 主要是目的地运营及执行 TOC 设计及销售的旅游行程。服务覆盖

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

(3) EUP (End User Products)- 最终用户产品

为客户提供酒店住宿、游轮等服务。

(三) 委托方和被估值单位间的关系

委托方中弘控股股份有限公司间接持有 Neo Dynasty Limited 100% 股权，Neo Dynasty Limited 拟收购 Yan Zhao Global Limited 所持被估值单位 Abercrombie & Kent Group of Companies S.A.90.50% 的股权。

(四) 业务约定书约定的其他估值报告使用者

除委托方及 Neo Dynasty Limited 外，业务约定书约定的其他估值报告使用者，包括国家法律、法规规定的估值报告使用者。

二、估值目的

中弘控股股份有限公司间接持有 100% 股权的 Neo Dynasty Limited 拟收购 Yan Zhao Global Limited 所持 Abercrombie & Kent Group of Companies S.A.90.5% 股权，为此需对 Abercrombie & Kent Group of Companies S.A. 股东全部权益价值进行估值，为股权收购提供价值参考依据。

三、估值对象和估值范围

本次委托估值对象和估值范围与经济行为涉及的估值对象和估值范围一致，且经过毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计。

(一) 估值对象

本次估值对象为股权收购之目的所涉及 Abercrombie & Kent Group of Companies S.A. 于估值基准日的股东全部权益价值。

（二）估值范围

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

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

以上数据已经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了毕马威华振审字第 1702193 号无保留意见的审计报告。

本次估值对象和估值范围与委托确定的估值对象和估值范围一致。

（三）对企业价值影响较大的单项资产或者资产组合

对企业价值影响较大的资产为货币资金、交易性金融资产及预付款项。企业货币资产账面值为 44,026.36 万元，交易性金融资产 42,862.34 万元，预付账款 24,755.38 万元。

（四）企业申报无形资产类型、数量、法律权属状况

无。

（五）企业申报的表外资产的类型、数量

无。

四、价值类型及其定义

根据估值目的、市场条件、估值对象自身条件等因素，同时考虑价值类型与估值假设的相关性等，确定本次估值的价值类型为：市场价值。

市场价值的定义：市场价值是指自愿买方与自愿卖方在各自理性行事且

未受任何强迫的情况下，估值对象在估值基准日进行正常公平交易的价值估计数额。

五、估值基准日

本项目估值基准日是 2016 年 12 月 31 日。

本次估值基准日的确定是根据相关经济行为的安排，本着有利于保证估值结果有效地服务于估值目的，减少和避免估值基准日后的调整事项，经委托方与评估机构协商确定的。

六、估值依据

在本次估值工作中我们所遵循的国家、地方政府和有关部门的法律法规，以及在估值中参考的文件资料主要有：

（一）估值行为依据

- 1、资产估值业务约定书。

（二）法律依据

- 1、《中华人民共和国资产评估法》（2016 年 7 月 2 日第十二届全国人民代表大会常务委员会第二十一次会议通过）；
- 2、《中华人民共和国公司法》（2013 年 12 月 28 日第十二届全国人民代表大会常务委员会第六次会议修正）；
- 3、《中华人民共和国证券法》（2014 年 8 月 31 日第十二届全国人民代表大会常务委员会第十次会议通过）；
- 4、《上市公司重大资产重组管理办法》（证监会令第 127 号）
- 5、当地政府及有关部门颁布的法律、法规、规章文件；
- 6、其他与资产评估有关的法律法规。

（三）权属依据

- 1、Abercrombie & Kent Group of Companies S.A.及其子公司章程；

2、其他相关产权文件、说明等。

（四）取价依据

- 1、企业提供的基准日及以前年度的财务报表及审计报告；
- 2、企业提供的未来年度盈利预测；
- 3、企业提供的相关经营数据；
- 4、企业提供的部分合同、协议等；
- 5、美国债券收益率；
- 6、美国银行贷款利率；
- 7、根据 CPIQ 查询的美国同类上市公司财务报告；
- 8、国际、国内宏观经济统计数据和行业、区域市场分析资料；
- 9、中国国家外汇管理局公布的美元对人民币汇率中间价；
- 10、Wind 资讯数据资料；
- 11、Capital IQ 数据资料；
- 12、估值人员市场调查、收集的相关资料；
- 13、其他与估值有关的资料。

七、估值方法

本次估值根据估值对象、价值类型、资料收集情况等相关条件，分析收益法、市场法和资产基础法三种估值基本方法的适用性确定估值方法。

（一）估值方法的选择

企业价值估值可以采用收益法、市场法、资产基础法三种方法。

收益法指将企业预期收益资本化或折现，以确定估值对象价值的估值方法。收益法常用的具体方法包括股利折现法和现金流量折现法。

市场法是指将估值对象与参考企业、在市场上已有交易案例的企业、股东权益、证券等权益性资产进行比较以确定估值对象价值的估值方法。市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

资产基础法是指在合理估值企业各项资产价值和负债的基础上确定估值对象价值的估值方法。

根据估值目的、估值对象、价值类型、资料收集情况等相关条件，以及三种估值基本方法的适用条件，本次估值选用的估值方法为：收益法和市场法。选择理由如下：

本报告被估值单位具备持续经营的基础和条件，历史经营和财务数据资料充分，经营与收益之间存有较稳定的对应关系，并且未来收益和风险能够预测及可量化，故可以采用收益法进行估值。

被估值单位属于旅游服务行业，同行业的上市公司数量较多，有经营和财务数据与被估值单位可比的上市公司，通过获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算的适当的价值比率，在与被估值单位比较分析的基础上，确定估值对象的价值，因此可以采用上市公司比较法进行估值。

被估值单位以持续经营为前提，虽然估值基准日资产负债表表内及表外各项资产和负债可以识别，可识别的各项资产和负债可以采用适当的估值方法进行单独估值，但资产基础法只考虑了被估值单位账面上存在的资产的价值，没有考虑被估值单位的盈利能力。被估值单位作为一家以旅游服务为主营业务的公司，其所拥有人力资源、销售渠道、竞争优势和品牌影响力等对企业价值影响较大，采用资产基础法估值较难客观反映被估值单位的股东全部权益的价值，故本次估值不采用资产基础法进行估值。

综上所述，本次最终选择收益法、市场法进行估值。

（二） 收益法

本次估值所采用收益法，系通过资产在未来预期的净现金流量和采用适宜的折现率折算成现时价值，得出资产价值。其适用的基本条件是：企业具备持续经营的基础和条件，资产经营与收益之间存有较稳定的对应关系，并且未来收益和风险能够预测及可量化。

本次估值采用收益现值法通过对企业整体价值的估值来间接获得股东全

部权益价值。本次收益法估值模型选用企业现金流。

企业整体价值=经营性资产价值+溢余资产价值+非经营性资产价值-非经营性负债价值

股东全部权益价值=企业整体价值-有息负债

根据现场调查结果以及被估值单位的资产构成和经营业务的特点，本次估值的基本思路是以经审计的财务报表为基础估算其价值，首先按照收益途径使用现金流折现方法（DCF），估算经营性资产价值，再考虑估值基准日的溢余性资产、非经营性资产或负债价值等，最终求得其股东全部权益价值。

其中：

有息负债：指基准日账面上需要付息的债务。

溢余资产：指与企业收益无直接关系的，超过企业经营所需的多余资产。

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

1、估值模型与基本公式

经营性资产价值按以下公式确定：

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

式中：P：为公司经营性资产的价值；

A_i ：为公司未来第*i*年的净现金流量；

A_{N_1} ：为未来第*N1*年以后永续等额净现金流量；

R：为折现率；

$(1+R)^{-i}$ ：为第*i*年的折现系数。

本次估值，使用企业自由现金流量作为经营性资产的收益指标，其基本定义为：

企业自由现金流量=净利润+折旧及摊销+借款利息（税后）-资本性支出—

净营运资金变动

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

2、折现率的确定

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

资本加权平均成本(WACC)的计算公式为：

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

式中：E：权益的市场价值；

D：债务的市场价值；

Re：权益资本成本，按资本资产定价模型(CAPM)计算；

Rd：债务资本成本，按有息债务利率计算；

T：被估值单位的所得税率。

其中：权益资本成本计算公式为：

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

式中：Rf：目前的无风险利率；

β ：权益的系统风险系数；

(Rm - Rf)：市场风险溢价；

Δ ：企业特定风险调整系数。

(三) 市场法

企业价值中的市场法，是指将估值对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定估值对象价值的估值方法。

市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算适当的价值比率，在与被估值企业比较分析的基础上，确定估值对象价值的具体方法。

交易案例比较法是指获取并分析可比企业的买卖、收购及合并案例资料，计算适当的价值比率，在与被估值企业比较分析的基础上，确定估值对象价值的具体方法。

由于交易案例资料难以收集、股权交易的复杂性，而上市公司比较法中上市公司的财务数据的公开性，使得该方法具有较好的操作性。

使用市场法估值的基本条件是要有一个较为公开、活跃的资本、证券市场；可比及其与估值目标可比较的指标、参数等资料是可以搜集并量化的。故本次选择采用上市公司比较法。

上市公司比较法具体步骤：

- 1、分析被估值单位的基本状况。主要包括其所在的行业、经营范围、规模、财务状况、行业中的地位等。
- 2、根据总资产、净资产、营业收入、收益状况等比较因素选择对比上市公司。
- 3、选择对比公司的收入、资产、收益等作为分析参数。
- 4、选择对比公司的收入类、收益类、资产类参数，如营业收入、净利润、净资产、EBIT、EBITDA、NOIAT 等作为分析参数。
- 5、计算对比公司市场价值与所选择分析参数之间的比例关系—称为比率乘数（Multiples）。
- 6、对可比公司选择适当的价值乘数，并采用适当的方法对其进行修正、调整，进而估算出被估值单位的价值乘数。

根据被估值单位的价值乘数，在考虑缺乏市场流通性折扣的基础上，并分析被估值单位溢余资产、非经营性资产价值后，最终确定被估值单位的股

权价值。

被估值单位是一家以旅游服务为主营业务的公司，根据估值单位所处行业特点，以盈利能力为基础的收益类价值比率与被估值单位的企业价值之间的对应关系更为直接可靠，采用收益类价值比率得出估值结果相比其他价值比率更为客观合理。经综合分析，本次采用收益类价值比率 EV/EBITDA 作为市场法估值的最终价值比率。

八、估值程序实施过程和情况

本次估值履行了适当的估值程序。具体实施过程如下：

（一）明确估值业务基本事项

与委托方就委托方以外的其他估值报告使用者、估值目的、估值对象与估值范围、价值类型、估值基准日、估值报告使用限制、估值报告提交时间及方式、估值服务费总额、支付时间和方式等重要事项进行商讨，予以明确。

（二）签订业务约定书

根据估值业务具体情况，对自身专业胜任能力、独立性和业务风险进行综合分析和评价后，与委托方签订业务约定书。

（三）编制估值计划

根据估值工作的要求，编制估值工作计划，包括确定估值的具体步骤、时间进度、人员安排，拟定估值技术方案等，报公司相关负责人审核、批准。

（四）现场调查

1、指导委托方、产权持有者等相关当事方清查资产、准备涉及估值对象和估值范围的详细资料；

2、通过询问、核对、勘查、检查等方式进行调查，了解估值对象现状，关注估值对象法律权属；对不宜进行逐项调查的，根据重要程度采用抽样等方式进行调查。

（五）收集估值资料

收集直接从市场等渠道独立获取的资料，从委托方、产权所有者等相关当事方获取的资料，以及从政府部门、各类专业机构和其他相关部门获取的资料；对收集的估值资料进行必要分析、归纳和整理。

（六）评定估算

- 1、根据所采用的估值方法，选取相应的公式和参数进行分析、计算和判断，形成初步估值结论；
- 2、对形成的初步估值结论进行综合分析，形成最终估值结论。

（七）编制和提交估值报告

- 1、根据相关要求编制估值报告，经内部三级审核确定估值报告；
- 2、在不影响对最终估值结论进行独立判断的前提下，与委托方或者委托方许可的相关当事方就估值报告有关内容进行必要沟通后，向委托方提交估值报告。

（八）工作底稿归档

按照相关要求对工作底稿进行整理，与估值报告一起及时形成估值档案。

九、估值假设

在估值过程中，我们遵循以下估值假设条件；如估值假设不成立，将对估值结论产生重大影响。

（一）基本假设

- 1、本次估值以委估资产的产权利益主体变动为前提，产权利益主体变动包括利益主体的全部改变和部分改变；
- 2、本次估值以公开市场交易为假设前提；
- 3、本次估值以被估值单位维持现状按预定的经营目标持续经营为前提，即被估值单位的所有资产仍然按照目前的用途和方式使用，不考虑变更目前的用途或用途不变而变更规划和使用方式；

4、假设被估值单位在未来经营期间主营业务和成本结构不发生重大变化；

5、本次估值以被估值单位提供的有关法律性文件、各种会计凭证、账簿和其他资料真实、完整、合法、可靠为前提；

6、本次估值以宏观环境相对稳定为假设前提，即被估值单位及各子公司所在国家现有的宏观经济、政治、政策及被估值单位所处行业的产业政策无重大变化，或其变化能明确预期；被估值单位及各子公司所在国家货币金融政策基本保持不变，国家现行的利率、汇率等无重大变化，或其变化能明确预期；被估值单位及各子公司所在国家税收政策、税种及税率等无重大变化，或其变化能明确预期；

7、本次估值以企业经营环境相对稳定为假设前提，即企业主要经营场所及业务所涉及地区的社会、政治、法律、经济等经营环境无重大改变；企业能在既定的经营范围内开展经营活动，不存在任何政策、法律或人为障碍。

(二) 具体假设

1、本次估值中的收益预测建立在委托方及相关方提供的发展规划和盈利预测的基础上；

2、假设被估值单位在未来的经营期内，其销售费用和管理费用等各项期间费用不会在现有基础上发生大幅的变化，总体格局维持现状；

3、假设被估值单位管理层勤勉尽责，具有足够的管理才能和良好的职业道德，被估值单位的管理风险、资金风险、市场风险、技术风险、人才风险等处于可控范围或可以得到有效化解；

4、假设被估值单位完全遵守所有有关的法律和法规，其所有资产的取得、使用等均符合国家法律、法规和规范性文件；

5、假设被估值单位每一年度的营业收入、成本费用、改造等的支出，在年度内均匀发生；

6、假设无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素对企业造成重大不利影响；

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

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

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

10、各国间的汇率未来不发生大的变化。

根据估值的要求，我们认定这些假设条件在估值基准日时成立，当未来经济环境发生较大变化时，将不承担由于假设条件改变而推导出不同估值结论的责任。

十、估值结论

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

（一）收益法估值结论：

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

（二）市场法估值结论：

截止估值基准日 2016 年 12 月 31 日，在持续经营前提下，经市场法估值，Abercrombie & Kent Group of Companies S.A.股东全部权益价值为 334,200.00 万元，相对于 Abercrombie & Kent Group of Companies S.A.合并口径下的归属母公司的账面净资产 42,327.49 万元，增值额 291,872.51 万元，增值率 689.56%。

（三）两种估值方法的差异及选择：

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

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

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

因此本次估值我们以收益法估值结论为最终估值结论。即在持续经营前提下，经采用收益法估值，Abercrombie & Kent Group of Companies S.A.股东全部权益在 2016 年 12 月 31 日所表现的市场价值为 323,200.00 万元。根据中国国家外汇管理局公布的人民币汇率，估值基准日美元兑人民币汇率中间价为 100: 693.7，则 Abercrombie & Kent Group of Companies S.A.股东全部权益价值折合美元 46,600.00 万元。

本次收益法估值结论未考虑控股权及少数股权等因素产生的溢价或折

价，也未考虑股权缺乏流动性等对股权价值的影响。

十一、特别事项说明

1、截止估值基准日，A&K 集团有人民币 46,98.43 万元的货币资金用于信用证担保；有人民币 1,098.13 万元的货币资金用于借款担保；有固定资产净值为人民币 6,624.14 万元的固定资产用于银行借款抵押。本次估值未考虑该事项对估值结论的影响。

2、根据本次重大资产重组法律意见书，截止估值基准日，A&K 的子公司坦桑尼亚公司存在以下担保事项。本次估值未考虑该事项对估值结论的影响。

担保措施	登记日期	受益人	担保金额
动产抵押	2003 年 12 月 23 日	National Bank of Commerce	TShs1,019,350,000
动产抵押	2003 年 2 月 27 日	National Bank of Commerce	TShs. 750,570,000
变更契约	1999 年 12 月 31 日	International Finance Corporation	USD 450,000.00
单一债券	1996 年 5 月 14 日	International Finance Corporation	USD 450,000.00
房产抵押	1996 年 5 月 14 日	International Finance Corporation	USD 450,000.00
公司债券	1996 年 5 月 14 日	National Bank of Commerce	TShs. 750,570,000
公司债券	2003 年 3 月 3 日	National Bank of Commerce	TShs. 750,570,000

3、根据本次重大资产重组法律意见书，截止估值基准日，A&K 的子公司 Abercrombie & Kent U.S. Group Holdings, Inc.存在以下动产抵押留置权。本次估值未考虑该事项对估值结论的影响。

地域	检索类型	登记编号及登记日期	担保权人	备注
特拉华州	联邦课税扣押权	-	-	直至 2017 年 9 月 2 日 发生有任何课税扣押

4、根据本次重大资产重组法律意见书，截止估值基准日，A&K 的子公司澳大利亚公司存在以下权利负担。本次估值未考虑该事项对估值结论的影响。

登记号	债权人	担保品	登记日期
2011122034900 04	HP Financial Services (Australia) Pty Limited ACN 082 062 413	澳洲公司所出售、租赁、租用、交付或以其他方式提供给债权人的所有货物	2012 年 1 月 30 日
201209130063 880	HP Financial Services (Australia) Pty Limited ACN 082 062 413	澳洲公司所出售、租赁、租用、交付或以其他方式提供给债权人的所有货物	2012 年 9 月 13 日
201408120052 425	Neopost Finance Australia Pty Ltd ACN 154 889 068	澳洲公司提供的抵押物	2014 年 8 月 12 日

201304050054 055	Upstream Print Solutions Pty Ltd ACN 006 572 694 和 Print Solutions Finance Pty Ltd ACN 109257098	作为一份或多份租赁或其它供货协 议标的的打印、复印设备和其他物 品	2013 年 4 月 5 日
---------------------	--	---	-------------------

5、根据本次重大资产重组法律意见书，截止估值基准日，A&K 的子公司 Abercrombie & Kent USA, LLC 存在以下未决诉讼。本次估值未考虑该事项对估值结论的影响。

管辖	案件号及起诉日期	当事人	案件结果
伊利诺伊州库克 郡巡回法院	2015-L-011698 2016 年 11 月 16 日	Eliza Desiree Asher and Judith Redden Asher (原告) 诉 Abercrombie & Kent USA, LLC (被告)	民事诉讼案件 案件类型: 合同违约; 进程: 2017 年 2 月 17 日 - 动议时 间表 (see Docket Summary and Complaint attached). 原告索赔金额: 268,771.79 美元

6、报告中的估值结论是反映估值对象在本次估值目的下，根据公开市场的原则确定的公允价值，未考虑该等资产进行产权登记或权属变更过程中应承担的相关费用和税项，也未对估值增值额作任何纳税调整准备。

7、本估值报告中涉及的有关企业经营的一般资料、产权资料、政策文件及相关资料由委托方及相关方负责提供，对其真实性、合法性由委托方及相关方承担相关的法律责任；同时参照中国注册会计师协会关于印发《注册资产评估师关注评估对象法律权属指导意见》的通知（会协[2003]18 号）的规定，估值人员执行估值业务的目的是对估值对象的价值进行估算并发表专业意见，对估值对象的法律权属确认或发表意见超出了估值的执业范围，因此评估机构不对估值对象的法律权属提供保证。

8、本次估值美元兑人民币汇率采用的是中国国家外汇管理局公布的人民币中间价，估值基准日美元兑人民币汇率中间价为 100: 693.7。

9、由于被估值单位子公司众多且分布于世界各地，被估值单位作为一家以旅游服务为主的公司，其价值主要体现为其盈利能力。因此资产核实中对实物资产主要通过检查会计凭证、合同、照片等替代程序进行核实。对流动资产、非流动资产、流动负债、非流动负债中的非实物资产主要通过抽查相关凭证等替代程序进行核实。

对企业的收入、成本、费用、盈利能力、盈利水平、经营数据等主要按企业提供的经审计的财务数据进行分析。

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

11、由于无法获取行业中类似产权交易情况资料，缺乏对股权流动性的分析依据，故本估值结论没有考虑股权流动性对估值对象价值的影响。

12、由于无法获取行业及相关股权的交易情况资料，缺乏相关分析依据，故本估值结论没有考虑控股权或少数股权等因素可能产生的溢价或折价对估值对象价值的影响。

13、对企业存在的可能影响估值结论的瑕疵事项，在企业委托时未作特殊说明而估值人员已履行估值程序仍无法获知的情况下，评估机构及估值人员不承担相关责任。

十二、估值报告使用限制说明

- 1、估值报告只能用于估值报告载明的估值目的和用途。
- 2、估值报告只能由估值报告载明的估值报告使用者使用。
- 3、估值报告的全部或者部分内容被摘抄、引用或者披露于公开媒体，需评估机构审阅相关内容，法律、法规规定以及相关当事方另有约定的除外。
- 4、估值结论的使用有效期为一年，自估值基准日 2016 年 12 月 31 日起至 2017 年 12 月 30 日止。

在估值基准日后、有效期以内，如果资产数量及作价标准发生变化时，应按以下原则处理：

- (1) 当资产数量发生变化时，应根据原估值方法对资产数额进行相应调整；
- (2) 当资产价格标准发生变化、且对估值结果产生明显影响时，委托方

应及时聘请有资格的估值机构重新确定资产价值;

(3) 对估值基准日后, 资产数量、价格标准的变化, 委托方在资产实际作价时应给予充分考虑, 进行相应调整。

5、本估值结论是依据上述估值假设得出的结论, 如果估值假设条件发生重大变化而对估值结论产生重大影响时, 应当重新确定估值基准日进行估值。

十三、估值报告日

本估值报告日为 2017 年 5 月 5 日。

评估机构法定代表人：.....

估值人员：.....

估值人员：.....

