

湖北宜昌交运集团股份有限公司

关于中国证券监督管理委员会上市公司并购重组审核

委员会2019年第29次会议审核意见的回复

中国证券监督管理委员会：

根据贵会上市公司并购重组审核委员会2019年第29次会议审核意见及会后二次反馈意见要求，湖北宜昌交运集团股份有限公司（以下简称“宜昌交运”、“公司”、“上市公司”）会同中介机构对审核意见中所提及的相关问题回复如下，请贵会予以审核。

（本审核意见回复中，除非上下文中另行规定，文中简称或术语与《湖北宜昌交运集团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报告书（修订稿）》中所指含义相同。）

问题1 申请文件显示（材料3-2-1评估报告，P14），“旅游区整体规划控制总面积3.7平方公里”“旅游区计划分三期建设，目前一期工程已经建成投入使用。三峡九凤谷旅游区一期工程以九凤大峡谷为主要区域，整个景区以峡谷景观和流域为轴线中心，已成功申报国家级4A风景区，区域范围面积1平方公里”。针对该描述，申请人在回复中均未对旅游区后续整体规划对持续经营的影响予以披露，独立财务顾问和评估机构也未出具核查意见。因此，请申请人补充披露以下事项：一是标的资产申报国家级4A风景区的区域范围面积1平方公里（1500亩）与标的资产租赁土地面积657.16亩差异较大，从资产完整性角度，说明差异形成原因，以及对持续经营的影响；二是旅游区规划控制总面积3.7平方公里,而现开发的一期面积仅是其中一部分,说明标的资产与整个旅游区的关系,以及对未来持续经营的影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、标的资产申报国家级4A风景区的区域范围面积1平方公里（1500亩）与标的资产租赁土地面积657.16亩差异较大，从资产完整性角度，说明差异形成原因，以及对持续经营的影响。

回复：

标的资产租赁土地面积**657.16亩**主要指九凤谷建园之初对将建造游步道、建筑物、其他构筑物的区域，以及上述区域周围的游客能够步行到达的土地等游览区域进行租赁的面积。上述657.16亩土地覆盖了标的公司目前所运营的三峡九凤谷景区范围内的所有土地。

申报国家级4A风景区的区域范围面积**1平方公里**，是九凤谷景区规划范围内申报时已经形成的旅游区范围，包含了标的公司通过土地出让或者有偿租赁，在旅游区范围内拥有合法管理权限的范围，以及标的公司实际管理边界之外的周边相关区域。周边相关区域主要包含当地居民居住区域、景区周边山体、进入景区的旅游配套公路等。九凤谷在申报国家级4A风景区时，系按照宜都市对景区的整体规划要求，将4A风景区的区域面积确定为1平方公里。

从资产完整性方面考虑，标的公司已经合法租赁了游客自进入三峡九凤谷景

区后能够步行达到、深入参与互动体验的所有游览区域，游客能够通过步行到达游览区域进行游玩观赏，参与互动。

同时，虽然九凤谷未租赁的区域在法律关系上其使用权仍属于当地村民或村集体，但由于上述区域多处于山坡、峡谷之上，步行难以到达，且其用途多为林地，其存续状态不会发生明显变化，不会对九凤谷游客的观赏体验产生重大影响，不会对标公司持续经营构成重大影响。

综上所述，九凤谷已经合法租赁景区必要的游览区域，上述差异主要是景区游览区域与整体旅游区域面积之间的差异；同时，由于未租赁的区域多处于山坡、峡谷之上，且多为林地，其存续状态不会发生明显变化，不会对九凤谷游客的观赏体验产生重大影响，不会对持续经营构成重大影响。

二、旅游区规划控制总面积3.7平方公里，而现开发的一期面积仅是其中一部分，说明标的资产与整个旅游区的关系，以及对未来持续经营的影响。

回复：

旅游区规划控制总面积**3.7平方公里**系指，根据宜都市人民政府与标的公司签署的《宜都市人民政府宜都三川生态旅游开发有限公司关于丑溪生态旅游度假区开发项目投资/服务协议书》（以下简称《项目投资/服务协议书》）的相关约定，标的公司在项目选址（东至陆渔一级路，西至王佛桥村，南至望洲坪村，北至弭水桥村和拖溪村），面积约3.7平方公里的区域内，开发建设丑溪生态旅游度假区开发项目（后更名为“三峡九凤谷生态旅游度假区项目”，以下简称“生态旅游度假区”）。根据《项目投资/服务协议书》的约定，九凤谷对规划的3.7平方公里区域享有独家经营开发权。标的公司目前所开发的657.16亩景区属于该规划区域的核心游览区域，剩余区域的开发及工期建设将由九凤谷根据未来发展情况确定。

按照上述《项目投资/服务协议书》的约定，九凤谷景区属于宜都市规划的生态旅游度假区的一部分，九凤谷拥有对剩余规划区域的独家经营开发权。

除目前已经开发的区域外，九凤谷短期内对规划区内的其他区域暂无明确的开发计划；同时，由于九凤谷景区属于规划的生态旅游度假区的核心游览区域，

剩余区域的后续开发建设以及适当的游览项目的设置将有利于提升整个生态旅游区的整体接待能力、服务能力以及有利于整个旅游区形成产业集群吸引力，其开发建设将有利于带动九凤谷景区客流量的提升，不会对九凤谷景区经营造成重大不利影响，

综上所述，标的资产属于宜都市规划的生态旅游度假区的核心组成部分，且九凤谷对该旅游区剩余未开发部分拥有独家经营开发权；剩余区域的开发建设有利于带动九凤谷景区客流量的提升，不会对标的资产未来的持续经营造成重大不利影响。

三、补充披露情况

公司已在《重组报告书》“第五节 交易标的的评估情况”之“六、景区规划面积、现有区域面积与租赁面积之间差异的原因及对标的资产持续经营的影响”进行了补充披露。

四、中介机构意见

经核查，独立财务顾问和评估机构认为，九凤谷已经合法租赁景区必要的游览区域，上述差异主要是景区游览区域与整体旅游区域面积之间的差异；同时，由于未租赁的区域多处于山坡、峡谷之上，且多为林地，其存续状态不会发生明显变化，不会对九凤谷游客的观赏体验产生重大影响，不会对持续经营构成重大影响；标的资产属于宜都市规划的生态旅游度假区的核心组成部分，且九凤谷对该旅游区剩余未开发部分拥有独家经营开发权；剩余区域的开发建设有利于带动九凤谷景区客流量的提升，不会对标的资产未来的持续经营造成重大不利影响。

问题2 申请文件显示（材料5-6-1 湖北宜昌交运集团股份有限公司关于对深圳证券交易所重组问询函回复的公告（2019年2月23日公告），P26），“2019年1月16日宜都市规划局确认的关于九凤谷地上建筑物占地面积为10.33亩,根据《中华人民共和国土地管理法》的相关规定，该等地上建筑物属于建设用地，相关审批手续正在办理过程中”。而评估机构回复认为评估报告出具日是2019年5月9日，“湖北三峡九凤谷旅游开发有限公司与宜都市自然资源和规划局对于标的资产建设用地签订的《成交确认书》时间为2019年6月12日，该土地出让经济行为发生在评估基准日和《资产评估报告》出具日之后”，“本次评估对标的资产资本

性支出的预测是基于评估基准日标的资产现时条件、标的资产未来发展及能够预见的资本性支出需求等综合因素进行的，依据充分、合理，符合相关评估准则的要求”。不论是评估工作应遵循合法原则对产权予以关注，还是在评估报告出具前已有的资料来讲，申请人对土地出让金问题的回复和评估师的核查意见不予采信。请申请人补充披露标的资产涉及的土地出让金对估值的影响。请评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、土地出让金对本次评估的影响

（一）湖北三峡九凤谷旅游开发有限公司与宜都市自然资源和规划局 2019 年 7 月 5 日签订了《国有建设用地使用权出让合同》，九凤谷取得宗地编号为 2019-G-21 的国有建设用地使用权，用地面积 6,225.05 平方米，土地出让价款为 196.14 万元，并已于 2019 年 7 月 8 日缴纳全部土地出让金。

同时，根据 2017 年 4 月宜都市人民政府（甲方）、宜都三川生态旅游开发有限公司（乙方）签订的关于湖北三峡九凤谷旅游风景区项目《服务协议书》“8.3 乙方项目用地通过公开招拍挂方式取得，项目用地在整体招拍挂时，乙方若取得该项目土地使用权，乙方向甲方交纳全额土地价款后 30 个工作日内，甲方对于乙方项目用地出让金超过成本地价的部分给予等额产业发展资金扶持，用于支持乙方项目建设”。

根据 2019 年 7 月 8 日宜都市土地收购储备中心出具的《关于国土告字【2019】7 号 2019-G-21 地块土地成本价格情况的说明》文件所述：“九凤谷通过挂牌取得编号为都市国土告字【2019】7 号 2019-G-21 地块（合计：6225.05m²，约 9.34 亩）的国有建设用地使用权。此宗地的国有建设用地使用权出让价款为 196.14 万元。经核算，土地成本价为 120.33 万元。”

因此，考虑到地方政府对标的公司业务发展的资金扶持，以及宜都市土地收购储备中心关于土地成本的说明，九凤谷竞拍取得 2019-G-21 号宗地的国有建设用地使用权需要实际承担和支出的对价为 120.33 万元。

（二）以上已取得的建设用地使用权对应的原土地租赁合同具体如下：

序号	合同名称	出租人	土地性质	原租赁土地面积	已取得土地使用权面积	租赁期限	2019年-2023年租金标准	2024年-2028年租金标准
1	《丑溪原废旧土纸厂租赁合同》	五眼泉镇弭水桥村村委会	丑溪废旧土纸厂的全部厂房和场地	8 亩	8 亩	2015.01.01-2028.12.31	2 万元/年	2 万元/年
2	《农村土地租赁合同》	潘家湾土家族乡望洲坪村村委会	村民承包土地和部分村集体土地	共 46.34 亩	其中 1.34 亩	2015.01.01-2028.12.31	660 元/亩/年	726 元/亩/年
小计					9.34 亩		20,884.40 元/年	20,972.84 元/年

根据标的公司及出租人提供的相应情况说明，原《租赁合同》将在出租人收到政府征迁部门支付的补偿款项后终止，并将已经预付的租金予以退还。

则在取得建设用地使用权之后，标的公司在未来经营年度将每年减少土地租赁费支出 2.0884 万元至 2.0973 万元。

（三）根据以上事宜对预测数据计算调整如下：

表 1：股东全部权益价值计算表（考虑土地出让金）

行次	项目/年度	预测数据						
		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	永续年
		金额	金额	金额	金额	金额	金额	金额
1	一、营业收入	2,612.94	2,995.39	3,435.47	3,779.19	3,979.93	3,979.93	3,979.93
2	减：营业成本	897.24	969.55	1,046.79	1,116.32	1,173.24	1,176.36	1,176.36
3	税金及附加	11.12	12.73	14.58	16.03	16.88	16.88	16.88
4	销售费用	471.95	537.14	611.91	670.90	706.40	706.40	706.40
5	管理费用	307.62	324.49	342.72	362.41	374.97	374.97	374.97
6	财务费用	69.60	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
7	其他收益	23.17	28.49	48.17	-	-	-	-
8	二、营业利润	878.59	1,180.07	1,467.72	1,613.63	1,708.55	1,705.43	1,705.43
9	加：营业外收入	-	-	-	-	-	-	-
10	减：营业外支出	-	-	-	-	-	-	-
11	三、利润总额	878.59	1,180.07	1,467.72	1,613.63	1,708.55	1,705.43	1,705.43
12	减：所得税费用	149.18	295.02	366.93	403.41	427.14	426.36	426.36
13	四、净利润	729.42	885.05	1,100.79	1,210.22	1,281.41	1,279.07	1,279.07
14	加：利息支出*(1-所得税率)	52.28	-	-	-	-	-	-

行次	项目/年度	预测数据						
		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	永续年
		金额	金额	金额	金额	金额	金额	金额
15	加：折旧与摊销	294.24	294.24	294.24	294.24	294.24	294.24	294.24
17	加：借入资本	-	-	-	-	-	-	-
18	减：营运资金增加	-0.00	46.02	21.81	19.31	15.31	0.77	
20	减：资本性支出	302.86	123.65	123.65	123.65	123.65	123.65	123.65
21	五、自由现金流量	773.07	1,009.63	1,249.58	1,361.51	1,436.70	1,448.90	1,449.67
22	折现率	12.43%	12.43%	12.43%	12.43%	12.43%	12.43%	
	年期：	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00	
23	六、折现系数	0.8894	0.7911	0.7036	0.6259	0.5567	0.4951	3.9832
24	七、自由现金流现值	687.60	798.72	879.26	852.10	799.75	717.37	5,774.37
25	八、累计自由现金流现值	10,509.17						
26	九、评估基准日溢余资产	-						
27	十、评估基准日其他资产及负债评估值	-21.89						
28	十一、少数股权扣除							
29	十二、评估基准日付息债务	1,497.22						
30	十三、股东全部权益价值	8,990.07		大写为人民币捌仟玖佰玖拾万零柒佰元整				

（四）综合以上，标的公司在 2019 年 6 月通过招拍挂取得原租赁用地的建设用地使用权，基于土地出让事宜重新计算后，**最终较原收益法现金流估值 9,079.81 万元减少 89.74 万元，差异率-0.99%。**

考虑标的企业取得土地使用权，将在很大程度上增强标的公司景区未来持续经营的稳定性，利于景区的规划和发展，对标的公司的经营有着长期的正面影响。

二、交易对方关于土地出让金的承诺

为了解决九凤谷土地出让金事宜对本次交易评估价值造成的影响，九凤谷原股东道行文旅与裴道兵于 2019 年 7 月 16 日出具了《宜昌道行文旅开发有限公司及裴道兵关于九凤谷土地出让金的补偿承诺》：

“针对九凤谷取得宗地编号为 2019-G-21 的国有建设用地使用权的实际用地成本 120.33 万元，该等实际用地成本由九凤谷原股东道行文旅与裴道兵承担，具体承担方式为：在 2019 年 8 月 31 日之前，道行文旅和裴道兵按本次交易之前双方各自在九凤谷的持股比例，以现金方式向九凤谷无条件补偿该等款项，即道行文旅向九凤谷无条件补偿现金 61.37 万元，裴道兵向九凤谷无条件补偿现金 58.96 万元。

针对宜都市人民政府对于九凤谷项目用地出让金超过成本价给予的扶持资金，在 2019 年 8 月 31 日之前，如果相关扶持资金未能返还或返还不足，道行文旅和裴道兵按本次交易之前双方各自在九凤谷的持股比例，对返还不足部分以现金方式先行向九凤谷垫支补足，九凤谷待收到宜都市人民政府拨款后退还交易对方垫支的扶持资金。”

三、补充披露情况

公司已在《重组报告书》“第五节 交易标的的评估情况”之“五、标的资产土地资金预测、土地出让金、无风险报酬率对估值的影响”进行了补充披露。

四、中介机构意见

综上所述，评估机构认为，土地出让事宜及土地出让金对整体估值水平有一定影响，但整体影响较小。交易对方已经出具承担实际用地成本的承诺，以消除九凤谷土地出让金事宜对本次交易评估价值造成的影响。

问题 3 申请文件（材料 3-2-2 评估说明）中出现了三个不同的无风险报酬率：4.2227%、4.1181%和 4.18%。回复解释 4.2227%系笔误，正确应为 4.1181%。评估报告中折现率计算采用的无风险报酬率为 4.1181%（材料 3-2-2 评估说明第 69 页），而风险溢价率计算采用无风险报酬率是 4.18%（材料 3-2-2 评估说明第 65 页），同一份报告采用两个不同的无风险报酬率，存在明显的错误，评估师对此问题的核查意见不予采信。请申请人补充披露无风险报酬率对估值的影响，请评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、折现率估算模型及涉及的主要参数

折现率亦称期望投资回报率，是采用收益法评估所使用的重要参数。本次评估所采用的折现率的估算，是在考虑评估基准日的利率水平、市场投资回报率、公司特有风险收益率（包括规模超额收益率）和被评估单位的其他风险因素的基础上运用资本资产定价模型（CAPM或Re）综合估算其权益资本成本，并参照对比公司的资本结构等因素，综合估算被评估单位的股权收益率，进而综合估算全部资本加权平均成本（WACC），并以此作为评估对象的全部资本的自由现金净流量的折现率。

其中，权益资本成本按资本资产定价模型的估算公式如下：

$$\begin{aligned}\text{CAPM 或 Re} &= R_f + \beta (R_m - R_f) + R_c \\ &= R_f + \beta \times \text{ERP} + R_c\end{aligned}$$

上式中：Re：权益资本成本；

Rf：无风险收益率（即无风险报酬率）；

β：Beta 系数；

Rm：资本市场平均收益率；

ERP：市场风险溢价（**Rm**－ **Rf**）；

Rc：特有风险收益率。

上述估算公式中可见，无风险报酬率（Rf）和市场风险溢价（ERP）是资本加权平均成本（WACC）即折现率的估算中的重要参数。下文中就无风险报酬率（Rf）和市场风险溢价（ERP）的计算及确认过程详细说明。

二、本项目参数无风险报酬率（Rf）取值

开元资产评估有限公司对本次交易出具的（开元评报字[2019]041 号）评估报告，采用的无风险报酬率 Rf 为 2018 年 12 月 31 日剩余期限十年以上国债平均到期收益率为 4.1181%（材料 3-2-2 评估说明第 69 页）。

三、本项目参数市场风险溢价（ERP）取值

申请文件（材料 3-2-2 评估说明第 65 页）内，关于市场风险溢价（ERP）的取值和计算过程表述如下：“由于几何平均收益率能更好地反映股市收益率的长期趋势，故采用 2009 年至 2018 年共十年的几何平均收益率的均值 11.03%与同期剩余年限超过 10 的国债到期收益率平均值 4.18%的差额 6.85%作为本项目的市场风险溢价，即本项目的市场风险溢价（ERP）为 6.85%。”

以上表述不够准确，现对本项目的市场风险溢价（ERP）计算过程详细说明

如下：

步骤一、取得沪深 300 成份股的在计算期各年的 ERP 数值

首先计算得到沪深 300 成份股在计算期（2009 年至 2018 年）各年几何平均收益率，以全部成份股的几何平均收益率的算术平均值作为各年股市收益率 R_m （表 2 中 C 列数值），再与计算期（2009 年至 2018 年）各年无风险收益率 R_f （表 2 中 D 列数值）比较，得到股票市场各年的 ERP 数值（表 2 中 E 列数值）。

表 2：2009-2018 年各年 ERP 计算过程表

序号 (A)	年份 (B)	几何平均收益率 R_m (C)	对应各年无风险收益率 R_f (D)	市场风险溢价 ERP (E=C-D)
1	2009	15.62%	4.09%	11.53%
2	2010	12.79%	4.25%	8.54%
3	2011	4.51%	3.98%	0.53%
4	2012	5.65%	4.16%	1.49%
5	2013	10.32%	4.29%	6.03%
6	2014	17.76%	4.31%	13.45%
7	2015	19.38%	4.21%	15.17%
8	2016	11.86%	4.12%	7.74%
9	2017	5.44%	4.22%	1.22%
10	2018	7.01%	4.12%	2.89%

注：上表中 2018 年无风险收益率 R_f 值 4.12%，系本回复“问题 3/二、无风险报酬率(R_f)”中所述 2018 年 12 月 31 日剩余期限十年以上国债平均到期收益率 4.1181%的四舍五入数据，前后数据一致。

步骤二、计算本项目参数市场风险溢价（ERP）的取值

本项目参数市场风险溢价（ERP）为以上共十年市场风险溢价 ERP 的平均值，具体计算如下：

$$\begin{aligned} \text{ERP} = & [(15.62\% - 4.09\%) + (12.79\% - 4.25\%) + (4.51\% - 3.98\%) + (5.65\% - 4.16\%) \\ & + (10.32\% - 4.29\%) + (17.76\% - 4.31\%) + (19.38\% - 4.21\%) + (11.86\% - 4.12\%) + \\ & (5.44\% - 4.22\%) + (7.01\% - 4.12\%)] \div 10 = 6.85\% \end{aligned}$$

申请文件（材料 3-2-2 评估说明第 65 页）风险溢价率计算表以及“同期剩余年限超过 10 的国债到期收益率平均值 4.18%”相关表述，系按照开元资产评

估有限公司评估报告编制模板，在本项目的市场风险溢价（ERP）计算过程中的数据统计值，系对 2009 年至 2018 年市场无风险收益率 R_f （表 2 中 D 列数值）的共十年的算术平均值进行列示，并无实际意义，评估报告也未采用该数据。

根据以上计算说明，本项目的市场风险溢价（ERP）为 6.85%，与申请文件（材料 3-2-2 评估说明第 65 页）风险溢价率计算一致，对本次估值结论不产生影响。

四、补充披露情况

公司已在《重组报告书》“第五节 交易标的的评估情况”之“五、标的资产土地资金预测、土地出让金、无风险报酬率对估值的影响”进行了补充披露。

五、中介机构意见

综上所述，评估机构认为，本次评估所采用的的无风险报酬率（ R_f ）不存在不一致的情形，其对本次估值结论不产生影响。

（本页无正文，为《湖北宜昌交运集团股份有限公司关于中国证券监督管理委员会上市公司并购重组审核委员会2019年第29次会议审核意见的回复》签章页）

湖北宜昌交运集团股份有限公司

2019年7月17日