

华泰联合证券有限责任公司
关于
众信旅游集团股份有限公司
发行股份购买资产暨关联交易之
补充独立财务顾问报告（一）

独立财务顾问



签署日期：二〇一八年八月

独立财务顾问声明

华泰联合证券有限责任公司（以下简称“本独立财务顾问”）受众信旅游集团股份有限公司（以下简称“众信旅游”、“上市公司”或“公司”）委托，担任本次发行股份购买资产暨关联交易的独立财务顾问。本独立财务顾问对本补充独立财务顾问报告特作如下声明：

1、本独立财务顾问本着客观、公正的原则对本次交易出具本补充独立财务顾问报告。

2、本补充独立财务顾问报告所依据的文件、材料由相关各方向本独立财务顾问提供，相关各方对所提供资料的真实性、准确性、完整性负责，相关各方保证不存在任何虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对所提供资料的合法性、真实性、完整性承担个别和连带责任。本独立财务顾问不承担由此引起的任何风险责任。

3、对于本补充独立财务顾问报告至关重要而又无法得到独立证据支持或需要法律、审计、评估等专业知识来识别的事实，本独立财务顾问主要依据有关政府部门、律师事务所、会计师事务所、资产评估机构及其他有关单位、个人出具的意见、说明及其他文件做出判断。

4、本独立财务顾问未委托和授权任何其它机构和个人提供未在本补充独立财务顾问报告中列载的信息和本补充独立财务顾问报告做任何解释或者说明。

5、本补充独立财务顾问报告仅根据《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（180902号）的要求发表补充独立财务顾问意见，不构成任何投资建议，对投资者根据本补充独立财务顾问报告做出的任何投资决策可能产生的风险，本独立财务顾问不承担任何责任。

目 录

| | |
|--|----|
| 独立财务顾问声明 | 2 |
| 释 义 | 7 |
| 问题一：申请文件显示，竹园国际旅行社有限公司（以下简称竹园国旅或标的资产）子公司西南竹园尚未取得旅行社业务经营许可证，石家庄分公司、长春分公司尚未完成办理旅行社分社备案登记。请你公司：1）补充披露前述公司办理旅行社业务经营许可证或旅行社分社备案登记的最新进展，前述公司是否符合相关许可证、备案登记申办的条件。2）逐一披露前述公司是否开展经营活动，如是，请说明未取得经营许可证或未办理登记备案即开展经营活动是否合规及法律后果。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。 | 10 |
| 问题二：请你公司结合竹园国旅及子公司、分公司开展国内游、入境游和出境游业务情况，竹园国旅缴纳质量保证金之日起三年内侵害旅游者合法权益而受到行政机关罚款以上处罚的情况，补充披露截至本报告书签署日，竹园国旅缴存 612.50 万元质量保证金是否充足、合规。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。 | 13 |
| 问题三：请你公司补充披露：1）竹园国旅在游客人身和财产安全保障方面采取的机制和措施。2）竹园国旅在报告期内是否发生过游客人身伤亡、财产损失等安全事故。如有，安全事故是否归属于竹园国旅责任，安全事故的处理和赔偿情况，由此产生的民事纠纷及解决情况，以及因此受到的行政处罚情况。请独立财务顾问核查并发表明确意见。 | 17 |
| 问题四：申请文件显示，本次交易以收益法评估结果为定价依据，竹园国旅 100% 股权评估值为 146,241.93 万元，较前次收购评估值（63,000 万元）大幅增长。根据本次交易作价，竹园国旅 2017 年市盈率为 9.56 倍，2018 年预测市盈率为 9 倍。请你公司：1）结合竹园国旅最近三年来的增资及股权转让的评估作价情况、与前次收购作价差异、报告期内业务开展及与上市公司的协同效应、上市公司资源利用情况、未来年度行业发展预期等，补充披露本次交易作价较前次收购 | |

评估大幅增值的原因及合理性，本次交易是否充分保护了上市公司及中小股东利益。2) 核查标的资产 2017 年、2018 年市盈率计算的合理性和准确性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。23

问题五：申请文件显示，报告期内，竹园国旅综合毛利率分别为 7.64%和 7.33%，明显高于同行业可比公司水平。其中，欧洲出境游毛利率分别为 7.01%和 6.95%，亚洲出境游毛利率分别为 9.26%和 8.01%，澳洲出境游毛利率分别为-0.69%和 6.63%。预测期内，竹园国旅综合毛利率水平分别为 7.31%、7.27%、7.21%、7.14%、7.15%。其中，欧洲出境游预测毛利率将由 6.65%下降至 5.76%；亚洲出境游预测毛利率将由 8.30%上升至 9.17%；澳洲出境游预测毛利率将由 6.10%下降至 4.49%。请你公司：1) 补充披露 2018 年上半年标的资产业绩实现情况，包括但不限于营业收入、营业成本、毛利率和净利润水平。2) 结合标的资产主要产品构成、所处行业地位、核心竞争优势、与主要供应商关系、成本采购、客户数量规模等因素，补充披露报告期内，标的资产综合毛利率水平显著高于同行业可比公司水平的原因及合理性。3) 结合标的资产报告期内各产品线出境游毛利率变化情况、市场相似产品的售价水平、可替代性、产品特色及核心竞争优势、市场竞争程度、未来年度发展预期等，补充披露预测期内欧洲、亚洲和澳洲出境游毛利水平的预测依据及可实现性，亚洲出境游预测毛利率水平与报告期内实际毛利率变化趋势相反的原因及合理性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。33

问题六：申请文件显示，报告期内，竹园国旅分别实现营业收入 380,926.37 万元和 495,863.11 万元。预测期内，竹园国旅营业收入将由 541,713.67 万元增长至 652,181.16 万元。请你公司：1) 结合报告期内可比公司业务发展情况、标的资产的市场地位、行业发展情况等，补充披露报告期内标的资产营业收入大幅增长的原因。2) 补充披露标的资产预测期内营业收入的预测依据及可实现性，营业收入预测是否充分考虑境外旅游的不可抗力因素。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。59

问题七：申请文件显示，预测期内标的资产销售费用率维持在 3.56%。请你公司结合标的资产销售费用构成、可比公司销售费用水平，未来年度市场开拓情况等，补充披露标的资产未来年度预测销售费用率的合理性和充分性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。71

问题八：申请文件显示，标的资产收益法评估中折现率为 12.35%。请你公司补充披露本次交易评估折现率主要参数（市场期望报酬率、风险系数、标的资产特定风险调整系数）的取值依据及合理性，是否充分反映了标的资产所处行业的特定风险，包括但不限于自然灾害、流行疾病、境外旅游地政治局势变动等不可抗力因素的影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。75

问题九：申请文件显示，竹园国旅出境游产品批发给代理商，由代理商将产品销售给终端消费者，主要销售代理商可分为电商和传统旅游门店两个渠道。请你公司：1) 结合标的资产与代理商的合作模式和业务流程，补充披露标的资产收入成本确认政策，是否存在买断销售、销售退单、销售返点等情形，如有，补充披露相关会计处理，及对报告期内经营业绩的影响。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。82

问题十：请你公司以列表形式补充披露各个报告期末，标的资产应收/应付账款前五大客户/供应商的名称、应收/应付款项形成原因、应收/应付账款余额、账龄情况，并结合报告期内与前五大客户/供应商的交易金额，补充披露应收账款/应付账款前五大客户/供应商期末余额的合理性。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。86

问题十一：申请文件显示，2017 年末，竹园国旅存在对关联方中企信商业保理有限公司 5,000.00 万元的其他应收款。请你公司补充披露上述其他应收款的形成原因、是否履行相关的审议程序和信息披露义务，是否存在关联方资金占用情况。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。92

问题十二：申请文件显示，2015 年 3 月 11 日，众信旅游取得中国证监会证监许可[2015]354 号《关于核准北京众信国际旅行社股份有限公司向郭洪斌等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》。2015 年 3 月 13 日，竹园国旅 70%股权过

户至众信旅游名下。请你公司补充披露：1) 上市公司最近三年内的并购重组情况，预测业绩的实现情况。2) 上市公司 2015 年收购竹园国旅 70% 股权后的实际运营情况及对标的资产的管控和整合情况。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。95

问题十三：申请文件显示，本次交易前，郭洪斌已为上市公司第二大股东，郭洪斌同时为本次交易的交易对方。请你公司结合郭洪斌的持股情况，补充披露本次交易未设置业绩补偿的合理性，是否充分保护了上市公司及中小股东利益。请独立财务顾问核查并发表明确意见。99

问题十四：请你公司根据《证券法》第九十八条、《上市公司收购管理办法》第七十四条的规定，补充披露本次交易前郭洪斌所持上市公司股份的锁定期安排。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。102

释 义

在本独立财务顾问报告中，除非文义载明，以下简称具有如下含义：

| 一、一般术语 | | |
|----------------|---|---|
| 上市公司/众信旅游/公司 | 指 | 众信旅游集团股份有限公司，在深圳证券交易所上市，股票代码：002707 |
| 竹园国旅/标的公司 | 指 | 竹园国际旅行社有限公司，其前身为竹园国际旅行社，于 2008 年 11 月改制为有限责任公司 |
| 交易对方 | 指 | 郭洪斌、陆勇、何静蔚、苏杰、张一满、李爽 |
| 标的资产 | 指 | 竹园国旅30%股权 |
| 上海竹园 | 指 | 上海竹园国际旅行社有限公司，系竹园国旅子公司 |
| 西南竹园 | 指 | 西南竹园旅行社（成都）有限公司，系竹园国旅子公司 |
| 香港竹园 | 指 | 香港竹园国际旅行社有限公司，系竹园国旅子公司 |
| 交易作价 | 指 | 上市公司收购标的资产的价款 |
| 本次交易 | 指 | 上市公司拟发行股份方式购买竹园国旅 30% 股权 |
| 本补充独立财务顾问报告 | 指 | 《华泰联合证券有限责任公司关于众信旅游集团股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易之补充独立财务顾问报告（一）》 |
| 《发行股份购买资产协议》 | 指 | 上市公司与郭洪斌、陆勇、何静蔚、苏杰、张一满、李爽签署的《众信旅游集团股份有限公司与郭洪斌、陆勇、何静蔚、苏杰、张一满、李爽关于竹园国际旅行社有限公司之发行股份购买资产协议》 |
| 《证券法》 | 指 | 《中华人民共和国证券法》 |
| 《重组管理办法》 | 指 | 《上市公司重大资产重组管理办法》 |
| 《备考审阅报告》 | 指 | 中证天通出具的中证天通（2018）证特审字第 0401010 号《众信旅游集团股份有限公司备考合并财务报表审阅报告》 |
| 《资产评估报告》 | 指 | 中联评估出具的中联评报字 [2018] 第 888 号《众信旅游集团股份有限公司拟收购竹园国际旅行社有限公司股权项目资产评估报告》 |
| 《旅游法》 | 指 | 《中华人民共和国旅游法》 |
| 中国证监会/证监会 | 指 | 中国证券监督管理委员会 |
| 深交所/交易所 | 指 | 深圳证券交易所 |
| 登记结算公司/中登公司 | 指 | 中国证券登记结算有限责任公司 |
| 国家旅游局 | 指 | 中华人民共和国国家旅游局 |
| 本独立财务顾问/华泰联合证券 | 指 | 华泰联合证券有限责任公司 |

| | | |
|---------------|---|--|
| 金杜律师/律师 | 指 | 北京市金杜律师事务所 |
| 中联评估/评估机构 | 指 | 中联资产评估集团有限公司 |
| 审计机构/中证天通/会计师 | 指 | 北京中证天通会计师事务所（特殊普通合伙） |
| 最近两年一期/报告期 | 指 | 2016 年度、2017 年度和 2018 年 1-6 月 |
| 元、万元、亿元 | 指 | 人民币元、人民币万元、人民币亿元 |
| 二、专业术语 | | |
| 出境游 | 指 | 出境旅游，即包括出国游及以香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾地区为目的地的旅游。就旅行社业务而言，即旅行社招徕、组织、接待中国内地居民出国旅游，赴香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾地区旅游，以及招徕、组织、接待在中国内地的外国人、在内地的香港特别行政区、澳门特别行政区居民和在大陆的台湾地区居民出境旅游的业务 |
| 出境游批发业务、出境游批发 | 指 | 公司根据市场需求，采购旅游交通、景点、酒店、餐厅等上游资源，事先设计好旅游产品，通过全国范围内的经营出境游业务的旅行社，包括根据国家旅游局规定可以从事出境游招徕业务的旅行社，即旅游代理商，推广并销售给终端消费者，由公司为终端消费者提供最终产品和服务，并由公司与旅游代理商之间进行旅游费用结算的业务 |
| 代理商、分销商 | 指 | 批发商与终端消费者之间的纽带，主要负责招徕旅游者，提供旅游咨询服务，销售批发商的旅游产品 |
| 长线出境游 | 指 | 跨越行程相对较长的出境游线路，从旅途飞行时间计算，通常在 8 小时以上；从旅游线路时间安排上，通常是 6 日以上；在目的地分布上，主要包括大洋洲、欧洲（不含俄罗斯远东地区）、非洲、美洲等地 |
| 短线出境游 | 指 | 跨越行程相对较短的出境游线路，在目的地分布上，主要包括港澳、东南亚及日韩等地 |
| 旅游目的地国家/地区 | 指 | 国务院旅游行政主管部门公布的中国公民出境旅游目的地国家和地区 |
| 入境游 | 指 | 入境旅游，即国外及香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾地区旅游者来以中国内地为目的地的旅游。就旅行社业务而言，即旅行社招徕、组织、接待外国旅游者来我国旅游，香港特别行政区、澳门特别行政区旅游者来内地旅游，台湾地区居民来大陆旅游，以及招徕、组织、接待在中国内地的外国人，在内地的香港特别行政区、澳门特别行政区居民和在大陆的台湾地区居民在境内旅游的业务 |
| 国内游 | 指 | 国内旅游，即中国内地居民在境内旅游。就旅行社业务而言，即旅行社招徕、组织和接待中国内地居民在境内旅游的业务 |
| 境外地接社 | 指 | 提供境外目的地接待服务的旅行社 |
| B2B | 指 | Business-to-Business，企业与企业之间通过专用网络或 Internet，进行数据信息的交换、传递，开展交易活动的商业模式 |

注：

（1）本补充独立财务顾问报告所引用的财务数据和财务指标，如无特殊说明，指合并报表口径的财务数据和根据该类财务数据计算的财务指标；

（2）本补充独立财务顾问报告中部分合计数与各明细数直接相加之和在尾数上如有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。

问题一：申请文件显示，竹园国际旅行社有限公司（以下简称竹园国旅或标的资产）子公司西南竹园尚未取得旅行社业务经营许可证，石家庄分公司、长春分公司尚未完成办理旅行社分社备案登记。请你公司：1）补充披露前述公司办理旅行社业务经营许可证或旅行社分社备案登记的最新进展，前述公司是否符合相关许可证、备案登记申办的条件。2）逐一披露前述公司是否开展经营活动，如是，请说明未取得经营许可证或未办理登记备案即开展经营活动是否合规及法律后果。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

答复：

一、前述公司办理旅行社业务经营许可证、旅行社分社备案登记的进展情况

（一）旅行社业务经营许可证的申办条件及西南竹园的办理情况

根据成都市旅游局于成都旅游政务网公布的《旅行社业务经营许可证（入境游、国内游）核发》及《旅游法》、《旅行社条例》、《旅行社条例实施细则》等法律法规，旅行社业务经营许可证的申办应当具备下列条件：

| 序号 | 申办条件 | 相关依据 | 是否符合条件 |
|----|---|--|---|
| 1 | 经营场所应当符合下列要求： （1）拥有产权的营业用房，或者申请者租用的、租期不少于1年的营业用房； （2）营业用房应当满足申请者业务经营的需要。 | 《旅行社条例》第六条第一款； 《旅行社条例实施细则》第六条第一款、第二款 | 符合条件，西南竹园已租赁租期不少于1年的营业用房。 |
| 2 | 应当至少包括下列设施、设备： （1）2部以上的直线固定电话； （2）传真机、复印机； （3）具备与旅游行政管理部门及其他旅游经营者联网条件的计算机。 | 《旅行社条例实施细则》第七条 | 符合条件，已有相应设施、设备。 |
| 3 | 经营国内旅游业务和入境旅游业务的，有不少于30万元的注册资本 | 《旅行社条例》第六条第三款 | 符合条件，注册资本为500万元。 |
| 4 | 有必要的经营管理人员和导游。 “必要的经营管理人员”是指具有旅行社从业经历或者相关专业经历的经理人员和计调人员；“必要的导游”是指有不低于旅行社在职员工总数20%且不少于3名、与旅行社签订固定期限或者无固定期限劳动合同的 | 《旅游法》第二十八条； 《国家旅游局关于执行〈旅游法〉有关规定的通知》（旅发[2013]280号） | 符合条件，西南竹园共计5名员工，其中经营管理人员2名、导游3名，导游人数占员工总人数比例不低于20%。 |

| | | | |
|--|-----------|--|--|
| | 持有导游证的导游。 | | |
|--|-----------|--|--|

综上，西南竹园符合旅行社业务经营许可证的申办条件。截至本补充独立财务顾问报告出具日，西南竹园旅行社业务经营许可证尚在办理中。

（二）旅行社分社备案登记的申办条件及石家庄分公司、长春分公司的办理情况

根据《旅行社条例实施细则》等相关规定，旅行社分社“经营场所、营业设施、设备，应当符合本实施细则第六条、第七条规定的要求”，即应满足如下条件：

| 序号 | 申办条件 | 相关依据 | 石家庄分公司、长春分公司是否符合条件 |
|----|---|-----------------------|---------------------------|
| 1 | 经营场所应当符合下列要求： （1）拥有产权的营业用房，或者申请者租用的、租期不少于1年的营业用房； （2）营业用房应当满足申请者业务经营的需要。 | 《旅行社条例实施细则》第六条第一款、第二款 | 符合条件，已租赁租期不少于1年的营业用房。 |
| 2 | 应当至少包括下列设施、设备： （1）2部以上的直线固定电话； （2）传真机、复印机； （3）具备与旅游行政管理部门及其他旅游经营者联网条件的计算机。 | 《旅行社条例实施细则》第七条 | 符合条件，已拥有符合规定的开展业务所需设施、设备。 |

截至本补充独立财务顾问报告出具日，长春分公司已经完成旅行社分社备案登记，旅行社分社备案登记证明编号为“L-BJ-CJ00043-CCS-FS0001”¹；石家庄分公司符合旅行社分社备案登记的申办条件，已向当地旅游行政管理部门提出旅行社分社备案登记的办理申请。

二、前述公司开展经营活动的情况

截至本补充独立财务顾问报告出具日，西南竹园、石家庄分公司、长春分公司处于前期筹办阶段，未开展经营活动，不存在未取得经营许可证或未办理登记备案即开展经营的情形。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问华泰联合证券认为：

¹ 截至本补充独立财务顾问报告出具日，尚未领取旅行社分社备案登记证书。

1、西南竹园符合旅行社业务经营许可证的申办条件；竹园国旅石家庄分公司、长春分公司符合旅行社分社备案登记的申办条件。

2、竹园国旅长春分公司已完成旅行社分社备案登记；西南竹园旅行社业务经营许可证、竹园国旅石家庄分公司旅行社分社备案登记均在申办中，该等主体尚未开展经营活动，故不存在未取得经营许可证或未办理登记备案即开展经营的情况。

问题二：请你公司结合竹园国旅及子公司、分公司开展国内游、入境游和出境游业务情况，竹园国旅缴纳质量保证金之日起三年内侵害旅游者合法权益而受到行政机关罚款以上处罚的情况，补充披露截至本报告书签署日，竹园国旅缴存 612.50 万元质量保证金是否充足、合规。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

答复：

一、关于竹园国旅及子公司、分公司开展国内游、入境游和出境游业务情况

竹园国旅主要从事出境游批发。竹园国旅总部设立在北京，并在上海、成都等多地设立了子、分公司，出境旅游目的地涵盖欧洲、亚洲、澳洲、美洲、中东非等地，其中欧洲长线游、亚洲短线游在公司业务中占比较大。2017 年竹园国旅实现营业收入 495,863.11 万元，较 2016 年增长 30.17%；2017 年组织出境游人次 77.90 万人次，较 2016 年增长 32.48%，增速较快。

截至本补充独立财务顾问报告出具日，竹园国旅及其全资子公司上海竹园已取得包含出境旅游业务许可的旅行社业务经营许可证，另外竹园国旅共有 21 家分公司已取得包含出境游业务的旅行社分社备案登记证明，可以开展出境游的相关业务；长春分公司已完成旅行社分社备案登记，暂未领取旅行社分社备案登记证书，未实际开展旅游业务。

二、竹园国旅缴纳质量保证金之日起三年内侵害旅游者合法权益而受到行政机关罚款以上处罚的情况

根据《旅行社条例》第十七条：“旅行社自交纳或者补足质量保证金之日起三年内未因侵害旅游者合法权益受到行政机关罚款以上处罚的，旅游行政管理部门应当将旅行社质量保证金的交存数额降低 50%，并向社会公告。旅行社可凭省、自治区、直辖市旅游行政管理部门出具的凭证减少其质量保证金。”

根据北京市旅游发展委员会《2012 年办理降低旅行社质量保证金交存数额

的旅行社名单》、《关于竹园国际旅行社分社旅游服务质量保证金的函》等文件，竹园国旅自交纳质量保证金之日起三年内未因侵害旅游者合法权益受到行政机关罚款以上处罚，并且已于 2012 年完成办理降低保证金数额的手续。

三、竹园国旅缴存 612.50 万元质量保证金充足、合规

（一）竹园国旅及其分社

竹园国旅已于 2012 年办理了保证金减半手续，旅游行政管理部门依法降低了竹园国旅质量保证金数额 50%，也即竹园国旅及设立分公司应当交存的保证金数额降低 50%。

截至报告期末，竹园国旅已取得包含出境旅游业务许可的旅行社业务经营许可证，另有 21 家分公司取得了包含出境游业务的旅行社分社备案登记证明，质量保证金的具体缴存情况如下：

| 序号 | 公司/分公司名称 | 质量保证金金额（万元） | 法律法规依据 |
|----|----------|-------------|--|
| 1 | 竹园国旅 | 70 | 《旅行社条例》第十三条 ² ； 《旅行社条例》第十七条 ³ |
| 2 | 上海分社 | 17.5 | 《旅行社条例》第十四条 ⁴ ； 《旅行社条例》第十七条； 《国家旅游局关于降低旅行社质量保证金交存数额有关事项的通知》第三条 ⁵ |
| 3 | 成都分公司 | 17.5 | |
| 4 | 武汉分公司 | 17.5 | |
| 5 | 西安分公司 | 17.5 | |
| 6 | 福建分公司 | 17.5 | |
| 7 | 沈阳分公司 | 17.5 | |
| 8 | 江苏分公司 | 17.5 | |

² 《旅行社条例》第十三条：“旅行社应当自取得旅行社业务经营许可证之日起 3 个工作日内，在国务院旅游行政主管部门指定的银行开设专门的质量保证金账户，存入质量保证金，或者向作出许可的旅游行政管理部门提交依法取得的担保额度不低于相应质量保证金数额的银行担保。经营国内旅游业务和入境旅游业务的旅行社，应当存入质量保证金 20 万元；经营出境旅游业务的旅行社，应当增存质量保证金 120 万元。质量保证金的利息属于旅行社所有。”

³ 《旅行社条例》第十七条：“旅行社自交纳或者补足质量保证金之日起三年内未因侵害旅游者合法权益受到行政机关罚款以上处罚的，旅游行政管理部门应当将旅行社质量保证金的交存数额降低 50%，并向社会公告。旅行社可凭省、自治区、直辖市旅游行政管理部门出具的凭证减少其质量保证金。”

⁴ 《旅行社条例》第十四条：“旅行社每设立一个经营国内旅游业务和入境旅游业务的分社，应当向其质量保证金账户增存 5 万元；每设立一个经营出境旅游业务的分社，应当向其质量保证金账户增存 30 万元。”

⁵ 《国家旅游局关于降低旅行社质量保证金交存数额有关事项的通知》第三条：“旅行社保证金降低交存数额基数，为起算日后满三年之日 24 时，旅行社的保证金账户内依《条例》第十三条第二款和第十四条规定应有数额，包含设立分社及增加经营业务而增存的保证金数额。”

| | | | |
|----|---------|-------|---|
| 9 | 杭州分公司 | 17.5 | |
| 10 | 河南分公司 | 17.5 | |
| 11 | 天津分公司 | 17.5 | |
| 12 | 济南分公司 | 17.5 | |
| 13 | 昆明分公司 | 17.5 | |
| 14 | 山西分公司 | 17.5 | |
| 15 | 青岛分公司 | 17.5 | |
| 16 | 重庆分公司 | 35 | |
| 17 | 湖南分公司 | 17.5 | |
| 18 | 哈尔滨分公司 | 17.5 | |
| 19 | 银川分公司 | 17.5 | |
| 20 | 内蒙古分公司 | 17.5 | |
| 21 | 甘肃分公司 | 17.5 | |
| 22 | 成都第二分公司 | 17.5 | |
| 23 | 石家庄分公司 | 17.5 | |
| 合计 | | 472.5 | - |

注 1：由于当地旅游局工作人员失误，在已完成旅游服务质量保证金减半的情况下全额缴存了重庆分公司的质量保证金 35 万元，暂未申请退回。

注 2：石家庄分公司的旅行社分社备案登记正在办理中，系根据当地旅游局的要求预先存入质量保证金。

注 3：长春分公司已完成旅行社分社备案登记并于 2018 年 7 月缴存质量保证金 17.5 万元。

（二）上海竹园

上海竹园已取得包含出境旅游业务许可的旅行社业务经营许可证，未设立分社，质量保证金的具体缴存情况如下：

| 序号 | 公司名称 | 质量保证金金额（万元） | 法律法规依据 |
|----|------|-------------|-------------|
| 1 | 上海竹园 | 140 | 《旅行社条例》第十三条 |

注：上海竹园于 2017 年 10 月 30 日取得国家旅游局核发的包含出境游业务的旅行社业务经营许可证，尚不符合办理旅行社质量保证金减半的手续。

综上，竹园国旅及其子公司、分公司已按照《旅行社条例》的规定足额存入质量保证金。

四、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问华泰联合证券认为：

竹园国旅自缴纳质量保证金之日起三年内不存在侵害旅游者合法权益而受到行政机关罚款以上处罚的情况；竹园国旅及子公司、分公司缴存的 612.50 万元质量保证金充足、合规。

问题三：请你公司补充披露：1）竹园国旅在游客人身和财产安全保障方面采取的机制和措施。2）竹园国旅在报告期内是否发生过游客人身伤亡、财产损失等安全事故。如有，安全事故是否归属于竹园国旅责任，安全事故的处理和赔偿情况，由此产生的民事纠纷及解决情况，以及因此受到的行政处罚情况。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

答复：

一、竹园国旅在游客人身和财产安全保障方面采取的机制和措施

在游客人身和财产安全保障方面，竹园国旅通过事前预防和监测、事中决策和处理、事后总结和改进，达到减少、避免安全事故的发生，了解旅游安全事故发生发展的特点和规律，建立科学化、系统化的管理体系。

作为众信旅游的控股子公司，竹园国旅遵守众信旅游相关《旅游安全管理制度》、《突发事件应急预案》等相关的旅游安全管理制度统一管理，竹园国旅成立了安全工作领导小组，建立了安全岗位责任制以及安全工作日常制度，具备完善的应急预案，对各项旅游安全保障措施进行了规定，包括用车规范、食宿规范、旅游项目规范，提示和服务规范等，并将旅游安全落实到岗位职责，把保障旅游安全工作贯穿产品研发、采购、销售、团队运作等整个旅游产品生产和消费的始终。

出团前，竹园国旅为参团游客均购买了境外旅行意外伤害保险，保障项目包括门急诊及住院医疗费用、意外身故、残疾、行李丢失等情形，如出现安全事故等突发事件产生的相关损失，可由意外险进行赔偿。此外，竹园国旅每年按照《旅游法》、《旅行社条例》和《旅行社责任保险管理办法》的相关规定投保旅行社责任保险，有效覆盖需由旅行社承担赔偿责任的金额。

（一）事前预防与监测

防患于未然是旅游安全管理最基本和最重要的要求，也是成本最低、最简便的方法。竹园国旅把旅游安全事故防范的重点放在产品设计、采购环节的安全性

上，从源头上消除安全隐患。产品的设计与采购，必须符合产品研发与设计相关制度以及旅游安全管理相关制度的要求。在采购上，标的公司注重对地接社等供应商的质量管理，通过《游客意见单》对地接社服务质量进行实时监督，当发生游客投诉情况时，标的公司相关人员将及时与地接社进行沟通、调查。竹园国旅负责定期统计团队投诉情况，对投诉率超过 5% 的地接社给予适当处罚（如书面警告、减少合作），情节严重的终止与其合作关系。

在领队服务上，领队人员依照《竹园国旅领队带团服务守则》的要求，在出团说明会上做好人身安全、财产安全等安全问题提示，告知目的地国家的交通安全情况、治安情况等，并且在讲解中充分强调有关风险。

竹园国旅也注重对从业人员的安全生产教育和培训，保证从业人员掌握必要的安全生产知识、规章制度、操作规程、岗位技能和应急处理措施，知悉自身在安全生产方面的权利和义务。

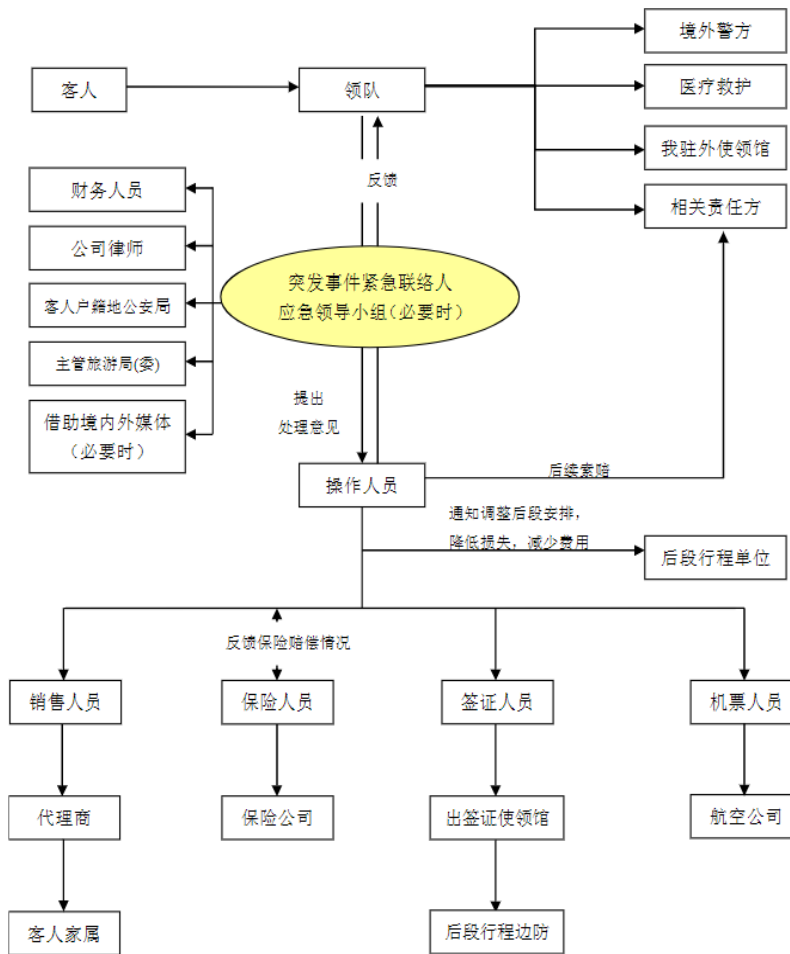
竹园国旅管理层对各种境外信息和政府的旅游警示进行及时反馈，针对自然灾害、突发性流行病、目的地暴乱等不同情况，及时采取停团、调整行程，安排在事发地的旅游者绕行及尽快回国等措施，防止安全事故发生或将损失降低到最低。

（二）事中决策和处理

竹园国旅具备相关的旅游突发事件应急预案，包括《旅游交通事故应急预案》、《公共卫生事故应急预案》、《火灾事故应急预案》、《人员疏散应急预案》等，规定了竹园国旅突发事件处理的各项原则，明确了处理突发事件的负责人及常见的突发事件的处理方法。

竹园国旅的突发事件处理的首要原则是“以人为本”，要求竹园国旅以最快的速度、最大的能效，有序地实施救援，最大限度地保证游客人身和财产安全。

竹园国旅设置了相关突发事件的应急指挥部，负责交通事故、公共卫生事故、火灾事故等突发事件的统一组织、指挥应急处置、事故处理及善后工作等。竹园国旅突发事件处理流程如下图：



（三）事后总结和改进

依照《旅游安全管理办法》、《突发事件应急预案》等规定，竹园国旅具备较为完善的评估机制。旅游结束后，竹园国旅要求旅游团队的活动要做出安全风险评估，并登记归档。

竹园国旅定期对突发事件进行汇总，编写旅游突发事件信息，遇到突发事件，及时向竹园国旅通报，以提高全员防范意识，并对领队人员进行定期培训，提高安全防范意识和水平。

二、竹园国旅在报告期内发生安全事故的情况

（一）相关安全事故不构成一般等级以上的旅游突发事件，不对竹园国旅的正常经营构成重大不利影响

《旅游安全管理办法》（国家旅游局令第 41 号）第三十九条，“根据旅游突

发事件的性质、危害程度、可控性以及造成或者可能造成的影响，旅游突发事件一般分为特别重大、重大、较大和一般四级。”

第四十三条，“本办法所称一般旅游突发事件，是指下列情形：

- （一）造成或者可能造成人员死亡（含失踪）3人以下或者重伤10人以下；
- （二）旅游者50人以下滞留超过24小时，并对当地生产生活秩序造成一定影响；
- （三）其他在境内外产生一定影响，并对旅游者人身、财产安全造成一定威胁的事件。”

报告期内，竹园国旅存在因意外情况或者游客个人原因造成的人身伤亡或者财产损失情况，但均不构成《旅游安全管理办法》规定的一般等级以上的旅游突发事件。报告期内，因游客人身伤亡、财产损失等情形涉及旅游合同纠纷及生命权、健康权、身体权纠纷而造成竹园国旅赔偿责任的诉讼、仲裁共5起。具体情况如下：

单位：元

| 序号 | 判决书/裁决书文号 | 安全事故类型 | 安全事故影响 | 民事纠纷类型 | 判决/裁定竹园国旅承担赔偿责任的金额 |
|----|--------------------------------------|--------|------------------------------|---------------|---|
| 1 | 上海仲裁委员会（2016）沪仲案字第0656号裁决 | 人身伤亡相关 | 1人在乘坐快艇时因风浪颠簸致腰部受伤 | 旅游合同纠纷 | 44,722.66 |
| 2 | （2017）京0112民初3244号；（2017）京03民终9305号 | 人身伤亡相关 | 1人乘坐快艇时摔伤致踝骨骨折 | 生命权、健康权、身体权纠纷 | 66,401 |
| 3 | （2016）京0105民初27907号；（2018）京03民终2190号 | 财产损失相关 | 1人因未申报财物致手表被海关查没 | 旅游合同纠纷 | 40,000 |
| 4 | （2017）京-1-5民初26873号 | 人身伤亡相关 | 1人乘车摔伤致腰椎骨折 | 旅游合同纠纷 | 10,000 |
| 5 | （2018）京0102民初7383号 | 人身伤亡相关 | 1人因违反安全规定未穿救生衣下水，在游泳过程中呛水致溺亡 | 生命权、健康权、身体权纠纷 | 判决另一被告北京足印旅行社有限公司赔偿489,621.80元及案件受理费8,644元，竹园国旅承担连带赔偿责任 |

上述诉讼、仲裁事项中，均为1人在出境游中出现人身伤亡或财产损失，故

不存在超出《旅游安全管理办法》所述的“人员死亡（含失踪）3 人以下或者重伤 10 人以下”、“旅游者 50 人以下滞留超过 24 小时，并对当地生产生活秩序造成一定影响”或“其他在境内外产生一定影响，并对旅游者人身、财产安全造成一定威胁的事件”等一般等级旅游突发事件的情形；此外，报告期各期判决/裁定竹园国旅承担赔偿责任的合计金额不超过当期净利润的 1%，总体影响较小。

对于上述序号 1-4 竹园国旅承担赔偿责任的诉讼、仲裁事项，鉴于：（1）竹园国旅已按《旅游法》、《旅行社条例》和《旅行社责任保险管理办法》的相关规定投保旅行社责任保险，保险公司、竹园国旅已向相关人员履行赔偿责任，纠纷已得到妥善解决；（2）竹园国旅计入营业外支出的最终实际承担赔偿责任金额为 1,131.17 元，金额相对较小；

对于上述序号 5 所述诉讼事项，一审判决已生效，尚处于理赔中。根据竹园国旅购买的旅行社责任险相关条款约定，每次事故每人人身伤亡赔偿限额为 80 万元，因此预计最终实际赔偿支出可由旅行社责任险覆盖。

因此，上述因安全事故引起的诉讼、仲裁事项不会对竹园国旅的正常经营造成重大不利影响。

（二）竹园国旅未因游客人身伤亡、财产损失等情形受到行政处罚

根据北京市旅游发展委员会、上海市文化市场行政执法总队出具的证明确认并经查询北京市旅游发展委员会旅行社信用档案、上海市文化市场行政执法网，竹园国旅未有因违反有关旅游行业管理法律、法规受到北京市旅游发展委员会、上海市文化市场行政执法大队的处罚。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问华泰联合证券认为：

1、在游客人身和财产安全保障方面，竹园国旅通过事前预防和监测、事中决策和处理、事后总结和改进，已建立科学化、系统化的管理体系。

2、报告期内，竹园国旅存在因意外情况或者游客个人原因造成的人身伤亡

或者财产损失情况，但均不构成《旅游安全管理办法》规定的一般等级以上的旅游突发事件。对于判决/裁定由竹园国旅承担赔偿责任的诉讼、仲裁事项，由于竹园国旅已按规定投保旅行社责任保险，故实际承担赔偿责任较小。不存在因此受到行政处罚的情况。

问题四：申请文件显示，本次交易以收益法评估结果为定价依据，竹园国旅 100% 股权评估值为 146,241.93 万元，较前次收购评估值（63,000 万元）大幅增长。根据本次交易作价，竹园国旅 2017 年市盈率为 9.56 倍，2018 年预测市盈率为 9 倍。请你公司：1) 结合竹园国旅最近三年来的增资及股权转让的评估作价情况、与前次收购作价差异、报告期内业务开展及与上市公司的协同效应、上市公司资源利用情况、未来年度行业发展预期等，补充披露本次交易作价较前次收购评估大幅增值的原因及合理性，本次交易是否充分保护了上市公司及中小股东利益。2) 核查标的资产 2017 年、2018 年市盈率计算的合理性和准确性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、本次交易作价较前次收购评估有所增长的原因及合理性分析

（一）竹园国旅最近三年来的增资及股权转让的评估作价情况

1、竹园国旅最近三年的增资及股权转让情况

2015 年 3 月 11 日，众信旅游取得中国证监会证监许可[2015]354 号《关于核准北京众信国际旅行社股份有限公司向郭洪斌等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》，核准众信旅游向郭洪斌等发行股份购买相关资产并募集配套资金事宜。

2015 年 3 月 13 日，郭洪斌、陆勇、何静蔚、苏杰、张一满、李爽、上海祥和天津富德合计持有的竹园国旅 70% 股权，过户至众信旅游名下，北京市工商行政管理局朝阳分局为此进行了工商变更登记手续，并向竹园国旅核发了变更后的《企业法人营业执照》。

除上述股权转让外，竹园国旅最近三年不存在其他增资或股权转让的情况。

2、竹园国旅前次股权转让的评估作价情况

前次交易中对竹园国旅采用资产基础法和收益法评估，中通诚资产评估有限公司以收益法评估结果作为交易标的的最终评估结论。根据中通诚资产评估有限

公司出具的中通评报字[2014]360号《评估报告》，在评估基准日2014年6月30日，在所列假设和限定条件下，竹园国旅的账面净资产（经审计）为8,289.13万元，采用收益法评估，评估后竹园国旅股东全部权益价值为90,070.34万元，评估增值81,781.21万元，增值率986.61%。

根据前次交易的《发行股份购买资产协议》，经交易各方友好协商，竹园国旅70%股权的交易作价为63,000万元，全部以发行股份方式支付。

（二）本次收购与前次收购作价的差异情况

两次交易中竹园国旅100%股权的评估值与作价对比情况见下表：

单位：万元

| 项目 | 前次交易 | 本次交易 | 变动额 | 变动率 |
|----------------------|------------|-------------|-----------|---------|
| 标的资产 | 竹园国旅70%股权 | 竹园国旅30%股权 | -- | -- |
| 交易作价 | 63,000.00 | 35,820.00 | -- | -- |
| 对应标的公司100% 股权交易作价 | 90,000.00 | 119,400.00 | 29,400.00 | 32.67% |
| 评估基准日 | 2014年6月30日 | 2017年12月31日 | -- | -- |
| 100%股权评估值 | 90,070.34 | 146,241.93 | 56,171.59 | 62.36% |
| 标的公司净资产 | 8,289.13 | 48,281.50 | 39,992.37 | 482.47% |
| 评估值增值率 | 986.61% | 202.89% | -- | -- |
| 交易前一年度扣非 后归母净利润 | 2,151.27 | 12,488.13 | 10,336.86 | 480.50% |
| 静态市盈率 | 24.00 | 9.56 | -- | -- |
| 下一年度预测扣非 后归母净利润 | 5,529.40 | 13,298.62 | 7,769.22 | 140.51% |
| 动态市盈率 | 16.28 | 9.00 | -- | -- |

本次交易中竹园国旅100%股权对应的交易对价为119,400.00万元，较前次竹园国旅100%股权对应的交易作价90,000.00万元高29,400.00万元，差异率为32.67%。主要考虑到报告期内竹园国旅市场地位和盈利能力不断增强，与上市公司业务协同不断加深，且出境游市场具有良好的发展前景，标的公司有望延续业绩增长趋势，为本次交易的评估和交易作价提供了有力支撑。

（三）竹园国旅业务规模和经营业绩保持高速增长，与上市公司的协同效

应持续加深

经过多年的发展，竹园国旅现已成为国内领先的出境游批发商之一，在欧洲、亚洲及海岛等旅游线路上都具有较强的竞争优势。报告期内，随着出境游市场需求的持续增长，竹园国旅依靠专业优势不断加强产品研发与品牌升级、进一步拓展线下渠道，实现了业务规模和经营业绩的高速增长。2016 年度、2017 年度和 2018 年 1-6 月，竹园国旅分别实现营业收入 380,926.37 万元、495,863.11 万元和 237,787.96 万元；分别实现净利润 9,139.48 万元、12,466.57 万元和 6,785.56 万元。相较于前次交易完成时标的公司 2014 年度的经营业绩，最近三年竹园国旅营业收入复合增长率达到 35.14%，净利润复合增长率达到 29.60%。

前次交易完成后，随着上市公司与竹园国旅业务协同的不断加深，众信旅游批发业务与竹园国旅在产品设计、资源采购和销售渠道端优势互补，并保持有效的内部竞争机制，使得双方出境游批发业务均保持着较高的增长速度。

第一，从产品设计端，随着竹园国旅专业团队的加入，双方将取长补短，发挥规模和协同效应，在目的地、出发地和产品类型上三个维度丰富现有产品线，提升各个旅游线路产品的宽度、广度。

第二，在资源采购端，众信旅游和竹园国旅强化机票资源的集中采购，常年与国内外主流的大型航空公司进行系列团合作，不断降低机票成本，获取机票资源的优先政策，与法荷航、汉莎等外航达成深度战略合作。以法荷航为例，众信旅游及竹园国旅在其北京、上海、杭州、武汉、厦门、成都的全部航点均享有机票采购优先权及激励政策。

第三，在销售渠道端，竹园国旅借助众信旅游在出境游零售端进一步拓展销售渠道。此外，双方进一步整合共有和各有侧重的客户资源，大力度加强对全国范围内代理商客户的服务，加强与代理商客户的粘性，提升品牌形象，巩固并扩大出境游批发业务市场份额。

（四）竹园国旅与上市公司积极整合，充分利用上市公司资源优势

前次重组完成后，竹园国旅与上市公司主要进行了以下整合措施：

1、人员整合

前次重组完成后，上市公司将竹园国旅的主要经营管理人员纳入上市公司董事会、主要管理层，其中：竹园国旅董事长郭洪斌先生担任众信旅游副董事长，竹园国旅总经理张一满女士担任众信旅游副总经理。通过上述人员安排，吸收竹园国旅的管理层进入上市公司的管理层，有效保证了重组双方充分的沟通协商，竹园国旅主要经营管理人员对上市公司各业务板块充分了解，保证上市公司发展战略的实施，确保董事会决议、相关战略规划及重组整合计划也顺利落地。

除此以外，上市公司亦对竹园国旅的管理架构进行调整。目前，竹园国旅董事会3名董事中的2名由上市公司委派，分别为上市公司董事兼总经理曹建先生、副总经理张磊先生，从而保障上市公司对竹园国旅重大事项拥有充分知情权和决策权，对竹园国旅的运营实施有效控制。

2、业务整合

（1）旅游资源

航空资源、地接资源等旅游资源是上市公司、竹园国旅业务拓展的重要因素之一。上市公司、竹园国旅的航空、地接资源存在一定范围重叠，因此，自前次重组完成后，双方充分发挥规模优势和业务协同效应，共同与各航空公司、地接社进行业务谈判，议价能力和话语权有所提升，通过统一采购，实现规模化经营，并进而降低综合采购成本。

（2）客户渠道

虽然上市公司、竹园国旅在代理商渠道客户有所重叠，但两家公司客户在全国范围内分区域分省份各有侧重。前次重组完成后，双方合作加强对全国范围内代理商客户的服务，取长补短，更加适应各区域、各层次市场需求的产品，加强与代理商客户的粘性并开拓更多的客户，从而扩大市场范围和规模。

（3）产品研发、经营管理等全方位的合作

前次重组完成后，上市公司、竹园国旅相互借鉴彼此在产品研发、团队运营、

线路管理等各方面的优势，在财务、信息技术管理、人才培养等方面取长补短、协同发展，共同优化业务流程，提升管理效率。竹园国旅相关线路产品利用上市公司现有零售渠道进行业务开拓，而重组后的上市公司产品线路更加丰富，实现高中低线路产品的全覆盖，各个旅游线路的宽度、广度也大幅加强。

3、资金支持

前次重组时，配套募集资金的投资项目之一为竹园国旅电子商务运营建设，该项目投资总额为 5,000 万元，实施主体为竹园国旅。

该项目分为两期：第一期项目主要内容为要进行业务系统、财会系统与电子商务平台的对接，并实现与众信旅游财会系统的对接工作；第二期项目主要内容为通过对现有电子商务平台模块及功能的扩充，并且利用包括第三方交易平台等 B2B 销售渠道，实现基于移动互联网的业务流程优化和移动电子商务平台建设，并同时实现与众信旅游旅游电子商务平台的全面对接。

4、资产整合

前次重组前，众信旅游总部位于北京市朝阳区和平街东土城路，竹园国旅主要办公场所位于北京市朝阳区八里庄西里。2016 年末，众信旅游总部与竹园国旅等其他上市公司主要子公司均迁址至北京市朝阳区公园路 8 号的新办公大楼，从而标的公司资源、人员等更便于上市公司进一步统一调度，有效地提升双方的业务协同和运营效率。

（五）出境游市场发展稳定，未来具有良好的发展空间

1、多重利好因素推动出境旅游及出境服务市场蓬勃发展

中国经济呈现出新常态，表现为从高速增长转为中高速增长，经济结构优化升级，增长驱动力正加快由工业主导向服务业主导转变。伴随着“一带一路”政策的落地，“融合”将成为大国崛起背景下的新常态，货物和资本的流动在根本上带动了人的流动，而出境游作为“人走出去”的第一步，在多因素的利好影响下，将迎来新的发展机遇。

从居民生活水平来看，出境游人数与居民收入水平相关度高。城镇居民是出境游主体，城镇居民可支配收入的提高，奠定了出境游旅游人数和海外消费的基础。随着我国经济的持续发展和人民生活水平的逐步提高，中产阶级的消费意识和消费能力不断增强，消费升级的红利逐渐到来，推动出境游行业的潜力不断释放，高速增长态势明显。

从人口基数和出国渗透率来看，城镇化进程将大大提高出境游人口基数。2000年以来，我国城镇化进程加速，城镇居民相比农村居民，拥有更高的收入、更进阶的消费层次、更便捷的签证手续，以及身边的出境游氛围较高。根据国家卫生健康委预计，2030年城镇化率将达70%，未来15年将新增2.3亿城镇人口，庞大的城市人口将成为出境游人口的主要来源。从发达国家出境游占全国人口的比例来看，中国作为人口大国，出境游人次占比远低于发达国家如美国、日本，出境游具有广阔的发展空间。

此外，国家政策的大力支持、良好的外交形象、各国对华签证政策的逐渐放宽、国际航线的增加、移动互联网带来的线上渠道的便利化等因素都使得出境旅游变得更为便利、实惠，出境游逐渐成为居民日常休闲生活的一部分，且将更为频繁。

根据世界旅游强国的发展历程的经验，旅游行业一般要经历“观光游-休闲游-度假游”三个发展阶段。世界旅游组织研究表明，当人均GDP达到2,000美元时，旅游业将获得快速发展；当人均GDP达到3,000美元时，旅游需求出现爆发性增长，休闲旅游需求日益增长并出现多元化趋势；当人均GDP达到5,000美元时，将步入成熟的度假旅游经济。根据国家统计局公布的数据，2017年我国人均GDP为59,660元，折合约9,400美元，未来消费者会更热衷于休闲度假模式的出境旅游，成熟的度假旅游经济正在到来。根据中国旅游研究院数据显示，2017年全年，中国公民出境旅游13,051万人次，比上年同期增长6.98%，中国已连续多年保持世界第一大出境旅游客源国地位。

2、欧洲和亚洲目的地市场呈现良好增长态势

目前中国已经成为泰国、日本、韩国、越南、柬埔寨、俄罗斯、马尔代夫、

印尼、朝鲜、南非等 10 个国家的第一大入境旅游客源地，中国游客在这些国家国际游客中的占比最高达 30%。中国也是法国、意大利、瑞士、德国、英国、美国、加拿大、新西兰、阿联酋、菲律宾、斯里兰卡等国家的重要客源国。2017 年，中国还成为赴南极旅游的第二大客源国。未来看，中国出境游客数量预计将持续保持较好的增长势头。

欧洲是发达国家旅游目的地中旅游资源最为丰富、政治稳定、社会治安相对较好、旅游配套服务设施完备成熟、旅游服务质量和游客满意度较高的核心目的地，自 2004 年欧盟与中国签订旅游目的地协议以来，欧洲包括非欧盟国家在内的各国，均把中国游客作为重要客源市场，其中法国、瑞士、意大利三国开发中国市场较早，目前也是吸引中国游客最多的欧洲国家，竹园国旅作为国内最早开拓中国游客赴欧旅游市场的成熟大社之一，在法瑞意核心目的地市场国内组团社中占有龙头地位，发团人数多年来位居前列。“中欧旅游年”、“中土旅游年”等国际战略合作的实施，也为出境游市场提供了机遇。此外，签证政策变化也推动欧洲出境游市场的发展。随着加入《申根协定》的国家越来越多，游客只需申请任意一个申根国家签证，即可游览其他加入《申根协定》的国家。自 2015 年 10 月 12 日起，所有申根国家签证将在华启用签证信息系统，中国公民申请申根签证将要进行十指指纹信息录入。签证信息系统的应用将简化签证申请流程、加强欧盟外部边界检查、提升安全等级，进一步促进了欧洲游市场的发展。2008 年金融危机以来，德国、伊比利亚半岛西葡、北欧三国、英国和爱尔兰、东南欧巴尔干半岛国家和希腊、东欧与俄罗斯等新兴欧洲目的地针对中国旅游市场，积极通过市场推广活动、开设新航线等措施吸引游客，成为法瑞意之后的新兴目的地。根据国家文化和旅游部统计的数据，2014 年至 2016 年，旅行社组织赴法国、瑞士、意大利的中国游客人数复合增长率为 13.45%、12.87%、14.93%；赴俄罗斯、西班牙、英国、德国的中国游客人数复合增长率增速更高，分别为 45.62%、28.19%、25.08%、18.81%，新兴目的地成长潜力已经逐步释放出来，增长速度较成熟目的地更高。综上，预计未来欧洲旅游目的地市场上法瑞意等核心成熟目的地将继续保持较快增长，西南欧、东南欧和东欧、俄罗斯等新兴目的地增速预计更快。

亚洲旅游市场增长迅速，已成为全球最具活力、最友好的旅行目的地之一。根据联合国世界旅游组织与世界旅游经济研究中心共同发布的《亚洲旅游趋势调研报告》。2016年，全球范围内国际游客数量增至12.35亿，增幅为3.9%，其中亚太地区共接待3.08亿游客，占全世界游客总数四分之一，游客数量增幅为9%，超越全球平均增长率。在亚太地区强劲的经济增长之下，涌现出日益壮大的中产阶级群体，用于旅游的人均可支配收入日益增长，随着带薪休假制度的进一步完善，亚太区基础设施以及数字技术的完善，亚洲旅游业行业增长潜力很大。根据国家文化和旅游部统计的数据，2014年至2016年，旅行社组织赴亚洲的中国游客人数复合增长率为20.38%，其中日本、泰国、马来西亚分别为83.81%、39.33%和37.46%，展现了很高的增长势头。根据《亚洲旅游趋势调研报告》的预测，2030年，亚太地区将以每年4.9%的增幅成为全球接待国际游客绝对增值最大的地区。东北亚或将超过南欧地中海地区和西欧地区，成为每年接待最多国际旅客的地区。

综上所述，经过对出境游市场多年的深耕挖掘，竹园国旅已成为出境旅游的大型批发商，具有突出的核心竞争力。前次交易完成后，标的公司不断加深与上市公司的协同效应，充分利用上市公司资源，实现了业务规模和营业能力的稳步发展。同时，由于出境游市场具有良好的发展前景，未来标的公司有望延续良好的业绩增长趋势，为本次交易的评估和交易作价提供有力支撑。本次交易作价较前次收购评估有所增值具备合理性，本次交易充分保护了上市公司及中小股东的利益。

二、标的资产2017年、2018年的市盈率计算

本次竹园国旅30%股权作价35,820.00万元。根据中证天通出具的中证天通（2018）证审字第0401008号《审计报告》所确定的竹园国旅净利润，中联评估出具的中联评报字[2018]第888号《资产评估报告》所确定的竹园国旅100%股权的评估价值、净利润预测值，以及交易双方协议约定的交易作价计算，不同口径竹园国旅的市盈率水平及计算过程分别如下：

1、交易作价口径计算的市盈率水平

单位：万元

| | |
|-------------------------------|------------|
| ① 30%股权交易作价 | 35,820.00 |
| ② 100%股权交易作价 = ①/0.3 | 119,400.00 |
| ③ 2017 年度扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润 | 12,488.13 |
| ④ 静态市盈率 = ②/③ | 9.56 |
| ⑤ 2018 年度归属于母公司股东净利润预测 | 13,271.94 |
| ⑥ 动态市盈率 = ②/⑤ | 9.00 |

2、加回期后分红的交易作价口径计算的市盈率水平

单位：万元

| | |
|--------------------------------|------------|
| ① 30%股权交易作价 | 35,820.00 |
| ② 期后分红 | 26,800.00 |
| ③ 加回期后分红的 100%股权交易作价 = ①/0.3+② | 146,200.00 |
| ④ 2017 年度扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润 | 12,488.13 |
| ⑤ 静态市盈率 = ③/④ | 11.71 |
| ⑥ 2018 年度归属于母公司股东净利润预测 | 13,271.94 |
| ⑦ 动态市盈率 = ③/⑥ | 11.02 |

3、评估价值口径计算的市盈率水平

单位：万元

| | |
|-------------------------------|------------|
| ① 100%股权评估价值 | 146,241.93 |
| ② 2017 年度扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润 | 12,488.13 |
| ③ 静态市盈率 = ①/② | 11.71 |
| ④ 2018 年度归属于母公司股东净利润预测 | 13,271.94 |
| ⑤ 动态市盈率 = ①/④ | 11.02 |

综上，标的资产 2017 年、2018 年市盈率的计算具备合理性和准确性。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问华泰联合证券认为：

1、前次交易完成后，标的公司不断加深与上市公司的协同效应，充分利用上市公司资源，实现了业务规模和营业能力的稳步发展。同时，由于出境游市场具有良好的发展前景，未来标的公司有望延续良好的业绩增长趋势，为本次交易

的评估和交易作价提供有力支撑。本次交易作价较前次收购评估有所增长具备合理性，本次交易充分保护了上市公司及中小股东的利益。

2、按交易作价口径计算，竹园国旅 2017 年、2018 年市盈率分别为 9.56 和 9.00；按加回期后分红的标的交易作价口径计算，竹园国旅 2017 年、2018 年市盈率分别为 11.71 和 11.02；按评估价值口径计算，竹园国旅 2017 年、2018 年市盈率分别为 11.71 和 11.02。标的资产 2017 年、2018 年市盈率计算具备合理性和准确性。

问题五：申请文件显示，报告期内，竹园国旅综合毛利率分别为 7.64%和 7.33%，明显高于同行业可比公司水平。其中，欧洲出境游毛利率分别为 7.01%和 6.95%，亚洲出境游毛利率分别为 9.26%和 8.01%，澳洲出境游毛利率分别为-0.69%和 6.63%。预测期内，竹园国旅综合毛利率水平分别为 7.31%、7.27%、7.21%、7.14%、7.15%。其中，欧洲出境游预测毛利率将由 6.65%下降至 5.76%；亚洲出境游预测毛利率将由 8.30%上升至 9.17%；澳洲出境游预测毛利率将由 6.10%下降至 4.49%。请你公司：1) 补充披露 2018 年上半年标的资产业绩实现情况，包括但不限于营业收入、营业成本、毛利率和净利润水平。2) 结合标的资产主要产品构成、所处行业地位、核心竞争优势、与主要供应商关系、成本采购、客户数量规模等因素，补充披露报告期内，标的资产综合毛利率水平显著高于同行业可比公司水平的原因及合理性。3) 结合标的资产报告期内各产品线出境游毛利率变化情况、市场相似产品的售价水平、可替代性、产品特色及核心竞争优势、市场竞争程度、未来年度发展预期等，补充披露预测期内欧洲、亚洲和澳洲出境游毛利水平的预测依据及可实现性，亚洲出境游预测毛利率水平与报告期内实际毛利率变化趋势相反的原因及合理性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、标的公司 2018 年上半年业绩实现情况

根据中证天通出具的中证天通（2018）证审字第 0401008 号《审计报告》，2018 年 1-6 月，竹园国旅实现营业收入 237,787.96 万元，实现净利润 6,785.56 万元，保持了较高的增长态势。

（一）2018 年上半年营业收入构成及变化分析

受气候及休假制度的整体影响，出境游业务存在一定季节性，通常下半年好于上半年，每年三季度因包含暑期，一般是当年的业绩高峰期。根据中联评估出具的中联评报字[2018]第 888 号《资产评估报告》所确定的营业收入预测值，竹园国旅已实现 2018 年度营业收入预测值的 43.90%，业绩实现情况良好。

1、营业收入按旅游目的地类别分析

单位：万元

| 项目 | 2018年1-6月 | |
|-----------|-------------------|----------------|
| | 金额 | 比例 |
| 欧洲 | 95,410.88 | 40.12% |
| 亚洲 | 125,018.27 | 52.58% |
| 澳洲 | 9,536.23 | 4.01% |
| 美洲 | 5,465.96 | 2.30% |
| 中东非 | 2,356.61 | 0.99% |
| 合计 | 237,787.96 | 100.00% |

竹园国旅继续深耕传统优势区域欧洲和亚洲出境游目的地，2018年1-6月上
述两个区域合计营业收入占总收入比例为92.70%。

2、营业收入按客源地类别分析

单位：万元

| 项目 | 2018年1-6月 | |
|-----------|-------------------|----------------|
| | 金额 | 比例 |
| 北京大区 | 85,815.65 | 36.09% |
| 华东大区 | 62,368.89 | 26.23% |
| 东北大区 | 23,050.49 | 9.69% |
| 中原大区 | 41,112.55 | 17.29% |
| 华中大区 | 10,024.78 | 4.22% |
| 西南大区 | 11,902.52 | 5.01% |
| 华南大区 | 3,513.08 | 1.48% |
| 合计 | 237,787.96 | 100.00% |

竹园国旅客户群体遍及全国各大区，主要来自于北京大区、华东大区和中原
大区，2018年1-6月，北京大区、华东大区和中原大区实现的营业收入占总营业
收入的比例为79.61%。

（二）2018年上半年营业成本构成及变化分析

1、营业成本按用途分类

单位：万元

| 项目 | 2018年1-6月 | |
|-----------|-------------------|----------------|
| | 金额 | 比例 |
| 机票款 | 134,130.44 | 61.48% |
| 地接费 | 64,906.85 | 29.75% |
| 其他费用 | 19,117.76 | 8.76% |
| 合计 | 218,155.05 | 100.00% |

竹园国旅营业成本主要由机票款和地接费构成，2018年1-6月，上述两项占成本的比重为91.24%。

2、营业成本按目的地分类

单位：万元

| 项目 | 2018年1-6月 | |
|-----------|-------------------|----------------|
| | 金额 | 比例 |
| 欧洲 | 87,703.48 | 40.20% |
| 亚洲 | 114,319.84 | 52.40% |
| 澳洲 | 8,914.53 | 4.09% |
| 美洲 | 5,063.60 | 2.32% |
| 中东非 | 2,153.60 | 0.99% |
| 合计 | 218,155.05 | 100.00% |

竹园国旅营业成本以欧洲区域和亚洲区域为主，欧洲长线出境游和东南亚短线游目的地是竹园国旅的优势区域。2018年1-6月上述两区域合计营业成本占总营业成本的比例为92.61%，与收入占比相匹配。

（三）2018年上半年毛利率分析

2018年1-6月，竹园国旅实现毛利19,632.91万元，全部来自于出境游批发业务。2018年1-6月，竹园国旅的主营业务毛利率为8.26%，较2017年度毛利率7.33%有所上升，主要受亚洲业务高毛利的影响。一方面，上半年尤其是春节期间亚洲短线业务处于旺季，上半年收入占比由2017年度的48.24%提高到52.58%，另一方面，亚洲业务随着规模的持续增长形成了较强的议价能力和成本控制水平，维持了较高的毛利率水平，使得标的公司综合毛利率有所上升。

| 业务板块 | 2018年1-6月 | |
|-------|-----------|-------|
| | 收入占比 | 毛利率 |
| 欧洲 | 40.12% | 8.08% |
| 亚洲 | 52.58% | 8.56% |
| 澳洲 | 4.01% | 6.52% |
| 美洲 | 2.30% | 7.36% |
| 中东非 | 0.99% | 8.61% |
| 综合毛利率 | 8.26% | |

（四）2018年上半年净利润情况分析

竹园国旅 2018 年 1-6 月维持了较高的盈利水平，净利润达到 6,785.56 万元。根据中联评估出具的中联评报字[2018]第 888 号《资产评估报告》所确定的净利润预测值，竹园国旅已实现 2018 年度净利润预测值的 51.13%，盈利实现情况良好。

二、标的资产综合毛利率水平较高的原因及合理性分析

2016 年度、2017 年度和 2018 年 1-6 月，竹园国旅的毛利率分别为 7.64%、7.33%和 8.26%，毛利率较高，其毛利全部来源于出境游批发业务。在出境游批发业务上，竹园国旅处于行业领先地位，在常年运作中积累了较强的核心竞争优势，包括服务质量优势、专业运作优势、产品研发优势、人才优势和品牌优势，与主要供应商关系、客户达成良好的合作关系，形成了较强的规模效应，具备较强的成本控制能力和客户粘性，拥有较高综合毛利率具有合理性。此外，因产品构成和业务优势不同，竹园国旅与同行业可比上市公司出境旅游业务毛利率相比存在一定差异，具备合理性。具体分析如下：

（一）标的资产与同行业公司的主要产品构成及毛利率

竹园国旅的毛利来源于出境游批发业务。2016 年度、2017 年度和 2018 年 1-6 月，竹园国旅的毛利分别为 29,099.26 万元、36,370.59 万元和 19,632.91 万元；2016 年度、2017 年度和 2018 年 1-6 月，竹园国旅的毛利率分别为 7.64%、7.33%和 8.26%。

2016 年度及 2017 年度，各同行业公司的营业收入构成及毛利率情况如下：

单位：万元、%

| 公司简称 | 2017 年度 | | 2016 年度 | | 业务构成 |
|------|--------------|-------|--------------|-------|---|
| | 营业收入 | 毛利率 | 营业收入 | 毛利率 | |
| 众信旅游 | 1,204,798.08 | 10.03 | 1,010,399.86 | 10.45 | 出境游批发、出境游零售业务、整合营销服务、其他旅游业务、其他行业产品等 |
| 凯撒旅游 | 804,532.06 | 18.00 | 663,601.01 | 18.14 | 航空配餐及服务、铁路配餐及服务、旅游服务（公民批发）、旅游服务（公民零售）、旅游服务（企业会奖）、物业租赁业务及其他等 |
| 中国国旅 | 2,789,767.03 | 29.82 | 2,203,401.01 | 25.07 | 旅游服务业：入境游、出境游、国内游、商旅服务、境外签证；商品销售：免税商品销售、有税商品销售等 |
| 中青旅 | 1,101,955.17 | 25.45 | 1,032,747.64 | 23.79 | 旅游产品服务、整合营销服务、酒店业、景区经营、IT 产品销售与技术服务、房地产销售、房屋租金等 |

由于竹园国旅主要经营出境游批发业务，而国内已上市的旅行社企业大多业务范围较广，涉及了出境游、入境游、国内游的“三游”业务，出境游业务类上市公司也会涉及出境游批发、出境游零售业务、商务会奖等业务，还有一些业务范围扩展至免税店、景区、房地产等领域，难以直接对比其综合毛利率。因此仅就已披露了出境旅游业务毛利率的上市公司进行对比。

从出境游业务毛利率来看，竹园国旅高于凯撒旅游和中国国旅。从出境游批发业务规模看，与凯撒旅游相比，竹园国旅协同众信旅游，在业务规模上拥有明显的龙头效应，与上下游企业的议价能力和成本控制能力较强，毛利率高于凯撒旅游具备合理性。中国国旅出境游业务包括批发业务、零售业务和代理业务，由于其业务模式多样，且运营策略与标的公司存在差异，故竹园国旅与中国国旅的毛利率水平可比性较弱。

出境游业务毛利率对比情况如下：

| 可比公司 | 可比业务 | 2017 年营业收入 | 毛利率 | | |
|---------------------|------------------|-------------------|-----------------|--------------|--------------|
| | | | 2018 年 1-6 月 | 2017 年度 | 2016 年度 |
| 众信旅游 (002707.SZ) | 出境游批发 | 891,485.32 | 8.64% | 7.88% | 8.27% |
| 凯撒旅游 (000796.SZ) | 出境旅游服务 (公民批发) | 128,993.17 | -- | 5.57% | 6.36% |
| 中国国旅 (601888.SH) | 出境游 | 645,988.86 | -- | 5.02% | 5.90% |
| 算术平均值 | | 515,522.39 | 8.64% | 6.16% | 6.84% |
| 竹园国旅 | | 495,863.11 | 8.26% | 7.33% | 7.64% |

注：可比财务数据均取自可比上市公司定期报告，凯撒旅游、中国国旅 2018 年半年度报告暂未披露；中青旅未披露出境旅游相关业务的财务数据。

综上，与可比上市公司出境旅游业务的毛利率水平相比，竹园国旅综合毛利率水平较高具有合理性。

（二）竹园国旅在出境游批发行业处于行业领先地位

与竹园国旅业务较为相似的同行业竞争对手包括众信旅游、凯撒旅游、中国国旅、中青旅、凤凰假期、华远国旅等，具体如下：

| 公司名称 | 主营业务 |
|------|---|
| 众信旅游 | 出境游服务的专业运营商，主要从事出境游批发、零售业务，以及商务会奖业务。国内首家登陆 A 股的民营旅行社，业务涵盖欧洲、亚洲、澳洲、美洲、中东非、南北极等主要旅游目的地 |
| 凯撒旅游 | 从事出境游、国内游和商务会奖业务，出境游业务包括批发、零售，以欧洲游产品为主，涵盖亚洲、澳洲、非洲、美洲等主要出境旅游目的地 |
| 中国国旅 | 主要从事旅行社业务和免税业务。其中旅行社业务由中国国际旅行社总社有限公司经营，主要包括入境游、出境游、国内游、票务代理和签证等传统业务以及旅游电子商务、商务会奖旅游、海洋游船、旅行救援等新兴业务和专项旅游业务。出境游业务以零售业务为主 |
| 中青旅 | 控股型集团化旅游运营商，业务主要包括旅游业务和策略投资业务。其中旅游业务以旅行社业务为基础，以景区、酒店业务为两翼，同时发展企业会展业务，策略投资业务包括 IT、房地产业务。出境游业务以零售业务为主 |
| 凤凰假期 | 主要从事出境游和商务会奖业务，出境游包括批发和零售业务，以欧洲游产品为主，涵盖亚洲、澳洲、非洲、美洲等主要出境旅游目的地 |
| 华远国旅 | 从事出境游批发业务、商务会奖业务和签证、机票等预订业务，出境游 |

| | |
|------|---|
| | 批发业务覆盖欧洲、澳洲、非洲、美洲、亚洲多个市场 |
| 竹园国旅 | 国内大型出境旅游批发商，出境旅游目的地涵盖欧洲、亚洲、澳洲、美洲、中东非等地，其中亚洲旅游线路业务处于行业龙头地位，欧洲旅游线路业务亦处于行业领先地位 |

竹园国旅自 1995 年成立以来，即以旅行社业务为主，从早期从事欧洲机票及商旅服务开始，逐步奠定了在欧洲线路上的竞争优势，并自 2000 年开始，先后开辟了澳洲、亚洲、美洲、中东非洲等市场，现已发展成为国内大型出境旅游批发商。竹园国旅的主营业务为出境游的批发，即根据市场需求，采购境外旅游交通、景点、酒店、餐厅等资源，事先设计好旅游产品，通过全国范围内的出境旅游代理商推广并销售给终端消费者，最终由公司为消费者提供产品和服务，并与旅游代理商进行旅游费用结算。公司总部设立在北京，并在上海、成都等多地设立分、子公司，出境旅游目的地涵盖欧洲、亚洲、澳洲、美洲、中东非等地，其中亚洲短线游、欧洲长线游在公司业务中占比较大。

竹园国旅被北京旅行社等级评定委员会评为 5A 级旅行社。2016 年 12 月在国家旅游局公布的《关于 2015 年度全国旅行社统计调查排强名单的公告》中，竹园国旅在“2015 年度全国百强旅行社”中名列第六，在“2015 年度全国利税三十强旅行社”中名列第六。

2017 年度，竹园国旅接待游客约 78 万人次，出境游批发业务收入 495,863.11 万元。从出境游批发业务规模来看，2017 年度，众信旅游（不含竹园国旅）和凯撒旅游分别实现出境游批发业务收入 395,622.21 万元和 128,993.17 万元，竹园国旅明显高于众信旅游（不含竹园国旅）和凯撒旅游，在亚洲和欧洲线路上体现了较强的行业地位。

（三）竹园国旅在常年运作中积累了较强的核心竞争优势

1、服务质量优势

旅游产品具有无形性、生产和消费不可分离的特点，旅游产品的好坏，是否取得如期的旅游效果，是否得到了如期满意的实现，需要通过游客对服务的感知来检验。标的公司既是产品的研发和制造商，又是服务的提供商。标的公司坚持

将客户感受和体验放在第一位，强调从资源采购、产品研发、销售推广到团队运作的旅行社运作全流程的改造和优化，通过操作规范化、标准化来提高服务质量，为消费者提供专业的一站式全方位服务。竹园通过了 ISO9001 质量管理体系认证，进一步加强了对服务过程的质量控制。

标的公司从资源采购、产品研发开始就注重服务质量，量化各类产品的服务标准，从源头上保证服务质量。遵循产品客观性描述评价，关键要素尽可能配上图片展示，销售人员要对旅游者的预期进行充分的了解，尽可能缩小产品本身和旅游者预期的差距，推荐真正适合旅游者的产品，从而满足旅游者的基本预期。通过让每位旅游者填写客户意见调查表，以及电话回访的方式，进行产品和服务的检测，对于不符合产品、服务质量要求的事件进行分析，制定整改措施，对服务质量体系进行持续改进。

经过多年的经营，标的公司积累了大量的出境旅游团队操作经验，培养选拔了一批经验丰富、敬业尽职的优秀领队人员。标的公司对领队服务进行规范化管理，加大对领队人员的培训，制定了领队服务管理制度，对领队服务的具体内容和要求做了详细的规定。

标的公司严格控制采购质量，定期对地接、酒店、餐厅、景点、航空公司等供应商进行评估，及时更换不合格的供应商，不断改进和提升产品，为旅游者提供更多尊崇、温馨的细节服务，让客人真正体验到旅行的乐趣，享受标的公司的服务过程，为标的公司赢得了良好口碑和众多荣誉。

2、专业运作优势

出境游具有上游资源多、流程复杂、出境时间长、情况多变的特点，同时消费者对高端产品和高品质服务的需求越来越多，个性化、差异化需求日益明显。能否有效整合境外旅游资源，是否具备很强的产品研发能力，能否进行有效团队运作，是出境游旅行社核心竞争要素之一，相应要求出境游旅行社具有极高的专业性。

标的公司一直坚持专业的出境游批发商定位，坚持实施现有发展战略，突出

主营业务，加强对出境游产业链各环节的整合和控制，在资源采购、产品研发、销售推广、团队运作和内部管理等环节上不断提高专业水平，满足客户需要，为消费者提供专业的一站式全方位服务。

通过多年经营，标的公司已经具备了良好的出境游资源整合、产品研发和综合团队运作能力，形成了专业运作优势。

3、产品研发优势

标的公司以产品为核心，本着为大众做产品，让服务创造价值的理念，实施产品标准化和分级管理，坚持产品创新，通过开发不同种类、差异化的产品，满足多样化、个性化的客户需求，不断发现市场、引领市场的需求。

经过多年的经营，标的公司建立了一整套完善的产品研发体系，拥有了专业水平高、从业时间长的产品研发团队。标的公司产品研发团队由产品经理、销售人员、市场推广人员、领队组成，根据不同产品的设计目标，邀请相关领域的专家或其他领域的公司参与，并及时征求参团客人意见。产品研发团队定期召开产品讨论会，每年年初制定年度产品大纲、划分主要的产品季、根据不同目的地的特点，制定产品研发计划，在每个产品季推出新产品，并根据标的公司掌握资源的情况、市场突现热点、人们消费心理的变化对相关产品进行及时调整，定期评估产品的效果。产品研发人员会参与各国旅游局组织的旅游目的地旅游资源考察及旅游交易会，在产品主题、产品理念、产品预期效果、产品要素标准及搭配上（航班、签证、酒店、餐饮、线路安排、景点等）进行严格的推敲和检测，对产品设计的合理性、流畅性进行严格把关，注重细节服务和关怀服务，让每个产品方案真正达到预先设定的客户体验效果。

4、人才优势

标的公司现有核心经营团队大部分人员行业从业时间较长，具有较强的稳定性。标的公司重视企业文化建设，注重员工培训，建立了完善的人力资源培训制度，为员工提供了多种成长途径。经过多年经营，标的公司培养了一支数量充足、专业优良的管理、领队、产品研发和销售团队，能够满足标的公司业务快速发展

的需要。近年来，标的公司一直保持着较低的员工流失率。标的公司拥有规范的操作流程和完善的管理制度，具有快速高效的组织管理和创新能力，能够经营涵盖全球主要旅游目的地国家的出境旅游业务，标的公司的人才积累为未来业务发展打下了坚实基础。

5、品牌优势

作为国内首批从事出境游批发业务的旅行社之一，标的公司已发展成为行业领先的专业出境游批发商，在业内积累了深厚影响力和良好口碑，形成了较强的品牌优势。

（四）竹园国旅与主要供应商关系、客户达成良好的合作关系，具备较强的成本控制能力和客户粘性

1、竹园国旅与供应商合作关系紧密，具备资源整合和成本优势

整合资源是为了降低总成本，提高产品的性价比。竹园国旅是产品的制造者同时也是旅游产业链各要素的整合者。对旅行社而言，能在多大范围、多高层次、多强密度上去整合资源，决定了企业的价值创造力和发展边界。

竹园国旅与国内、国际多家航空公司建立了长期紧密的合作关系，是多家航空公司的 A 类客户，多次被德国汉莎航空集团（包括汉莎航空、奥地利航空、瑞士航空等若干航空公司）、中国国航、海南航空、卡塔尔航空、法航荷航集团、印尼鹰航等航空公司授予最佳航空旅游合作奖、最佳团队销售奖、最佳合作伙伴奖等。不管是国际航班、国际国内联运，还是国际联运，标的公司都能在很短时间内提出机票配置的最优解决方案。此外，标的公司在短线游上大力发展包机业务，从而实现竹园国旅客户可从全国多个出境口岸直飞境外旅游目的地。

目前标的公司与全球各大洲多个国家和地区的知名地接社通过签订协议等方式建立了合作关系，是上述地接社的重要客户，并视情况直接与境外酒店、餐厅、旅游车公司、景区联系，定期进行供应商筛选。

签证是国内旅行社开展出境游业务重要的制约因素之一，旅行社的经营规范程度和业务量直接影响使领馆对旅行社的信任度，并由此影响签证的受理、出签

的快慢和签证率的高低。标的公司是业内为数不多的可以在北京、上海、成都等城市，特别是欧美主要旅游目的地国家使领馆送签证的旅行社之一。标的公司在多国使领馆获得优先安排名额、优先送签、优先出签等优惠政策。

标的公司在产品设计和实现上具有丰富的资源优势，能够根据市场需求，灵活地进行组合，设计出不同类型产品，将标的公司具备的优势资源导入产品，或根据产品的需求，寻找最适合的资源，为不同层级的产品提供最佳的性价比方案，最大程度发挥旅行社整合旅游产业链各供应商资源的优势。根据产品大纲，标的公司对所需要的机票实行远期采购和集中采购，一般提前 3-12 个月进行预订，保证了标的公司在淡旺季都可以拿到充足的机位及优惠的价格，实现低成本、规模化运作。

2、竹园国旅坚持双赢理念，获得了客户的高度认同

竹园国旅以做强做大批发业务为起点，始终坚持与代理商双赢的理念，与全国千余家代理商及其分支机构建立了长期稳定的合作关系，为途牛网、携程网等知名在线旅游平台出境游产品的主要供应商之一。基于产品研发优势和资源整合优势，标的公司能够不断推出适销对路的旅游产品，从而保证了代理商与标的公司合作的积极性。标的公司对批发业务采取了多项营销措施，如在各地开展产品推介会；定期对代理商进行专业知识培训、产品培训；派销售人员直接到代理商现场提供产品咨询和服务等。通过这些措施增强了代理商对标的公司的产品认同度，提高了代理商对标的公司的粘性。

综上，在出境游批发业务上，竹园国旅处于行业领先地位，在常年运作中积累了较强的核心竞争优势，包括服务质量优势、专业运作优势、产品研发优势、人才优势和品牌优势，与主要供应商关系、客户达成良好的合作关系，形成了较强的规模效应，具备较强的成本控制能力和客户粘性，拥有较高综合毛利率具有合理性。此外，因产品构成和业务优势不同，竹园国旅与可比上市公司出境旅游业务毛利率相比存在一定差异，具备合理性。

三、标的公司预测期内欧洲、亚洲和澳洲出境游毛利水平的预测依据及可实现性，亚洲出境游预测毛利率水平与报告期内实际毛利率变化趋势相反的原

因及合理性

考虑到标的公司报告期内各产品线出境游毛利率较为稳定；与市场相似产品的售价水平相比价格不高，标的公司拥有主题明确、针对性强、个性化突出的旅游产品，产品具有一定竞争优势和差异性，同时考虑到市场日益竞争的环境以及良好的行业发展空间，综合上述因素对预测期内欧洲、亚洲和澳洲出境游毛利水平进行了预测，相关预测具备合理性和可实现性。具体分析如下：

（一）标的资产报告期内综合毛利率水平较为稳定

报告期内，竹园国旅各产品线出境游的毛利率变化情况如下：

| 业务板块 | 2018年1-6月 | | 2017年度 | | 2016年度 | |
|--------------|--------------|-------|--------------|-------|--------------|--------|
| | 收入占比 | 毛利率 | 收入占比 | 毛利率 | 收入占比 | 毛利率 |
| 欧洲 | 40.12% | 8.08% | 45.61% | 6.95% | 41.91% | 7.00% |
| 亚洲 | 52.58% | 8.56% | 48.24% | 8.01% | 50.87% | 9.26% |
| 澳洲 | 4.01% | 6.52% | 3.43% | 6.63% | 3.35% | -0.69% |
| 美洲 | 2.30% | 7.36% | 2.00% | 0.29% | 3.24% | -0.26% |
| 中东非 | 0.99% | 8.61% | 0.72% | 9.49% | 0.63% | 4.14% |
| 综合毛利率 | 8.26% | | 7.33% | | 7.64% | |

2016年、2017年及2018年1-6月，竹园国旅的主营业务毛利率分别为7.64%、7.33%和8.26%。

标的公司2017年度毛利率较2016年度略有下降，主要系2017年度出境游批发业务竞争加剧所致。标的公司2018年1-6月毛利率较高，主要由于春节期间为亚洲出境游旺季，上半年亚洲业务收入占比较高，使得上半年综合毛利率有所上升。整体而言，标的资产报告期内综合毛利率水平较为稳定。

（二）竹园国旅产品与市场相似产品的售价水平相比价格不高，具有一定的差异性

竹园国旅的主营业务为出境游的批发，即根据市场需求，采购境外旅游交通、景点、酒店、餐厅等资源，事先设计好旅游产品，通过全国范围内的出境旅游代理商推广并销售给终端消费者，最终由竹园国旅为消费者提供产品和服务，并与

旅游代理商进行旅游费用结算。竹园国旅总部设立在北京，并在上海、成都等多地设立了子、分公司，出境旅游目的地涵盖欧洲、亚洲、澳洲、美洲、中东非等地，其中欧洲长线游、亚洲短线游在公司业务中占比较大。

报告期内，竹园国旅各产品线出境游产品的均价情况如下：

单位：万元/人次

| 业务板块 | 2018年1-6月 | 2017年度 | 2016年度 |
|------|-----------|--------|--------|
| 欧洲 | 1.30 | 1.31 | 1.36 |
| 亚洲 | 0.37 | 0.41 | 0.43 |
| 澳洲 | 1.45 | 1.35 | 1.42 |
| 美洲 | 1.67 | 1.66 | 1.42 |
| 中东非 | 0.96 | 0.91 | 0.82 |

根据众信旅游 2017 年 11 月披露的公开发行可转换公司债券募集说明书，最近年度众信旅游出境游业务各产品线的均价如下：

单位：万元/人次

| 业务板块 | 2017年1-6月 | 2016年度 | 2015年度 | 2014年度 |
|------|-----------|--------|--------|--------|
| 欧洲 | 1.20 | 1.25 | 1.18 | 1.41 |
| 亚洲 | 0.41 | 0.40 | 0.41 | 0.44 |
| 大洋洲 | 1.54 | 1.37 | 1.34 | 1.20 |
| 美洲 | 1.54 | 1.48 | 1.37 | 1.37 |
| 非洲 | 0.89 | 0.87 | 0.85 | 1.06 |

根据凯撒旅游（易食股份）2015 年 9 月披露的重大资产重组报告书，最近年度凯撒旅游出境游业务各产品线的均价如下：

单位：万元/人次

| 业务板块 | 2015年1-6月 | 2014年度 | 2013年度 | 2012年度 |
|------|-----------|--------|--------|--------|
| 欧洲 | 1.67 | 1.80 | 1.62 | 1.82 |
| 亚洲 | 0.64 | 0.67 | 0.66 | 0.64 |
| 大洋洲 | 2.61 | 2.73 | 2.64 | 2.58 |
| 美洲 | 3.22 | 3.47 | 3.21 | 2.76 |
| 非洲 | 1.59 | 1.72 | 1.80 | 1.86 |

如上所示，报告期内竹园国旅主要业务线欧洲和亚洲的产品售价随业务规模的扩大略有下降，但仍然维持在较高水平。竹园国旅出境游产品与众信旅游同类产品的售价较为接近，但低于凯撒旅游同类产品的售价。凯撒旅游业务主要为出境游产品零售，因而其产品售价高于竹园国旅出境游批发业务的产品售价。

出境游批发业务是通过对上游碎片化的旅游资源进行有效整合，研发出满足不同客户需求的旅游产品。对于同一目的地市场，同行业公司开发的出境游产品之间存在一定的可替代性，但是由于不同企业在产品研发能力、上游资源控制力等方面存在差异，使得各企业的出境游产品在产品主题、产品理念、产品预期效果、产品要素标准及搭配（航班、签证、酒店、餐饮、线路安排、景点等）等方面存在一定差异化。

竹园国旅经过多年的经营，已具备产品研发实力、资源整合能力、旅游从业人员专业能力等多项优势，可以高效实施产品标准化和分级管理，坚持产品创新，通过开发不同种类、差异化的产品，满足多样化、个性化的客户需求，不断发现市场、引领市场的需求。基于产品研发优势和资源整合优势，竹园国旅能够不断推出适销对路的旅游产品，从而保证了代理商与标的公司合作的积极性，增强了代理商对标的公司产品的认同度。

（三）竹园国旅产品主题明确、针对性强、个性化突出，具备核心竞争优势

1、竹园国旅产品特色

竹园国旅通过多年来对中国公民出境旅游市场的深入分析，适时开发推出主题明确、针对性强、个性化突出的旅游产品，满足了不同客户需求，扩大了市场占有率和品牌影响力。

（1）长线旅游产品

长线旅游产品目的地繁多组合多变，覆盖欧洲、澳洲、中东非洲、北美洲、南美洲，竹园国旅长线旅游产品分为五大系列，即：众悦系列旅游产品、盈尚系列旅游产品、尊悦系列旅游产品、金钻系列旅游产品和品季系列旅游产品。其中：

①众悦系列旅游产品

特点：基于严格的成本控制，为大众旅游消费者提供经济、常规的旅游产品，具有团期密集、出发日期可选择性强、行程紧凑、游览项目丰富、涵盖经典景观、价格经济的特点。此系列产品定位低价客户群，适合普通消费者，尤其是首次出国的旅游者。消费者以最低的价格享受最丰富的美景盛宴，尽享“慢”游乐趣。

②盈尚系列旅游产品

特点：挑选最具人气的国度，除游览经典的旅游景点外，精心安排当地特色景点或活动，深入体验当地的文化艺术与人文风情，食宿接待标准高于众悦系列产品，行程追求深度、内容更加丰富。此系列产品定位常规客户群，尽享丰盈悦尚的视觉盛宴与贴心服务。

③尊悦系列旅游产品

特点：行程精致紧凑不紧张，全程舒适 4 星级酒店，选取难得一见的美景和难得一尝的当地美食加入旅游产品，此系列产品定位中端客户群，尽享尊悦品质服务。

④金钻系列旅游产品

特点：精致贵宾小团，高端定制美景，深度游览体验，采用优质航空公司、全程 5 星级酒店（或古堡酒店或特色设计酒店），独享米其林推荐（明示）餐厅美食，是为追求高品质的旅游者提供的高端产品，产品内容具有同期市场唯一性。

⑤品季系列旅游产品

特点：产品具有鲜明主题与季节性特点，大多与目的地旅游局、景区景点、航空公司合作开发，产品具有项目性、系列性、阶段性特点。深度探访当地当季最值得一看的美景，踏春赏花、夏季亲子、秋赏红枫、冬访极光。产品内容具有同期市场唯一性，市场影响力大。

除上述产品外，对于南美洲线路，因地域原因不同，单独成为系列产品。

（2）短线旅游产品

竹园国旅短线旅游产品深度开发，以独特的触角发掘新景点，极大地丰富了产品内容，以较强的资源优势，使产品内容在较长时间内保持市场唯一性。短线旅游产品主要覆盖东南亚、日本等区域，目的地众多，产品定位多层次以满足不同消费者的需求。主要产品如下：

①常规产品

特点：包含泰国主要旅游城市曼谷、清迈、芭提雅、普吉等，并利用竹园国旅长期深耕泰国旅游市场的优势，开发出一系列围绕泰国的连线产品。

②度假产品

特点：以海岛游为突出特色，覆盖东南亚除泰国以外的其他国家地区，如新加坡、马来西亚、巴厘岛等。

③日本产品

特点：聚焦于日本本州岛、北海道等热点旅游区域。

④自由行/精致小团产品

特点：满足当前消费者对于自由行旅行方式不断增长的需求，提供产品主要包括机票、酒店、“机+酒”组合、部分景点地接服务等；同时，消费者对于旅行品质升级的追求，使得精致小团产品具有少人数（通常不多于8人）、高档次的特点。

2、竹园国旅产品的核心竞争优势

标的公司以产品为核心，本着为大众做产品，让服务创造价值的理念，实施产品标准化和分级管理，坚持产品创新，通过开发不同种类、差异化的产品，满足多样化、个性化的客户需求，不断发现市场、引领市场的需求。

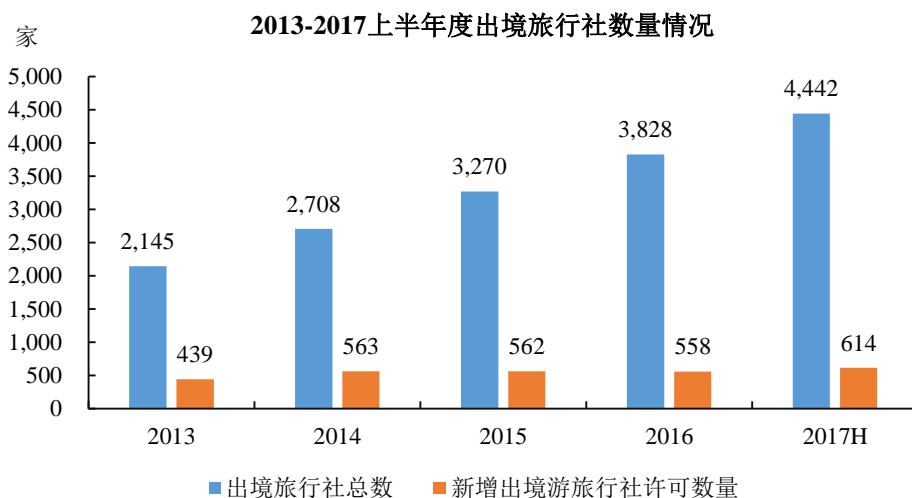
经过多年的经营，标的公司建立了一整套完善的产品研发体系，拥有了专业水平高、从业时间长的产品研发团队。标的公司产品研发团队由产品经理、销售人员、市场推广人员、领队组成，根据不同产品的设计目标，邀请相关领域的专家或其他领域的公司参与，并及时征求参团客人意见。产品研发团队定期召开产

品讨论会，每年年初制定年度产品大纲、划分主要的产品季、根据不同目的地的特点，制定团队游、自由行、半自由行等产品研发计划，在每个产品季推出新产品，并根据标的公司掌握资源的情况、市场突现热点、人们消费心理的变化对相关产品进行及时调整，定期评估产品的效果。产品研发人员会参与各国旅游局组织的旅游目的地旅游资源考察及旅游交易会，在产品主题、产品理念、产品预期效果、产品要素标准及搭配上（航班、签证、酒店、餐饮、线路安排、景点等）进行严格的推敲和检测，对产品设计的合理性、流畅性进行严格把关，注重细节服务和关怀服务，让每个产品方案真正达到预先设定的客户体验效果。

（四）出境游旅行社市场竞争程度

出境游产业链上共包含三个节点：上游资源端，下游消费端，中游渠道端。上游资源要素主要涵盖交通、住宿和目的地服务，重资产属性和资源属性较强，且一般具有地缘限制，壁垒较高。下游为消费端，主要依靠平台与服务优势吸引客流，提升客单价。中游渠道端连接上游资源和下游消费者（自由行没有旅行社这一中间节点）。出境游旅行社经营模式基本分为批发商、零售商和代理商三类。

2003 年旅游市场复苏后，我国出境游经营主体数量逐年增加，且在 2011 年后呈加速趋势。2014-2016 年，出境旅行社进入增长高峰，年均新增旅行社超过 550 家，市场迅速进入饱和状态。2017 年年底，我国共有出境游旅行社 4,151 家，市场进入竞争红海。



资料来源：文化和旅游部

出境游市场的竞争格局在短线出境游和长线出境游领域略有不同，在线旅游的兴起也改变着行业内的竞争格局。

1、短线出境游市场竞争格局

我国的出境旅游最先是港澳游和邻近国家目的地发展起来，短线出境旅游的发展时间较长，经营此业务的旅行社相对较多。在出境旅游开办初期，由于国家特许政策，中国国旅、中青旅、中旅总社等大型综合旅行社最早获得出境旅游经营权，因此，经营短线出境旅游业务的时间相对较长，同时由于这些旅行社的零售网点较多，在该市场占有一定优势，其出境游业务收入主要来自短线出境游市场。国内较早从事出境游的其他部分出境游旅行社在该市场也有一定份额。随着中国出境游市场的发展，短线出境游国家的签证手续相对快捷便利，航线众多，出发地呈分散格局经济较为发达的省会城市一般都是该省的短线出境游客人的出发地。

总体来看，短线出境旅游的市场集中度不高，除北京、上海、广州、深圳外，全国大多省份均有一至两家旅行社在当地短线出境旅游市场中占有主导地位。

2、长线出境游市场竞争格局

长线出境游市场开放时间较晚，国内出境游旅行社在该市场发展初期基本处于同一起点。近年来，包括众信旅游、竹园国旅、凯撒旅游和华远国旅等在内的出境游批发商抓住市场发展机遇，顺应市场要求大力发展批发业务，在长线出境游市场上迅速抢占了一定市场份额，形成了资源整合优势，建立了广泛的代理商网络。虽然整体与老牌的中国国旅、中青旅、中旅总社、广州广之旅等大型综合旅行社相比尚有一定差距，但实力差距已逐步缩小。

目前，上述旅行社在进一步做大做强批发业务的基础上，已在全国重要城市开设分支机构，并积极建设电子商务平台，开展线上业务，以积极拓展零售业务，努力搭建批零一体化的格局，将业务和品牌植根于终端消费者。大型综合旅行社通过其长期以来的品牌优势、众多门店的渠道优势，在其总部所在地的零售市场

仍有很大影响力，同时由于其集团化运作方式，在全国范围内分子公司较多，具有一定的规模及布局优势。

由于长线出境游的特殊性，使领馆、出境口岸相对集中的北京、上海、广州三地的旅行社具有得天独厚的优势，处于出境游批发体系的顶端；同时北京、上海、广州是国内经济最为发达，人均收入水平最高的城市之一，当地客人的长线出游比例也相对较高。总体来看，长线出境旅游的市场集中度较高，形成了完善的批发零售体系，批发商和大型综合旅行社多集中在北京、上海、广州，全国其他省市的旅行社大多处于代理商地位。

3、批发商市场份额逐步增加

近年来批发商不断扩大渠道，提高综合竞争力，市场份额逐步增加，为批发商向批零一体化经营转变打下了良好基础。随着经济发展及人民生活水平提高，出境游市场将进一步发展。目前，批零一体化已成为出境游市场的发展趋势，出境游批发商通过对零售业务的逐步拓展，实现向批零一体化的转变。由于一般代理商相对不具备出境游的产品研发和资源整合能力，批发商在进入当地的零售市场时，具有相对优势，其批发业务的优势将进一步加强，零售业务市场份额将逐步提升。未来实行批零一体化的专业出境游旅行社规模将越来越大，将在行业内居于领先地位。

4、在线旅游的兴起改变着竞争格局

随着互联网技术和移动互联网技术的兴起，旅游行业新的经营模式不断涌现，在线旅游异军突起。供应商、分销商自身的信息化建设程度越来越高，旅游产业链各环节信息化的快速发展，消费升级带来旅游形态升级，都为在线旅游提供了广阔的运营空间，原有的线下分销渠道受到挑战。艾瑞咨询的研究显示，2016年中国在线旅游市场交易规模达 7,122.00 亿元，同比增长 20.4%。从美国、欧洲旅游产业发展历史特征看，在线旅游发展的黄金阶段，在线旅游渗透率会快速从 20% 增长到 50%，2015 年中国在线旅游渗透率为 15.19%，远落后于全球平均水平，未来增长潜力巨大。此外，无线网络普及、3G/4G 技术成熟和未来 5G 技术的发展为移动互联网的发展提供了强大的技术支撑，将在线旅游推向了一个新的

阶段。

在线旅游融资活跃，跨界产业巨头也积极参与行业范围投资并购，产业巨头和资本的大量涌入，业态及经营模式的快速创新，导致竞争态势不断加剧，给传统旅游企业带来了巨大冲击和压力。但旅行社的竞争归根到底仍然是产品的竞争和服务的竞争，OTA 和传统旅行社既存在竞争，也存在合作，本质都是要把碎片化的需求进行梳理，整合旅游要素形成旅游产品，实现精准的销售并提供完善的服务以实现价值的升值，推动旅游业的发展。

（五）出境游市场发展稳定，未来具有良好的发展空间

1、多重利好因素推动出境旅游及出境服务市场蓬勃发展

中国经济呈现出新常态，表现为从高速增长转为中高速增长，经济结构优化升级，增长驱动力正加快由工业主导向服务业主导转变。伴随着“一带一路”政策的落地，“融合”将成为大国崛起背景下的新常态，货物和资本的流动在根本上带动了人的流动，而出境游作为“人走出去”的第一步，在多因素的利好影响下，将迎来新的发展机遇。

从居民生活水平来看，出境游人数与居民收入水平相关度高。城镇居民是出境游主体，城镇居民可支配收入的提高，奠定了出境游旅游人数和海外消费的基础。随着我国经济的持续发展和人民生活水平的逐步提高，中产阶级的消费意识和消费能力不断增强，消费升级的红利逐渐到来，推动出境游行业的潜力不断释放，高速增长态势明显。

从人口基数和出国渗透率来看，城镇化进程将大大提高出境游人口基数。2000 年以来，我国城镇化进程加速，城镇居民相比农村居民，拥有更高的收入、更进阶的消费层次、更便捷的签证手续，以及身边的出境游氛围较高。根据国家卫生健康委预计，2030 年城镇化率将达 70%，未来 15 年将新增 2.3 亿城镇人口，庞大的城市人口将成为出境游人口的主要来源。从发达国家出境游占全国人口的比例来看，中国作为人口大国，出境游人次占比远低于发达国家如美国、日本，出境游具有广阔的发展空间。

此外，国家政策的大力支持、良好的外交形象、各国对华签证政策的逐渐放宽、国际航线的增加、移动互联网带来的线上渠道的便利化等因素都使得出境旅游变得更为便利、实惠，出境游逐渐成为居民日常休闲生活的一部分，且将更为频繁。

根据世界旅游强国的发展历程的经验，旅游行业一般要经历“观光游-休闲游-度假游”三个发展阶段。世界旅游组织研究表明，当人均 GDP 达到 2,000 美元时，旅游业将获得快速发展；当人均 GDP 达到 3,000 美元时，旅游需求出现爆发性增长，休闲旅游需求日益增长并出现多元化趋势；当人均 GDP 达到 5,000 美元时，将步入成熟的度假旅游经济。根据国家统计局公布的数据，2017 年我国人均 GDP 为 59,660 元，折合约 9,400 美元，未来消费者会更热衷于休闲度假模式的出境旅游，成熟的度假旅游经济正在到来。根据中国旅游研究院数据显示，2017 年全年，中国公民出境旅游 13,051 万人次，比上年同期增长 6.98%，中国已连续多年保持世界第一大出境旅游客源国地位。

2、欧洲和亚洲目的地市场呈现良好增长态势

目前中国已经成为泰国、日本、韩国、越南、柬埔寨、俄罗斯、马尔代夫、印尼、朝鲜、南非等 10 个国家的第一大入境旅游客源地，中国游客在这些国家国际游客中的占比最高达 30%。中国也是法国、意大利、瑞士、德国、英国、美国、加拿大、新西兰、阿联酋、菲律宾、斯里兰卡等国家的重要客源国。2017 年，中国还成为赴南极旅游的第二大客源国。未来看，中国出境游客数量预计将持续保持较好的增长势头。

欧洲是发达国家旅游目的地中旅游资源最为丰富、政治稳定、社会治安相对较好、旅游配套服务设施完备成熟、旅游服务质量和游客满意度较高的核心目的地，自 2004 年欧盟与中国签订旅游目的地协议以来，欧洲包括非欧盟国家在内的各国，均把中国游客作为重要客源市场，其中法国、瑞士、意大利三国开发中国市场较早，目前也是吸引中国游客最多的欧洲国家，竹园国旅作为国内最早开拓中国游客赴欧旅游市场的成熟大社之一，在法瑞意核心目的地市场在国内组团社中占有龙头地位，发团人数多年来位居前列。此外，签证政策变化也推动欧洲

出境游市场的发展。随着加入《申根协定》的国家越来越多，游客只需申请任意一个申根国家签证，即可游览其他加入《申根协定》的国家。自 2015 年 10 月 12 日起，所有申根国家签证将在华启用签证信息系统，中国公民申请申根签证将要进行十指指纹信息录入。签证信息系统的应用将简化签证申请流程、加强欧盟外部边界检查、提升安全等级，进一步促进了欧洲游市场的发展。2008 年金融危机以来，德国、伊比利亚半岛西葡、北欧三国、英国和爱尔兰、东南欧巴尔干半岛国家和希腊、东欧与俄罗斯等新兴欧洲目的地针对中国旅游市场，积极通过市场推广活动、简化签证政策、开设新航线等措施吸引游客，成为法瑞意之后的新兴目的地。根据国家文化和旅游部统计的数据，2014 年至 2016 年，旅行社组织赴法国、瑞士、意大利的中国游客人数复合增长率为 13.45%、12.87%、14.93%；赴俄罗斯、西班牙、英国、德国的中国游客人数复合增长率增速更高，分别为 45.62%、28.19%、25.08%、18.81%，新兴目的地成长潜力已经逐步释放出来，增长速度较成熟目的地更高。综上，预计未来欧洲旅游目的地市场上法瑞意等核心成熟目的地将继续保持较快增长，西南欧、东南欧和东欧、俄罗斯等新兴目的地增速预计更快。

亚洲旅游市场增长迅速，已成为全球最具活力、最友好的旅行目的地之一。根据联合国世界旅游组织与世界旅游经济研究中心共同发布的《亚洲旅游趋势调研报告》。2016 年，全球范围内国际游客数量增至 12.35 亿，增幅为 3.9%，其中亚太地区共接待 3.08 亿游客，占全世界游客总数四分之一，游客数量增幅为 9%，超越全球平均增长率。在亚太地区强劲的经济增长之下，涌现出日益壮大的中产阶级群体，用于旅游的人均可支配收入日益增长，随着带薪休假制度的进一步完善，亚太区基础设施以及数字技术的完善，亚洲旅游业行业增长潜力很大。根据国家文化和旅游部统计的数据，2014 年至 2016 年，旅行社组织赴亚洲的中国游客人数复合增长率为 20.38%，其中日本、泰国、马来西亚分别为 83.81%、39.33% 和 37.46%，展现了很高的增长势头。根据《亚洲旅游趋势调研报告》的预测，2030 年，亚太地区将以每年 4.9% 的增幅成为全球接待国际游客绝对增值最大的地区。东北亚或将超过南欧地中海地区和西欧地区，成为每年接待最多国际旅客的地区。

（六）预测期内欧洲、亚洲和澳洲出境游毛利水平的预测依据及可实现性

本次结合竹园国旅报告期各项业务的毛利率水平、行业平均毛利率水平及竹园国旅未来年度的战略规划对其预测期各项业务的毛利率水平进行预测。标的公司报告期及预测期欧洲、亚洲和澳洲出境游业务的毛利率情况见下表：

| 项目名称 | | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 |
|------|------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 欧洲业务 | 客单价 | 1.36 | 1.31 | 1.27 | 1.24 | 1.21 | 1.17 | 1.17 |
| | 增长率 | - | -4.31% | -2.61% | -2.61% | -2.61% | -2.61% | 0.00% |
| | 平均成本 | 1.27 | 1.21 | 1.19 | 1.16 | 1.13 | 1.11 | 1.11 |
| | 增长率 | - | -4.25% | -2.30% | -2.30% | -2.30% | -2.30% | 0.00% |
| | 毛利率 | 7.01% | 6.95% | 6.65% | 6.36% | 6.06% | 5.76% | 5.76% |
| 澳洲业务 | 客单价 | 1.42 | 1.35 | 1.27 | 1.20 | 1.13 | 1.06 | 1.06 |
| | 增长率 | - | -4.94% | -5.83% | -5.83% | -5.83% | -5.83% | 0.00% |
| | 平均成本 | 1.43 | 1.26 | 1.20 | 1.13 | 1.07 | 1.02 | 1.02 |
| | 增长率 | - | -11.84% | -5.30% | -5.30% | -5.30% | -5.30% | 0.00% |
| | 毛利率 | -0.69% | 6.63% | 6.10% | 5.57% | 5.03% | 4.49% | 4.49% |
| 亚洲业务 | 客单价 | 0.43 | 0.41 | 0.38 | 0.36 | 0.33 | 0.31 | 0.31 |
| | 增长率 | - | -4.67% | -6.93% | -6.93% | -6.93% | -6.93% | 0.00% |
| | 平均成本 | 0.39 | 0.38 | 0.35 | 0.32 | 0.30 | 0.28 | 0.28 |
| | 增长率 | - | -3.36% | -7.23% | -7.23% | -7.23% | -7.23% | 0.00% |
| | 毛利率 | 9.26% | 8.01% | 8.30% | 8.59% | 8.88% | 9.17% | 9.17% |

具体来看：

1、欧洲、澳洲业务预测期毛利率的预测依据及可实现性

欧洲、澳洲、美洲出境游属长线出境游，是旅游资源丰富、政治稳定、社会治安相对较好、旅游配套服务设施完备成熟、旅游服务质量和游客满意度较高的旅游目的地，长线出境游出行距离长、服务内容和旅游要素资源要求更为复杂、在产品设计、资源获取和团队运作等方面具有更高的壁垒，对资金、人才、供应商关系有更高要求，竞争程度弱于短线出境游。

欧洲批发业务为竹园国旅最主要的出境游批发业务之一，从竹园国旅历史年度业务收入构成比例看，报告期内收入占比分别为 41.91%、45.61%和 40.20%，2017 年欧洲业务服务的出境游人数较 2016 年整体上涨 48.05%，人均单价及成本均呈下降趋势。澳洲批发业务收入占整体营业收入的比例较小，2017 年澳洲业

务服务的出境游人数较 2016 年整体上涨 40.24%，人均单价及成本均呈下降趋势。

考虑到预测期标的公司为吸引更多的出境游客，需不断丰富各目的地区域的产品结构，同时人均单价也会有不同程度的下调；另一方面，主要由于随着出境游人数的增加，标的公司在机票、地接等各方面向供应商获取的折扣更大，且出境游人数增加会提高包机的利用率，从而降低单位成本。未来年度标的公司在欧洲、澳洲及亚洲出境游业务方面对平均单价和平均成本的预测均有不同程度的降低，谨慎预测，欧洲和澳洲出境游业务未来年度预测毛利率低于 2017 年毛利率水平。

2、亚洲业务预测期毛利率的预测依据及可实现性

（1）亚洲出境游具有较强的地理优势，与长线出境游互补性强，竹园国旅在亚洲出境游上优势明显

亚洲出境游属于短线出境游，出行距离短，相对其他目的地有较强的地理优势，大多数人首次出境游时选择目的地均为亚洲，未来年度随着国民收入水平的不断提升，亚洲目的地的出境游人数将保持持续的增长。此外，亚洲出境游的增长也与其他目的地出境游情况相互关联，有一定互补性，当其他长线目的地受到影响时，亚洲因其便利性也会作为国内游客境外出游的首选，在一定程度上满足境外出游的需求。例如 2016 年度，受欧洲暴恐事件、申根国家签证指纹信息录入等因素影响，欧洲游客数量受到影响，出境游公司纷纷加大亚洲业务开发，亚洲游客数量出现了明显快速增长的态势。

竹园国旅在亚洲出境游市场一直位于行业龙头地位，擅长旅游产品的深度开发，以独特的触角发掘新景点，极大地丰富了产品内容，以较强的资源优势，使产品内容在较长时间内保持市场唯一性。在亚洲市场，竹园国旅结合其优势地位，在曼谷、普吉、沙巴、巴厘岛等中国游客较为集中的热点目的地运营了国内 10 余个城市始发的定期航班产品和包机产品，同时，经过多年的建设，东南亚、海岛产品品质不断升级，已经沉淀了很多经典的、高性价比的产品，得到了市场的高度认可。竹园国旅产品覆盖的目的地众多，产品定位多层次以满足不同消费者的需求，具有较强的行业竞争力。

(2) 历史期间竹园国旅亚洲业务毛利率呈现波动上升的水平

从 2016-2017 年度看，竹园国旅亚洲业务毛利率有所下降，但根据竹园国旅历史期间数据，2014 年至 2018 年 1-6 月标的公司亚洲业务毛利率呈现波动上升的趋势，具体变动情况如下：

| 年度 | 2014 年度 | 2015 年度 | 2016 年度 | 2017 年度 | 2018 年 1-6 月 |
|---------|---------|---------|---------|---------|--------------|
| 亚洲业务毛利率 | 6.09% | 7.42% | 9.26% | 8.01% | 8.56% |

历史期间内，竹园国旅亚洲业务毛利率水平呈现波动上升的趋势，在规模效应下展现了良好的成本管理能力和成本管理能力，主要原因系：1) 历史期间，亚洲业务的出境人数持续高速增长，尤其是 2016 年，受欧洲暴恐事件、申根国家签证指纹信息录入等因素影响，欧洲游客数量受到影响，亚洲业务的出境游人数较 2015 年上涨约 50%。在亚洲游客数量增速较快的背景下，竹园国旅迅速推出多个性价比高的产品，实现了亚洲收入的大幅增加；2) 亚洲业务的规模增长为竹园国旅奠定了规模效应的基础。竹园国旅充分发挥规模采购优势，有效缩减当年亚洲产品的单位成本，实现了毛利率的持续提升。一方面，竹园国旅结合在亚洲市场的优势地位，在曼谷、普吉、沙巴、巴厘岛等中国游客较为集中的热点目的地运营了国内 10 余个城市始发的定期航班产品和包机产品，有效降低了竹园国旅出境游产品的平均成本；另一方面众信旅游完成收购竹园国旅 70% 股权后，双方开始发挥在资源端的协同效应，强化航空资源和地接资源的集中采购。

综上，竹园国旅亚洲业务毛利率水平实现波动上升。报告期内，竹园国旅 2016 年度毛利率水平明显较高，主要系 2016 年度受欧洲暴恐事件、申根国家签证指纹信息录入等因素影响，欧洲游客数量受到影响，亚洲游客数量明显增加，竹园国旅当年实现了亚洲业务的快速增长，亚洲业务的出境游人数较 2015 年上涨约 50%，竹园国旅充分发挥规模化采购优势，有效缩减当年亚洲产品的单位成本，实现了毛利率的提升，展示了标的公司良好的运营能力和行业地位。

(3) 预测期间亚洲业务毛利率虽高于 2017 年度但低于 2016 年度，与历史期间毛利率趋势一致，具备一定的合理性和可实现性

亚洲业务的游客量更大、频次更高，马太效应更为明显。考虑到亚洲业务游客的迅速增加，竹园国旅在亚洲业务上核心竞争优势明显，竹园国旅龙头规模效应预计将进一步凸显和强化。

预测期内，从客单价角度考虑，随着未来亚洲出境游业务竞争加剧，标的公司客单价预计仍会呈下降趋势。但是，随着出境游人数的继续增加，竹园国旅凭借亚洲出境游业务的行业龙头地位，将继续强化规模化采购优势；此外，亚洲地区跨国航线数量较多也有利于标的公司继续开展包机业务，从而促使产品平均成本的进一步下降。综合影响而言，预测期内竹园国旅亚洲业务毛利率水平有所提升，但整体而言预测期毛利率虽高于 2017 年度但仍低于 2016 年度，与竹园国旅历史期间的毛利率变动趋势基本一致，预测具备一定的合理性和可实现性。

如上所述，考虑到标的公司报告期内各产品线出境游毛利率较为稳定；与市场相似产品的售价水平相比价格不高，标的公司拥有主题明确、针对性强、个性化突出的旅游产品，产品具有一定竞争优势和差异性，同时考虑到市场日益竞争的环境以及良好的行业发展空间，综合上述因素对预测期内欧洲、亚洲和澳洲出境游毛利水平进行了预测，相关预测具备合理性和可实现性。

四、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问华泰联合证券认为：

- 1、标的公司 2018 年上半年业绩实现情况良好，保持了较好的增长趋势。
- 2、标的资产主要产品构成与同行业公司存在差异、行业地位处于市场前列、核心竞争优势明显。同时竹园国旅与供应商合作关系紧密，具备资源整合和成本优势；并坚持双赢理念，获得了客户的高度认同。因此，标的资产综合毛利率水平高于凯撒旅游等同行业公司具有合理性。
- 3、竹园国旅欧洲、亚洲和澳洲出境游毛利水平具有可实现性，亚洲出境游预测毛利率水平与报告期内实际毛利率变化趋势相反具有合理性。

问题六：申请文件显示，报告期内，竹园国旅分别实现营业收入 380,926.37 万元和 495,863.11 万元。预测期内，竹园国旅营业收入将由 541,713.67 万元增长至 652,181.16 万元。请你公司：1) 结合报告期内可比公司业务发展情况、标的资产的市场地位、行业发展情况等，补充披露报告期内标的资产营业收入大幅增长的原因。2) 补充披露标的资产预测期内营业收入的预测依据及可实现性，营业收入预测是否充分考虑境外旅游的不可抗力因素。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、报告期内标的资产营业收入大幅增长的原因及合理性

报告期内，竹园国旅营业收入实现了大幅增长，主要系一方面从行业来看，出境游市场发展稳定，具有良好的市场空间，主要同行业可比上市公司多数增长较快；另一方面，从标的公司看，经过对出境游市场多年的深耕挖掘，竹园国旅已成为出境旅游的大型批发商，具有突出的核心竞争力，在出境游批发行业处于行业领先地位。具体分析如下：

（一）报告期内可比公司业务发展情况和标的公司业务发展情况

报告期内，竹园国旅可比上市公司的营业收入变动情况如下：

单位：万元

| 公司名称 | 2017 年度 | 2016 年度 | 变动额 | 变动率 |
|------|---------------------|---------------------|-------------------|---------------|
| 众信旅游 | 1,204,798.08 | 1,010,399.86 | 194,398.22 | 19.24% |
| 凯撒旅游 | 804,531.86 | 663,601.01 | 140,930.85 | 21.24% |
| 中国国旅 | 2,828,228.67 | 2,238,979.37 | 589,249.30 | 26.32% |
| 中青旅 | 1,101,955.18 | 1,032,747.63 | 69,207.55 | 6.70% |
| 平均 | 1,258,131.21 | 1,014,521.04 | 248,277.56 | 18.36% |
| 竹园国旅 | 495,863.11 | 380,926.37 | 114,936.74 | 30.17% |

众信旅游 2017 年实现营业总收入 120.48 亿元，较上年同比增长 19.24%。2017 年随着欧洲暴恐影响的减小，欧洲旅游呈现回暖态势，作为国内经营欧洲旅游目的地最大的运营商，众信旅游不断进行产品创新，引领行业产品格局，除了主流

的常规西欧游产品，西欧深度游、东欧、北欧、南欧产品也受到市场欢迎。随着与竹园国旅的重组完成，近两年公司东南亚、海岛目的地产品增长迅猛，年服务游客超过百万人次。2017 年众信旅游持续进行产品目的地均衡、产品本地化和产品创新，根据各渠道各类人群的消费特点，开发满足市场需求的产品，通过在各地开设分子公司，在各个区域市场实施产品本地化落地。

凯撒旅游 2017 年实现营业收入 80.45 亿元，较上年同比增长 21.24%。2017 年，面对出境游增速持续回暖及旅游产业消费升级的行业环境，凯撒旅游继续围绕“旅游+”为核心全面加强产业链布局，坚持渠道+产品+资源一体化发展，加大旅游全产业链及一站式旅游服务平台体系研发投入，不断提升上下游资源协调整合能力，全年实现旅游服务收入 69.99 亿元，同比增长 20.83%。同时，凯撒旅游继续拓展航空食品、铁路餐饮服务业务，坚持强化食品安全管理，实现收入 10.3 亿元，同比增长 32%。

中国国旅 2017 年实现营业总收入 282.82 亿元，较上年同比增长 26.32%。其中旅游服务业务积极推进旅行社业务转型升级，强化整体管控能力，注重整合内外部资源，推进线上线下一体化经营。免税业务通过并购、招投标等手段抢抓发展机遇，确立了国内行业龙头地位，既巩固现有免税政策优势，又为国际化发展奠定坚实基础。旅游投资业务稳扎稳打，按计划推进三亚海棠湾河心岛项目。

中青旅 2017 年实现营业收入 110.20 亿元，较上年同比增长 6.70%。中青旅旅行社业务持续深耕内容，拓展“旅游+”新模式，实现营收规模及毛利的同步提升；整合营销业务持续探索变革和创新，通过产业和资本的双轮驱动，不断强化已有竞争优势；景区业务坚持以创新实干为龙头，以成本管理为手段，塑造会展小镇品牌，不断挖掘持续增长动力，2017 年度实现高基数上的稳定增长；酒店业务积极把握行业复苏的利好因素，拓展多元品牌体系，业绩高速增长。同时，中青旅积极布局产业融合领域，谋求旅游与教育、体育、康养行业的互通与促进发展。

结合报告期内可比公司发展情况来看，除中青旅外，其他各家上市公司 2017 年度营业收入增速均较快，出境游业务展现了良好的发展势头。

2017 年度，竹园国旅结合自身产品的地区优势和产品定位，在各销售区域和各产品结构上均加大了产品开发和销售力度。欧洲市场看，竹园国旅加大了赴欧旅游产品的投放力度，并在产品端深度研发，结合欧洲目的地市场的不断升级，细分了新兴赴欧旅游热点地区产品，引领消费需求和市场产品格局，使得欧洲线产品销售收入快速增长。2017 年度，标的公司欧洲线路业务实现营业收入 226,151.91 万元，较上一年度增加 66,530.44 万元，同比增长率达到 41.68%。亚洲市场看，竹园国旅结合其优势地位，在曼谷、普吉、沙巴、巴厘岛等中国游客较为集中的热点目的地运营了国内 10 余个城市始发的定期航班产品和包机产品，同时，经过多年的建设，东南亚、海岛产品品质不断升级，已经沉淀了很多经典的、高性价比的产品，得到了市场的高度认可。2017 年度，标的公司亚洲线路业务实现营业收入 239,207.88 万元，较上一年度增加 45,443.93 万元，同比增长 23.45%。

考虑到竹园国旅营业收入规模相比于中国国旅、中青旅和众信旅游等较小，竹园国旅同步加强产品研发及品牌升级，拓展线下渠道核心区域，使得 2017 年度营业收入大幅增长具有合理性。

（二）竹园国旅在出境游批发行业处于行业领先地位

与竹园国旅业务较为相似的同行业竞争对手包括众信旅游、凯撒旅游、中国国旅、中青旅、凤凰假期、华远国旅等，具体如下：

| 公司名称 | 主营业务 |
|------|---|
| 众信旅游 | 出境游服务的专业运营商，主要从事出境游批发、零售业务，以及商务会奖业务。国内首家登陆 A 股的民营旅行社，业务涵盖欧洲、亚洲、澳洲、美洲、中东非、南北极等主要旅游目的地 |
| 凯撒旅游 | 从事出境游、国内游和商务会奖业务，出境游业务包括批发、零售，以欧洲游产品为主，涵盖亚洲、澳洲、非洲、美洲等主要出境旅游目的地 |
| 中国国旅 | 主要从事旅行社业务和免税业务。其中旅行社业务由中国国际旅行社总社有限公司经营，主要包括入境游、出境游、国内游、票务代理和签证等传统业务以及旅游电子商务、商务会奖旅游、海洋游船、旅行救援等新兴业务和专项旅游业务。出境游业务以零售业务为主 |
| 中青旅 | 控股型集团化旅游运营商，业务主要包括旅游业务和策略投资业务。其中旅游业务以旅行社业务为基础，以景区、酒店业务为两翼，同时发展 |

| | |
|------|---|
| | 企业会展业务，策略投资业务包括 IT、房地产业务。出境游业务以零售业务为主 |
| 凤凰假期 | 主要从事出境游和商务会奖业务，出境游包括批发和零售业务，以欧洲游产品为主，涵盖亚洲、澳洲、非洲、美洲等主要出境旅游目的地 |
| 华远国旅 | 从事出境游批发业务、商务会奖业务和签证、机票等预订业务，出境游批发业务覆盖欧洲、澳洲、非洲、美洲、亚洲多个市场 |
| 竹园国旅 | 国内大型出境旅游批发商，出境旅游目的地涵盖欧洲、亚洲、澳洲、美洲、中东非等地，其中亚洲旅游线路业务处于行业龙头地位，欧洲旅游线路业务亦处于行业领先地位 |

竹园国旅自 1995 年成立以来，即以旅行社业务为主，从早期从事欧洲机票及商旅服务开始，逐步奠定了在欧洲线路上的竞争优势，并自 2000 年开始，先后开辟了澳洲、亚洲、美洲、中东非洲等市场，现已发展成为国内大型出境旅游批发商。竹园国旅的主营业务为出境游的批发，即根据市场需求，采购境外旅游交通、景点、酒店、餐厅等资源，事先设计好旅游产品，通过全国范围内的出境旅游代理商推广并销售给终端消费者，最终由公司为消费者提供产品和服务，并与旅游代理商进行旅游费用结算。公司总部设立在北京，并在上海、成都等多地设立分、子公司，出境旅游目的地涵盖欧洲、亚洲、澳洲、美洲、中东非等地，其中亚洲短线游、欧洲长线游在公司业务中占比较大。

竹园国旅被北京旅行社等级评定委员会评为 5A 级旅行社。2016 年 12 月在国家旅游局公布的《关于 2015 年度全国旅行社统计调查排强名单的公告》中，竹园国旅在“2015 年度全国百强旅行社”中名列第六，在“2015 年度全国利税三十强旅行社”中名列第六。

2017 年度，竹园国旅接待游客约 78 万人次，出境游批发业务收入 495,863.11 万元。从出境游批发业务规模来看，2017 年度，众信旅游（不含竹园国旅）和凯撒旅游分别实现出境游批发业务收入 395,622.21 万元和 128,993.17 万元，竹园国旅明显高于众信旅游（不含竹园国旅）和凯撒旅游，在亚洲和欧洲线路上体现了较强的行业地位。

（三）出境游市场发展稳定，未来具有良好的发展空间

1、多重利好因素推动出境旅游及出境服务市场蓬勃发展

中国经济呈现出新常态，表现为从高速增长转为中高速增长，经济结构优化升级，增长驱动力正加快由工业主导向服务业主导转变。伴随着“一带一路”政策的落地，“融合”将成为大国崛起背景下的新常态，货物和资本的流动在根本上带动了人的流动，而出境游作为“人走出去”的第一步，在多因素的利好影响下，将迎来新的发展机遇。

从居民生活水平来看，出境游人数与居民收入水平相关度高。城镇居民是出境游主体，城镇居民可支配收入的提高，奠定了出境游旅游人数和海外消费的基础。随着我国经济的持续发展和人民生活水平的逐步提高，中产阶级的消费意识和消费能力不断增强，消费升级的红利逐渐到来，推动出境游行业的潜力不断释放，高速增长态势明显。

从人口基数和出国渗透率来看，城镇化进程将大大提高出境游人口基数。2000年以来，我国城镇化进程加速，城镇居民相比农村居民，拥有更高的收入、更进阶的消费层次、更便捷的签证手续，以及身边的出境游氛围较高。根据国家卫生健康委预计，2030年城镇化率将达70%，未来15年将新增2.3亿城镇人口，庞大的城市人口将成为出境游人口的主要来源。从发达国家出境游占全国人口的比例来看，中国作为人口大国，出境游人次占比远低于发达国家如美国、日本，出境游具有广阔的发展空间。

此外，国家政策的大力支持、良好的外交形象、各国对华签证政策的逐渐放宽、国际航线的增加、移动互联网带来的线上渠道的便利化等因素都使得出境旅游变得更为便利、实惠，出境游逐渐成为居民日常休闲生活的一部分，且将更为频繁。

根据世界旅游强国的发展历程的经验，旅游行业一般要经历“观光游-休闲游-度假游”三个发展阶段。世界旅游组织研究表明，当人均GDP达到2,000美元时，旅游业将获得快速发展；当人均GDP达到3,000美元时，旅游需求出现爆发性增长，休闲旅游需求日益增长并出现多元化趋势；当人均GDP达到5,000美元时，将步入成熟的度假旅游经济。根据国家统计局公布的数据，2017年我国人均GDP为59,660元，折合约9,400美元，未来消费者会更热衷于休闲度假

模式的出境旅游，成熟的度假旅游经济正在到来。根据中国旅游研究院数据显示，2017 年全年，中国公民出境旅游 13,051 万人次，比上年同期增长 6.98%，中国已连续多年保持世界第一大出境旅游客源国地位。

2、欧洲和亚洲目的地市场呈现良好增长态势

目前中国已经成为泰国、日本、韩国、越南、柬埔寨、俄罗斯、马尔代夫、印尼、朝鲜、南非等 10 个国家的第一大入境旅游客源地，中国游客在这些国家国际游客中的占比最高达 30%。中国也是法国、意大利、瑞士、德国、英国、美国、加拿大、新西兰、阿联酋、菲律宾、斯里兰卡等国家的重要客源国。2017 年，中国还成为赴南极旅游的第二大客源国。未来看，中国出境游客数量预计将持续保持较好的增长势头。

欧洲是发达国家旅游目的地中旅游资源最为丰富、政治稳定、社会治安相对较好、旅游配套服务设施完备成熟、旅游服务质量和游客满意度较高的核心目的地，自 2004 年欧盟与中国签订旅游目的地协议以来，欧洲包括非欧盟国家在内的各国，均把中国游客作为重要客源市场，其中法国、瑞士、意大利三国开发中国市场较早，目前也是吸引中国游客最多的欧洲国家，竹园国旅作为国内最早开拓中国游客赴欧旅游市场的成熟大社之一，在法瑞意核心目的地市场在国内组团社中占有龙头地位，发团人数多年来位居前列。此外，签证政策变化也推动欧洲出境游市场的发展。随着加入《申根协定》的国家越来越多，游客只需申请任意一个申根国家签证，即可游览其他加入《申根协定》的国家。自 2015 年 10 月 12 日起，所有申根国家签证将在华启用签证信息系统，中国公民申请申根签证将要进行十指指纹信息录入。签证信息系统的应用将简化签证申请流程、加强欧盟外部边界检查、提升安全等级，进一步促进了欧洲游市场的发展。2008 年金融危机以来，德国、伊比利亚半岛西葡、北欧三国、英国和爱尔兰、东南欧巴尔干半岛国家和希腊、东欧与俄罗斯等新兴欧洲目的地针对中国旅游市场，积极通过市场推广活动、简化签证政策、开设新航线等措施吸引游客，成为法瑞意之后的新兴目的地。根据国家文化和旅游部统计的数据，2014 年至 2016 年，旅行社组织赴法国、瑞士、意大利的中国游客人数复合增长率为 13.45%、12.87%、

14.93%；赴俄罗斯、西班牙、英国、德国的中国游客人数复合增长率增速更高，分别为 45.62%、28.19%、25.08%、18.81%，新兴目的地成长潜力已经逐步释放出来，增长速度较成熟目的地更高。综上，预计未来欧洲旅游目的地市场上法瑞意等核心成熟目的地将继续保持较快增长，西南欧、东南欧和东欧、俄罗斯等新兴目的地增速预计更快。

亚洲旅游市场增长迅速，已成为全球最具活力、最友好的旅行目的地之一。根据联合国世界旅游组织与世界旅游经济研究中心共同发布的《亚洲旅游趋势调研报告》。2016 年，全球范围内国际游客数量增至 12.35 亿，增幅为 3.9%，其中亚太地区共接待 3.08 亿游客，占全世界游客总数四分之一，游客数量增幅为 9%，超越全球平均增长率。在亚太地区强劲的经济增长之下，涌现出日益壮大的中产阶级群体，用于旅游的人均可支配收入日益增长，随着带薪休假制度的进一步完善，亚太区基础设施以及数字技术的完善，亚洲旅游业行业增长潜力很大。根据国家文化和旅游部统计的数据，2014 年至 2016 年，旅行社组织赴亚洲的中国游客人数复合增长率为 20.38%，其中日本、泰国、马来西亚分别为 83.81%、39.33% 和 37.46%，展现了很高的增长势头。根据《亚洲旅游趋势调研报告》的预测，2030 年，亚太地区将以每年 4.9% 的增幅成为全球接待国际游客绝对增值最大的地区。东北亚或将超过南欧地中海地区和西欧地区，成为每年接待最多国际旅客的地区。

整体而言，竹园国旅以及同行业公司的营业收入均实现一定程度的增长。经过对出境游市场多年的深耕挖掘，竹园国旅已成为出境旅游的大型批发商，具有突出的核心竞争力。

二、标的资产预测期内营业收入的预测依据及可实现性

（一）标的公司预测期营业收入预测的依据及合理性

预测期内，标的公司营业收入将由 541,713.67 万元增长至 652,181.16 万元。2022 年预测收入 652,181.16 万元，较 2017 年 495,863.11 万元增长 31.52%，复合增长率为 5.63%。

本次标的公司各区域业务收入按照“预测人次*客单价”预测，标的公司报告期及未来年度各区域业务收入、人次及客单价预测情况见下表：

单位：万元

| 项目名称 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | |
|--------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入合计 | 380,926.37 | 495,863.11 | 541,713.67 | 577,593.87 | 604,883.09 | 633,207.05 | 652,181.16 | |
| 增长率 | 19.40% | 30.17% | 9.25% | 6.62% | 4.72% | 4.68% | 3.00% | |
| 欧洲业务 | 收入 | 159,641.45 | 226,151.91 | 253,284.68 | 276,271.96 | 295,964.78 | 317,061.33 | 326,572.94 |
| | 人次 | 117,051.00 | 173,293.00 | 199,287.00 | 223,201.00 | 245,521.00 | 270,073.00 | 278,175.00 |
| | 增长率 | - | 48.05% | 15.00% | 12.00% | 10.00% | 10.00% | 3.00% |
| | 客单价 | 1.36 | 1.31 | 1.27 | 1.24 | 1.21 | 1.17 | 1.17 |
| | 增长率 | - | -4.31% | -2.61% | -2.61% | -2.61% | -2.61% | 0.00% |
| 亚洲业务 | 收入 | 193,763.96 | 239,207.88 | 256,018.70 | 266,862.79 | 273,198.64 | 279,685.17 | 288,075.79 |
| | 人次 | 450,306.00 | 583,170.00 | 670,646.00 | 751,124.00 | 826,236.00 | 908,860.00 | 936,126.00 |
| | 增长率 | - | 29.51% | 15.00% | 12.00% | 10.00% | 10.00% | 3.00% |
| | 客单价 | 0.43 | 0.41 | 0.38 | 0.36 | 0.33 | 0.31 | 0.31 |
| | 增长率 | - | -4.67% | -6.93% | -6.93% | -6.93% | -6.93% | 0.00% |
| 澳洲业务 | 收入 | 12,776.35 | 17,032.80 | 18,444.59 | 19,973.39 | 20,689.07 | 21,429.96 | 22,501.83 |
| | 人次 | 8,972.00 | 12,582.00 | 14,469.00 | 16,639.00 | 18,303.00 | 20,133.00 | 21,140.00 |
| | 增长率 | - | 40.24% | 15.00% | 15.00% | 10.00% | 10.00% | 5.00% |
| | 客单价 | 1.42 | 1.35 | 1.27 | 1.20 | 1.13 | 1.06 | 1.06 |
| | 增长率 | - | -4.94% | -5.83% | -5.83% | -5.83% | -5.83% | 0.00% |
| 美洲业务 | 收入 | 12,345.50 | 9,897.08 | 10,392.26 | 10,912.29 | 11,457.16 | 11,457.16 | 11,457.16 |
| | 人次 | 8,717.00 | 5,976.00 | 6,275.00 | 6,589.00 | 6,918.00 | 6,918.00 | 6,918.00 |
| | 增长率 | - | -31.44% | 5.00% | 5.00% | 4.99% | 0.00% | 0.00% |
| | 客单价 | 1.42 | 1.66 | 1.66 | 1.66 | 1.66 | 1.66 | 1.66 |
| | 增长率 | - | 16.94% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 中东非业务 | 收入 | 2,399.11 | 3,573.43 | 3,573.43 | 3,573.43 | 3,573.43 | 3,573.43 | 3,573.43 |
| | 人次 | 2,917.00 | 3,933.00 | 3,933.00 | 3,933.00 | 3,933.00 | 3,933.00 | 3,933.00 |
| | 增长率 | - | 34.83% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | 客单价 | 0.82 | 0.91 | 0.91 | 0.91 | 0.91 | 0.91 | 0.91 |
| | 增长率 | - | 10.47% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |

标的公司的主要目的区域在欧洲和亚洲，欧洲和亚洲占据了标的公司业务的大部分，这也符合我国居民在选择出境游目的地时的倾向性。

对于欧洲出境游业务，（1）出境游人数角度，欧洲出境游人数在2016年略有下降，主要原因为2016年欧洲暴恐事件的影响，随着暴恐事件的消除及人们恐慌程度的下降，2017年标的公司欧洲出境游人数呈恢复性增长，同比增长接

近 50%，2015 年-2017 年欧洲出境游人数复合增长率也在 20%左右。考虑到政治暴乱等不确定性因素的影响，标的公司未来年度预测欧洲出境游人数增长率由 15%逐步下降至 3%并趋于稳定，低于 2017 年的欧洲出境游人数增长情况和 2015 年-2017 年欧洲出境游人数复合增长情况，符合行业增长情况，具备合理性、谨慎性和可实现性。（2）客单价角度，标的公司欧洲出境游 2016 年客单价变化不大，由于 2017 年出境游人次大幅增长，客单价下降程度较为明显，考虑到未来出境游人数预测的不断增加，标的公司预计客单价仍会呈下降趋势，本次结合 2016 和 2017 年客单价下幅的平均情况对未来年度客单价进行预测，未来年度每年客单价下降约 2.6%，具备合理性、谨慎性和可实现性。

对于亚洲出境游业务，（1）出境游人数角度，标的公司 2017 年亚洲出境游人数同比增长约 30%，2015 年-2017 年亚洲出境游人数复合增长率超过 40%，发展较为迅猛。而亚洲目的地相对其他目的地有较强的地理优势，大多数人首次出境游时选择目的地均为亚洲，未来年度随着国民收入水平的不断提升，亚洲目的地的出境游人数将保持持续的增长。标的公司未来年度预测亚洲出境游人数增长率由 15%逐步下降至 3%并趋于稳定，低于 2017 年的亚洲出境游人数增长情况和 2015 年-2017 年亚洲出境游人数复合增长情况，符合行业增长情况，具备合理性、谨慎性和可实现性。（2）客单价角度，标的公司 2016 年、2017 年亚洲出境游客单价下降程度较为明显，考虑到未来出境游人数预测的不断增加，标的公司预计客单价仍会呈下降趋势，本次结合 2016 和 2017 年客单价下幅的平均情况对未来年度客单价进行预测，未来年度每年客单价下降约 7%，具备合理性、谨慎性和可实现性。

对于澳洲出境游业务，（1）出境游人数角度，标的公司澳洲出境游人数近年亦保持了高速的增长态势，2017 年标的公司澳洲出境游人数增长约 40%，2015 年-2017 年澳洲出境游人数复合增长率约为 48%，主要原因为澳洲出境游业务占标的公司业务比重较小，基数较低，随着近年澳洲在我国受欢迎程度的上升，标的公司澳洲出境游业务增速较高。未来年度随着标的公司澳洲出境游业务的发展，澳洲出境游人数增长情况预计将会降低，标的公司预测未来年度预测澳洲出境游人数增长率由 15%逐步下降至 5%并趋于稳定，低于 2017 年的澳洲出境游

人数增长情况和 2015 年-2017 年澳洲出境游人数复合增长情况，符合行业增长情况，具备合理性、谨慎性和可实现性。（2）客单价角度，标的公司 2016 年、2017 年澳洲出境游客单价下降程度较为明显，考虑到未来出境游人数预测的不断增长，标的公司预计客单价仍会呈下降趋势，本次结合 2016 和 2017 年客单价下幅的平均情况对未来年度客单价进行预测，未来年度每年客单价下降约 6%，具备合理性、谨慎性和可实现性。

对于标的公司的美洲出境游业务和中东非出境游业务来讲，（1）出境游人数角度，美洲出境游业务由于 2016 年增速翻倍，2017 年标的公司重新设计的美洲出境游的产品，价格有一定幅度的提升，故 2017 年美洲出境游人数相对 2016 年有所下降，但从 2015 年-2017 年的复合增长情况来看，复合增长率也将近 20%，标的公司未来年度预测美洲出境游人数增长 5% 至逐步稳定具备合理性和谨慎性。由于中东非地理位置的特殊情况及其中一些国家常年饱受战乱的影响，中东非地区的出境游业务增长缓慢，但从 2015 年-2017 年的情况来看，中东非地区的出境游人数尚处于相对稳定的水平，且标的公司目前深度挖掘土耳其的相关旅游产品，中东非出境游业务未来年度保持 2017 年的水平是可实现的。（2）客单价角度，美洲和中东非两区域业务在 2016 年和 2017 年价格基本无下降情况而且美洲区域业务由于标的公司走高端路线，价格近年逐步上涨，另外标的公司对美洲及中东非地区出境游人数未来预测增长很低，预计标的公司凭借其竞争优势可以保持现有价格，故未来年度客单价情况参考 2017 年水平进行预测。客单价的预测具备合理性和可实现性。

（二）标的公司营业收入预测充分考虑了境外旅游的不可抗力因素

旅游行业受政治、经济、自然等因素的影响较大。竹园国旅主要经营出境游业务，自然灾害、目的地政治局势不稳定、罢工、流行性疾病等凡是影响到游客人身财产安全的事件，都将会影响游客的外出旅游选择，从而对公司业务产生不利影响。自然灾害包括但不限于地震、海啸、水灾、暴雪、飓风等，如欧洲火山灰事件、日本大地震等；“非典”、“甲流”、“禽流感”、“埃博拉”等流行性疾病，也都将会影响游客的外出旅游选择，从而对竹园国旅业务产生不利影响。同时，

如目的地政治经济局势不稳定、社会治安恶化，或是与我国外交关系恶化，如巴黎系列恐怖袭击事件、埃及骚乱、菲律宾黄岩岛事件、钓鱼岛事件、韩国萨德事件等地缘政治事件，将直接影响竹园国旅对该目的地出境游产品的销售，从而影响公司业绩。

报告期及预测期内，出境游热门国家/地区已发生或潜在不可抗力因素汇总如下：

| 国家/地区 | 不可抗力因素类型 | 具体事件 |
|-------|----------|--|
| 日本 | 地缘政治 | 钓鱼岛事件等 |
| | 自然灾害 | 地震、海啸等 |
| 韩国 | 地缘政治 | 萨德事件、朝韩半岛局势动荡、美日韩军演等 |
| 东南亚 | 社会治安 | 抢劫、绑架等社会治安案件频发 |
| | 旅游市场管理 | 快艇事故、潜水溺水等海上项目事故；航空、海运等交通事故；旅游市场风险管控能力滞后 |
| | 自然灾害 | 地震、海啸等 |
| | 公共卫生 | 食品安全及流行疾病 |
| 欧洲 | 社会治安 | 难民潮、盗抢事件、爆恐袭击 |
| | 地缘政治 | 英国脱欧、欧盟成员国间风险的联动性 |
| 美国 | 社会治安 | 枪击事件、恐怖袭击 |
| | 地缘政治 | 中美贸易战、民粹主义复苏 |
| | 自然灾害 | 火山、地震频发；雨季多发暴雨，经常引发洪水、泥石流 |

考虑到竹园国旅的收入目的地较为集中，以欧洲、亚洲区域为主，如未来该等区域政治、经济、自然等因素发生较大变化，则会对出境游产品销售产生重大影响，进而影响到竹园国旅的业绩。

谨慎考虑，在标的公司营业收入预测过程中，充分考虑了境外旅游不可抗力因素的影响，标的公司主要业务目的地欧洲和亚洲在游客人数增长率的预测上均较历史期间有明显降幅。

从近年来不可抗力因素对出境游业务的影响情况来看，自然灾害存在一定突发性，通常波及的出境游目的地范围有限，所造成影响的持续时间较短。地缘政

治或双边外交关系对出境游的影响则具有一定持续性，并透过签证政策控制出入境的难易程度；地缘政治发生变动时，短程出境反应速度和反应周期均短于远程出境。同时出境游具有典型的“需求回补”特征，出境游目的地不可抗力因素的负面影响消退后，该地出境游需求和营业收入贡献通常会迅速实现反弹。

为了应对出境游目的地不确定因素的风险，标的公司将密切关注相关国家政府部门发出的预警信息，并及时主动与客户沟通，同时建立常态化的应对危机处理机制，降低不可抗力风险带来的可能损失。整体来看，境外旅游的不可抗力因素相对可控。

综上，标的公司基于历史期间各目的地人次和单价的变化情况对未来年度各目的地收入进行预测，并充分考虑了境外旅游的不可抗力因素，营业收入预测具备合理性及可实现性。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问华泰联合证券认为：

1、报告期内，竹园国旅营业收入实现了大幅增长，主要系一方面从行业来看，出境游市场发展稳定，具有良好的市场空间，主要同行业可比上市公司多数增长较快；另一方面，从标的公司看，经过对出境游市场多年的深耕挖掘，竹园国旅已成为出境旅游的大型批发商，具有突出的核心竞争力，在出境游批发行业处于行业领先地位。

2、标的资产预测期内营业收入的预测具备可实现性，营业收入预测充分考虑了境外旅游的不可抗力因素。

问题七：申请文件显示，预测期内标的资产销售费用率维持在 3.56%。请你公司结合标的资产销售费用构成、可比公司销售费用水平，未来年度市场开拓情况等，补充披露标的资产未来年度预测销售费用率的合理性和充分性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、标的资产销售费用构成情况

报告期及预测期内，标的资产的销售费用构成情况如下：

单位：万元

| 项目 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 |
|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 销售人员薪酬 | 10,042.08 | 13,459.30 | 14,703.83 | 15,677.73 | 16,418.45 | 17,187.25 | 17,702.27 |
| 占营业收入比例 | 2.64% | 2.71% | 2.71% | 2.71% | 2.71% | 2.71% | 2.71% |
| 房租物业费 | 1,102.37 | 1,926.55 | 2,022.88 | 2,124.02 | 2,230.23 | 2,341.74 | 2,341.74 |
| 占营业收入比例 | 0.29% | 0.39% | 0.37% | 0.37% | 0.37% | 0.37% | 0.36% |
| 办公及电话费 | 797.80 | 796.76 | 870.44 | 928.09 | 971.94 | 1,017.45 | 1,047.94 |
| 占营业收入比例 | 0.21% | 0.16% | 0.16% | 0.16% | 0.16% | 0.16% | 0.16% |
| 差旅交通费 | 623.79 | 720.42 | 787.04 | 839.17 | 878.81 | 919.96 | 947.53 |
| 占营业收入比例 | 0.16% | 0.15% | 0.15% | 0.15% | 0.15% | 0.15% | 0.15% |
| 广告宣传费 | 438.31 | 349.05 | 381.33 | 406.59 | 425.80 | 445.73 | 459.09 |
| 占营业收入比例 | 0.12% | 0.07% | 0.07% | 0.07% | 0.07% | 0.07% | 0.07% |
| 业务费 | 133.03 | 201.74 | 220.40 | 235.00 | 246.10 | 257.62 | 265.34 |
| 占营业收入比例 | 0.03% | 0.04% | 0.04% | 0.04% | 0.04% | 0.04% | 0.04% |
| 折旧摊销 | 149.59 | 99.78 | 118.85 | 140.80 | 140.80 | 140.80 | 140.80 |
| 占营业收入比例 | 0.04% | 0.02% | 0.02% | 0.02% | 0.02% | 0.02% | 0.02% |
| 会议费 | 100.55 | 101.64 | 111.03 | 118.39 | 123.98 | 129.79 | 133.68 |
| 占营业收入比例 | 0.03% | 0.02% | 0.02% | 0.02% | 0.02% | 0.02% | 0.02% |
| 其他 | 30.88 | 60.94 | 66.58 | 70.99 | 74.34 | 77.82 | 80.16 |
| 占营业收入比例 | 0.01% | 0.01% | 0.01% | 0.01% | 0.01% | 0.01% | 0.01% |
| 销售费用合计 | 13,418.40 | 17,716.20 | 19,282.38 | 20,540.77 | 21,510.45 | 22,518.17 | 23,118.54 |
| 占营业收入比例 | 3.52% | 3.57% | 3.56% | 3.56% | 3.56% | 3.56% | 3.54% |

报告期内，竹园国旅 2016 年度销售费用为 13,418.40 万元，2017 年度销售费用上升至 17,716.20 万元，同比增长 32.03%；销售费用率由 3.52% 增加至 3.57%，基本保持稳定。

从销售费用具体构成来看，随着标的资产销售收入的增长，销售人员薪酬、广告宣传费、办公及电话费、差旅交通费、业务费等均有一定增长，但占营业收入

入比例保持稳定，未发生明显差异。本次评估参照竹园国旅 2017 年度该等变动费用与营业收入的比率，并结合竹园国旅营业收入预测情况进行估算。

对于房租物业费，本次评估参照报告期内标的资产实际发生额，同时考虑预测期内一定幅度的增长率来进行预测；对于折旧摊销费，结合竹园国旅固定资产、无形资产规模及资本性支出预测情况，并参考 2017 年度销售费用中折旧摊销占总折旧摊销的比例进行估算。随着标的资产收入规模增长，房租物业费、折旧摊销费的增幅相应收窄，规模效应显现。

二、标的资产销售费用率与同行业上市公司比较情况

标的资产与同行业上市公司销售费用率的比较情况如下：

| 证券简称 | 项目 | 2017 年 | 2016 年 |
|-------------------------------|-----------|---------------|---------------|
| 凯撒旅游 (000796.SZ) | 工资薪酬 | 3.79% | 4.02% |
| | 折旧摊销 | 0.33% | 0.35% |
| | 运输费 | 0.04% | 0.06% |
| | 广告宣传推广费 | 1.26% | 0.91% |
| | 其他 | 2.32% | 2.61% |
| | 合计 | 7.73% | 7.96% |
| 众信旅游 (单体模拟) (002707.SZ) | 工资薪酬 | 3.43% | 3.29% |
| | 折旧摊销 | 0.26% | 0.12% |
| | 广告宣传推广费 | 0.76% | 0.90% |
| | 其他 | 2.66% | 2.27% |
| | 合计 | 7.11% | 6.58% |
| 中国国旅 (601888.SH) | 职工薪酬 | 3.78% | 3.76% |
| | 租赁费 | 6.52% | 1.91% |
| | 广告及推广宣传费 | 0.52% | 0.44% |
| | 折旧及摊销费用 | 0.52% | 0.65% |
| | 交通运输及物流费用 | 0.23% | 0.22% |
| | 办公及运营费用 | 0.52% | 0.73% |
| | 其他 | 0.39% | 0.35% |
| | 合计 | 12.48% | 8.07% |
| 中青旅 (600138.SH) | 薪酬及福利 | 5.25% | 4.70% |
| | 资产折旧与摊销 | 0.94% | 1.08% |
| | 办公及运营费用 | 2.99% | 2.80% |
| | 宣传推广费用 | 1.40% | 1.83% |
| | 佣金及服务费 | 0.18% | 0.47% |
| | 其他费用 | 0.19% | 0.19% |
| | 合计 | 10.96% | 11.05% |
| 竹园国旅 | 销售费用率 | 3.57% | 3.52% |

注：众信旅游（单体模拟）销售费用率为剔除竹园国旅对众信旅游合并报表影响后计算

所得。

标的资产销售费用率低于以上四家同行业上市公司，主要在于其销售人员的职工薪酬率及广告宣传推广费率较低造成，具体为：

竹园国旅主要从事出境游批发业务，不存在零售业务。鉴于不需要面向直接客户的广告费用，故整体市场推广费较低。此外，竹园国旅业务模式较为成熟，在出境游批发业内有较高的认可度，根据不同的区域合理配置相关的销售人员开展业务，总体而言，竹园国旅销售人员薪酬得到了较好的控制。

上述四家同行业公司的出境游旅行社业务中，均包含出境游零售业务；除出境游旅行社业务外，凯撒旅游从事航食、铁路配餐业务，众信旅游从事整合营销业务以及游学、健康医疗、移民职业等出境服务，中国国旅从事商品销售业务等，中青旅从事整合营销业务、景区业务、酒店业务等。

因此，同行业公司均存在直接面向消费者销售的业务模式，并且从事的整合营销业、商品销售业务、景区业务等对于销售人员数量、宣传推广力度等均有一定要求，造成其销售人员职工薪酬率及广告宣传推广费率相对较高。故标的公司的销售费用率略低于同行业上市公司具有合理性。

三、标的资产未来年度市场开拓情况

竹园国旅未来将继续深度开发目前已具备较大优势的以欧洲、亚洲为目的地的出境游产品，根据不断变化的市场需求，灵活设计出不同产品类型组合，并进一步提高产品性价比，从资源采购、产品研发等方面着力提升服务质量，从而维持标的公司目前在出境游批发业务市场上的领先地位。

对于美洲、澳洲、中东非等规模正在不断扩大的出境游市场，竹园国旅计划将牢牢把握市场成长的机会，通过挖掘具有相关地域特色的旅游项目从而提升自身竞争力，与同行业公司形成差异化竞争，进而在上述区域中扩大市场占有率。

作为国内大型出境旅游批发商，随着竹园国旅销售规模的增长、在出境游行业中知名度的提升，其规模效应、品牌效应将进一步显现。因此，本次评估中预测期内标的资产的销售费用率与报告期平均情况基本保持稳定，并呈现一定下降

趋势。

四、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问华泰联合证券认为：

竹园国旅预测期销售费用的具体预测依据来自历史年度企业财务数据分析以及以后年度经营规划；相比同行业上市公司，竹园国旅销售费用率较低主要系竹园国旅仅从事出境游批发业务，同行业公司还从事出境游零售等其他业务，不具备直接可比性；预测期内随着销售收入的持续上升，销售费用绝对值也持续增长，但规模效应、品牌效应使得期间费用率呈现稳中有降的趋势，具有合理性。

问题八：申请文件显示，标的资产收益法评估中折现率为 12.35%。请你公司补充披露本次交易评估折现率主要参数（市场期望报酬率、风险系数、标的资产特定风险调整系数）的取值依据及合理性，是否充分反映了标的资产所处行业的特定风险，包括但不限于自然灾害、流行疾病、境外旅游地政治局势变动等不可抗力因素的影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、本次交易评估折现率主要参数的取值依据及合理性

（一）本次折现率计算过程

1、无风险收益率 r_f

本次无风险收益率 r_f 参照国家近五年发行的中长期国债利率的平均水平，按照十年期以上国债利率平均水平确定无风险收益率 r_f 的近似，即 $r_f = 3.95\%$ 。中长期国债利率具体见下表：

| 序号 | 国债代码 | 国债名称 | 期限 | 实际利率 |
|----|--------|---------|----|--------|
| 1 | 101305 | 国债 1305 | 10 | 0.0355 |
| 2 | 101309 | 国债 1309 | 20 | 0.0403 |
| 3 | 101310 | 国债 1310 | 50 | 0.0428 |
| 4 | 101311 | 国债 1311 | 10 | 0.0341 |
| 5 | 101316 | 国债 1316 | 20 | 0.0437 |
| 6 | 101318 | 国债 1318 | 10 | 0.0412 |
| 7 | 101319 | 国债 1319 | 30 | 0.0482 |
| 8 | 101324 | 国债 1324 | 50 | 0.0538 |
| 9 | 101325 | 国债 1325 | 30 | 0.0511 |
| 10 | 101405 | 国债 1405 | 10 | 0.0447 |
| 11 | 101409 | 国债 1409 | 20 | 0.0483 |
| 12 | 101410 | 国债 1410 | 50 | 0.0472 |
| 13 | 101412 | 国债 1412 | 10 | 0.0404 |
| 14 | 101416 | 国债 1416 | 30 | 0.0482 |
| 15 | 101417 | 国债 1417 | 20 | 0.0468 |
| 16 | 101421 | 国债 1421 | 10 | 0.0417 |
| 17 | 101425 | 国债 1425 | 30 | 0.0435 |
| 18 | 101427 | 国债 1427 | 50 | 0.0428 |
| 19 | 101429 | 国债 1429 | 10 | 0.0381 |

| 序号 | 国债代码 | 国债名称 | 期限 | 实际利率 |
|----|--------|---------|----|---------------|
| 20 | 101505 | 国债 1505 | 10 | 0.0367 |
| 21 | 101508 | 国债 1508 | 20 | 0.0413 |
| 22 | 101510 | 国债 1510 | 50 | 0.0403 |
| 23 | 101516 | 国债 1516 | 10 | 0.0354 |
| 24 | 101517 | 国债 1517 | 30 | 0.0398 |
| 25 | 101521 | 国债 1521 | 20 | 0.0377 |
| 26 | 101523 | 国债 1523 | 10 | 0.0301 |
| 27 | 101525 | 国债 1525 | 30 | 0.0377 |
| 28 | 101528 | 国债 1528 | 50 | 0.0393 |
| 29 | 101604 | 国债 1604 | 10 | 0.0287 |
| 30 | 101608 | 国债 1608 | 30 | 0.0355 |
| 31 | 101610 | 国债 1610 | 10 | 0.0292 |
| 32 | 101613 | 国债 1613 | 50 | 0.0373 |
| 33 | 101617 | 国债 1617 | 10 | 0.0276 |
| 34 | 101619 | 国债 1619 | 30 | 0.0330 |
| 35 | 101623 | 国债 1623 | 10 | 0.0272 |
| 36 | 101626 | 国债 1626 | 50 | 0.0351 |
| 37 | 101704 | 国债 1704 | 10 | 0.0343 |
| 38 | 101705 | 国债 1705 | 30 | 0.0381 |
| 39 | 101710 | 国债 1710 | 10 | 0.0355 |
| 40 | 101711 | 国债 1711 | 50 | 0.0412 |
| 41 | 101715 | 国债 1715 | 30 | 0.0409 |
| 42 | 101718 | 国债 1718 | 10 | 0.0362 |
| 43 | 101722 | 国债 1722 | 30 | 0.0433 |
| 44 | 101725 | 国债 1725 | 10 | 0.0386 |
| 45 | 101726 | 国债 1726 | 50 | 0.0442 |
| 平均 | | | | 0.0395 |

2、市场期望报酬率 r_m

一般认为，股票指数的波动能够反映市场整体的波动情况，指数的长期平均收益率可以反映市场期望的平均报酬率。通过对上证综合指数自 1992 年 5 月 21 日全面放开股价、实行自由竞价交易后至 2017 年 12 月 31 日期间的指数平均收益率进行测算，得出市场期望报酬率的近似，即： $r_m = 10.41\%$ 。

3、 β_e 值

(1) 可比上市公司的选取

本次选取沪深两市与标的公司业务相似或相近的上市公司作为可比上市公司，并以 2013 年 1 月至 2017 年 12 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，再用于计算被评估单位预期市场平均风险系数。

由于凯撒旅游（000796.SZ）系 2015 年 10 月完成借壳易食股份上市，其历史市场风险系数可比性较低。本次计算选取的同行业可比公司具体为众信旅游（002707.SZ）、中国国旅（601888.SH）和中青旅（600138.SH）。同行业可比上市公司具体情况如下：

1) 众信旅游

公司名称：众信旅游集团股份有限公司

注册地址：北京市朝阳区朝阳公园路 8 号西 2 门 01 号

法定代表人：曹建

主营业务构成（2017 年）：出境游批发：73.99%；出境游零售：17.01%；整合营销服务：7.28%；其他旅游业务：1.43%；其他业务：0.15%；其他：0.13%。

2) 中国国旅

公司名称：中国国旅股份有限公司

注册地址：北京市东城区东直门外小街甲 2 号 A 座 8 层

法定代表人：李刚

主营业务构成（2017 年）：商品贸易-免税商品：52.54%；旅游服务-出境旅游：22.84%；旅游服务-国内旅游：11.51%；旅游服务-境外签证：3.48%；商品贸易-有税商品：2.68%；旅游服务-入境旅游：2.36%；旅游服务-票务代理：1.96%；其他业务：1.36%；旅游服务-其他服务：1.26%。

3) 中青旅

公司名称：中青旅控股股份有限公司

注册地址：北京市东城区东直门南大街 5 号

法定代表人：唐国明

主营业务构成（2017 年）：旅游产品服务收入：34.27%；IT 产品销售与技术服务收入：27.28%；企业会展服务收入：18.71%；景区经营：14.48%；酒店业：3.92%；房屋租金：0.87%；房地产销售收入：0.46%。

以 2013 年 1 月至 2017 年 12 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 $\beta_x=0.8331$ ，按式 $\beta_t=34\%+66\%\beta_x$ 计算得到被评估单位预期市场平均风险系数 $\beta_t=0.8898$ ，并根据可比公司的资本结构得出标的公司预期无财务杠杆风险系数的估计值 $\beta_u=0.8354$ ，最后根据标的公司的资本结构得到标的公司权益资本预期风险系数的估计值 $\beta_e=0.8354$ 。

4、权益资本成本 r_e

本次评估考虑到标的公司在的融资条件、资本流动性以及治理结构等方面与可比上市公司的差异性所可能产生的特性个体风险，设公司特性风险调整系数 $\varepsilon=0.03$ ；最终得到标的公司的权益资本成本 r_e 。

5、适用税率：按照标的公司综合税率 25%。

6、债务成本：本次债务成本取一年期贷款利率 4.35%。

7、资本结构：截至评估基准日，被评估单位无付息债务，故本次资本结构中付息债务取零。

8、根据 WACC 计算得出本次折现率见下表：

| 项目 / 年度 | 2018 年及以后 |
|-------------|-----------|
| 权益比 | 1.0000 |
| 债务比 | - |
| 适用税率 | 0.2500 |
| 历史 β | 0.8331 |
| 调整 β | 0.8898 |
| 无杠杆 β | 0.8354 |
| 权益 β | 0.8354 |

| | |
|----------|--------|
| 特性风险系数 | 0.0300 |
| 权益成本 | 0.1235 |
| 债务成本(税后) | 0.0326 |
| 折现率 | 0.1235 |

综上，本次收益法评估折现率选取为 12.35%。

（二）折现率选取的合理性

1、与同行业公司指标的比较分析

本次评估所选取的折现率指标—资本资产加权平均成本（WACC）与企业总资产报酬率从本质上来讲同为反映企业整体投资资本回报率的指标，可比上市公司 2016 年及 2017 年总资产报酬率（ROA）如下表：

| 证券代码 | 证券简称 | 2017 年 | 2016 年 |
|-----------|------|---------------|---------------|
| 002707.SZ | 众信旅游 | 8.28% | 9.60% |
| 000796.SZ | 凯撒旅游 | 7.38% | 7.86% |
| 601888.SH | 中国国旅 | 19.09% | 15.41% |
| 600138.SH | 中青旅 | 10.10% | 9.83% |
| 平均值： | | 11.21% | 10.68% |

由上表可见，2016 年和 2017 年，标的公司同行业可比公司平均 ROA 分别为 10.68% 和 11.21%，本次评估最终采用的折现率约为 12.35%，高于 2016 年和 2017 年同行业可比公司的平均资产报酬率水平，在一定程度上说明本次评估选取的折现率具有合理性。

2、与近期市场可比交易情况的比较分析

近年来同行业并购案例中收益法评估选取的折现率情况如下所示：

| 证券代码 | 证券简称 | 交易标的 | 评估基准日 | 折现率 |
|-----------|------|------------------------|------------------|---------------|
| 002707.SZ | 众信旅游 | 竹园国际旅行社有限公司 70% 股权 | 2014 年 6 月 30 日 | 12.01% |
| 000796.SZ | 易食股份 | 凯撒同盛（北京）投资有限公司 100% 股权 | 2014 年 12 月 31 日 | 11.71% |
| 002707.SZ | 众信旅游 | 北京市华远国际旅游有限公司 100% 股权 | 2015 年 12 月 31 日 | 12.11% |
| 平均值 | | | | 11.94% |

可比交易案例的折现率平均数为 11.94%，竹园国旅本次评估所选取的折现率高于同行业并购案例的折现率，具备合理性。

二、本次交易评估折现率充分反映了标的资产所处行业的特定风险

旅游行业受政治、经济、自然等因素的影响较大。竹园国旅主要经营出境游业务，自然灾害、目的地政治局势不稳定、罢工、流行性疾病等凡是影响到游客人身财产安全的事件，都将会影响游客的外出旅游选择，从而对公司业务产生不利影响。自然灾害包括但不限于地震、海啸、水灾、暴雪、飓风等，如欧洲火山灰事件、日本大地震等；“非典”、“甲流”、“禽流感”、“埃博拉”等流行性疾病，也都将会影响游客的外出旅游选择，从而对竹园国旅业务产生不利影响。同时，如目的地政治经济局势不稳定、社会治安恶化，或是与我国外交关系恶化，如巴黎系列恐怖袭击事件、埃及骚乱、菲律宾黄岩岛事件、钓鱼岛事件、韩国萨德事件等地缘政治事件，将直接影响竹园国旅对该目的地出境游产品的销售，从而影响公司业绩。

报告期及预测期内，出境游热门国家/地区已发生或潜在不可抗力因素汇总如下：

| 国家/地区 | 不可抗力因素类型 | 具体事件 |
|-------|----------|--|
| 日本 | 地缘政治 | 钓鱼岛事件等 |
| | 自然灾害 | 地震、海啸等 |
| 韩国 | 地缘政治 | 萨德事件、朝韩半岛局势动荡、美日韩军演等 |
| 东南亚 | 社会治安 | 抢劫、绑架等社会治安案件频发 |
| | 旅游市场管理 | 快艇事故、潜水溺水等海上项目事故；航空、海运等交通事故；旅游市场风险管控能力滞后 |
| | 自然灾害 | 暴风雨、地震、海啸等 |
| | 公共卫生 | 食品安全及流行疾病 |
| 欧洲 | 社会治安 | 难民潮、盗抢事件、爆恐袭击 |
| | 地缘政治 | 英国脱欧、欧盟成员国间风险的联动性 |
| 美国 | 社会治安 | 枪击事件、恐怖袭击 |
| | 地缘政治 | 中美贸易战、民粹主义复苏 |
| | 自然灾害 | 火山、地震频发；雨季多发暴雨，经常引发洪水、泥石流 |

本次评估折现率计算过程中，选取同行业可比公司众信旅游（002707.SZ）、中国国旅（601888.SH）和中青旅（600138.SH）用于计算市场风险系数。由于凯撒旅游（000796.SZ）系 2015 年 10 月完成借壳易食股份上市，其历史市场风险系数可比性较低，故未选取。鉴于同行业可比公司均为中国出境游行业领先企业，按其股票价格计算的历史市场平均风险系数充分反映了出境游行业的特定风险，故本次交易的评估折现率充分反映了标的资产所处行业的特定风险。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问华泰联合证券认为：

本次交易收益法评估中折现率为 12.35%，评估折现率主要参数的取值具备合理性。本次交易评估折现率充分反映了标的资产所处行业的特定风险。

问题九：申请文件显示，竹园国旅出境游产品批发给代理商，由代理商将产品销售给终端消费者，主要销售代理商可分为电商和传统旅游门店两个渠道。请你公司：1) 结合标的资产与代理商的合作模式和业务流程，补充披露标的资产收入成本确认政策，是否存在买断销售、销售退单、销售返点等情形，如有，补充披露相关会计处理，及对报告期内经营业绩的影响。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

答复：

一、标的公司不存在买断销售、销售退单、销售返点等情形

（一）标的资产与代理商的合作模式和业务流程

竹园国旅出境游产品批发给旅游代理商，由代理商将产品销售给终端消费者。竹园国旅的产品设计完成后，根据销售计划确定发团量、发团人数等信息，提前采购机票、酒店，核算成本，确定价格，并通过代理商进行销售。旅游代理商可分为线上运营商和线下旅行社两个渠道，线上运营商包括途牛网、携程网等，线下旅行社包括覆盖主要省市的旅行社，如北青旅、中旅总社、神舟国旅等。

竹园国旅对线上运营商和线下旅行社采取统一的会计核算原则和收入确认时点，根据传统旅行社和在线旅游代理商的合同约定，在旅游活动结束后，竹园国旅与代理商进行账务核对，最终根据决算单确认收入。竹园国旅根据代理商信誉度、交易规模等因素，将客户划分为无信用期和有信用期两大类。对于无信用期客户，需在出团前结清全款；对于有信用期客户，根据客户的不同信誉等级，给予一定的账期，双方定期对账结算。

（二）标的资产收入成本的确认原则和计量方法

1、销售商品收入确认时间的具体判断标准

公司的收入主要为旅游服务收入，主要包括出境旅游收入。收入的确认原则和计量依据如下：

（1）确认原则

①公司已将与旅游活动相关的主要风险和报酬转移给客户，其主要标志为旅游活动的结束；

②收入的金额能够可靠地计量；

③相关的经济利益很可能流入；

④相关的已发生或将发生的成本能够可靠地计量。

旅游活动的结束是指：公司组织国内旅游者到境外旅游或国内旅游，旅行团已经返回。

（2）计量依据

出境旅游收入：根据与代理商约定的单价，按最终的决算单为依据计量。

公司收到酒店、餐馆、景点、商店为奖励企业超额销售或提供客源，支付的佣金或奖励，在确认获得收款权利时确认收入。

2、确认让渡资产使用权收入的依据

与交易相关的经济利益能够流入企业，收入的金额能可靠地计量时确认为让渡资产使用权收入。

3、确认提供劳务收入的依据

在下列条件均能满足时确认为提供劳务收入：收入的金额能够可靠地计量；相关的经济利益很可能流入企业；交易的完工进度能够可靠地确定；交易中已发生和将发生的成本能够可靠地计量。

（三）标的公司不存在买断销售、销售退单、销售返点等情形

竹园国旅提供的出境游产品实质为提供出境旅游服务，游客购买的是参团资格，不涉及商品的转移。竹园国旅确认销售收入时点较晚，其主要标志是旅游活动的结束，即旅行团已经返回。在旅行团返回后，竹园国旅已将与旅游活动有关的风险和报酬完全转移给客户，相关的经济利益很可能流入，相关的已发生或将发生的成本能够可靠地计量，符合收入确认时点的规定。

1、标的公司不存在买断销售情形

竹园国旅向代理商提供出团计划，代理商实际是向终端消费者销售特定出境游团队的参团资格。具体到单个出境游产品，在代理商向终端消费者销售期间即发团前，对于单个团次中尚未完成销售的席位，任何代理商均可以向终端消费者进行销售，对于最终未能完成销售的席位，代理商不承担销售未完成风险，所对应的相关成本均由竹园国旅自行承担。

因此，在代理商向终端消费者销售期间以及出境游团队返回前，竹园国旅并未将与旅游活动有关的主要风险和报酬完全转移给代理商，在旅游活动结束后才会确认收入，因此竹园国旅产品销售模式不属于买断销售。

2、标的公司不存在销售退单情形

竹园国旅提供的出境游产品实质是为客户提供出境旅游服务，不存在实体形态，旅游活动结束后标的公司所提供的出境旅游服务亦相应完成，收入确认的前提即服务已经提供，不存在买断销售，出境旅游服务不具有实体形态亦无法退单，因此竹园国旅不存在确认收入后销售退单的情形。

3、标的公司不存在销售返点情形

在出境游产品销售过程中，竹园国旅对于资质较好、业务规模较大的代理商会给予一定优惠折扣，在结算时直接扣减收入，不存在销售返点的相关安排。对于其他代理商不存在优惠销售政策，亦不存在销售返点情形。

二、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问华泰联合、审计机构中证天通认为：

竹园国旅确认销售收入时点的主要标志是旅游活动的结束，即标的公司组织国内旅游者到境外旅游或国内旅游，旅行团已经返回。在出境游团队返回前，竹园国旅并未将与旅游活动有关的风险和报酬完全转移给客户，竹园国旅产品销售模式不属于买断销售的情形。竹园国旅提供的出境游产品实际是为客户提供出境旅游服务，不存在实体形态，不存在确认收入后销售退单的情形。竹园国旅产品

销售过程中不存在销售返点的相关安排。综上，竹园国旅收入成本的确认原则和计量方法合理。

问题十：请你公司以列表形式补充披露各个报告期末，标的资产应收/应付账款前五大客户/供应商的名称、应收/应付款项形成原因、应收/应付账款余额、账龄情况，并结合报告期内与前五大客户/供应商的交易金额，补充披露应收账款/应付账款前五大客户/供应商期末余额的合理性。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

答复：

一、标的资产应收/应付账款前五大客户/供应商情况

1、标的资产应收账款前五大客户情况

竹园国旅出境游产品批发给代理商，由代理商将产品销售给终端消费者。根据行业惯例、与客户过往的合作情况以及业务发展需要，竹园国旅根据代理商信誉度、交易规模等因素，将客户划分为无信用期和有信用期两大类。对于无信用期客户，需在出团前结清全款；对于有信用期客户，竹园国旅会根据客户的不同信誉等级，给予一定的账期，双方定期对账结算从而形成了应收账款。

2016年末，竹园国旅应收账款余额前五名合计为 1,853.30 万元，占应收账款余额的 11.11%，具体如下：

单位：万元

| 单位名称 | 款项性质 | 账面余额 | 账龄 | 占应收账款总额的比例 | 计提坏账准备金额 | 当期交易金额 | 账面余额占交易金额的比例 |
|----------------|---------|--------|-------|------------|----------|-----------|--------------|
| 浙江省中国旅行社集团有限公司 | 应收出境游批发 | 435.54 | 6个月以内 | 2.61% | 10.00 | 2,117.80 | 20.57% |
| 杭州海外旅游有限公司 | 应收出境游批发 | 415.39 | 6个月以内 | 2.49% | 18.87 | 2,084.58 | 19.93% |
| 上海匹匹扣网络科技有限公司 | 应收出境游批发 | 369.44 | 3个月以内 | 2.22% | - | 35,023.10 | 1.05% |
| 天津假期国际旅行社有限公司 | 应收出境游批发 | 323.61 | 6个月以内 | 1.94% | 17.86 | 583.50 | 55.46% |

| | | | | | | | |
|-------------|---------|-----------------|-------|---------------|--------------|------------------|--------|
| 中商国际旅行社有限公司 | 应收出境游批发 | 309.32 | 6个月以内 | 1.85% | 0.09 | 1,628.88 | 18.99% |
| 合计 | | 1,853.30 | | 11.11% | 46.82 | 41,437.86 | |

2017年末，竹园国旅应收账款余额前五名合计为2,150.05万元，占应收账款余额的13.95%，具体如下：

单位：万元

| 单位名称 | 款项性质 | 账面余额 | 账龄 | 占应收账款总额的比例 | 计提坏账准备金额 | 当期交易金额 | 账面余额占交易金额的比例 |
|----------------|---------|-----------------|-------|---------------|--------------|------------------|--------------|
| 北京青年旅行社股份有限公司 | 应收出境游批发 | 563.98 | 3个月以内 | 3.66% | -- | 14,465.74 | 3.90% |
| 上海携程国际旅行社有限公司 | 应收出境游批发 | 430.02 | 3个月以内 | 2.79% | -- | 22,561.42 | 1.91% |
| 北京万众旅游股份有限公司 | 应收出境游批发 | 404.62 | 6个月以内 | 2.62% | 35.78 | 1,458.77 | 27.74% |
| 浙江省中国旅行社集团有限公司 | 应收出境游批发 | 394.29 | 6个月以内 | 2.56% | 4.21 | 1,717.11 | 22.96% |
| 杭州海外旅游有限公司 | 应收出境游批发 | 357.15 | 6个月以内 | 2.32% | 3.16 | 1,430.33 | 24.97% |
| 合计 | | 2,150.05 | | 13.95% | 43.15 | 41,633.38 | |

注：竹园国旅与北京万众旅游股份有限公司因往来款纠纷进入诉讼程序，竹园国旅申请要求判令北京万众旅游股份有限公司支付旅游款4,049,045元，诉讼费用由被告承担。受理法院北京市东城区人民法院一审判决被告支付旅游款4,049,045元，诉讼费由被告承担，一审判决已生效，正在执行中。

2018年6月末，竹园国旅应收账款余额前五名合计为4,603.72万元，占应收账款余额的21.74%，具体如下：

单位：万元

| 单位名称 | 款项性质 | 账面余额 | 账龄 | 占应收账款总额的比例 | 计提坏账准备金额 | 当期交易金额 | 账面余额占交易金额的比例 |
|---------------|---------|----------|-------|------------|----------|----------|--------------|
| 北京青年旅行社股份有限公司 | 应收出境游批发 | 2,064.83 | 6个月以内 | 9.75% | 0.44 | 6,179.87 | 33.41% |

| | | | | | | | |
|---------------|---------|-----------------|--------|---------------|-------------|------------------|--------|
| 司 | | | | | | | |
| 上海携程国际旅行社有限公司 | 应收出境游批发 | 804.09 | 3 个月以内 | 3.80% | - | 15,365.36 | 5.23% |
| 国旅集团上海有限公司 | 应收出境游批发 | 626.44 | 6 个月以内 | 2.96% | 8.82 | 1,109.89 | 56.44% |
| 杭州海外旅游有限公司 | 应收出境游批发 | 558.58 | 3 个月以内 | 2.64% | - | 818.60 | 68.24% |
| 北京途牛国际旅行社有限公司 | 应收出境游批发 | 549.78 | 3 个月以内 | 2.59% | - | 13,512.86 | 4.07% |
| 合计 | | 4,603.72 | | 21.74% | 9.27 | 36,986.57 | |

竹园国旅应收账款前五大客户均为出境游旅行社，无持股 5%（含）以上表决权股份的股东单位或其关联方款项。竹园国旅应收账款余额前五名占应收账款余额低于 30%，相对较为分散。

竹园国旅应收账款前五大客户账龄合理，均在 6 个月以内，除与北京万众旅游股份有限公司往来款外，2016、2017 年末前五大应收账款客户均按时回款，2018 年 6 月末前五大应收账款客户也在陆续回款中，期后回款无明显异常；应收账款计提坏账准备金额占账面余额的比例不大。竹园国旅与北京万众旅游股份有限公司因往来款纠纷已经受理法院北京市东城区人民法院一审判决被告全额支付旅游款，诉讼费由被告承担，一审判决已生效，正在执行中。

前五大客户应收账款账面余额占当期交易金额的比例受季节性、账期影响，差异较大。2018 年 6 月末，国旅集团上海有限公司、杭州海外旅游有限公司应收账款占当期交易金额的占比超过 50%，主要系 6 月开始旅游旺季到来，旅游出团明显增多，形成了较高往来款，账面余额占当期交易金额的比例较大，截至 2018 年 7 月 31 日，前五大客户回款进度超过 50%，上述情形系正常业务发展形成，不存在明显异常。

综上，应收账款前五大客户期末余额具备合理性。

2、标的资产应付账款前五大供应商情况

竹园国旅为客户提供旅游产品时，需要对外采购境外接待服务、机票、酒店、邮轮、景点等上游资源。境外地接社合作主要采购的地接服务包括预订酒店房间、提供交通、安排用餐、提供当地旅游安排、提供导游翻译服务等。应付账款主要为应付地接社的采购款项。

2016 年末，竹园国旅应付账款余额前五名合计为 4,173.63 万元，占应付账款余额的 30.77%，具体如下：

单位：万元

| 单位名称 | 款项性质 | 账面余额 | 账龄 | 占应付账款总额的比例 | 当期交易金额 | 账面余额占交易金额的比例 |
|--------------------------------------|-------|-----------------|-------|---------------|----------|--------------|
| GTA (Hong Kong) Limited | 应付地接费 | 1,609.53 | 1 年以内 | 11.87% | 6,472.02 | 24.87% |
| 印尼大象旅行社 | 应付地接费 | 852.36 | 1 年以内 | 6.28% | 2,943.39 | 28.96% |
| 四川远海国际旅行社有限公司 | 应付地接费 | 676.72 | 1 年以内 | 4.99% | 4,097.24 | 16.52% |
| 普吉安顺旅行社 | 应付地接费 | 572.82 | 1 年以内 | 4.22% | 4,709.08 | 12.16% |
| Golden Dragon Travel Service Co.,LTD | 应付地接费 | 462.21 | 1 年以内 | 3.41% | 800.63 | 57.73% |
| 合计 | | 4,173.63 | | 30.77% | | |

注：四川远海国际旅行社有限公司通过下属子公司 Hiseas International SARL 在境外开展地接工作。

2017 年末，竹园国旅应付账款余额前五名合计为 8,587.27 万元，占应付账款余额的 37.55%，具体如下：

单位：万元

| 单位名称 | 款项性质 | 账面余额 | 账龄 | 占应付账款总额的比例 | 当期交易金额 | 账面余额占交易金额的比例 |
|-------------------------|-------|----------|-------|------------|----------|--------------|
| 四川远海国际旅行社有限公司 | 应付地接费 | 3,427.49 | 1 年以内 | 14.99% | 8,141.36 | 42.10% |
| GTA (Hong Kong) Limited | 应付地接费 | 1,804.01 | 1 年以内 | 7.89% | 8,905.75 | 20.26% |
| 株式会社ジャパ | 应付地 | 1,569.87 | 1 年以内 | 6.86% | 4,500.60 | 34.88% |

| | | | | | | |
|----------------------|-----------|-----------------|-------|---------------|----------|--------|
| ンホリデートラ ベル | 接费 | | | | | |
| G2 TRAVEL LIMITED | 应付地 接费 | 1,030.11 | 1 年以内 | 4.50% | 4,711.27 | 21.86% |
| 株式会社 RCC | 应付地 接费 | 755.79 | 1 年以内 | 3.30% | 4,617.40 | 16.37% |
| 合计 | | 8,587.27 | | 37.55% | | |

2018 年 1-6 月末，竹园国旅应付账款余额前五名合计为 10,276.18 万元，占应付账款余额的 35.27%，具体如下：

单位：万元

| 单位名称 | 款项性质 | 账面余额 | 账龄 | 占应付账款总额的比例 | 当期交易金额 | 账面余额占交易金额的比例 |
|---------------------------------|-------|------------------|-------|---------------|----------|--------------|
| 四川远海国际旅行社有限公司 | 应付地接费 | 3,091.23 | 1 年以内 | 10.61% | 3,938.10 | 78.50% |
| GTA (Hong Kong) Limited | 应付地接费 | 2,546.23 | 1 年以内 | 8.74% | 3,210.22 | 79.32% |
| MIKI Travel (Hong Kong) Limited | 应付地接费 | 2,148.56 | 1 年以内 | 7.37% | 3,181.49 | 67.53% |
| 株式会社 RCC | 应付地接费 | 1,309.89 | 1 年以内 | 4.50% | 2,398.78 | 54.61% |
| Activo Travel GmbH | 应付地接费 | 1,180.27 | 1 年以内 | 4.05% | 3,178.18 | 37.14% |
| 合计 | | 10,276.18 | | 35.27% | | |

竹园国旅应付账款前五大供应商均为地接服务商，其中 Activo Travel GmbH 系众信旅游控股孙公司，株式会社 RCC 系众信旅游的控股孙公司，除此之外，应付账款前五大供应商无持股 5%（含）以上表决权股份的股东单位或其关联方款项。竹园国旅应付账款余额前五名占应付账款余额低于 40%，相对较为分散；应付账款账龄均在 1 年以内，2016、2017 年末前五大应付账款供应商均已按时付款，2018 年 6 月末前五大应付账款供应商也在陆续付款中，期后付款无明显异常。

竹园国旅应付账款前五大供应商账面余额占当期交易金额的比例受季节性、账期和汇率影响，差异较大。2018 年 6 月末，四川远海国际旅行社有限公司、

GTA (Hong Kong) Limited、MIKI Travel (Hong Kong) Limited、株式会社 RCC 应付账款占当期交易金额的占比超过 50%，主要系 6 月开始旅游旺季到来，竹园国旅采购欧洲和亚洲的地接社服务明显增多，形成了较高应付账款，账面余额占当期交易金额的比例较大。上述情形系正常业务发展形成，不存在明显异常。

综上，应付账款前五大供应商期末余额具备合理性。

二、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问华泰联合证券认为：

标的资产应收/应付账款前五大客户/供应商的形成均系正常业务经营开展形成，标的资产应收账款前五大客户均为出境游批发商，标的资产应付账款前五大供应商均为地接服务商。应收/应付账款前五大客户/供应商的账面余额较小，占应收/应付账款总额的比例不高，期后回款/付款整体较为良好，账面余额占当期交易金额的比例受季节性、账期或汇率影响，差异较大，系正常业务发展形成，账龄无明显异常。综上，应收账款/应付账款前五大客户/供应商期末余额具备合理性。

问题十一：申请文件显示，2017 年末，竹园国旅存在对关联方中企信商业保理有限公司 5,000.00 万元的其他应收款。请你公司补充披露上述其他应收款的形成原因、是否履行相关的审议程序和信息披露义务，是否存在关联方资金占用情况。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

答复：

一、对关联方中企信商业保理有限公司其他应收款

1、其他应收款形成的原因

标的公司向中企信商业保理有限公司提供借款的原因主要系在保证资金安全性的前提下，提升标的公司资金使用效率。中企信商业保理有限公司系众信旅游于 2017 年 8 月 25 日设立的全资子公司，实缴注册资本为 6,000 万元，主营商业保理业务。2018 年以来，中企信商业保理有限公司运营和业绩良好，截至 2018 年 6 月末，中企信商业保理有限公司总资产金额超过 3 亿元，净资产金额超过 7,000 万元。目前中企信商业保理有限公司的商业保理业务已逐步开始盈利。

2017 年 12 月 21 日，竹园国旅与中企信商业保理有限公司签订《最高额循环借款合同》（2017 字第 1221 号），约定中企信商业保理有限公司向竹园国旅借款人民币 5,000 万元整，借款利率 8%，借款日期为 2017 年 12 月 21 日至 2018 年 3 月 20 日。2018 年 3 月 20 日，双方签订《最高额循环借款延期还款协议》（2018 字延第 0220 号），借款期限自 2018 年 3 月 21 日起至 2018 年 9 月 20 日止（延期 6 个月）。

2018 年 1 月 29 日，竹园国旅与中企信商业保理有限公司签订《借款合同》，约定中企信商业保理有限公司向竹园国旅 3,000 万借款，借款利率 8%，后分别于 2018 年 2 月 12 日、2018 年 4 月 13 日收到中企信商业保理有限公司合计 750 万元的还款。截至 2018 年 6 月 30 日，该项借款合同本金余额 2,250 万元。

截至 2018 年 6 月 30 日，竹园国旅对关联方中企信商业保理有限公司其他应收款合计为 7,250.00 万元。

2、相关的审议程序和信息披露义务

上市公司层面看，鉴于本次交易前，竹园国旅和中企信商业保理有限公司为众信旅游的控股子公司，对上市公司而言，控股子公司不构成《深圳证券交易所上市规则》定义的上市公司关联方，故竹园国旅向中企信商业保理有限公司提供借款事项，属于企业集团内部之间的资金拆借，根据《深圳证券交易所中小板上市公司规范运作指引》，资助对象为上市公司合并报表范围内的、持股比例超过 50%的控股子公司，无需履行上市公司董事会或股东大会审议程序，无需上市公司对外专项履行信息披露义务。

竹园国旅层面看，根据竹园国旅《公司章程》的相应规定，竹园国旅执行董事或股东会也未就借款事项设置权限。在实际操作中，标的公司与关联方中企信商业保理有限公司的其他应收款经竹园国旅执行董事同意，并由双方业务部门及财务部门负责人具体办理。

3、上市公司不存在关联方资金占用情况

截至 2018 年 6 月末，竹园国旅对关联方中企信商业保理有限公司存在 7,250.00 万元的其他应收款，主要系在保证资金安全性的前提下，提升标的公司资金使用效率。该笔借款属于上市公司控股子公司之间因经营安排的资金拆借，已明确签署借款合同、明确借款期限和利率，竹园国旅回收该笔借款的风险较小，借款年利率参考市场情况确定，未损害标的公司的利益，不影响标的公司正常业务经营。本次交易完成后，标的公司将成为上市公司全资子公司，上市公司不存在被实际控制人或其他关联人占用非经营性资金的情形。

二、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问华泰联合证券认为：

标的公司向中企信商业保理有限公司提供借款的原因主要系在保证资金安全性的前提下，提升标的公司资金使用效率。上述借款已按照标的公司内部制度履行相关程序，无需履行上市公司审批程序并对外专项履行信息披露义务。本次

交易完成后，标的公司将成为上市公司全资子公司，上市公司不存在被实际控制人或其他关联人占用非经营性资金的情形。

问题十二：申请文件显示，2015年3月11日，众信旅游取得中国证监会证监许可[2015]354号《关于核准北京众信国际旅行社股份有限公司向郭洪斌等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》。2015年3月13日，竹园国旅70%股权过户至众信旅游名下。请你公司补充披露：1)上市公司最近三年内的并购重组情况，预测业绩的实现情况。2)上市公司2015年收购竹园国旅70%股权后的实际运营情况及对标的资产的管控和整合情况。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

答复：

一、上市公司最近三年内的重组情况，预测业绩的实现情况

最近三年，上市公司进行了一次重大资产重组，具体如下：

2015年3月27日，经公司2014年第四次临时股东大会决议通过和中国证券监督管理委员会《关于核准北京众信国际旅行社股份有限公司向郭洪斌等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可[2015]354号）核准，公司向郭洪斌等8名交易对手方发行股份7,724,374股用于购买其持有的竹园国旅70%股权，向九泰基金管理有限公司（九泰基金慧通定增1号资产管理计划）、深圳前海瑞联一号投资中心（有限合伙）、冯滨和白斌非公开发行股票2,574,791股用于募集配套资金，共新增股本10,299,165股；公司股份总数由59,190,000股增加至69,489,165股。

根据《竹园国际旅行社有限公司盈利预测及业绩承诺实现情况专项审核报告》（中证天通(2017)证特审字第04004号），竹园国旅2014-2016年度业绩承诺完成率分别为102.25%、102.40%、104.90%，业绩承诺已经实现，具体完成情况如下：

单位：万元

| 项目 | 2014年度 | 2015年度 | 2016年度 |
|---------------------------|----------|----------|----------|
| 1、承诺扣除非经常性损益后的归属于母公司净利润金额 | 5,650.00 | 7,062.00 | 8,828.00 |
| 2、实现归属于母公司净利润金额 | 5,727.25 | 7,276.39 | 9,139.48 |

| | | | |
|----------------------------------|----------|----------|----------|
| 减：非经常性损益金额 | -2.14 | 108.65 | 40.94 |
| 3、扣除非经常性损益后的归属于母公司净利润金额 | 5,729.39 | 7,167.74 | 9,098.54 |
| 加：超额利润奖励金额（扣除所得税后） | 47.64 | 63.45 | 162.32 |
| 4、扣除非经常性损益及计提超额利润奖励前的归属于母公司净利润金额 | 5,777.03 | 7,231.19 | 9,260.86 |
| 5、业绩承诺完成率（5=4/1） | 102.25% | 102.40% | 104.90% |

二、上市公司对标的资产的管控和整合情况，以及上市公司实际运营情况

（一）上市公司对标的资产的管控和整合情况

前次重组完成后，上市公司对标的资产主要进行了以下管控和整合措施：

1、人员整合

前次重组完成后，上市公司将竹园国旅的主要经营管理人员纳入上市公司董事会、主要管理层，其中：竹园国旅董事长郭洪斌先生担任众信旅游副董事长，竹园国旅总经理张一满女士担任众信旅游副总经理。通过上述人员安排，吸收竹园国旅的管理层进入上市公司的管理层，有效保证了重组双方充分的沟通协商，竹园国旅主要经营管理人员对上市公司各业务板块充分了解，保证上市公司发展战略的实施，确保董事会决议、相关战略规划及重组整合计划也顺利落地。

除此以外，上市公司亦对竹园国旅的管理架构进行调整。目前，竹园国旅董事会3名董事中的2名由上市公司委派，分别为上市公司董事兼总经理曹建先生、副总经理张磊先生，从而保障上市公司对竹园国旅重大事项拥有充分知情权和决策权，对竹园国旅的运营实施有效控制。

2、业务整合

（1）旅游资源

航空资源、地接资源等旅游资源是上市公司、竹园国旅业务拓展的重要因素之一。上市公司、竹园国旅的航空、地接资源存在一定范围的重叠，因此，自前次重组完成后，双方充分发挥规模优势和业务协同效应，共同与各航空公司、地接社进行业务谈判，议价能力和话语权有所提升，通过统一采购，实现规模化经

营，并进而降低综合采购成本。

（2）客户渠道

虽然上市公司、竹园国旅在代理商渠道客户有所重叠，但两家公司客户在全国范围内分区域分省份各有侧重。前次重组完成后，双方合作加强对全国范围内代理商客户的服务，取长补短，更加适应各区域、各层次市场需求的产品，加强与代理商客户的粘性并开拓更多的客户，从而扩大市场范围和规模。

（3）产品研发、经营管理等全方位的合作

前次重组完成后，上市公司、竹园国旅相互借鉴彼此在产品研发、团队运营、线路管理等各方面的优势，在财务、信息技术管理、人才培养等方面取长补短、协同发展，共同优化业务流程，提升管理效率。竹园国旅相关线路产品利用上市公司现有零售渠道拓展及会员制营销进行业务开拓，而重组后的上市公司产品线路更加丰富，实现高中低高线路产品的全覆盖，各个旅游线路的宽度、广度也大幅加强。

3、资金支持

前次重组时，配套募集资金的投资项目之一为竹园国旅电子商务运营建设，该项目投资总额为 5,000 万元，实施主体为竹园国旅。

该项目分为两期：第一期项目主要内容为要进行业务系统、财会系统与电子商务平台的对接，并实现与众信旅游财会系统的对接工作；第二期项目主要内容为通过对现有电子商务平台模块及功能的扩充，并且利用包括第三方交易平台等 B2B 销售渠道，实现基于移动互联网的业务流程优化和移动电子商务平台建设，并同时实现与众信旅游旅游电子商务平台的全面对接。

目前该项目处于建设中，根据上市公司《2017 年募集资金存放与使用情况的专项报告》，预计该项目于 2018 年 10 月末完成。

4、资产整合

前次重组前，众信旅游总部位于北京市朝阳区和平街东土城路，竹园国旅主

要办公场所位于北京市朝阳区八里庄西里。2016 年末，众信旅游总部与竹园国旅等其他上市公司主要子公司均迁址至北京市朝阳区公园路 8 号的新办公大楼，从而标的公司资源、人员等更便于上市公司统一调度，有效地提升双方的业务协同和运营效率。

（二）上市公司实际运营情况

前次重组完成的当年，上市公司经营规模扩张较大，2015 年度实现营业收入 83.70 亿元，较上年度增长 98.49%，归属于母公司股东的净利润 1.87 亿元，较上年度增长 71.69%；前次重组完成后，竹园国旅成为上市公司的控股子公司，出境旅游市场上两家处于领先地位的运营商融合在一起，通过上市公司与竹园国旅在人员、管理、业务、资金、资产等方面的全方位合作，上市公司经营业绩稳步增长，2016、2017 年分别实现营业收入 101.40 亿元、120.48 亿元，同比增长 20.71%、19.24%，上市公司出境游批发业务的龙头地位得到进一步巩固。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问华泰联合证券认为：

1、最近三年上市公司实施了一次重大资产重组行为，为上市公司发行股份购买竹园国旅 70% 股权。竹园国旅在业绩承诺期（2014-2016 年度）的业绩承诺均已经实现。

2、自前次重组完成后，上市公司在人员、管理、业务、资金等方面全方面合作，上市公司经营规模稳步增长，进一步巩固上市公司出境游批发业务的领先地位。

问题十三：申请文件显示，本次交易前，郭洪斌已为上市公司第二大股东，郭洪斌同时为本次交易的交易对方。请你公司结合郭洪斌的持股情况，补充披露本次交易未设置业绩补偿的合理性，是否充分保护了上市公司及中小股东利益。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

答复：

一、本次交易系市场化交易，未设置业绩补偿条款不违反相关法律法规

根据《上市公司重大资产重组管理办法》第三十五条的相关规定，“上市公司向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象购买资产且未导致控制权发生变更的，上市公司与交易对方可以根据市场化原则，自主协商是否采取业绩补偿和每股收益填补措施及相关具体安排。”

（一）本次交易系上市公司向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象购买资产

本次收购的交易对方为竹园国旅的6名自然人股东：郭洪斌、陆勇、何静蔚、苏杰、张一满、李爽，与上市公司控股股东、实际控制人冯滨无关联关系。

（二）本次交易未导致上市公司控制权发生变更

本次交易前，郭洪斌持有上市公司56,957,380股，占上市公司股份数的6.70%；本次交易后，郭洪斌持有上市公司89,182,559股，占上市公司股份数的10.10%。交易前后郭洪斌均为上市公司第二大股东。

上市公司控股股东、实际控制人始终为冯滨，因此不存在本次交易导致上市公司控制权发生变更的情况。

综上，本次交易系上市公司向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的第三方购买资产，属于市场化的商业交易行为，本次交易方案交易对方未设置业绩补偿安排方案系上市公司与交易对方自主协商达成，系根据市场化原则，符合《重组管理办法》等相关规定。

二、本次交易有利于保障上市公司和中小股东的利益

（一）本次交易有利于改善公司财务状况和增强上市公司盈利能力

随着近年来出境游关注热度及需求的不断上升，以及出境游业务流程管控体系的不断成熟，竹园国旅近年来营业收入增幅较大、盈利能力较强。根据竹园国旅经审计的 2016 年、2017 年及 2018 年 1-6 月的财务数据，竹园国旅的营业收入分别为 380,926.37 万元、495,863.11 万元和 237,787.96 万元，净利润分别为 9,139.48 万元、12,466.57 万元和 6,785.56 万元。

本次交易完成后，竹园国旅良好的盈利能力有助于上市公司盈利能力的提升。根据中证天通出具的《备考审阅报告》（中证天通（2018）证特审字第 0401010 号），假设本次发行股份购买资产事项于 2017 年 1 月 1 日已经完成，2017 年及 2018 年 1-6 月，归属于母公司所有者的净利润在本次交易后分别增加 16.08%、14.72%，基本每股收益、归属于母公司所有者的权益等财务指标亦有所增长，故上市公司财务状况改善、盈利能力得以提升。

（二）本次交易有利于上市公司增强对核心子公司的控制力，实现全面协同合作

众信旅游及竹园国旅作为国内出境游批发行业内口碑较好、知名度较高的大型出境旅游批发商，均长期专注于出境游批发业务。本次交易后，竹园国旅将成为上市公司的全资子公司，有利于提高上市公司关于其整体出境旅游批发业务运营的决策权和决策效率，同时进一步提升竹园国旅的管理和运营效率。双方将进一步在产品设计、上游资源采购和下游客户资源三方面共享共建，进一步发挥协同效应，巩固出境游批发业务龙头的行业地位。

（三）本次交易协议已约定交易对方的继续履职义务

本次交易的《发行股份购买资产协议》中约定，交易对方自新增股份上市之日起 5 年内，应当继续于标的公司或众信旅游任职并履行其应尽的勤勉尽责义务，前述人员如 3 年内从标的公司或众信旅游离职的视同于放弃本次交易取得的众信旅游股份及其相应权益，并应当将本次交易取得股份乘以按照相关人员离职

前 20 日众信旅游股票交易均价（离职日为交易日的含离职当日）计算的金额以现金方式支付给众信旅游作为赔偿。如交易对方在标的公司或众信旅游任职期限超过 3 年不满 5 年的，其应当向标的公司或众信旅游承担的赔偿金额按照劳动合同有关规定另行协商。

上述条款有利于维持标的公司核心管理团队的稳定性，从而有利于保证本次交易完成后标的公司的持续稳定经营、发展，有助于维护上市公司全体股东的利益。

（四）本次交易决策程序合法合规

本次交易方案已经上市公司第四届董事会第二次会议审议通过，关联董事郭洪斌已经回避表决，且独立董事就本次交易方案发表了事前认可意见和独立意见；此外，本次交易方案已经上市公司 2018 年第三次临时股东大会审议通过，郭洪斌等 6 名交易对方作为关联股东亦在股东大会审议本次交易相关议案时回避表决。本次关联交易遵循公开、公平、公正的原则并履行合法程序，充分保护上市公司及中小股东利益。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问华泰联合证券认为：

1、本次交易系上市公司向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的第三方购买资产，属于市场化的商业交易行为，本次交易方案交易对方未设置业绩补偿安排方案系上市公司与交易对方按照市场化原则协商达成，符合《重组管理办法》等相关规定。

2、本次交易有利于增强上市公司盈利能力，推进上市公司与标的公司实现全面协同合作；为维持人员稳定，本次交易协议已约定交易对方的继续履职义务；相关决策程序合法合规。因此，本次交易充分保护了上市公司和中小投资者的利益。

问题十四：请你公司根据《证券法》第九十八条、《上市公司收购管理办法》第七十四条的规定，补充披露本次交易前郭洪斌所持上市公司股份的锁定期安排。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

答复：

一、《证券法》第九十八条、《上市公司收购管理办法》第七十四条等关于上市公司收购锁定期的相关规定

《证券法》第九十八条规定：“在上市公司收购中，收购人持有的被收购的上市公司的股票，在收购行为完成后的十二个月内不得转让。”《上市公司收购管理办法》第七十四条规定：“在上市公司收购中，收购人持有的被收购公司的股份，在收购完成后 12 个月内不得转让。收购人在被收购公司中拥有权益的股份在同一实际控制人控制的不同主体之间进行转让不受前述 12 个月的限制，但应当遵守本办法第六章的规定。”

根据《关于上市公司收购有关界定情况的函》（上市部函[2009]171 号），《证券法》第九十八条、《上市公司收购管理办法》第七十四条关于锁定期的安排“旨在公司控制权变化后要保持相当稳定，上述股份锁定期的安排，是以上市公司控制权是否变化为标准的。对于投资者持股比例低于 30%，但成为上市公司第一大股东的情形，应当适用《证券法》第 98 条有关股份锁定的规定。”

此外，《中国证监会上市部关于上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》（中国证监会上市部，2015 年 9 月 18 日）亦指出，“对于投资者收购上市公司股份成为第一大股东但持股比例低于 30% 的，也应当遵守《证券法》第九十八条、《上市公司收购管理办法》第七十四条有关股份锁定期的规定。”

二、本次交易前郭洪斌所持股份的锁定期安排

截至 2018 年 6 月 30 日，上市公司股份总数为 849,643,828 股。本次交易后，以发行股份 33,445,374 股计算，本次交易完成后，本公司的股本将由 849,643,828 股变更为 883,089,202 股。

本次交易完成前后公司的股权结构如下：

| 序号 | 股东名称 | 本次交易前 | | 本次交易后 | |
|----|----------|--------------------|----------------|--------------------|----------------|
| | | 持股数（股） | 持股比例 | 持股数（股） | 持股比例 |
| 1 | 冯滨 | 266,009,800 | 31.31% | 266,009,800 | 30.12% |
| 2 | 郭洪斌 | 56,957,380 | 6.70% | 89,182,559 | 10.10% |
| 3 | 陆勇 | 797,069 | 0.09% | 1,041,108 | 0.12% |
| 4 | 何静蔚 | 961,380 | 0.11% | 1,205,419 | 0.14% |
| 5 | 苏杰 | 916,380 | 0.11% | 1,160,419 | 0.13% |
| 6 | 张一满 | 1,410,430 | 0.17% | 1,654,469 | 0.19% |
| 7 | 李爽 | 952,289 | 0.11% | 1,196,328 | 0.14% |
| 8 | 上市公司其他股东 | 521,639,100 | 61.40% | 521,639,100 | 59.07% |
| 合计 | | 849,643,828 | 100.00% | 883,089,202 | 100.00% |

本次交易前后，上市公司控股股东、实际控制人均为冯滨；郭洪斌的持股比例由 6.70% 上升为 10.10%，仍为上市公司第二大股东。此外，冯滨与郭洪斌不存在一致行动关系。

因此，郭洪斌通过本次交易增持上市公司股份的行为不构成上市公司收购，郭洪斌除遵守《发行股份购买资产协议》中对本次交易获得股份的锁定期安排及作为上市公司副董事长职务的股份锁定外，未对其本次交易前所持上市公司股份另行追加锁定，该安排不违反《证券法》第九十八条、《上市公司收购管理办法》第七十四条的规定。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问华泰联合证券认为：本次交易前后，上市公司控股股东、实际控制人未发生变化，郭洪斌持股比例上升至 10.10%，仍为第二大股东；且冯滨与郭洪斌不构成一致行动关系。因此，未对郭洪斌交易前所持上市公司股份另行追加锁定，该安排不违反《证券法》第九十八条、《上市公司收购管理办法》第七十四条的规定。

（本页无正文，为《华泰联合证券有限责任公司关于众信旅游集团股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易之补充独立财务顾问报告（一）》之签字盖章页）

法定代表人

刘晓丹

财务顾问主办人：

丁 丁

黄君杰

项目协办人：

陈奕彤

华泰联合证券有限责任公司

2018年8月15日