

香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本公告的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示，概不對因本公告全部或任何部份內容而產生或因倚賴該等內容而引致的任何損失承擔任何責任。



香港中旅國際投資有限公司
CHINA TRAVEL INTERNATIONAL INVESTMENT HONG KONG LIMITED

(於香港註冊成立之有限公司)

(股份代號：308)

補充公告 有關須予披露交易 收購目標公司股權

茲提述香港中旅國際投資有限公司(「本公司」)日期為二零二五年九月三十日有關收購目標公司股權的公告(「該公告」)及二零二五年十月二十二日根據上市規則第14.60A條刊發的有關估值報告A所載目標公司A的盈利預測的進一步公告。除非文義另有所指，否則本公告所使用詞彙應具有該公告所界定的相同涵義。

誠如該公告所披露，代價乃經中旅風景與賣方A經公平磋商後參照(其中包括)載於北京中企華製備的估值報告A中使用收益法評估目標公司A於二零二五年三月三十一日的股東全部權益價值約人民幣346,099,900元(「該估值」)。參考北京中企華提供的關於該估值的進一步資料，本公司對該估值的詳情補充如下：

一、與財務預測相關的關鍵特定假設

本次評估2022年收入增長率9.11%，2023年收入增長率-6.73%，2024年收入增長率-0.25%。2025-2035年收益增長約1%，2036-2064年0增長，本次評估收益期較長，更接近永續期，超常增長終將回歸行業評估乃至0增長。無風險收益率反映了長期通脹和實際經濟增長的預期，若永續增長率超過該水平，可能意味著企業增長將超越整體經濟，這在長期中難以持續。因此2025-2035年增長率預期為1%，接近於當前較低的無風險收益率，體現了謹慎性原則。2036-2064年增長率降為0%，因滑雪場行業將進入穩定階段，名義增長趨近於零，甚至可能低於無風險收益率，以避免估值高估。被評估單位為傳統行業無永久性壁壘，基於謹慎性原則避免高估資產價值，增長率為0更貼近長期實際。自2034年開始預測毛利率逐年上漲，因企業主要固定資產中房

屋建築物、構築物中雪道等折舊年限為5-40年，實際經濟使用年限超過其折舊年限，這些資產可長期使用超過本次評估預測年限，未來年度企業固定資產會逐漸提完折舊，折舊折完後營業成本會減少，其餘變動成本相對於收入變化不大，折舊逐漸減少導致毛利上升(註：目標公司A營業成本包含折舊， $\text{毛利率} = (\text{營業收入} - \text{營業成本}) / \text{營業收入}$)。4類收益類別(酒店業務收入、山地業務收入、商業業務收入及其他)如下：

金額單位：人民幣元

		2025年4-12月	2026年	2027年	2028年	2029年
1.	酒店業務收入	37,692,139.45	70,857,986.00	71,355,542.00	71,872,566.00	72,399,931.00
2.	山地業務收入	64,262,797.46	150,284,775.00	153,416,881.00	156,572,306.00	159,743,060.00
3.	商業業務收入	5,328,803.65	7,777,589.92	8,010,917.62	8,010,917.62	8,010,917.62
4.	其他	11,645,472.35	16,563,274.24	16,563,274.24	16,563,274.24	16,563,274.24
	合計	118,929,212.92 (附註1)	245,483,625.16 (附註1)	249,346,614.86	253,019,063.86	256,717,182.86
		2030年	2031年	2032年	2033年	2034年
1.	酒店業務收入	72,937,843.00	73,212,178.00	73,489,256.00	73,769,105.00	74,051,753.00
2.	山地業務收入	162,929,449.00	164,530,617.00	166,135,852.00	167,783,123.00	169,434,543.00
3.	商業業務收入	8,010,917.62	8,010,917.62	8,010,917.62	8,010,917.62	8,010,917.62
4.	其他	16,563,274.24	16,563,274.24	16,563,274.24	16,563,274.24	16,563,274.24
	合計	260,441,483.86	262,316,986.86	264,199,299.86	266,126,419.86	268,060,487.86

附註1：主營業務收入包括酒店業務、山地業務、商業業務及其他。收入主要集中在12月-2月的雪季，佔全年收入70%以上，3-11月收入佔比較小，2025年1-3月實際收入1.22億元，2025年4-12月預測收入為1.19億元，2025年全年預測收入2.41億元，2026年較2025年總體增長率不高，因2025年1-3月收入佔比較高，導致2026年較2025年4-12月數字增長較大。

		2035年	2036年	2037年	2038年	2039年
1.	酒店業務收入	74,337,227.00	74,337,227.00	74,337,227.00	74,337,227.00	74,337,227.00
2.	山地業務收入	171,090,153.00	171,090,153.00	171,090,153.00	171,090,153.00	171,090,153.00
3.	商業業務收入	8,010,917.62	8,010,917.62	8,010,917.62	8,010,917.62	8,010,917.62
4.	其他	16,563,274.24	16,563,274.24	16,563,274.24	16,563,274.24	16,563,274.24
	合計	270,001,571.86	270,001,571.86	270,001,571.86	270,001,571.86	270,001,571.86
		2040年	2041年	2042年	2043年	2044年
1.	酒店業務收入	74,337,227.00	74,337,227.00	74,337,227.00	74,337,227.00	74,337,227.00
2.	山地業務收入	171,090,153.00	171,090,153.00	171,090,153.00	171,090,153.00	171,090,153.00
3.	商業業務收入	8,010,917.62	8,010,917.62	8,010,917.62	8,010,917.62	8,010,917.62
4.	其他	16,563,274.24	16,563,274.24	16,563,274.24	16,563,274.24	16,563,274.24
	合計	270,001,571.86	270,001,571.86	270,001,571.86	270,001,571.86	270,001,571.86
		2045年	2046年	2047年	2048年	2049年
1.	酒店業務收入	74,337,227.00	74,337,227.00	74,337,227.00	74,337,227.00	74,337,227.00
2.	山地業務收入	171,090,153.00	171,090,153.00	171,090,153.00	171,090,153.00	171,090,153.00
3.	商業業務收入	8,010,917.62	8,010,917.62	8,010,917.62	8,010,917.62	8,010,917.62
4.	其他	16,563,274.24	16,563,274.24	16,563,274.24	16,563,274.24	16,563,274.24
	合計	270,001,571.86	270,001,571.86	270,001,571.86	270,001,571.86	270,001,571.86

		2050年	2051年	2052年	2053年	2054年
1.	酒店業務收入	74,337,227.00	74,337,227.00	74,337,227.00	74,337,227.00	74,337,227.00
2.	山地業務收入	171,090,153.00	171,090,153.00	171,090,153.00	171,090,153.00	171,090,153.00
3.	商業業務收入	8,010,917.62	8,010,917.62	8,010,917.62	8,010,917.62	8,010,917.62
4.	其他	16,563,274.24	16,563,274.24	16,563,274.24	16,563,274.24	16,563,274.24
	合計	270,001,571.86	270,001,571.86	270,001,571.86	270,001,571.86	270,001,571.86
		2055年	2056年	2057年	2058年	2059年
1.	酒店業務收入	74,337,227.00	74,337,227.00	74,337,227.00	74,337,227.00	74,337,227.00
2.	山地業務收入	171,090,153.00	171,090,153.00	171,090,153.00	171,090,153.00	171,090,153.00
3.	商業業務收入	8,010,917.62	8,010,917.62	8,010,917.62	8,010,917.62	8,010,917.62
4.	其他	16,563,274.24	16,563,274.24	16,563,274.24	16,563,274.24	16,563,274.24
	合計	270,001,571.86	270,001,571.86	270,001,571.86	270,001,571.86	270,001,571.86
		2060年	2061年	2062年	2063年	2064年1-6月
1.	酒店業務收入	74,337,227.00	74,337,227.00	74,337,227.00	74,337,227.00	57,960,844.01
2.	山地業務收入	171,090,153.00	171,090,153.00	171,090,153.00	171,090,153.00	103,528,807.50
3.	商業業務收入	8,010,917.62	8,010,917.62	8,010,917.62	8,010,917.62	4,005,458.81
4.	其他	16,563,274.24	16,563,274.24	16,563,274.24	16,563,274.24	8,281,637.12
	合計	270,001,571.86	270,001,571.86	270,001,571.86	270,001,571.86	173,776,747.44

毛利及主要支出如下：

金額單位：人民幣元

	2025年4-12月	2026年	2027年	2028年	2029年
人工	14,346,214.60	23,531,048.22	23,766,358.70	24,004,022.29	24,244,062.51
能耗	8,238,530.82	16,009,825.98	16,325,874.00	16,489,132.74	16,814,683.50
採購	5,590,163.23	7,909,236.38	8,017,917.98	8,098,097.16	8,209,560.96
維保(註：設備、房屋 的維修保養)	4,244,345.36	5,342,620.77	5,448,747.60	5,503,235.07	5,612,559.60
佣金(註：是營銷過程 中產生的，與銷售 收入存在關連性)	2,287,461.37	4,855,531.76	4,911,117.64	4,967,470.49	5,024,117.76
折舊攤銷	52,390,954.02	70,264,993.95	70,012,153.16	69,345,101.25	69,089,963.80
其他(註：包括物業 成本、洗滌、租車、 活動費等所有其他成 本)	5,105,066.97	11,866,676.96	12,045,898.77	12,230,210.66	12,415,716.85
合計	92,202,736.37	139,779,934.02	140,528,067.85	140,637,269.67	141,410,664.98
毛利率	22.47% ^(附註2)	43.06% ^(附註2)	43.64%	44.42%	44.92%
	2030年	2031年	2032年	2033年	2034年
人工	24,486,503.14	24,731,368.17	24,978,681.85	25,228,468.67	25,480,753.36
能耗	16,982,830.34	17,235,843.31	17,408,201.74	17,667,980.60	17,844,660.41
採購	8,291,656.57	8,399,019.71	8,483,009.91	8,593,024.86	8,678,955.11
維保	5,668,685.20	5,750,857.01	5,808,365.58	5,892,703.84	5,951,630.87
佣金	5,081,065.32	5,110,416.13	5,139,866.76	5,170,079.47	5,200,394.62
折舊攤銷	74,302,347.01	74,202,653.46	82,188,635.48	81,791,342.76	81,352,564.37
其他	12,603,907.59	12,753,129.31	12,903,289.84	13,056,894.71	13,211,474.10
合計	147,416,995.17	148,183,287.09	156,910,051.15	157,400,494.92	157,720,432.84
毛利率	43.40%	43.51%	40.61%	40.85%	41.16%

	2035年	2036年	2037年	2038年	2039年
人工	25,735,560.89	25,735,560.89	25,735,560.89	25,735,560.89	25,735,560.89
能耗	18,111,391.90	18,111,391.90	18,111,391.90	18,111,391.90	18,111,391.90
採購	8,791,690.11	8,791,690.11	8,791,690.11	8,791,690.11	8,791,690.11
維保	6,038,194.68	6,038,194.68	6,038,194.68	6,038,194.68	6,038,194.68
佣金	5,230,813.51	5,230,813.51	5,230,813.51	5,230,813.51	5,230,813.51
折舊攤銷	77,485,025.77	73,591,830.36	66,023,597.43	58,853,383.95	57,915,488.11
其他	13,369,954.79	13,486,213.46	13,604,228.85	13,726,086.66	13,848,897.07
合計	154,762,631.64	150,985,694.90	143,535,477.36	136,487,121.68	135,672,036.26
毛利率	42.68%	44.08%	46.84%	49.45%	49.75%

附註2：2025年4-12月毛利率(22.47%)較低因為3-11月為淡季，每月收入較少，折舊攤銷按月計提，每月較為平均，造成2025年4-12月毛利率較低，2025年1-3月毛利率較高，從全年看，2026年毛利(43.6%)較2025年(40.97%)增長幅度相對不大。

	2040年	2041年	2042年	2043年	2044年
人工	25,735,560.89	25,735,560.89	25,735,560.89	25,735,560.89	25,735,560.89
能耗	18,111,391.90	18,111,391.90	18,111,391.90	18,111,391.90	18,111,391.90
採購	8,791,690.11	8,791,690.11	8,791,690.11	8,791,690.11	8,791,690.11
維保	6,038,194.68	6,038,194.68	6,038,194.68	6,038,194.68	6,038,194.68
佣金	5,230,813.51	5,230,813.51	5,230,813.51	5,230,813.51	5,230,813.51
折舊攤銷	57,592,407.87	57,246,830.16	56,779,259.63	56,778,870.03	56,752,979.37
其他	13,974,145.53	14,101,851.46	14,232,010.31	14,364,666.71	14,499,841.30
合計	135,474,204.48	135,256,332.69	134,918,921.02	135,051,187.82	135,160,471.75
毛利率	49.82%	49.91%	50.03%	49.98%	49.94%
	2045年	2046年	2047年	2048年	2049年
人工	25,735,560.89	25,735,560.89	25,735,560.89	25,735,560.89	25,735,560.89
能耗	18,111,391.90	18,111,391.90	18,111,391.90	18,111,391.90	18,111,391.90
採購	8,791,690.11	8,791,690.11	8,791,690.11	8,791,690.11	8,791,690.11
維保	6,038,194.68	6,038,194.68	6,038,194.68	6,038,194.68	6,038,194.68
佣金	5,230,813.51	5,230,813.51	5,230,813.51	5,230,813.51	5,230,813.51
折舊攤銷	54,001,485.19	53,768,419.57	53,768,419.57	52,723,434.23	52,530,175.97
其他	14,638,997.11	14,779,247.15	14,922,920.87	15,070,641.49	15,220,989.73
合計	132,548,133.37	132,455,317.80	132,598,991.52	131,701,726.79	131,658,816.78
毛利率	50.91%	50.94%	50.89%	51.22%	51.24%
	2050年	2051年	2052年	2053年	2054年
人工	25,735,560.89	25,735,560.89	25,735,560.89	25,735,560.89	25,735,560.89
能耗	18,111,391.90	18,111,391.90	18,111,391.90	18,111,391.90	18,111,391.90
採購	8,791,690.11	8,791,690.11	8,791,690.11	8,791,690.11	8,791,690.11
維保	6,038,194.68	6,038,194.68	6,038,194.68	6,038,194.68	6,038,194.68
佣金	5,230,813.51	5,230,813.51	5,230,813.51	5,230,813.51	5,230,813.51
折舊攤銷	52,530,175.97	52,741,473.91	52,492,609.67	39,082,220.67	36,078,043.07
其他	15,373,988.77	15,529,637.99	15,687,985.95	15,850,499.28	16,015,761.10
合計	131,811,815.82	132,178,762.98	132,088,246.69	118,840,371.03	116,001,455.24
毛利率	51.18%	51.05%	51.08%	55.99%	57.04%

	2055年	2056年	2057年	2058年	2059年
人工	25,735,560.89	25,735,560.89	25,735,560.89	25,735,560.89	25,735,560.89
能耗	18,111,391.90	18,111,391.90	18,111,391.90	18,111,391.90	18,111,391.90
採購	8,791,690.11	8,791,690.11	8,791,690.11	8,791,690.11	8,791,690.11
維保	6,038,194.68	6,038,194.68	6,038,194.68	6,038,194.68	6,038,194.68
佣金	5,230,813.51	5,230,813.51	5,230,813.51	5,230,813.51	5,230,813.51
折舊攤銷	34,514,819.71	33,616,042.17	33,612,411.83	33,554,028.36	33,554,028.36
其他	16,184,638.16	16,357,757.58	16,533,703.95	16,713,946.49	16,897,070.95
合計	114,607,108.95	113,881,450.83	114,053,766.86	114,175,625.92	114,358,750.39
毛利率	57.55%	57.82%	57.76%	57.71%	57.65%
	2060年	2061年	2062年	2063年	2064年1-6月
人工	25,735,560.89	25,735,560.89	25,735,560.89	25,735,560.89	13,947,966.36
能耗	18,111,391.90	18,111,391.90	18,111,391.90	18,111,391.90	18,111,391.90
採購	8,791,690.11	8,791,690.11	8,791,690.11	8,791,690.11	8,791,690.11
維保	6,038,194.68	6,038,194.68	6,038,194.68	6,038,194.68	6,038,194.68
佣金	5,230,813.51	5,230,813.51	5,230,813.51	5,230,813.51	3,243,958.58
折舊攤銷	33,554,028.36	33,554,028.36	33,554,028.36	35,163,869.51	17,599,654.76
其他	17,083,105.67	17,273,521.54	17,467,747.08	17,666,413.26	12,739,271.36
合計	114,544,785.11	114,735,200.98	114,929,426.51	116,737,933.85	80,472,127.73
毛利率	57.58%	57.51%	57.43%	56.76%	53.69%

主營業務成本^(附註3)具體成本支出分為人工、能耗、採購成本、維保成本、營銷費用及返佣、其他運營成本、折舊攤銷等。本次評估為評估人員根據職工薪酬的實際情況對其人工單獨進行測算，對能耗、採購成本、維保成本、營銷費用及返佣、其他運營成本根據歷史數據佔收入的比例並考慮以未來可能實際發生的費用來預測。折舊攤銷根據對於企業未來的折舊及攤銷，本次評估是以企業基準日生產、經營管理所需的資產為基礎，根據資產的類別、原值、折舊及攤銷方法確定折舊率及年攤銷額，評估人員以基準日企業的資產賬面原值為計提資產折舊及攤銷的基數，並考慮維持企業預測的營業能力所必需的更新投資支出及新增資產支出綜合計算得出詳細預測期內的折舊及攤銷額。

歷史毛利情況：

	2022年	2023年	2024年	2025年1-3月
毛利率	43.42%	44.87%	46.20%	59.00%

預測期資本性支出主要包括存量固定資產的更新支出和增量固定資產的更新支出。

本次評估所做的盈利預測是根據企業維持現有的經營性固定資產規模及生產力，結合各類資產的經濟耐用年限，對預測期內達到經濟壽命的經營性存量固定資產按資產的重置價值進行更新預測。資產因目前在使用年限超過經濟壽命年限時候會出現損壞，評估中按各項資產經濟壽命年限考慮資產使用到期後進行更新(註：更新為設備達到經濟壽命年限後報廢按照評估原值重新購置，購置後需要計提折舊，對未來利潤產生影響)。

附註3：主營業務成本不包括管理費用和銷售費用。銷售費用根據各項歷史費用佔收入比例進行估算，2023年至2025年第一季期間銷售費用的平均佔收入比例約4.19%。管理費用根據企業核算方式，分析前幾年費用的狀況，確定合理的費用金額，綜合考慮行業發展趨勢等因素，按1%年增長率進行預測。

資本性支出的預測結果匯總如下：

金額單位：人民幣萬元

項目	2025年 4-12月	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	2032年
資本性支出合計	3,453.11	113.36	149.37	172.11	57.36	12,784.50	104.87	17,825.73
項目	2033年	2034年	2035年	2036年	2037年	2038年	2039年	2040年
資本性支出合計	315.17	420.27	15,395.99	242.35	237.15	70.49	282.43	928.33
項目	2041年	2042年	2043年	2044年	2045年	2046年	2047年	2048年
資本性支出合計	443.05	188.33	386.04	172.14	1,858.61	70.18	134.61	447.65
項目	2049年	2050年	2051年	2052年	2053年	2054年	2055年	2056年
資本性支出合計	278.59	881.39	12,289.48	7,500.65	17,785.37	9,770.02	16,758.14	90.35
項目	2057年	2058年	2059年	2060年	2061年	2062年	2063年	2064年1-6月
資本性支出合計	462.77	246.29	202.39	1,500.86	377.10	97.91	7,123.30	78.71

附註4: 房屋、構築物等使用年限較長的資產，折舊完後價值為0。其他資產到使用壽命後仍需更新，所以後續有所增加。2030年年初增加資產按照20年攤銷，每年增加折舊546萬元；2032年年初增加的資產按照20年攤銷每年增加折舊841多萬元；2030年、2031年及之後折舊均比上年有所增加。2052年土地使用權到期需要續費，2024-2025年進行西擴項目開展工程建設及大量購置設備，按照30年經濟壽命2055年需要重新購置，導致2055年資本性支出較大，王子酒店及瞻雲酒店按照裝修週期2051年、2053年需要重新裝修發生大額支出。同時房屋建築物大量2052年折舊完，折舊開始減少，二者相抵，因現有資產多於更新資產，2055年後造成折舊金額減少。

二、估值之關鍵輸入參數值及其釐定方法

折現率的確定

(1) 無風險收益率的確定

國債收益率通常被認為是無風險的，因為持有該債權到期不能兌付的風險很小，可以忽略不計。根據WIND資訊系統所披露的資訊，10年期國債在評估基準日的到期年收益率為1.81%，本資產評估報告以1.81%作為無風險收益率。

(2) 權益系統風險係數的確定

被評估單位的權益系統風險係數計算公式如下：

$$\beta_L = [1 + (1 - t) \times D/E] \times \beta_u$$

式中：
 β_L ：有財務杠杆的權益的系統風險係數；
 β_u ：無財務杠杆的權益的系統風險係數；
 t ：被評估單位的所得稅稅率；
 D/E ：被評估單位的目標資本結構。

根據被評估單位的業務特點，評估人員通過WIND資訊系統查詢了3家滬深A股可比上市公司2025年3月31日的 β_L 值，然後根據可比上市公司的所得稅率、資本結構換算成 β_u 值，並取其平均值0.7065作為被評估單位的 β_u 值，具體資料見下表：

序號	股票代碼	公司簡稱	D/E	β_u 值
1	603099.SH	長白山	0.0159	0.9555
2	000888.SZ	峨眉山A	0.0715	0.5159
3	603199.SH	九華旅遊	0.0001	0.648
β_u 平均值				0.7065

註：選取上述3家上市公司的基準為與目標公司A同樣依托山地地形，大量收入來源於門票、索道票等的景區，這三家長白山、峨眉山A、九華旅遊均為旅遊業上市公司，這三家企業都涵蓋了景區運營、旅遊服務等多個方面。它們不僅負責景區內的景點維護、基礎設施建設，還提供餐飲、住宿等一系列旅遊配套服務，具有相當的可比性。

根據企業的經營特點分析，本次評估目標資本結構取被評估單位資本結構平均D/E，為2.91%，企業所得稅率按照預測期內公司每年預測所得稅測算。被評估單位評估基準日執行的所得稅稅率為25%。

將上述確定的參數代入權益系統風險係數計算公式，計算得出被評估單位的權益系統風險係數。

$$\beta_L = [1 + (1 - t) \times D/E] \times \beta_u$$

(3) 市場風險溢價的確定

市場風險溢價是市場投資報酬率與無風險報酬率之差。其中，評估基準日市場投資報酬率以上海證券交易所和深圳證券交易所股票交易價格指數為基礎，選取1992年至評估基準日的年化周收益率加權平均值綜合分析確定。經測算，評估基準日市場投資報酬率為8.31%，無風險報酬率取評估基準日(2025年3月31日)10年期國債的到期收益率1.81%，即市場風險溢價為6.50%。

(4) 企業特定風險調整係數的確定

企業特定風險調整係數在分析公司的經營風險、市場風險、管理風險以及財務風險等方面風險及對策的基礎上綜合確定。結合被評估單位業務規模、歷史經營業績、行業地位、經營能力、競爭能力、內部控制等情形對企業風險的影響，確定該公司的企業特定風險調整係數為1.5%。

(5) 預測期折現率的確定

(i) 計算權益資本成本

將上述確定的參數代入權益資本成本計算公式，計算得出被評估單位的權益資本成本。

$$\begin{aligned} K_e &= R_f + \beta \times MRP + R_c \\ &= 8.00\% \end{aligned}$$

(ii) 計算加權平均資本成本

採用收益法評估時，計算折現率中債權資本成本的利率，通常以評估基準日有效的短期和長期貸款市場報價利率為基準，分別加被評估單位對應的貸款利率浮動點數，並以短期和長期貸款的金額佔比為權重進行加權平均。

債權資本成本=(評估基準日有效的短期貸款市場報價利率+被評估單位短期貸款利率浮動點數) x 評估基準日短期貸款餘額 / 評估基準日貸款餘額 + (評估基準日有效的長期貸款市場報價利率+被評估單位長期貸款利率浮動點數) x 評估基準日長期貸款餘額 / 評估基準日貸款餘額。

評估基準日，中國人民銀行授權全國銀行間同業拆借中心公佈，2025年3月20日貸款市場報價利率(LPR)為：5年期以上LPR為3.60%。

被評估單位的貸款利率浮動點數取決於貸款銀行對被評估單位信用狀況、償債能力等因素綜合評價。確定被評估單位長短期貸款利率浮動點數時，可以參照被評估單位貸款銀行或最主要貸款銀行距評估基準日最近一次對被評估單位發放5年期以上或相近期限的貸款時，所形成的相對於當時的貸款市場報價利率計算出的貸款利率浮動點數。

長期貸款利率浮動點數取值中國銀行發放的貸款，計算為-0.50%。經測算， $K_d=3.10\%$ 。

評估基準日被評估單位付息債務的平均年利率為3.10%，將上述確定的參數代入加權平均資本成本計算公式，計算得出被評估單位的加權平均資本成本。

$$\begin{aligned} WACC &= K_e \times \frac{E}{D+E} + K_d \times (1-t) \times \frac{D}{D+E} \\ &= 7.84\% \end{aligned}$$

永續增長率為0，因超常增長終將回歸行業評估乃至0增長，被評估單位為傳統行業無永久性壁壘，基於謹慎性原則避免高估資產價值，增長率為0更貼近長期實際。

三、現金流折現模型的敘述性描述

(1) 收益法模型

本次收益法評估模型選用企業自由現金流折現法。

本次採用收益法中的現金流量折現法對企業整體價值評估來間接獲得股東全部權益價值。

企業價值由正常經營活動中產生的經營性資產價值和非正常經營活動無關的非經營性資產價值構成。

企業整體價值=經營性資產價值+溢餘資產價值+非經營性資產負債價值

= (89,913.76+3,656.74+16,539.49)(萬元)

= 110,109.99(萬元)

股東全部權益價值=企業整體價值－有息負債

= (110,109.99-75,500.00)(萬元)

= 34,609.99(萬元)

有息債務指基準日帳面上需要付息的債務，包括一年內到期的非流動負債、長期借款。

其中，經營性資產是指與被評估單位生產經營相關的，評估基準日後企業自由現金流量預測所涉及的資產與負債。經營性資產價值的計算公式如下：

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+r)^t}$$

其中：

- P：評估基準日的企業經營性資產價值；
- F_t ：評估基準日後第*i*年預期的企業自由現金流量；
- r：折現率(此處為加權平均資本成本，WACC)；
- n：預測期；
- t：預測期第*t*年。

其中，企業自由現金流量計算公式如下：

企業自由現金流量=息稅前利潤×(1-所得稅率)+折舊與攤銷-資本性支出-營運資金增加額+其他

(2) 預測期的確定

本次評估預測期為2025年4月1日至2064年6月30日。

(3) 收益期限的確定

根據吉林市松花湖建設投資有限公司與被評估單位2014年8月15日簽訂的《國有土地使用權租賃合同》：吉林市人民政府負責分期辦理松花湖滑雪場約170公頃用地相關手續，將該等用地性質變更為文體用地後作價入股至吉林市松花湖建設投資有限公司，並授權吉林市松花湖建設投資有限公司將該等用地出租給被評估單位使用。租賃期為50年，自2014年7月1日至2064年6月30日。具體形式為，首次用地租賃期限為20年，租賃期限屆滿後，自動續期20年，期滿再行自動續租，直至50年租賃期滿為止。

2023年4月25日，吉林市豐創國有資本投資運營有限公司與被評估單位簽訂了《松花湖度假區西擴副中心項目土地使用權租賃合同》：吉林市豐創國有資本投資運營有限公司租賃位於吉林市豐滿區小白山鄉青山村、吉林省永吉縣口前鎮雙頂子村356,018.00平方米土地使用權給被評估單位用於松花湖西擴項目用地，租賃期為租賃期三次合計為50年，自2023年4月5日至2073年4月5日。首次租賃期為20年，租賃期屆滿後，自動續期20年，期滿再行自動續期10年，直至合計50年租賃期屆滿為止。

因在2064年6月30日松花湖滑雪場土地租賃到期後，西擴項目難以單獨產生收益，對於2064年6月30日松花湖滑雪場土地租賃到期後是否續期被評估單位管理層難以預計，因此本次滑雪場收益期為2025年4月1日至2064年6月30日。酒店、商業房產作為滑雪場的配套項目也預計收益期為2025年4月1日至2064年6月30日。

(4) 淨現金流的確定

本次收益法評估模型選用企業自由現金流，自由現金流量的計算公式如下：

(預測期內每年)自由現金流量=息稅前利潤×(1-所得稅率)+折舊及攤銷-資本性支出-營運資金追加額+其他
=營業收入-營業成本-稅金及附加-期間費用(管理費用、銷售費用)+營業外收支淨額-所得稅+折舊及攤銷-資本性支出-營運資金追加額+其他。

(5) 折現率的確定

按照收益額與折現率口徑一致的原則，本次評估收益額口徑為企業淨現金流量，則折現率選取加權平均資本成本。

公式：

$$WACC = K_e \times \left[\frac{E}{E+D} \right] + K_d \times (1 - T) \times \left[\frac{D}{E+D} \right]$$

式中， E：權益的市場價值；
D：債務的市場價值；
K_e：權益資本成本；
K_d：債務資本成本；
T：被評估單位的所得稅率。

權益資本成本按國際通常使用的CAPM模型進行求取，公式：

$$K_e = r_f \times MRP \times \beta + r_c$$

式中， r_f：無風險利率；
MRP：市場風險溢價；
β：權益的系統風險係數；
r_c：企業特定風險調整係數。

(6) 溢餘資產價值的確定

溢餘資產是指評估基準日超過企業生產經營所需，評估基準日後企業自由現金流量預測不涉及的資產。被評估單位的溢餘資產主要為貨幣資金減最低現金保有量，本次評估採用成本法進行評估。

溢餘資金=貨幣資金評估值－現金保有量，

最低現金保有量主要考慮企業經營所必須的人員工資、扣除折舊後的管理費用、銷售費用等，最低現金保有量=月付現成本×周轉月數

月付現成本=年付現成本／周轉月數

年付現成本=主營業務成本+營業税金及附加+銷售費用+管理費用+所得稅－折舊與攤銷

溢餘資金計算過程如下：

	科目	2025年1-3月	備註
1	年付現成本	70,462,852.27	1=2+3+4+5+6-7
2	主營業務成本	50,018,378.64	
3	營業税金及附加	673,287.33	
4	銷售費用	4,301,053.74	
5	管理費用	22,273,616.59	
6	所得稅	7,836,882.99	
7	減：折舊與攤銷	14,640,367.02	
8	對應月數	3	
9	月付現成本	23,487,617.42	9=1/8
10	周轉月數	1.00	
11	付現周轉現金保有量	23,487,617.42	11=9*10
12	現金保有量	23,487,617.42	12=10*11
13	貨幣資金評估值	60,055,016.60	
14	溢餘資金	36,567,399.18	14=13-12

(7) 非經營性資產、負債價值

非經營性資產、非經營性負債是指與被評估單位生產經營無關的，評估基準日後企業自由現金流量預測不涉及的資產與負債。被評估單位的非經營性資產、非經營性負債包括其他應收款、開發產品、其他流動資產、遞延所得稅資產、其他非流動資產、應付帳款、其他應付款等，本次評估採用成本法進行評估。

非經營性資產、負債主要包括：

科目	業務內容	金額(元)
其他應收款	結算中心存款	137,868,819.37
其他應收款	應收關聯方往來款	259,729,063.75
其他應收款	押金及保證金	245,041.46
開發產品	閒置房產	2,657,300.00
其他流動資產	待抵扣稅金	16,746,526.19
遞延所得稅資產	遞延所得稅資產	3,115,215.94
其他非流動資產	凍結資金	105,000.00
資產合計		420,466,966.71
應付賬款	工程款	35,119,578.40
其他應付款	押金及保證金	4,795,695.43
其他應付款	應付關聯方往來款	215,156,774.21
負債合計		255,072,048.04
淨額		165,394,918.67

四、付息債務價值

付息債務是指評估基準日被評估單位需要支付利息的負債，被評估單位付息債務為一年內到期的非流動負債、長期借款。

明細如下：

放款銀行(或機構)名稱	發生日期	到期日	幣種	賬面價值(元)
中國銀行深圳分行	2022-11	2037-11	人民幣	740,000,000.00
中國銀行深圳分行	2022-11	2025-11	人民幣	15,000,000.00
合計				755,000,000.00

承董事局命
香港中旅國際投資有限公司
主席
吳強

香港，二零二六年二月二十五日

於本公告日期，董事局由三名執行董事吳強先生、馮剛先生及李鵬宇先生；三名非執行董事曾偉雄先生、鄭江先生及范志識先生；以及三名獨立非執行董事宋大偉先生、方璇女士及錢建農先生組成。