

新疆火炬燃气股份有限公司
关于上海证券交易所《关于对新疆火炬燃气股份有限公司
收购股权暨关联交易事项的问询函》的回复公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

新疆火炬燃气股份有限公司（以下简称“公司”、“上市公司”或“新疆火炬”）于 2023 年 7 月 12 日收到上海证券交易所上市公司管理一部《关于对新疆火炬燃气股份有限公司收购股权暨关联交易事项的问询函》（上证公函【2023】0880 号）（以下简称“问询函”），并于 2023 年 7 月 12 日披露了相关内容。

收到《问询函》后，公司高度重视，针对《问询函》中提到的问题积极组织会同相关中介机构及人员对有关问题进行了认真分析、逐项落实，并完成了《问询函》之回复。

现将工作函的回复公告如下：

1、关于资产评估

公告显示，公司同时采用资产基础法和收益法对标的公司进行评估，其中按照收益法评估值 4.95 亿元，增值率为 443.62%，远高于资产基础法评估值 9,491.47 万元。公司最终采用收益法结果定价，但未披露评估过程及依据。此外，评估报告显示标的公司存在多项抵押、质押、担保事项，公司仅披露一笔借款本金为 9,437.8378 万元的担保解除安排。请公司补充披露：（1）采用收益法评估涉及主要参数选择，收入、成本、费用、净利润、现金流等数据预测和现金流折现值等测算过程及依据，说明标的公司评估增值率较高的原因，并对比同行业公司同类资产收购定价情况及可比上市公司市盈率情况说明交易定价公允性；（2）标的公司有关抵质押、担保事项的具体情况、解决措施，以及是否可能对公司产生不利影响；（3）评估过程中是否考虑上述抵质押、担保事项，主

要的考虑因素，以及是否可能影响评估定价的公允性。请评估师对问题（1）、（3）发表意见。

【回复】

（1）采用收益法评估涉及主要参数选择，收入、成本、费用、净利润、现金流等数据预测和现金流折现值等测算过程及依据，说明标的公司评估增值率较高的原因，并对比同行业公司同类资产收购定价情况及可比上市公司市盈率情况说明交易定价公允性

1) 采用收益法评估涉及主要参数选择，收入、成本、费用、净利润、现金流等数据预测和现金流折现值等测算过程及依据，说明标的公司评估增值率较高的原因

（一）收益法评估方法

收益途径采用企业现金流折现方法(DCF)，估算企业的经营性资产的价值，加上评估基准日的其他非经营性或溢余性资产的价值，得到企业整体价值，扣减付息债务价值后，得到企业股东全部权益价值。

计算模型如下：

股东全部权益价值=企业整体价值-付息负债价值

1、企业整体价值

企业整体价值是指股东全部权益价值和付息债务价值之和。根据被评估单位的资产配置和使用情况，企业整体价值的计算公式如下：

企业整体价值=经营性资产价值（企业自由现金流量折现值）+溢余资产价值+非经营性资产负债价值

（1）经营性资产价值

经营性资产是指与被评估单位生产经营相关的，评估基准日后企业自由现金流量预测所涉及的资产与负债。经营性资产价值的计算公式如下：

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{NCF_i}{(1+r)^i} + \frac{NCF_{n+1}}{(r-g) \times (1+r)^n}$$

式中：

P：评估基准日的企业经营性资产价值；

n: 明确的预测期;

i: 预测期第 i 年;

NCF_i: 被评估单位未来第 i 年的预期自由现金流量;

NCF_{n+1}: 稳定期 (永续期) 第一年的预期自由现金流量;

r: 折现率;

g: 永续期增长率;

其中, 企业自由现金流量计算如下:

预测期内每年企业自由现金流量=息前税后利润+折旧及摊销-资本性支出-
营运资金追加额

=税后净利润+税后利息费+折旧及摊销-资本性支出-营运资金追加额

其中, 折现率 (加权平均资本成本,WACC) 计算公式如下:

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E + D} + K_d \times (1 - t) \times \frac{D}{E + D}$$

其中: K_e : 权益资本成本;

K_d : 付息债务资本成本;

E: 权益的市场价值;

D: 付息债务的市场价值;

t: 所得税率。

其中, 权益资本成本采用资本资产定价模型 (CAPM) 计算。计算公式如下:

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

其中: r_f : 无风险利率;

MRP: 市场风险溢价;

β : 权益的系统风险系数;

r_c : 企业特定风险调整系数。

(2) 溢余资产、非经营性资产、非经营性负债价值

溢余资产是指与企业收益无直接关系、超过企业经营所需的多余资产。主要包括溢余现金、收益法评估未包括的资产等。非经营性资产是指与企业收益无直接关系、不产生效益的资产。非经营性负债是与企业日常生产经营无关的负债。

溢余资产、非经营性资产、非经营性负债价值视具体情况采用成本法、收益法或市场法进行评估。

2、付息债务价值

付息债务是指评估基准日的公司需要支付利息的负债。截止评估基准日，标的公司付息债务 7,700.00 万元。

3、收益期

国家有关法律法规未对企业的经营期限有所限制，本次评估设定在正常情况下，企业将一直持续经营，因此，标的公司预期现金流量按永续经营计算。其中，第一阶段为 2023 年 6 月至 2028 年，在此阶段根据标的公司的经营情况及经营计划，收益状况处于变化中；第二阶段自 2029 年起为永续经营，在此阶段标的公司将保持稳定的盈利水平。

4、永续期增长率

结合企业经营情况，基于谨慎原则，本次评估不考虑永续期增长，在此阶段标的公司将保持稳定的盈利水平。

(二) 预测期内关键参数的具体数额及选取依据

1、关键参数的具体数额

金额单位：人民币万元

项目/年度	2023年 6-12月	2024年度	2025年度	2026年度	2027年度	2028年度	永续期
一、营业收入	12,159.92	20,780.85	22,257.41	23,583.02	24,825.12	25,911.50	25,911.50
减：营业成本	8,596.77	14,926.21	15,972.69	16,912.16	17,771.77	18,496.36	18,501.94
减：税金及附加	41.45	66.41	70.69	74.53	78.30	81.84	81.84
减：销售费用	126.03	181.45	190.91	200.85	211.32	222.35	222.37
减：管理费用	286.95	473.02	496.39	519.42	542.84	566.13	566.22
减：研发费用	---	---	---	---	---	---	---
减：财务费用	284.26	487.30	487.30	487.30	487.30	487.30	487.30
加：其他收益	---	---	---	---	---	---	---
二、利润总额	2,824.46	4,646.46	5,039.43	5,388.76	5,733.58	6,057.52	6,051.83
减：所得税费用	713.08	1,173.53	1,272.61	1,360.71	1,447.62	1,529.23	1,527.81

项目/年度	2023年 6-12月	2024年度	2025年度	2026年度	2027年度	2028年度	永续期
三、净利润	2,111.38	3,472.94	3,766.82	4,028.05	4,285.96	4,528.29	4,524.02
加：税后利息费用	213.19	365.48	365.48	365.48	365.48	365.48	365.48
加：折旧与摊销	514.45	900.60	915.20	918.79	929.24	937.47	943.16
减：营运资金增加	560.32	-111.51	-172.36	-154.23	-140.37	-116.84	--
减：资本性支出	465.22	369.60	443.13	331.83	378.78	391.40	669.47
四、企业自由现金流量	1,813.48	4,480.92	4,776.72	5,134.72	5,342.26	5,556.68	5,163.19
折现率	9.61%	9.61%	9.61%	9.61%	9.61%	9.61%	9.61%

2、关键参数的选取依据

(1) 营业收入预测依据

标的公司主要收入来源于天然气销售收入、安装业务收入和增值业务收入。

历史年度标的公司的收入情况如下：

金额单位：人民币万元

项目/年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年1-5月
一、主营业务收入	7,829.27	18,478.20	20,356.08	7,763.14
1、居民用户天然气销售收入	2,502.13	3,306.16	3,394.78	1,803.12
2、商业用户天然气销售收入	413.99	520.55	669.69	330.06
3、工业用户天然气销售收入	3,314.16	12,075.35	13,610.04	3,818.70
4、贸易气销售收入	--	38.02	--	167.64
5、安装业务收入	1,599.00	2,348.24	2,460.14	1,503.28
6、增值业务收入	--	189.88	221.42	140.34
二、其他业务收入	0.63	--	--	--
三、营业收入合计	7,829.90	18,478.20	20,356.08	7,763.14

分析：

①由于管道天然气价格实行动态调整机制，即管道天然气销售价格与气源价格和配气价格联动动态调整，其定价受政府物价监管部门的监管。根据洪发改价管字[2022]1号《关于进贤县管道天然气销售试行价格的批复》，居民类用气价格

为 3.18 元/立方米；非居民用气最高销售价格为 4.5 元/立方米。根据洪发改价管字[2023]8 号关于进贤县管输天然气试行销售价格继续执行的通知，因标的公司管输天然气于 2022 年 7 月 3 日正式开通，没有一个完整的会计年度，不具备成本监审条件，现将《关于进贤县管道天然气销售试行价格的批复》（洪发改价管字[2022]1 号）试行价格有效期延长至 2024 年 6 月 30 日。

在假设未来天然气销售价格不会发生重大变化的前提下，结合目前的燃气销售情况，预测过程中以评估基准日的居民类和非居民类用气销售单价（不含税）作为未来期间的销售单价。

②天然气销售收入主要为居民、商业和工业用户天然气销售收入。未来年度工商业企业销气量预测，依据历史年度销气量情况和企业目前已签订的合同情况，结合对当地对工商业发展情况进行预测。

标的公司已接通西气东输二线管道天然气，在同燃气行业来说具有气源稳定，价格稳定等优势。公司所在行业未来逐步替代液化石油气和煤炭，在燃料领域具有较强的优势。随着国家对环保要求的提高及人民生活水平的提高，越来越多的行业会选择天然气作为燃料进行日常的生活及生产需要，日后随着政策的改变，对公司发展带来机遇。

③贸易气销售业务具有偶发性，本次预测未予以考虑。

④工程安装服务业务针对老旧居民用户的安装费,根据南昌市老住宅居民燃气工程安装费收费标准，工程安装收费标准为 2,280 元/户，其他用户的工程安装服务费用综合参考地方定额、材料设备市场采购成本及其他监管成本实行工程预算定价；目前新楼盘的用户安装费一般在 3,100-3,200 元/户之间。结合对当地对市场发展的展望，综合考虑人口增长、商业发展状况以及房屋更新等情况进行预测。本次预测，以最近一期的平均单位价格作为预测期的单价。

⑤增值业务主要是与燃气安全、便民服务、燃气相关设备的维保、燃气器具等相关的产品销售和能提供的有偿服务。本次预测，结合对当地对市场发展的展望，综合考虑人口增长商业发展状况以及房屋更新等情况进行预测。以上一年增值业务收入为基础，每年可增长一定幅度。

⑥预测时假设所有安装用户均在当期完成开卡并安装。

⑦标的公司的特许经营区域为南昌市进贤县，其收入结构以工业用户天然气销售收入为主，居民用户和商业用户天然气销售收入占比相对较少，未来收入增长主要来源于工业用户天然气销售收入的增长，未来工业用户天然气销售收入预测依据详见本问询函回复“2.关于标的公司经营”之“(2)。

⑧标的公司2023年1-5月实现销售收入7,763.14万元，预测期2023年6-12月营业收入12,159.92万元。预测期2023年6-12月营业收入月均营业收入大于2023年1-5月已实现的营业收入，主要原因与天然气行业特性和大部分生产型企业生产节奏相关，如春节等法定节假日、天气等因素影响，企业生产上半年属于淡季，特别是沥青搅拌站等一些与建筑相关行业，上半年受天气影响特别明显；食品消费类的如酒厂，下半年一般加紧生产，为年底做准备，企业检修也一般会 将设备的检修维护定在上半年。

国家有关法律法规未对企业的经营期限有所限制，本次预测设定在正常情况下，企业将一直持续经营，因此，标的公司预期现金流量按永续经营计算。其中，第一阶段为2023年6月至2028年，在此阶段根据标的公司的经营情况及经营计划，收益状况处于变化中；第二阶段自2029年起为永续经营，在此阶段标的公司将保持稳定的盈利水平。预测结果见下表。

金额单位：人民币万元

项目/年度	2023年6-12月	2024年度	2025年度	2026年度	2027年度	2028年度	永续期
一、主营业务收入	12,159.92	20,780.85	22,257.41	23,583.02	24,825.12	25,911.50	25,911.50
1、居民用户天然气销售收入	1,422.27	3,273.32	3,338.79	3,405.57	3,473.68	3,543.15	3,543.15
2、商业用户天然气销售收入	268.56	619.27	640.94	663.70	687.59	712.69	712.69
3、工业用户天然气销售收入	9,631.43	15,203.35	16,875.72	18,394.53	19,682.15	20,666.26	20,666.26
4、贸易气销售收入	---	---	---	---	---	---	---
5、安装业务收入	749.94	1,450.00	1,160.00	870.00	725.00	725.00	725.00
6、增值业务收入	87.72	234.91	241.96	249.22	256.70	264.40	264.40
二、其他业务收入	---	---	---	---	---	---	---
三、营业收入合计	12,159.92	20,780.85	22,257.41	23,583.02	24,825.12	25,911.50	25,911.50

(2) 营业成本预测依据

标的公司营业成本主要为主要是购气成本、资产折旧摊销、人工成本及其他支出。

历史年度标的公司的成本情况如下：

金额单位：人民币万元

项目/年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 1-5 月
1、天然气购气成本	4,947.31	15,463.18	16,179.71	4,869.39
2、天然气安装业务成本	640.79	103.94	567.39	200.75
3、增值业务成本	--	70.45	137.14	34.65
4、人工成本支出	--	64.32	59.28	24.90
5、运营成本	--	84.24	33.55	-0.72
6、折旧摊销	428.30	1,242.34	629.87	329.75
7、安全生产费	--	--	277.57	146.44
营业成本合计	6,016.40	17,028.46	17,884.52	5,605.16

分析：

①标的公司原来天然气均通过使用槽罐车运输购入，从 2022 年 7 月开始，随着天然气利用工程西气东输二线的上海支线管输气的开通，标的公司的气源架构由原来的单一使用槽罐车运输购入，转变为主要通过“西气东输二线的上海支线”直接向终端用户输送天然气，“西气东输二线的上海支线”的接通将使标的公司的供气能力出现较大程度的增加，气源上实现了管道天然气和液化天然气 LNG 的双重保障，购气成本比以前年度有较大幅度的降低。

②采暖季一般指 11 月至 3 月，非采暖季指 4 月-10 月。其中管道天然气购气成本由气价和管输费组成。本次预测，参考标的公司近期与中国石油天然气股份有限公司天然气销售江西分公司签订的《天然气购销合同》天然气销售价格，以采暖季和非采暖季的平均购气单价（不含税）作为预测期天然气的购气价格。

③天然气安装业务成本主要为施工材料成本，预测期天然气安装业务毛利率，参考同行业可比上市公司的平均毛利率并结合标的公司的情况进行调整后的毛利率进行预测。不同地区的价格政策及不同企业的管理水平，不同企业安装业务毛利率亦存在较大差异。根据标的公司经审定的财务数据，2022 年度及 2023 年

1-5 月天然气安装业务毛利率分别为 76.94%和 86.65%，预测时基于谨慎、保守的方式对天然气安装业务按 60%毛利率计算天然气安装业务成本。

④增值业务成本主要为材料成本，根据标的公司经审定的财务数据，2022 年度及 2023 年 1-5 月增值业务毛利率分别为 38.06%和 75.31%，预测时以增值业务最近一年一期的平均毛利率作为预测期增值业务的毛利率计算增值业务成本。

⑤运营成本主要零星材料的费用，本次预测，参考 2021 年度和 2022 年度运营成本的占营业收入的平均值为基础进行预测。

⑥安全生产费按照关于印发《企业安全生产费用提取和使用管理办法》的通知，财资〔2022〕136 号的相关规定进行预测。

金额单位：人民币万元

项目/年度	2023 年 6-12 月	2024 年度	2025 年度	2026 年度	2027 年度	2028 年度	永续期
1、天然气购气成本	7,419.61	12,924.45	14,053.37	15,087.13	15,976.72	16,676.51	16,676.51
2、天然气安装业务成本	299.98	580.00	464.00	348.00	290.00	290.00	290.00
3、增值业务成本	37.72	101.01	104.04	107.16	110.38	113.69	113.69
4、人工成本支出	37.52	65.73	69.21	72.88	76.74	80.81	80.81
5、运营成本	37.74	64.49	69.08	73.19	77.05	80.42	80.42
6、折旧摊销	504.82	883.74	898.07	901.59	911.84	919.92	925.50
7、安全生产费	259.38	306.79	314.92	322.21	329.04	335.01	335.01
营业成本合计	8,596.77	14,926.21	15,972.69	16,912.16	17,771.77	18,496.36	18,501.94

（3）税金及附加预测依据

标的公司近年来的税金及附加主要包括城市维护建设税、教育费附加、地方教育附加、印花税、城镇土地使用税、房产税。对于城市维护建设税、教育税附加、地方教育费附加，以应交增值税为税基乘以适用税率进行预测；对于印花税，结合未来营业收入、成本预测情况乘以适用税率进行预测；房产税、土地使用税以评估基准日实际情况为基础，对未来进行预测。

（4）销售费用预测依据

标的公司近年来的销售费用主要为销售人员的职工薪酬、办公差旅费、折旧摊销等。将销售费用划分不同性质，并综合考虑历史情况和未来费用预算控制政

策等进行预测。其中：办公差旅费等相对固定费用在上年的基础上按一定比例增长；折旧摊销费用综合考虑历史占总资产折旧摊销规模的比例、未来资产规模及折旧摊销情况进行预测；职工薪酬按照未来销售人员配置情况和费用预算控制政策进行预测。

（5）管理费用预测依据

标的公司近年来的管理费用主要为职工薪酬支出、办公费、业务招待费和折旧摊销等，将管理费用划分不同性质，并综合考虑历史情况和未来费用预算控制政策等进行预测。其中：办公费、业务招待费、车辆使用费、中介机构费等相对固定费用在上年的基础上按一定比例增长；折旧摊销费用综合考虑历史占总资产折旧摊销规模的比例、未来资产规模及折旧摊销情况进行预测；职工薪酬按照未来管理人员配置情况和费用预算控制政策进行预测。

（6）研发费用预测依据

标的公司主要从事城镇燃气的输配与运营业务，无需进行项目研发，历史年度无研发费用，未来年度不予考虑。

（7）财务费用预测依据

标的公司近年来的财务费用主要包括利息收入、利息支出、手续费。未来利息支出根据基准日公司的有息负债本金进行预测；活期存款利息收入较少，影响较小，可以忽略，因此不考虑相关利息收入；相关手续费支出金额较少，影响较小，可以忽略，本次预测中不考虑。

（8）其他收益预测依据

政府补助具有偶然性，且不属于经营性资产产生的相关收益，未来预测不予以考虑。

（9）营业外收入、支出预测依据

企业营业外收入、营业外支出主要为非经常性事项等偶然性收支，从谨慎角度考虑，本次预测中不考虑。

（10）所得税预测依据

本次评估根据国家执行的现行所得税法，并结合标的公司未来利润总额和纳税调整事项进行估算，本次预测采用 25%作为税率。

纳税调整事项主要为业务招待费和研发费用加计扣除，其中业务招待费纳税调整事项，按发生额 60%和营业收入 0.5%孰少税前扣除标准，实际发生额超出税前扣除标准部分进行纳税调整。其他纳税调整事项没有发生或涉及金额较小，影响非常小，可以忽略不计。

（11）折旧与摊销预测依据

本次评估中，在计算原有资产折旧摊销时，按照标的公司执行的折旧摊销政策，以基准日评估对象的账面原值、预计使用期等估算未来经营期的折旧摊销额。未来新增资产的折旧摊销根据标的公司执行的折旧摊销政策估算未来经营期的折旧摊销额。

（12）资本性支出预测依据

资本性支出不仅是考虑固定资产的更新改造支出，还考虑了依赖企业自身的生产经营所能实现的资本性支出，是企业保持现有的经营规模和生产水平，获得永续收益的保障。根据被评估企业的实际情况，预测时考虑对资本性支出中的固定资产的维修改造支出，并考虑适当增加保持现有经营规模所需增加固定资产的购置及配置性支出。

（13）营运资金增加额预测依据

营运资金增加额系指资产持有人在不改变当前主营业务条件下，为保持资产持有人持续经营能力所需的新增营运资金。

营运资金等于营业流动资产减去无息流动负债。营业流动资产包括公司经营所使用或需要的所有流动资产，包括必要的现金持有量、应收账款、其他应收款、预付账款、存货等。无息流动负债包括应付账款、预收账款、应付职工薪酬、应交税费和其他应付款等。

根据对标的公司经营情况的调查，以及历史经营的资产和损益、收入及成本费用的统计分析，以及对未来经营期内各年度收入与成本的估算结果，并结合评估对象目前的经营计划，参考同行业数据，对营运资金增加额情况进行预测。

（14）折现率预测依据

折现率，又称期望投资回报率。根据企业会计准则的规定，为了资产减值测试的目的，计算资产未来现金流量现值时所使用的折现率应当是反映当前市场货币时间价值和资产特定风险的税前折现率。该折现率是企业在购置或者投资资产

时所要求的必要报酬率。本次评估中，在确定折现率时，根据评估对象加权平均资本成本（WACC）作适当调整后确定。

$$\text{税后 WACC} = E/(D+E) \times K_e + D/(D+E) \times (1-T) \times K_d$$

其中： K_e ： 权益资本成本；

K_d ： 债务资本成本；

E ： 被评估对象的目标权益资本的市场价值；

D ： 被评估对象的目标债务资本的市场价值；

T ： 被评估对象所得税税率

本次评估采用资本资产定价修正模型（CAPM），来确定评估对象普通权益资本成本 K_e ，计算公式为：

$$K_e = R_f + \beta_L \times MRP + R_c$$

式中： K_e ——权益资本成本；

R_f ——无风险报酬率；

β_L ——权益资本系统风险系数；

MRP ——市场风险溢价；

R_c —— 评估对象特定风险调整系数。

模型中有关参数的选取过程：

①无风险报酬率 R_f 的确定

无风险收益率（Risk-free rate of return）是指把资金投资于一个没有任何风险的投资对象所能得到的收益率。国债收益率通常被认为是无风险的，因为持有该债权到期不能兑付的风险很小，可以忽略不计。

本次评估取沪深两市交易的到期日距评估基准日 10 年以上的且在评估基准日当月有交易记录的全部国债在评估基准日的到期收益率（复利）的算术平均值作为长期无风险报酬率 R_f ，结果为 3.15%。

②权益系统风险系数 β_L 的确定

被评估对象的权益系统风险系数计算公式如下：

$$\beta_L = \beta_u \times (1 + (1-T) \times D/E)$$

式中：

β_L ： 有财务杠杆的权益的系统风险系数

β_u : 无财务杠杆的权益的系统风险系数

t: 被评估对象的所得税税率

D/E: 被评估对象的目标资本结构

权益系统风险系数是衡量委估企业相对于资本市场整体回报的风险溢价程度,也用来衡量个别股票受包括股市价格变动在内的整个经济环境影响程度的指标。样本公司的选择,通常来说选择与被评估对象在同一行业或受同一经济因素影响的上市公司作为参考公司,且尽量选择与被评估对象在同一国家或地区的企业作为参考公司。

我们通过同花顺资讯金融终端查询了属于“电力、热力、燃气及水生产和供应业--燃气生产和供应业”行业在沪深交易所上市的企业,剔除 ST 公司、含 B 股公司等风险因素明显差异的公司,及上市不足三年无足够数据计算 Beta 数据的公司后,作为可比公司。通过可比公司的调整权益系统风险系数值,通过获取企业的权益债务比及所得税率,确定可比无财务杠杆 Beta 系数 β_u 为 0.6176,及标的公司的目标资本结构 D/E 为 22.04%。

标的公司适用企业所得税率为 25%,本次预测以 25%作为计算折现率的企业所得税率。

则: 标的公司的权益系统风险系数 β_L

$$= \beta_u \times (1 + (1 - T) \times D/E)$$

$$= 0.7197$$

③确定市场风险超额回报率

市场风险溢价 (Market Risk Premium, MRP) 又称为股权风险溢价 (Equity Risk Premiums, ERP), 是对于一个充分风险分散的市场投资组合, 投资者所要求的高于无风险收益率的回报率。

中国市场风险溢价通常可以利用中国证券市场指数的历史风险溢价数据计算、采用其他成熟资本市场风险溢价调整方法、引用相关专家学者或专业机构研究发布的数据。

本次评估利用中国证券市场沪深 300 指数的历史风险溢价数据计算。计算方法及过程如下:

1) R_m 计算基数为 2004 年 12 月 31 日的沪深 300 指数 1000;

2) 算每个月的年化市场收益率，计算的平均方法为几何平均；

3) 取评估基准日前 120 个月的年化市场收益率的平均数作为评估基准日的期望市场报酬率 R_m ；

4) 取沪深两市交易的到期日距评估基准日 10 年以上的且在评估基准日当月有交易记录的全部国债在评估基准日的到期收益率（复利）的算术平均值，计算结果为 3.15%；

5) 长期市场风险溢价 MRP 为 $R_m - R_f = 10.19\% - 3.15\% = 7.04\%$ 。

④特定风险调整系数的确定

在本次评估中从以下几个方面考虑标的公司未来经营中存在的 uncertainty 或劣势来确定其特有风险收益率：

对关键人员的依赖程度；公司规模；产品多样化；行业竞争地位；对少数客户的依赖程度等等。

经过综合考虑标的公司的个别风险，确定标的公司特定风险调整系数 R_s 如下：

序号	风险项目	说明	权重	风险值	加权风险值
1	对关键人员的依赖程度	对企业管理人员依赖中等	0.20	3	0.60%
2	公司规模	公司规模一般	0.20	2	0.40%
3	产品多样化	标的公司资产规模相对较大，资产正常运行，日常维护保养情况良好	0.20	3	0.60%
4	行业竞争地位	行业竞争中等	0.20	3	0.60%
5	对少数客户的依赖程度	依赖程度中等	0.20	3	0.60%
合计			1.00	—	2.80%

⑤计算权益资本成本 K_e

将上述确定的参数代入权益资本成本计算公式，计算得出标的公司的权益资本成本。

$$K_e = R_f + \beta L \times MRP + R_c$$

$$= 11.02\%$$

⑥债务资本成本 K_d

因企业借款多为 1 年以上长期借款，本次评估以 LPR 作为 K_d ，采用 5 年期以上 LPR 利率 4.30% 作为债务资本成本 K_d 。

⑦税后折现率 WACC 的确定

$$\begin{aligned} \text{税后 WACC} &= E/(D+E) \times K_e + D/(D+E) \times (1-T) \times K_d \\ &= 9.61\% \end{aligned}$$

(15) 溢余或非经营性净资产价值预测依据

经核实，在评估基准日，标的公司账面存有非经营性或溢余性资产（负债），本次估算的净现金流量中未予考虑，在估算企业价值时另行单独估算其价值。。

(16) 有息负债预测依据

付息债务是指评估基准日标的公司需要支付利息的负债。截止评估基准日，标的公司付息债务为 7,700.00 万元。

(三) 标的公司评估增值率较高的原因

经收益法评估，标的公司股东全部权益账面价值为 9,112.17 万元，评估值为 49,536.00 万元，增值额为 40,423.83 万元，增值率为 443.62 %。

标的公司主要业务为天然气销售收入和安装业务收入，标的公司账面净资产为按照会计准则对相关资产历史成本及历史经营情况的反映，未考虑资产市场价值的变动，账面净资产并不能全面反映标的公司的真实价值。企业价值除了各类实物资产、营运资金等有形资源之外，还应包含企业所享受的各项政策红利、经营资质、特许经营权、供应商资源优势、销售渠道网络、服务能力、人力资源、商誉等无形资源的贡献。

就本项目而言，标的公司账面并无该等重要的无形资产的价值，而收益法评估的结论是对标的公司各项综合要素形成的企业整体盈利能力所体现市场价值的反映，包含了该等账面未记录的无形资源的贡献，因此收益法评估结果较账面净资产有较大增值。

经过上述测算后，标的公司收益法评估增值率为 443.62 %，属于正常范围。

2) 对比同行业公司同类资产收购定价情况及可比上市公司市盈率情况说明 交易定价公允性

(一) 与市场同类交易平均市净率对比分析

根据公开披露信息，我们查询到近三年 A 股上市公司收购案例中与标的公司同属于燃气行业的交易标的共 5 个，分别为德龙汇能收购艾雪、郝梦宇、高戈持有的曲靖市马龙区盛能燃气有限公司 70% 股权、水发燃气收购山东水发控股集团有限公司持有的鄂尔多斯市水发燃气有限公司 40.21% 股权、水发燃气收购吴向

东、耿泽持有的通辽市隆圣峰天然气有限公司 51%股权及铁岭市隆圣峰天然气有限公司 51%股权，皖天然气收购邹梅持有的芜湖港华燃气有限公司 50%股权，其中：由于水发燃气收购山东水发控股集团有限公司持有的鄂尔多斯股权市盈率远高于燃气公司平均水平，未纳入比较范围。

可比交易标的的市净率统计如下表：

上市公司	交易标的	评估基准日	市净率
德龙汇能 (000593)	曲靖市马龙区盛能燃气有限公司 70%股权	2023 年 2 月 28 日	3.07
水发燃气 (603318)	通辽市隆圣峰天然气有限公司 51%股权	2021 年 6 月 30 日	2.56
水发燃气 (603318)	铁岭市隆圣峰天然气有限公司 51%股权	2021 年 6 月 30 日	4.28
皖天然气 (603689)	芜湖港华燃气有限公司 50%股权	2022 年 3 月 31 日	2.49
平均市净率			3.10
新疆火炬 (603080)	江西国能燃气有限公司 60%股权	2023 年 5 月 31 日	5.43

注：1、以上数据来源于上市公司并购案例的公告资料

2、市净率=标的股权交易价格/(净资产*购买的股权比例)

如上表所示，标的公司市净率与盛能燃气、通辽市隆圣峰及气港华燃气差异较大，主要原因分析如下：

标的公司与上述公司业务及资产比较情况

可比公司	曲靖市马龙区盛能燃气有限公司	芜湖港华燃气有限公司	通辽市隆圣峰天然气有限公司	标的公司
业务及资产情况	整体规划构成产业链闭环，已经投产 LNG 液厂、CNG 母站与 LNG 加气站	经营范围：燃气设施建设和经营；燃气加工、存储、输配、供应；汽车加气；	资产包括：建有总长 199.354 公里长输官网；办公生产用房主要包括三亚别墅、办公楼。	工商业、居民用户城市燃气销售

资产结构分析如下：

燃气公司用户通常包括居民用户（生活用气）、工商业与用户（生产经营用气）、CNG 车用气用户（用作车辆动力）及 LNG 客户。在城市门站接入上游管输公司的长输高压管网，通过自建的城市中压管网销售给终端客户，或在自建的 LNG 工厂液化后销售给下游燃气公司。其中：

销售 CNG 车用气需要购置商业用地，并建设加气站，不仅土建成本投资大，

设备投资也非常大。根据美能能源《招股说明书》披露，加气站单套加气站设备（含储气和压缩机）价格即高达 384.14 万元。

LNG 业务指从上游客户采购量管道气，通过自建的 LNG 工厂液化后，再用液化气槽车用书销售给下游客户，建设 LNG 工厂通常投资巨大。

如上表所示：曲靖市马龙区盛能燃气有限公司及芜湖港华燃气有限公司由于业务范围涉及 CNG 加气及 LNG 液厂，故其资产量较大；通辽市隆圣峰天然气有限公司由于没有上游管输公司的长输管网接入城市门站，自建了近 200 公里的长输管网，且作为办公生产的资产主要包括三亚别墅、办公楼等，故其资产量也相对较大。

相对上述可比公司，标的公司业务并不涉及车用气及 LNG 销售，无需建设 CNG 加气站及 LNG 工厂。产权属国家管网公司长输管网直接接入城市门站，也无需建设长输高压管线。所有实物资产均仅满足与主营业务所需，故实物资产量相对较低。

此外，由于工商业用户单户用气量会远高于居民用气量，故在销量一定的情况下，对居民用户销量占比越高，所需的资产量也越大，在其他因素一致的情况下，其市净率通常会越低，相反，非居民用户占比越高，所需的资产量也越小，市净率通常会越高。2022 年度，标的公司居民用户销售收入占比仅为 16.68%，远低于目前已上市可查询相关数据的城市燃气企业，属于个别特殊情况。

综上，由于产品及资产状况差异，标的公司市净率高于上述可比公司具有合理性。

（二）与同行业可比上市公司市盈率（倍数）对比分析

根据标的主营业务，我们通过同花顺资讯金融终端查询了属于“电力、热力、燃气及水生产和供应业--燃气生产和供应业”行业在沪深交易所上市的企业，剔除主要从事管输业务的企业（如陕天然气、皖天然气）、大量从事天然气批发业务的企业（如洪通燃气、深圳燃气）、非城市燃气占比较高企业（如新天然气、佛燃股份）、国有控股且最近一期亏损的企业（如重庆燃气、长春燃气）等业务结构及风险因素明显差异的公司，以 2023 年 6 月 30 日进行计算，同行业可比上市公司估值情况如下：

证券代码	证券名称	滚动市盈率（TTM）
603053.SH	成都燃气	18.42

证券代码	证券名称	滚动市盈率（TTM）
603080.SH	新疆火炬	23.49
603706.SH	东方环宇	20.32
000593.SZ	德龙汇能	48.78
001299.SZ	美能能源	37.19
平均滚动市盈率（TTM）		29.64
标的公司滚动市盈率（TTM）		15.29

注：1、以上可比公司数据取自同花顺资讯

2、滚动市盈率(TTM)=股东权益价值/最近12个月归属母公司股东的净利润(TTM)

3、选取2023年6月30日收盘价做计算可比上市公司滚动市盈率(TTM)指标

4、因标的公司从2022年7月开始，正式接入天然气国家管网，故归属母公司股东的净利润(TTM)计算期间按2022年7月至2023年6月计算

5、标的公司净利润(TTM)=2022年7-12月净利润+2023年1-6月净利润

$$=1,584.10+1,656.36=3,240.46 \text{ 万元}$$

由上表可知，同行业可比上市公司的平均滚动市盈率（TTM）为29.64倍，根据标的公司本次评估值计算的滚动市盈率为15.29倍，低于同行业可比上市公司的平均滚动市盈率（TTM），资产评估增值率合理。

（三）评估机构核查意见

经核查，资产评估机构认为：1、标的公司收益法评估下的参数选择依据合理，对标的公司预测期涉及主要参数选择，收入、成本、费用、净利润、现金流等数据预测和现金流折现值等测算过程及依据充分、预测结果合理；2、对比同行业同类资产收购案例及可比上市公司市盈率，收益法评估结果合理。

（2）标的公司有关抵质押、担保事项的具体情况、解决措施，以及是否可能对公司产生不利影响；

（一）标的公司有关抵质押、担保事项的具体情况

截止本问询函回复日，标的公司抵质押、担保事项如下：

1、对外担保

2022年11月1日，标的公司与兴业银行股份有限公司南昌分行签订《最高额保证合同》，为江西中久天然气集团有限公司在一定期限内连续发生的债务提供连带责任保证担保，保证最高额主债权额为2.16亿元，保证额度有效期自2022年11月1日至2027年12月31日期限内发生的债务。

2022年11月16日，江西中久天然气集团有限公司向兴业银行股份有限公司南昌分行签订《流动资金借款合同》，借款本金9437.8378万元，借款期限一年（2022年11月16日至2023年11月15日）。

2、为公司自身债务提供担保

2021年1月11日，标的公司与九江银行股份有限公司进贤县支行签订《最高额权利质押合同》，质押物为标的公司持有的《江西省南昌市进贤县管道燃气特许经营协议》项下的燃气特许经营权，担保期限2021年1月至2024年1月，担保的债权最高余额折合人民币10,400.00万元。

2021年1月11日，标的公司与九江银行股份有限公司进贤县支行签订《应收账款质押登记协议》，质押物为依据《江西省南昌市进贤县管道燃气特许经营协议》项下2021年1月11日至2024年1月31日的供气收入与初装费收入。

2022年12月12日，标的公司与江西进贤农村商业银行股份有限公司三阳支行签订《抵押合同》，被担保的主债权为江西进贤农村商业银行股份有限公司三阳支行依据主合同规定的期间内向标的公司发放的借款本金余额，借款本金最高额960.00万元，借款用途为购买天然气，担保期限2022年12月12日至2025年12月7日。抵押物为坐落于进贤镇投资创业服务中心土地，共13,333.34平方米，不动产证书编号：“赣2017进贤县不动产权证第0006333号”。

（二）抵质押、担保事项的解决措施，以及是否可能对公司产生不利影响；

1、标的公司担保事项的解决措施

截止本问询函回复日，标的公司对外担保只存在一项为江西中久天然气集团有限公司在一定期限内连续发生的债务提供连带责任保证担保。根据新疆火炬与江西中久签订的《股权转让协议》及《补充协议》“第三条 股权交割的前提条件”及“第四条 价款支付与股权交割”：“新疆火炬支付的第一笔股权转让价款应存放于新疆火炬与江西中久共同开立的资金共管账户，专项用于解决标的公司为江西中久提供借款担保事项及江西中久归还标的公司往来款。”；“新疆火炬支付第二期股权转让款之前，标的公司需满足“标的公司已全部解除包括但不限于大华会计所为本次交易所出具的审计报告所列示的标的公司为任何第三方提供的任何形式担保”。

综上，根据本次交易的《股权转让协议》及《补充协议》，标的公司对外担

保将会在股份交割前由江西中久解除，江西中久所欠标的公司往来款也会完成本次交易股权交割之前归还。标的公司自身亦具有良好的盈利能力，不存在由于无法偿还贷款资产被银行强制执行对公司产生不利影响的情况。

(3) 评估过程中是否考虑上述抵质押、担保事项，主要的考虑因素，以及是否可能影响评估定价的公允性

(一) 评估过程中是否考虑上述抵质押、担保事项，主要的考虑因素

1、评估基准日，标的公司抵质押、担保事项：

(1) 2021年1月11日，标的公司与九江银行股份有限公司进贤县支行签订《最高额权利质押合同》，质押物为标的公司持有的《江西省南昌市进贤县管道燃气特许经营协议》项下的燃气特许经营权，担保期限2021年1月至2024年1月，担保的债权最高余额折合人民币10,400.00万元。

(2) 2021年1月11日，标的公司与九江银行股份有限公司进贤县支行签订《应收账款质押登记协议》，质押物为依据《江西省南昌市进贤县管道燃气特许经营协议》项下2021年1月11日至2024年1月31日的供气收入与初装费收入。

(3) 2022年12月12日，标的公司与江西进贤农村商业银行股份有限公司三阳支行签订《抵押合同》，被担保的主债权为江西进贤农村商业银行股份有限公司三阳支行依据主合同规定的期间内向标的公司发放的借款本金余额，借款本金最高额960.00万元，借款用途为购买天然气，担保期限2022年12月12日至2025年12月7日。抵押物为坐落于进贤镇投资创业服务中心土地，共13,333.34平方米，不动产证书编号：“赣2017进贤县不动产权证第0006333号”。

(4) 2022年11月1日，标的公司与兴业银行股份有限公司南昌分行签订《最高额保证合同》，为江西中久天然气集团有限公司在一定期限内连续发生的债务提供连带责任保证担保，保证最高额主债权额为2.16亿元，保证额度有效期自2022年11月1日至2027年12月31日期限内发生的债务。

2022年11月16日，江西中久天然气集团有限公司向兴业银行股份有限公司南昌分行签订《流动资金借款合同》，借款本金9437.8378万元，借款期限一年（2022年11月16日至2023年11月15日）。

2、评估过程中是否考虑上述抵质押、担保事项，及主要的考虑因素

基于下述（二）的因素，评估师经判断，上述抵质押、担保事项不会影响评估结论的公允性，因此本次评估未考虑标的公司涉及的上述抵质押、担保事项对基准日评估结论可能的影响。

（二）标的公司抵质押、担保事项是否可能影响评估定价的公允性

对于序号（1）至序号（3）的抵质押、担保事项，为标的公司对自己的债务进行的担保。评估师经过查询、了解、分析，标的公司对天然气销售、安装业务和增值业务均为采用预收费方式进行结算，在该销售模式下，能够为标的公司生产经营所需资金提供有力保障，同时使得标的公司取得较为稳定的现金流入，与行业其他公司比较，符合行业的经营特点。同时，经核查，标的公司经营情况良好，未发现可能不能偿还该项借款的迹象，因此该事项不会对评估结论造成影响。

对于序号（4）担保事项，为标的公司对江西中久天然气集团有限公司债务进行的对外担保。评估师经过查询、了解、分析，江西中久天然气集团有限公司经营正常，未发现可能不能偿还该项借款的迹象。且根据新疆火炬与江西中久签订的《股权转让协议》及《补充协议》“第三条 股权交割的前提条件”及“第四条 价款支付与股权交割”：“新疆火炬支付的第一笔股权转让价款应存放于新疆火炬与江西中久共同开立的资金共管账户，专项用于解决标的公司为江西中久提供借款担保事项及江西中久归还标的公司往来款。”；“新疆火炬支付第二期股权转让款之前，标的公司需满足“标的公司已全部解除包括但不限于大华会计所为本次交易所出具的审计报告所列示的标的公司为任何第三方提供的任何形式担保。”，因此该事项不会对评估结论造成影响。

（三）评估机构核查意见

经核查，资产评估机构认为：本次评估未考虑标的公司涉及的上述抵质押、担保事项，不会影响评估定价的公允性。

2、关于标的公司经营

公告显示，标的公司主营燃气销售、管道燃气及相关燃气设施的建设经营，2022年及2023年1-5月的营业收入分别为2.04亿元和7763.14万元，净利润分

别为 1302.83 万元和 1387.12 万元，2023 年标的公司盈利水平大幅提升。交易对方承诺标的公司 2023 年、2024 年、2025 年经审计扣除非经常性损益后的净利润分别不少于 3500 万元、4000 万元及 4500 万元。请公司补充披露：（1）结合收入、成本构成、费用变化及经营地客户情况，说明标的公司净利润率在 2023 年大幅增加的原因，并与同行业公司变化情况进行比较说明合理性；（2）结合天然气价格管控的行业特点、不同类型客户历史销售、在手订单及未来规划，说明标的公司收入增幅预测的依据及合理性；（3）结合前述问题分析标的公司收入增长、盈利能力提升可持续性，说明业绩承诺是否具有可实现性。

【回复】

（1）结合收入、成本构成、费用变化及经营地客户情况，说明标的公司净利润率在 2023 年大幅增加的原因，并与同行业公司变化情况进行比较说明合理性；

（一）标的公司净利润率

2023 年 1-5 月及 2022 年度，标的公司净利润率情况如下：

金额单位：人民币元

项目	2023 年 1-5 月	2022 年度
营业收入	77,631,433.06	203,560,752.93
净利润	13,871,228.22	13,028,250.49
净利润率	17.87%	6.40%

2023 年 1-5 月及 2022 年度，标的公司净利润率分别为 17.87%和 6.40%，2023 年 1-5 月较 2022 年度增长了 11.47 个百分点。

（二）标的公司收入情况

2023 年 1-5 月及 2022 年度，标的公司收入情况如下：

金额单位：人民币元

项目	2023 年 1-5 月		2022 年度	
	金额	占比	金额	占比
天然气销售	60,465,733.02	77.89%	179,739,163.20	88.30%
天然气安装	15,762,258.00	20.30%	21,607,344.48	10.61%
其他	1,403,442.04	1.81%	2,214,245.25	1.09%
合计	77,631,433.06	100.00%	203,560,752.93	100.00%

标的公司收入主要由天然气销售及天然气安装组成。2023 年 1-5 月较 2022

年度天然气销售业务收入占比减少 10.41%，天然气安装业务收入占比增加 9.69%，其他业务增加 0.72%。

各业务类型毛利率情况如下：

金额单位：人民币元

项目	2023 年 1-5 月			2022 年度		
	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入	营业成本	毛利率
天然气销售	60,465,733.02	53,697,618.27	11.19%	179,739,163.20	172,924,693.46	3.79%
天然气安装	15,762,258.00	2,007,499.21	87.26%	21,607,344.48	4,549,095.32	78.95%
其他	1,403,442.04	346,482.09	75.31%	2,214,245.25	1,371,411.72	38.06%
合计	77,631,433.06	56,051,599.57	27.80%	203,560,752.93	178,845,200.50	12.14%

受业务及行业属性影响，天然气安装业务毛利率远高于天然气销售业务毛利率。2023 年 1-5 月较 2022 年度，毛利率较低的天然气销售业务收入占比减少 10.41%，毛利率较高的天然气安装业务收入占比增加 9.69%。公司收入构成变化导致公司毛利率有所增加。

（三）标的公司成本构成

2023 年 1-5 月及 2022 年度，标的公司营业成本构成情况如下：

金额单位：人民币元

项目	2023 年 1-5 月			2022 年度		
	金额	占营业成本比例	占营业收入比例	金额	占营业成本比例	占营业收入比例
直接材料	53,801,576.69	95.99%	69.30%	173,186,813.09	96.84%	85.08%
直接人工	242,523.67	0.43%	0.31%	1,109,292.09	0.62%	0.54%
制造费用	2,007,499.21	3.58%	2.59%	4,549,095.32	2.54%	2.23%
合计	56,051,599.57	100.00%	72.20%	178,845,200.50	100.00%	87.86%

标的公司 2023 年 1-5 月较 2022 年度，直接材料占总成本比例减少 0.85%，直接人工占总成本的比例减少 0.19%，制造费用占总成本的比例增加 1.04%。营业成本组成结构稳定，占比基本持平，未发生重大变化。

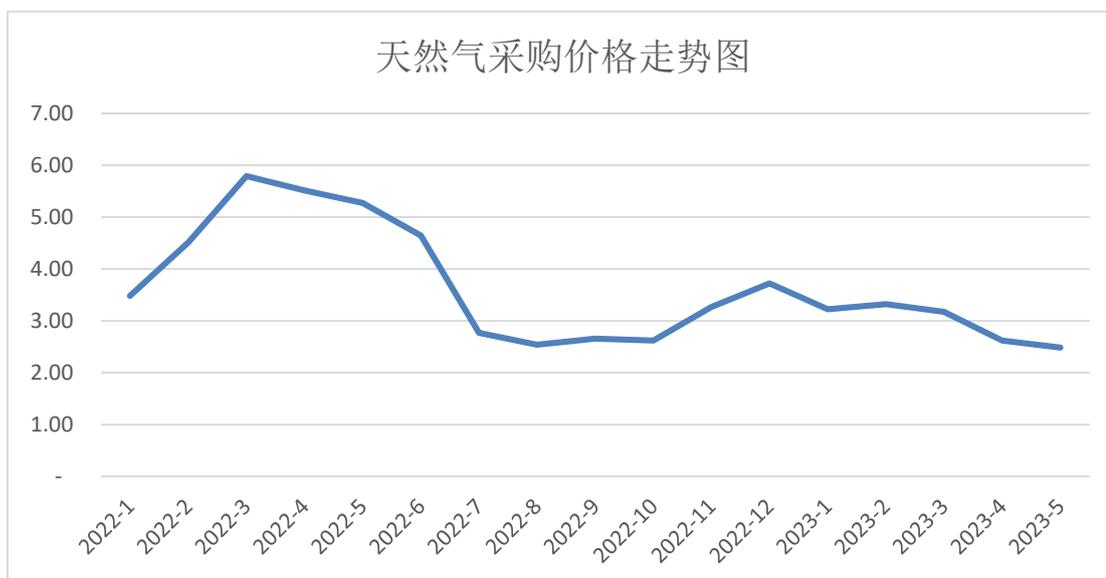
2023 年 1-5 月较 2022 年度，直接材料成本占营业收入比例减少 15.77%，直接人工成本占营业收入比例减少 0.23%，制造费用成本占营业收入比例增加 0.35%。公司营业成本占营业收入比例下降 15.66%，主要由直接材料占比下降导致。

标的公司直接材料主要由采购的天然气组成。

2022年7月前，标的公司未加入天然气国家管网。采购天然气来源为使用槽罐车运输购入液化天然气（LNG），LNG采购价格随着市场行情变化波动较大，标的公司销售价格受政府限定，相对固定。标的公司承担了LNG市场价格波动风险，2022年1-7月由于LNG采购价格较高，部分月份存在毛利倒挂的情况，导致2022年整体成本较高，毛利较低。

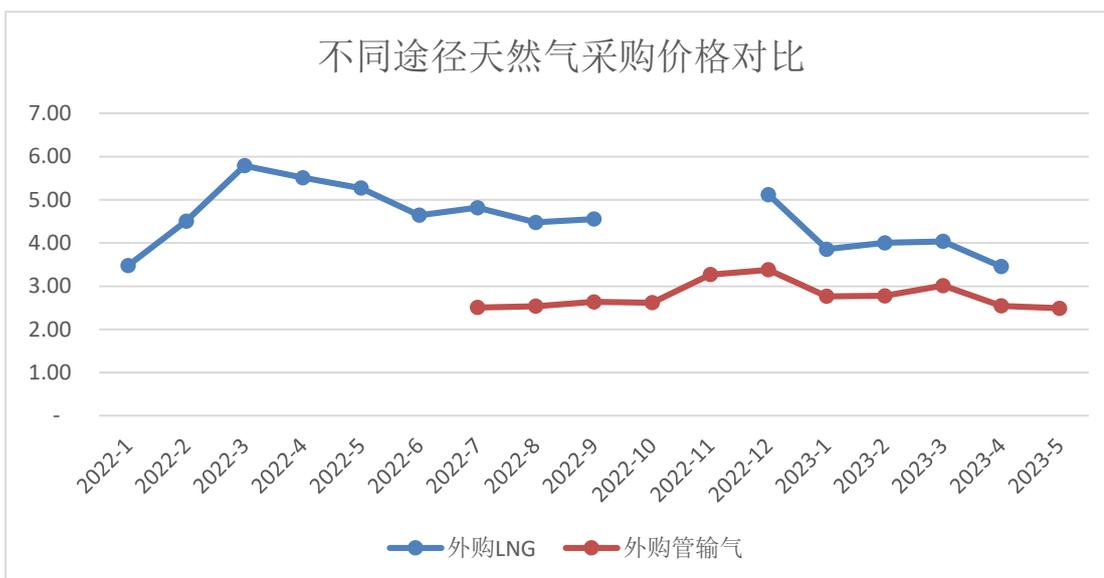
2022年7月，经国家发改委审批通过，标的公司加入天然气国家管网。采购天然气来源由使用槽罐车运输购入LNG切换为主要通过“西气东输二线的上海支线”直接向终端用户输送天然气，采购价格相对较低，且比较稳定，标的公司成本下降，毛利率提升。

标的公司外购天然气的采购价格走势图如下：



标的公司自2022年7月加入天然气国家管网后，外购天然气成本有显著下降。其中，2022年11月至2023年1月单位平均成本略有增加，主要系标的公司从中石油购气指标不足，临时采购了成本较高的部分LNG。

标的公司外购LNG的平均单价为4.71元/方，外购管输气的平均单价为2.82元/方。报告期内，不同途径天然气的采购价格对比情况如下：



综上所述，标的公司 2022 年 7 月外购气源由 LNG 切换为中石油的管输气，导致材料成本占营业收入比例大幅下降。

（四）标的公司费用变化情况

2023 年 1-5 月及 2022 年度，标的公司期间费用变化情况如下：

金额单位：人民币元

项目	2023 年 1-5 月		2022 年度	
	金额	占营业收入比例	金额	占营业收入比例
销售费用	475,811.67	0.61%	1,649,673.02	0.81%
管理费用	1,383,792.47	1.78%	3,868,959.92	1.90%
研发费用				
财务费用	937,847.39	1.21%	5,663,149.85	2.78%
合计	2,797,451.53	3.60%	11,181,782.79	5.49%

标的公司 2023 年 1-5 月较 2022 年度，销售费用占营业收入比例减少 0.20%，管理费用占营业收入比例减少 0.12%，财务费用占营业收入比例减少 1.57%。

标的公司 2023 年 1-5 月较 2022 年度，期间费用占营业收入比例下降 1.89%，主要原因系标的公司 2022 年度偿还部分长期借款导致财务费用利息支出下降。

（五）标的公司经营地客户情况

1、2023 年 1-5 月标的公司前二十大客户销售情况统计如下：

金额单位：人民币元

序号	客户名称	销售额	占总销售收入比重	上期排名
1	江西科美医疗器械集团有限公司	5,041,391.28	6.49%	第 1 名
2	江西隆莱生物制药有限公司	4,706,422.02	6.06%	第 3 名

序号	客户名称	销售额	占总销售收入比重	上期排名
3	中粮（江西）米业有限公司	3,495,412.84	4.50%	第 6 名
4	南昌金安实业有限公司	2,388,273.85	3.08%	第 9 名
5	江西新赣联汽车零部件有限公司	1,940,366.97	2.50%	第 10 名
6	南昌鸿宸房地产开发有限公司	1,868,440.37	2.41%	第 16 名
7	南昌中泽实业有限公司	1,857,798.17	2.39%	第 8 名
8	江西洪达医疗器械集团有限公司	1,533,236.70	1.98%	第 2 名
9	江西李渡酒业有限公司	1,527,522.94	1.97%	第 4 名
10	江西中成中药原料有限公司	1,486,238.53	1.91%	第 11 名
11	进贤县凯盛智慧农业有限公司	1,362,385.32	1.75%	第 15 名
12	江西科达新型建材有限公司	1,161,367.43	1.50%	第 7 名
13	江西梁房新材料科技发展有限公司	1,159,373.39	1.49%	第 26 名
14	江西省云飞置业有限公司	1,146,715.60	1.48%	本期新增
15	江西海大饲料有限公司	1,100,917.43	1.42%	第 14 名
16	南昌纤云无纺制品有限公司	1,032,110.09	1.33%	第 13 名
17	南昌通威生物科技有限公司	1,032,110.09	1.33%	第 5 名
18	江西省交工金属构件有限公司	801,280.73	1.03%	第 31 名
19	江西顺泽纸业业有限公司	701,834.86	0.90%	第 29 名
20	江西鸿翔铝业有限公司	660,550.46	0.85%	第 24 名
合计		36,003,749.08	46.38%	

2、2022 年度标的公司前二十大客户销售情况统计如下：

金额单位：人民币元

序号	客户名称	销售额	占总销售收入比重
1	江西科美医疗器械集团有限公司	37,209,083.85	18.28%
2	江西洪达医疗器械集团有限公司	19,105,059.63	9.39%
3	江西隆莱生物制药有限公司	8,370,430.28	4.11%
4	江西李渡酒业有限公司	7,274,954.13	3.57%
5	南昌通威生物科技有限公司	6,988,990.83	3.43%
6	中粮（江西）米业有限公司	5,733,944.95	2.82%
7	江西科达新型建材有限公司	5,077,527.61	2.49%
8	南昌中泽实业有限公司	4,798,165.14	2.36%
9	南昌金安实业有限公司	4,625,995.87	2.27%
10	江西新赣联汽车零部件有限公司	3,959,174.31	1.94%
11	江西中成中药原料有限公司	3,546,788.99	1.74%
12	江西华特沥青有限公司	3,135,873.85	1.54%
13	南昌纤云无纺制品有限公司	2,857,339.45	1.40%
14	江西海大饲料有限公司	2,844,036.70	1.40%
15	进贤县凯盛智慧农业有限公司	2,542,224.77	1.25%
16	南昌鸿宸房地产开发有限公司	2,392,778.51	1.18%
17	江西兴威新型建材有限公司	1,963,193.12	0.96%

序号	客户名称	销售额	占总销售收入比重
18	江联重工集团股份有限公司	1,756,880.73	0.86%
19	江西特种纸业有限责任公司	1,501,564.22	0.74%
20	进贤县康乾房地产开发有限公司	1,467,889.91	0.72%
合计		127,151,896.86	62.46%

2023年1-5月及2022年度，标的公司主要客户总体稳定，重要客户构成无重大变化。

（六）同行业公司净利润率变化情况

1、同行业比较情况

根据标的主营业务，我们通过同花顺资讯金融终端查询了属于“电力、热力、燃气及水生产和供应业--燃气生产和供应业”行业在沪深交易所上市的企业，剔除主要从事管输企业（如陕天然气、皖天然气）、大量从事天然气批发业务的企业（如洪通燃气、深圳燃气）、非城市燃气占比较高企业（如新天然气、佛燃股份）、国有控股且最近一期亏损的企业（如重庆燃气、长春燃气）等业务结构及风险因素明显差异的公司，同行业可比上市公司净利润率变化情况如下：

公司简称	净利润率	
	2023年1-3月	2022年度
成都燃气	12.52%	10.78%
新疆火炬	9.34%	11.32%
德龙汇能	0.54%	3.21%
东方环宇	17.62%	13.69%
美能能源	11.40%	17.09%
平均值（除德龙汇能）	12.72%	13.22%
标的公司	17.87%	6.40%

注：无法取得同行业公司2023年1-5月份财务数据，本表中取2023年1-3月份数据；由于德龙汇能数据严重异常与同行业可比公司，故上述计算平均值未将其纳入指标范围。

如上表所示，同行业可比公司均具有稳定的气源，2023年第一季度净利润率较2022年度净利润率波动不大。标的公司2022年7月正式接入长输管网获得稳定的气源后，天然气采购成本降低，导致净利润率增加11.47个百分点，故净利润变动趋势较同行业上市公司有所差异。

2、接入长输官网后，标的公司净利润率高于同行业可比公司的原因

标的公司销售净利率高于上述可比公司，主要原因为收入结构差异导致。一般而言，居民用气直接涉及民生，政府制定的终端销售价格相对较低，故净利润

率一般较低。标的公司 2022 年度居民用气销售收入占比与上述可比公司比较情况具体如下：

公司名称	成都燃气	新疆火炬	东方环宇	美能能源	标的公司
民用气销售比例	46.37%	31.65%	42.05%	50.08%	16.68%

注：（1）由于可比公司定期报告中均未披露其业务构成，上述数据均取自可比公司招股说明书最后一个年度数据；（2）东方环宇居民用气销售收入占比包括天然气供热收入。

如上表所示，标的公司由于净利润率相对较低的居民用气销售收入占比大幅低于同行业可比公司，故净利润率高于同行业可比公司，具有合理性。

（七）标的公司净利润率 2023 年大幅增加的原因

2023 年 1-5 月及 2022 年度，标的公司净利润率分别为 17.87%和 6.40%，净利润率增长主要系毛利率上升及期间费用率下降所致。具体量化分析如下：

项目	公式	2023 年 1-5 月
净利润率变动值	A	11.47%
当期毛利率	B	27.80%
上期毛利率	C	12.14%
上期所得税费用占利润总额比例	D	22.58%
毛利率增加对净利润率的影响	$E=(B-C)*(1-D)$	12.12%
当期期间费用率	F	3.60%
上期期间费用率	G	5.49%
期间费用率下降对净利润率的影响	$H=(G-F)*(1-D)$	1.46%
毛利率和期间费用率变动合计对净利润率的影响	$I=E+H$	13.58%
差异	$K=A-I$	-2.12%

注：差额 K 系上表的计算过程中未考虑税金及附加、信用减值损失等其他因素的影响，以及所得税费用率以上年数据估算所致。

2023 年 1-5 月净利润率较 2022 年度净利率增加 11.47 个百分点，主要原因

为：

- 1、标的公司 2022 年 7 月外购气源由 LNG 切换为管输气；毛利率较低的天然气销售业务收入占营业收入比例减少 10.41%，毛利率较高的天然气安装业务收入占营业收入比例增加 9.69%。主要受以上两个事项影响，标的公司净利率增加 12.12 个百分点。

- 2、标的公司 2022 年偿还长期借款导致 2023 年 1-5 月财务费用利息支出下降，受此影响，标的公司净利润率增加 1.46%。

综上所述，2023年1-5月及2022年度，标的公司净利润率分别为17.87%和6.40%，增加11.47%，主要系营业收入构成变化、采购气源变化所致。标的公司成本组成、经营地主要客户未发生重大变化。受采购气源变动情况的影响，标的公司净利润率变动情况较同行业公司存在差异。

(2) 结合天然气价格管控的行业特点、不同类型客户历史销售、在手订单及未来规划，说明标的公司收入增幅预测的依据及合理性

(一) 天然气价格管控

根据我国目前的天然气价格定价机制，上游天然气采购价格实行基准门站价格管理，由国家发改委发布，具体分为居民价格和非居民价格两类，居民价格由政府定价，非居民价格由供需双方在国家规定的基准门站价格浮动范围内协商确定，标的公司天然气采购价均按上述原则与上游供气单位协商确定。

标的公司对下游各类用户执行不同的天然气销售价格，其中居民用户销售价格由地方政府价格主管部门统一定价，无浮动空间；对于工业、商业用户等非居民用户通常以当地政府价格主管部门制定的销售指导价格为上限协商定价。

长期以来我国天然气行业一直受到政府或天然气供应商的价格管控，历史年度的定价模式可以为未来燃气定价提供参考，本次预测对未来的燃气销售定价，以2023年的价格为基础，根据与江西省其他地市区域的价格对比，可以看出标的公司非居民用气销售价格4.5元/立方米与江西省其他地市区域价格基本一致。预测对未来的燃气的采购价格，以近期采暖季和非采暖季的平均购气单价为基础，采购、销售价格的预测具有合理性。江西省其他地区目前执行的非居民用天然气销售价格具体情况如下：

金额单位：元/立方米

地区	目前执行最高销售价格	调整时间	来源
九江市	4.40	2023年4月1日	九江市发展和改革委员会
上饶市	4.40	2023年5月1日	上饶市发展和改革委员会
南昌市	4.50	2022年5月1日	南昌市发展和改革委员会
宜春市	4.40	2023年2月1日	宜春市发展和改革委员会
萍乡市	4.40	2023年2月1日	萍乡市发展和改革委员会
吉安市	4.45	2022年7月1日	吉安市发改委

地区	目前执行最高销售价格	调整时间	来源
会昌县	5.72	2023年1月1日	会昌县发展和改革委员会

（二）标的公司基本情况

进贤县产业以医疗、钢构、酒业、饲料、毛笔、烟花等产业为主，分布在经开区及南昌市接壤几个乡镇，医疗产业主要生产医用耗材，手套、吊瓶、输液管等塑料乳胶制品以及口罩、防护服等，占全国耗材市场30%左右；同时，进贤是江西有名的钢构生产基地，拥有钢构生产企业30余家，管道天然气在成本方面较其他切割用工业燃气有较大优势，市场潜力巨大；进贤李渡酒业新生产基地正在调试过程中。标的公司管道已覆盖进贤与南昌市接壤几个乡镇，经济较为发达，后期将依托成本优势大力发展乡镇用户，乡镇居民及非居用户预计有较大的提升。

标的公司的特许经营区域为南昌市进贤县，其收入结构以工业用户天然气销售收入为主，居民用户和商业用户天然气销售收入占比相对较少。标的公司历史年度及预测的收入结构详见下表所示：

金额单位：人民币万元

项目/年度	2020年	2021年	2022年	2023年 1-5月	2023年 6-12月	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
1、居民用户	2,502.13	3,306.16	3,394.78	1,803.12	1,422.27	3,273.32	3,338.79	3,405.57	3,473.68	3,543.15
2、商业用户	413.99	520.55	669.69	330.06	268.56	619.27	640.94	663.70	687.59	712.69
3、工业用户	3,314.16	12,075.35	13,610.04	3,818.70	9,631.43	15,203.35	16,875.72	18,394.53	19,682.15	20,666.26
4、贸易用户	--	38.02	--	167.64	--	--	--	--	--	--
5、其他业务收入（安装业务、增值业务等）	1,600.26	2,728.00	2,902.99	1,783.97	925.38	1,919.82	1,643.92	1,368.44	1,238.40	1,253.80

从上表可以看出，标的公司未来收入增长主要来源于工业用户天然气销售收入的增长，未来预测详见下表所示：

金额单位：人民币万元

年份	收入预测金额	预测收入增长金额	预测收入增幅（%）	预测依据
2020年度	3,314.16			
2021年度	12,075.35	8,761.19	264.36	2020年11月江西中久经营以后，大力开展工业，新增科美、洪达、中粮等几个大用户，导致工业用户销售收入大幅增长。

年份	收入预测 金额	预测收入 增长金额	预测收入 增幅（%）	预测依据
2022 年度	13,610.04	1,534.69	12.71	
2023 年 1-5 月	3,818.70	-159.90	-1.17	<p>1、2023 年 1-6 月新增签约商业用户 83 户，新增签约工业用户 11 户，合计非居用户 94 户；</p> <p>2、2023 年预计签约非居民用户 150 户；</p> <p>3、因标的公司 2022 年 7 月接通管输气后，天然气销售价格执行洪发改价管字[2022]1 号《关于进贤县管道天然气销售试行价格的批复》，因天然气销售价格的调整，导致 2023 年度的收入增长率较 2022 年度出现一定程度的降低；</p> <p>4、李渡酒厂 3 期 2022 年 11 月投产，燃气锅炉，预计新增日均用气量 0.5 万方；</p> <p>5、金安实业沥青搅拌站 2022 年三季度投产，预计新增日均用气量 0.3 万方；</p> <p>6、南昌恒安金属 2022 年 10 月投产，电镀加热，预计新增日均用气量 0.15 万方；</p> <p>以上合计新增日均用气量 0.95 万方，预计 2023 年新增用气量 285 万方（按 300 天计算），预计新增收入 1282.5 万元以上。</p>
2023 年 6-12 月	9,631.43			
2024 年度	15,203.35	1,753.22	13.03	<p>1、进贤某再生资源，一期煅烧环节预计 2023 年 4 季度建成通气，预计新增日均用气量 2 万方；</p> <p>2、江西某铸造，热处理环节，预计 2023 年 4 季度建成通气，预计日均用气量 0.15 万方；</p> <p>3、2023 年其他工业用户预计在 2023 年下半年陆续投产，预计 2024 年新增日均用气量 0.5 万方；</p> <p>以上合计新增日均用气量 2.65 万，预计 2024 年新增用气量 795 万方（按 300 天计算），预计新增收入 3577.5 万元以上，预测时保守估计按 1800 万元进行预测。</p>
2025 年度	16,875.72	1,672.37	11.00	<p>1、进贤某再生资源，二期煅烧环节预计 2024 年 4 季度建成通气，预计日均用气量 2 万方；</p> <p>2、江西某家禽，真气锅炉，预计 2024 年 4 季度建成通气，预计新增日均用气量 0.1 万方；</p> <p>以上合计新增日均用气量 2.1 万，预计 2025 年新增用气量 630 万方（按 300 天计算），预计新增收入 2835 万元以上，预测时保守估计按 1700 万元进行预测。</p>
2026 年度	18,394.53	1,518.81	9.00	<p>1、进贤某环保沥青搅拌站，2025 年 4 季度建成通气，预计平均日均用气量 0.7 万方；</p> <p>2、某医疗科技股份有限公司，蒸汽锅炉预计 2025 年 4 季度建成通气，预计日均用气量 1 万方；</p> <p>以上合计新增日均用气量 1.7 万，预计 2026 年新增用气量 510 万方（按 300 天计算），预计新增收入 2295 万</p>

年份	收入预测 金额	预测收入 增长金额	预测收入 增幅 (%)	预测依据
				元，预测时保守估计按 1500 万元进行预测。
2027 年度	19,682.15	1,287.62	7.00	1、南昌某贸易有限公司，2026 年 4 季度建成通气，蒸汽锅炉，预计平均日用气量 0.3 万方； 2、南昌某印刷包装有限公司，蒸汽锅炉预计 2026 年 4 季度建成通气，预计日用气量 0.2 万方； 3、某生物技术有限公司，预计 2026 年 4 季度建成通气，蒸汽锅炉，预计日用气量 1 万方； 以上合计新增日用气量 1.5 万，预计 2026 年新增用气量 450 万方(按 300 天计算)，预计新增收入 2025 万元以上，预测时保守估计按 1300 万元进行预测。
2028 年度	20,666.26	984.11	5.00	1、江西某生物制药，新增兽药生产线，预计 2027 年 4 季度建成通气，蒸汽锅炉，预计平均日用气量 0.5 万方； 2、南昌某生物科技，新增饲料生产线，预计 2028 年建成通气，蒸汽锅炉，预计平均日用气量 0.6 万方。 以上合计预计新增日用气量 1.1 万方，预计 2028 年新增用气量 330 万方(按 300 天计算)，预计新增收入 1485 万元以上，预测时保守估计按 990 万元进行预测。

本次预测，结合当地的政策，客户用气需求等，并基于谨慎、保守的方式对未来增量收入进行预测，未来收入增幅具有合理性。

(3) 结合前述问题分析标的公司收入增长、盈利能力提升可持续性，说明业绩承诺是否具有可实现性

根据本次交易作价所参考的《资产评估报告》(君瑞评报字(2023)第 097 号)，标的公司 2023 年度、2024 年度及 2025 年度预测营业收入分别为 19,923.06 万元、20,780.85 万元及 22,257.41 万元，预测净利润分别为 3,498.50 万元、3,472.94 万元及 3,766.82 万元。其中，2024 年度、2025 年度营业收入增长率分别为 4.31% 及 7.11%，净利润增长率分别为-0.73%及 8.46%。其中：2024 年净利润预测数据较 2023 年有所下滑，主要原因为预测期天然气安装业务毛利率，参考同行业可比上市公司的平均毛利率并结合标的公司的情况进行调整后的毛利率进行预测。不同地区的价格政策及不同企业的管理水平，不同企业安装业务毛利率亦存在较大差异。根据标的公司经审定的财务数据，标的公司 2022 年度及 2023 年 1-5 月

天然气安装业务毛利率分别为 76.94%和 86.65%，而预测期采用的天然气安装业务毛利率为 60%，预测时基于谨慎、保守的方式对未来增量收入进行预测，对标的公司未来业绩的预测相对谨慎。

上述标的公司收入增长、盈利能力提升可持续性分析详见本问询函回复“1. 关于资产评估”之“（1）”、“2.关于标的公司经营”之“（1）”及“（2）”。

根据出让方出具的业绩承诺，标的公司 2023 年度、2024 年度及 2025 年度承诺扣非净利润分别为 3,500 万元、4,000 万元及 4,500 万元。承诺净利润与预测期净利润差异主要为预测期天然气安装业务毛利率参考同行业可比上市公司的平均毛利率并结合标的公司的情况进行调整后的毛利率进行预测，同时考虑风险因素对未来收入预测偏于保守、谨慎所致。

此外，就《股权转让协议》所做之业绩承诺，江西中久及其关联方万利兴国际有限公司（以下简称“万利兴公司”）在《补充协议》中进一步明确并承诺如下：

“万利兴国际公司承诺不迟于新疆火炬向江西中久支付第二笔股权转让价款之日后的第五个工作日，且在完成本次交易的股权交割之前，将本公司持有标的公司 40%股权质押于新疆火炬，并将相关文本提交与新疆火炬，用于办理本次交易之业绩承诺的担保，就所质押股权价值对江西中久承诺之事项承担无限连带责任。

本股权质押担保将持续有效，直至本质押项下业绩承诺全部满足，或在标的公司未能完成业绩承诺情况下，新疆火炬有权处置所质押股权用于补偿实际业绩与承诺业绩的差额或补偿回购价款。”

“江西中久承诺，若万利兴国际有限公司未能按本《补充协议》之‘7.4’所约定的时限内将持有标的公司 40%股权质押于新疆火炬，则新疆火炬有权解除股权交易合同，合同解除后具体处理方法按照股权交易合同‘第十条 合同变更、终止及处理方法’之约定处理。”

虽然本次交易定价并非参照出让方出具的业绩承诺。但基于对标的公司未来发展的信心，保障上市公司利益，本次交易出让方对标的公司未来业绩做出相对

较高的业绩承诺，在业绩承诺未能完成的情况下，上市公司可选择由出让方以现金形式补足，或要求出让方予以回购，充分保障了上市公司利益。

综上，出让方就本次交易所做的业绩承诺具有可实现性，有利于维护上市公司利益，保障中小股民权益。

3、关于关联交易

评估报告及相关公告显示，本次交易的标的公司 60%股权系江西中久于 2020 年 10 月从南靖县欣然投资合伙企业（有限合伙）取得。此外，江西中久全资子公司江西中燃天然气投资有限公司于 2022 年 7 月通过协议受让方式取得公司 7.41%股权，成为公司第二大股东。请公司补充披露：（1）江西中久前期取得标的公司 60%股权的交易背景和交易价格，并结合标的公司在 2020 年 10 月至今的财务数据和主营业务经营情况等，说明本次交易定价与前期差异的原因及合理性，是否存在利用短期内资产评估大幅增值进行利益输送的情形；（2）江西中久成为公司间接大股东后即向上市公司高溢价注入资产的原因，以及江西中久与公司实际控制人是否存在其他业务、资金往来或利益安排。请公司独立董事对此进行核实并发表意见。

【回复】

（1）江西中久前期取得标的公司 60%股权的交易背景和交易价格，并结合标的公司在 2020 年 10 月至今的财务数据和主营业务经营情况等，说明本次交易定价与前期差异的原因及合理性，是否存在利用短期内资产评估大幅增值进行利益输送的情形

（一）股权转让的交易背景和交易价格

江西中久与万利兴国际有限公司系受同一控制企业，二单位分别持有标的公司 60%及 40%股权，上述股权均为 2020 年 9 月取得，系一揽子交易。江西中久与其关联方共同取得标的公司 100%股权累计交易价格为 2.332 亿元，根据原股东资金安排及要求，江西中久取得标的公司 60%股权的交易价格为 1.0820 亿元，取得标的公司另 40%股权的交易价格为 1.25 亿元。

根据原股东说明，其出让标的公司股权系因原股东涉及其他产业资金需求较大，加之疫情影响而将标的公司转让。

(二) 两次估值作价目的背景不同而产生的差异

江西中久及其关联方于 2020 年 9 月取得标的公司股权转让的交易作价主要是基于标的公司 2020 年 8 月前的业绩为基础进行考量，主要参考标的公司截至 2020 年 8 月的各项财务指标，交易价格由交易双方商议确定，未对企业整体资产进行评估。

本次股权收购的评估，由具有证券期货业务资格的评估机构以 2023 年 5 月 31 日为评估基准日进行评估，最终采用收益法评估结果，并经交易各方协商后确定交易价格。本次交易估值定价充分考虑了标的公司所处行业发展情况、市场潜力等因素，特别是 2021 年以来标的公司业务发展较快，经营状况良好，盈利水平显著提升等因素，能够客观、全面地反映标的公司的股东权益价值。

(三) 两次估值作价点，标的公司所处的经营状况不同

江西中久自 2020 年 9 月收购标的公司以来，标的公司发展较为迅速，经营效益良好，资产规模、盈利水平快速增长，近三年各项业务产能较 2020 年有所增长，相关数据如下：

1、标的公司营业收入财务指标情况

金额单位：人民币万元

项目/年度	2019 年度	2020 年 1-10 月	2020 年 11-12 月	2021 年度	2022 年度	2023 年 1-5 月
1、居民用户销售收入	2,438.11	1,990.83	511.29	3,306.16	3,394.78	1,803.12
2、商业用户销售收入	515.53	290.51	123.48	520.55	669.69	330.06
3、工业用户销售收入	1,341.54	2,023.47	1,290.69	12,075.35	13,610.04	3,818.70
4、贸易气销售收入	--	--	--	38.02	--	167.64
5、其他业务收入（安装业务、增值业务等）	2,047.38	1,257.50	342.13	2,538.12	2,681.57	1,643.62
营业收入合计	6,342.55	5,562.30	2,267.59	18,478.20	20,356.08	7,763.14

如上表所示，江西中久收购标的公司后，加强了企业管理和市场开发力度，标的公司营业收入持续大幅增长，至 2022 年，标的公司营业收入较收购前一年增长 220.94%，较收购当年增长 159.98%。

2020 年 10 月以前，标的公司的收入结构主要以居民用户天然气销售收入为主。2020 年 11 月，江西中久收购标的公司以来，大力开拓工业用户，新增科美、洪达、中粮等几个大用户，收入结构转变为主要以工业用户天然气销售收入为主，标的公司的营业收入实现较大幅度增长。

2、标的公司毛利率、净利率等财务指标情况

根据标的公司的统计，江西中久收购标的公司前后期间的主要财务指标对比如下：

金额单位：人民币万元

项目/年度	2019 年度	2020 年 1-10 月	2020 年 11-12 月	2021 年度	2022 年 1-6 月	2022 年 7-12 月	2023 年 1-5 月
营业收入	6,340.45	5,561.67	2,268.22	18,478.20	10,249.71	10,106.36	7,763.14
营业利润	924.64	695.75	108.17	274.49	-277.07	1,963.12	1,850.73
利润总额	925.09	685.70	108.17	276.75	-280.21	1,963.09	1,850.74
净利润	914.33	670.23	108.17	258.78	-281.28	1,584.10	1,387.12
毛利率(%)	30.00	28.58	9.87	7.85	3.32	21.08	27.80
净利率(%)	14.42	12.05	4.77	1.40	-2.74	15.67	17.87

江西中久收购标的公司后，加强了企业管理和市场开发力度，其营业收入增长约 200%。标的公司原来天然气均通过使用槽罐车运输购入，国家统计局发布的 2021 年的监测数据显示：液化天然气环比上涨了 10.25%，采购成本上涨的速度超过了销售价格上升的速度，标的公司没有将高气价完全传递给下游，总营业收入增幅低于总营业成本增幅等，导致毛利率和净利率均出现一定程度的下降。在 2022 年 7 月之后，当地随着西气东输二线的上海支线管输气的开通，标的公司的气源架构由原来的单一使用槽罐车运输购入，转变为主要通过“西气东输二线的上海支线”直接向终端用户输送天然气，标的公司接入该支线管输气后供气能力出现较大程度的增加，同时在气源上实现了管道天然气和液化天然气 LNG 的双重保障，购气成本比以前年度有较大幅度的降低，同时加强了对成本费用的控制，毛利率、净利率均获得较高增长。

考虑到江西中久 2020 年 9 月股权收购时点主要根据标的公司 2020 年 1-8 月财务状况的基础上进行估值作价，而本次交易以 2023 年 5 月 31 日为评估基准日，相较于 2020 年，受益于行业快速发展以及标的公司竞争优势不断扩大等因素，标的公司的资产规模、生产能力、技术实力、盈利能力等综合经营实力显著提升，估值水平随之提高。

综上，江西中久收购标的公司以来业务规模与经营业绩的快速增长，致使本

次交易定价估值提升较高具有合理性，本次交易不存在利用短期内资产评估大幅增值进行利益输送的情形。

(2) 江西中久成为公司间接大股东后即向上市公司高溢价注入资产的原因，以及江西中久与公司实际控制人是否存在其他业务、资金往来或利益安排。请公司独立董事对此进行核实并发表意见。

(一) 出让方及标的公司自身管理及取得股权投资溢价的需要

新疆火炬成立于 2003 年，自成立以来公司主营业务及实际控制人未发生过变更，核心管理团队稳定，在长期的运营中积累了丰富的燃气行业管理经验，形成了完善的运营管理体系。

出让方及标的公司管理团队成立时间较短，相对上市公司，管理经验与人才相对欠缺。江西中久 2020 年受让国能后，虽然标的公司经营及业务取得快速发展，但要进一步发展，必然要耗费较大的管理成本且存在一定的管理风险。本次交易完成后，可借助上市公司丰富的管理经验及完善的运营体系，以及人才优势，提升标的公司管理水平，同时可以节省出让方的管理成本。

出让方作为股权战略投资者，基于对公司战略及发展前景的信心，注入优质资产，快速扩大规模，通过改善上市公司资产质量，进而提高盈利能力与股价，提升上市公司价值，最终实现上市公司与投资人双赢的目标。

(二) 契合上市公司战略发展的需要

新疆火炬在公司战略中确立了壮大主业、提升发展质量及逐步探索推进能源产业的全国布局，而目前公司的业务范围仅局限于新疆喀什、克州地区及图木舒克市部分区域，未能完全挖掘公司的潜力。近年来，新疆火炬在稳步巩固现有经营业务区域的同时与人口集中度高、能源市场发展不均衡但市场容量大的能源企业进行战略性交流，一直在寻找“走出去”战略的突破口。进贤县是江西省省会南昌市辖区，是江西省经济最发达区域，也是长珠闽三个经济三角洲的共同腹地，已经融入了东南沿海经济发达地区“八小时经济圈”，距南昌市仅 60 公里，具有承东启西、沟通南北的战略性地理优势。本次交易完成后，将有利于上市公司拓展业务发展区域，实现由区域型公司向全国型公司的转变。

(三) 提升上市公司价值的需要

通过获取优质资产，提升上市公司价值。进贤县产业以医疗、钢构、酒业、

饲料、毛笔、烟花等产业为主，分布在经开区及与南昌市接壤几个乡镇，医疗产业主要生产医用耗材，手套、吊瓶、输液管等塑料乳胶制品以及口罩、防护服等，销售产品占全国耗材市场空间的 30%左右；同时，进贤县是江西有名的钢构生产基地，拥有钢构生产企业 30 余家，管道天然气在成本方面较其他切割用工业燃气有较大优势，市场潜力巨大。2022 年 7 月，标的公司西气东输二线管道天然气的接入一方面大大降低了企业用气成本；另一方面，可以解决前期因气量不足无法使大量乡镇工业企业可获得较稳定的气源的问题，使企业能够大力开发前期因气量不足原因无法供应的潜在客户。本次交易的完成长期来看将有助于增强上市公司盈利能力，提升上市公司价值。

经公司向江西中久、国能燃气、公司实际控制人核实，本次交易不存在利用短期内资产评估大幅增值进行利益输送的情形；江西中久与公司实际控制人不存在其他业务、资金往来或利益安排。

综上，经访谈出让方、标的公司及新疆火炬实际控制人及相关业务人员，审阅本次交易的《股权转让协议》、审计报告及资产评估报告，并查阅相关财务账册及行业公开信息。公司独立董事认为：

1、本次交易定价与前期的差异合理，不存在利用短期内资产评估大幅增值进行利益输送的情形。江西中久成为公司间接大股东后即向上市公司注入资产有利于节省出让方的管理成本、提升目标公司管理水平，通过契合公司战略并提升上市公司价值实现对持有上市公司股权的价值增值。

2、江西中久与公司实际控制人不存在其他业务、资金往来或利益安排。

4、其他

据披露，截至 2023 年 5 月 31 日，江西中久尚欠标的公司往来款 3331.28 万元，江西中久承诺在股权交割日后二十个工作日内向标的公司归还上述款项。请公司结合《上市公司自律监管指引第 5 号——交易与关联交易》第二十五条，说明上述安排是否构成大股东非经营性资金占用，是否损害上市公司利益

【回复】

根据交易各方签订的《股权转让协议》及《补充协议》“第三条 股权交割的前提条件”及“第四条 价款支付与股权交割”，股权交割日前，标的公司需满足“标的公司已收回所有关联方欠款，包括但不限于前述审计报告所列示的关联方

所欠标的公司款项。”

根据上述安排，股权交割前，江西中久已全部归还欠标的公司往来款项，本次交易相关资金安排符合《上市公司自律监管指引第 5 号——交易与关联交易》第二十五条相关规定，不构成大股东非经营性资金占用，不存在损害上市公司的利益情况。

新疆火炬燃气股份有限公司董事会

2023 年 7 月 18 日