

股票代码：600377

股票简称：宁沪高速

编号：临 2024-008

江苏宁沪高速公路股份有限公司

关于上海证券交易所对公司大额现金收购控股股东

资产相关事项的监管工作函回复的公告

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法律责任。

江苏宁沪高速公路股份有限公司(以下简称“本公司”或“公司”)于2024年1月30日收到上海证券交易所上市公司管理一部《关于江苏宁沪高速公路股份有限公司大额现金收购控股股东资产相关事项的监管工作函》(上证公函(2024)0086号)(以下简称“《监管工作函》”)

公司及相关各方就《监管工作函》中所涉及事项逐项进行了认真的核查、分析和研究，并对《监管工作函》中的有关问题向上海证券交易所进行了回复。现将回复内容披露如下：

经审阅你公司提交的《关于本公司收购江苏苏锡常南部高速公路有限公司65%股权的关联交易公告》，现有如下问题需要你公司作进一步说明并补充披露：

问题 1、关于交易的必要性。公告显示，公司拟出资 52.01 亿元向控股股东收购标的资产苏锡常南部高速公司 65% 股权，并将其列入合并报表范围。标的资产主营苏锡常南部高速常州至无锡段，2021 年 12 月 30 日开始通车运营，且自开通运营以来持续亏损。标的资产与公司控股的沪宁高速、参股的沿江高速同为苏南地区横向通道在无锡境内的高速公路，互相具有分流作用。截至 2023 年 9 月 30 日，公司货币资金余额 6.97 亿元，有息负债约 326.65 亿元，本次交易需在短期内以现金方式全额支付 52.01 亿元。

请公司：(1)结合标的资产及沿江高速、沪宁高速的路网功能和区位条件、费率和车流量，标的资产的主要竞争优势、与公司业务的协同性等，说明本次收购的必要性及合理性。

回复：

在江苏省高速公路网“十五射六纵十横多联”规划布局中，苏锡常南部高速、

沿江高速以及沪宁高速均是江苏苏南地区规划的的东西向高速公路，其中苏锡常南部高速是规划第六条射线（南京-镇江（句容）-常州-无锡-苏州-上海）的组成部分（常州-无锡段）、沪宁高速是规划的第五条射线（南京-镇江-常州-无锡-苏州-上海）、沿江高速是规划的第八条横线（苏州（太仓）-无锡（江阴）-常州（金坛）-南京（溧水））组成部分（苏州-常州段）。从规划走廊的节点看，三条高速基本平行，服务对象有一定重合，在路网中具备统筹经营的基础。苏锡常南部高速在沪宁高速公路的常州段、无锡段基本与其平行，系“沪宁第二通道”的重要组成部分，在苏南路网中具有重要的地位，与公司核心资产沪宁高速公路的运营管理和中长期发展具有较强的协同性。

在成长性上的优势主要有如下几个方面：一是标的资产富余通行能力大，目前处于流量培育期，饱和度不足 1/3，具有较大的增长潜力，而平行的沪宁高速、沿江高速已基本饱和，近年流量增速显著降低；二是标的资产桥隧比较高，含两处独立收费隧道，标的资产一般路段基本费率为 0.55 元/公里，沪宁高速及沿江高速基本费率为 0.45 元/公里，相同流量下单公里收入高于其他两条道路，具有较好的经济性；三是标的资产剩余收费期限（23 年）较长，能够与公司辖下其他线路资产形成经营期限错位，并长期为本公司提供持续的收入。

综合以上判断，本公司认为收购标的公司的必要性及合理性主要有以下几个方面：

巩固本公司苏南地区路网运营商地位，支撑公司战略发展。“十四五”期间，公司聚焦主责主业，加大收费公路业务发展规模。标的资产所处线位是公司布局苏南路网不可或缺的组成部分，开展标的公司收购是公司落实战略目标的举措，有利于公司深耕主业，提高区域路网占有率，巩固苏南地区路网运营商的地位，实现可持续发展目标。

标的资产区域地位优越，开展标的资产收购有利于促进公司业务协同发展。苏锡常是上海作为长三角龙头，向长江中上游区域辐射的第一站，也是全国经济最为活跃的地区之一。从区域高速公路路网流量布局来看，东西向流量集中，无锡境内横向出行总量已接近 30 万辆/日（标准量），并且仍在持续增长中。收购标的资产后，可实现对苏南地区横向通道的统筹经营，实现业务协同发展，发挥经营规模效应，降低运营成本，进一步提高公司的盈利能力。

标的资产运营趋势向好，收购时机适宜。标的资产包含国内最长、最宽的水下隧道，建设难度较大，在建设完成后启动收购项目，充分地规避了建设风险。从当前标的公司的运营情况来看，在开通较短的时间内，流量处于快速增长期，2023年相比2022年流量及收入增长超过50%；未来两年系沿江高速改扩建，苏南路网流量分配格局变化较大，标的资产未来流量及收入增长预期较好。此外，标的资产和本公司核心资产沪宁高速属于平行通道，可以适时承接未来沪宁高速扩建带来的流量溢出。

综上判断，当前开展收购标的时机较为适宜。

(2) 补充说明公司本次收购资金的来源及相关安排，并结合公司自有资金、日常运营资金需求、到期债务情况等，说明本次交易是否会对公司正常生产经营、财务稳定性和流动性产生不利影响。

回复：

本次收购资金将以现金方式支付，并以本公司之自有资金或符合资金用途的融资款项拨付。

本公司主营业务收入主要来源于道路通行费收入和配套业务等，结算及时、应收款项规模较小。截至2023年9月30日，货币资金7亿元，交易性金融资产43亿元，共计50亿元。充裕的自有资金规模为公司的日常运营和长期战略实施提供了坚实的财务基础。

从营运现金流看，截至2022年，本公司经营活动现金流入120亿元，经营活动现金流净额55亿元；截至2023年9月30日，本公司经营活动现金流入103亿元，经营活动现金流净额56亿元，预计全年经营净现金流超过60亿元。本公司拥有稳定的现金流可以充分覆盖日常运营中对资金的需求，并留有灵活应对的空间，现金流管理始终处于良性循环。

从财务稳定性和流动性看，主要呈现以下特点：

1、**债务期限结构合理：**

根据业务需求和资金状况，本公司合理安排短期和长期债务的比例。截至2023年9月30日，有息负债余额343.20亿元，其中，长期有息债务300.2亿元，占比87.45%，短期债务43.2亿元，占比12.5%。短期内公司偿债压力较小，债务结构稳健。

2、长期资金覆盖率高

本公司长期资金对固定资产及收费经营权类资产的覆盖率达 143%，该比例处于较高水平显示公司具有较强的长期投资能力，能够支持对固定资产和收费经营权类资产的投资。充裕的长期资金减少了本公司对短期资金需要的依赖，从而降低了由于短期资金流动性风险带来的财务不稳定性，有助于公司在面对市场波动或经济不确定性时保持财务稳定。

3、到期债务清偿有保障

2023 年 10 月到年底，本公司到期债务约为 50.6 亿，其中银行借款到期债务 23.7 亿，超短融 18.9 亿。2024 年，预计银行借款到期约 17.4 亿，超短融将根据实际需求适当增加、滚动发行。

截至 2023 年 12 月末，本公司共获得银行授信额度 617.8 亿元，其中尚未使用额度为 488 亿元，备用流动性充足。作为 A+H 股上市公司，资信好，直接融资渠道较为畅通，财务弹性好。截至 2023 年 12 月末，本公司在中国银行间市场交易商协会注册但尚未发行的中期票据额度为 45 亿元，其中 10 亿元有效期为 2022 年 7 月 29 日到 2024 年 7 月 29 日，35 亿元有效期为 2022 年 8 月 12 日到 2024 年 8 月 12 日。此外，公司计划在 2024 年注册储备 80 亿元的公司债发行额度。鉴此，本公司可以确保所有到期债务的偿付均可以通过自有资金、储备的债务融资工具或者是银行授信额度来及时筹措到位。

同时，为依约实施标的资产收购，本公司已加强前期调研。如公司采取自有资金与银行并购贷款各占 50%的资金筹措方案，依相关惯例，预计可与国内主流银行机构等合作，迅速筹措低成本的并购贷款资金。

同时，公司也对关键财务指标进行了极限测试，经测算，在本次收购资金均以借贷形式取得的假设下，本公司资产负债率将提升至约 55.5%。

综上所述，本公司资产负债率整体稳健，自由现金流充足，还本付息在合理负担范围之类。本次收购标的资产行为对上市公司正常生产经营、财务稳定性和流动性均不会产生不利影响。

(3) 结合标的资产质量、控股股东财务状况及资金需求等，说明本次交易是否有利于提高公司质量，是否存在向控股股东输送利益的情形，并补充提示相关风险。

回复:

标的资产质量优良。一是从区域经济发展来看, 2023年, 在长江三角洲区域一体化发展这一国家战略的持续助推下, 区域经济、人口、基础设施互联互通进一步增强。长三角地区“三省一市”的经济发展依旧保持了强大的稳定性, 2023年江苏省全年GDP为128,222亿元, 较上年增长5.8%; 附近省份也有类似的趋势。预期2024年江苏整体经济有望进一步恢复, 持续快速增长。《江苏省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》提出至2035年, 全省人均地区生产总值在2020年基础上实现翻一番。二是从车流结构来看, 考虑到近年来江苏省常住人口仍保持增长, 苏锡常南部高速以承担客运功能为主, 客车的增长速度普遍高于货车, 标的资产质量随着苏南地区发展及长三角地区一体化深化发展, 苏锡常南部高速正切合地区发展客运需求。三是从公司战略资产配置来看, 鉴于苏锡常南部高速位于苏锡常中心城区南侧, 与沪宁高速共同构成了苏锡常中心城区的一南一北两条城际交通轴线, 对提升区域通行能力起到重要作用。就公司而言, 收购苏锡常南部高速公司将进一步完善本公司在苏南路网的布局, 扩大本公司运营公路规模与范围, 苏锡常南部高速是本公司目前战略投资不可多得的资产并预计是未来收入和利润增长点。四是从目标公司自身运营情况和财务状况来看, 自开通以来, 标的资产车流量处于快速增长期。根据截至2023年10月31日止10个月经审计的财务报表, 2023年1-10月营业亏损约为人民币1.70亿元, 相比2022年同期亏损2.49亿已经有所收窄; 营业收入(人民币4.98亿元)已经可抵销营业成本(人民币4.44亿元); 随着收费公路的运营, 建设贷款等融资还款期已开始, 财务费用人民币2.241亿元已较2022年同期减少人民币0.27亿元, 预计此次收购可在短期内获取收益和在未来成为本公司的利润新增长点。

本公司控股股东江苏交通控股有限公司(以下简称“江苏交控”)是江苏省人民政府批准成立的国有独资企业, 主要从事江苏重点交通基础设施建设投资与运营管理, 主要投资领域涵盖全省高速公路、铁路、机场、港口等。相关财务数据详见下表:

江苏交控 2023 年 9 月与 2022 年 12 月财务数据

单位：亿元

	2023 年 9 月 30 日	2022 年 12 月 31 日
总资产	8,322.37	7,794.10
总负债	5,165.69	4,797.30
净资产	3,156.68	2,996.80
现金及现金等价物	280.31	221.40
资产负债率 (%)	62.07	61.60
	2023 年 1-9 月	2022 年 1-12 月
净利润	127.56	116.21
经营活动产生的现金流量净额	242.78	316.90

同时，江苏交控还向本公司及其控股子公司提供融资。截至本公告披露日，江苏交控向本公司提供的借款余额合计为 31.96 亿元、本公司于江苏交控子公司集团财务公司（亦为本公司之参股企业）日均存款额不超过 4 亿元。

综上，江苏交控财务稳健，现金流稳定且充足，完全可以保证其正常经营活动，不存在占用上市公司现金或利益的意图。

收购标的公司将进一步完善本公司在苏南路网的布局，扩大本公司运营公路规模与范围。就本次收购事项补充提示风险如下：

（一）**交通流量不达预期的风险**：交通量是影响收费收入的最主要因素，影响本项目车流量的因素有宏观经济的变化、地区交通布局的变化、区域经济结构的变化、人口的变化、汽车产业的变化、环境因素变化、运输成本的变化以及竞争态势的变化等。若项目实际承担的交通量低于研究中的预测规模，项目将不能产生预期的现金流量以支付经营费用、创造利润和偿还融资本息，从而引起财务风险。

为了应对该项风险，公司将积极协调苏南路网改扩建道路的投资时序，统筹论证沪宁高速公路扩容方案，协调沿江高速改扩建进度，并参与其交通组织方案的研究制定；同时，公司还将积极参与研究、探索收费政策改革创新，并会同无锡市交通运输局研究并持续优化太湖隧道差异化收费方案，推动交通流量符合预期。

（二）**隧道运营风险**：项目路建设有目前国内规模最大的水下公路隧道。水下公路隧道具有空间相对封闭、机电系统集中、信息传递受限、地质灾害影响大等显著特点，隧道内一旦发生险情，其应急救援难度、救援复杂程度和事故后果

影响等更加明显。同时，上述水下公路隧道的特征造成其管养模式与普通高速公路管养模式差异较大，这是宁沪高速从事专业高速公路运营管养 30 年以来所遇到的特殊挑战，存在长大隧道运营管理的风险。

为了应对该项风险，公司将进一步充实长大隧道专业人才团队，进一步完善应急救援体系，建立信息化条件下的跨部门、跨区域、跨层级、跨业务的应急协同机制，加大信息化、数字化、智慧化建设项目的投入。不断增强公司长大水下隧道运营能力。

(三) 地方规划风险:对苏锡常南部高速有一定影响的地方规划道路主要是具区路西延。具区路西延是无锡市规划的地方免费快速路，是服务无锡市区西向出城的主要快速通道，与项目路的功能有一定重合，将造成部分流量的转移。因该项目暂无建设计划，并且建设难度较大，评估假设中暂未予考虑。因此，若具区路西延在项目路经营期内建设并投入运营，将影响苏锡常南部高速的收益。

为了应对该项风险，公司将积极关注并沟通协调无锡市相关规划的实施，努力降低区域道路规划对标的资产的负面影响。

问题 2、关于标的资产财务状况。标的资产 2021 年、2022 年、2023 年 1-10 月营业收入分别为 0.02 亿元、3.83 亿元及 4.98 亿元，净利润分别为-0.02 亿元、-3.21 亿元及-1.70 亿元，处于持续亏损状态；财务费用分别为-0.01 亿元、2.91 亿元、2.24 亿元，近年来居高不下。截至 2023 年 10 月 31 日，标的资产总负债约为 70.69 亿元，其中有息负债占比达 99%。

请公司:(1)结合标的资产的经营模式、运营情况、营业成本构成等，说明标的资产收入规模较小、盈利能力较低的原因及未来拟如何改善相关状况；

回复:

与其他行业相比，高速公路是典型的重资产行业，建设期资本性支出投入巨大，而经营期资本性支出少。经营初期，一般财务成本和摊销成本较高，同时流量及收入水平一般较低，共同导致项目盈利能力总体不高。但随着高速公路流量从培育期进入成熟期，流量及收入水平将不断好转；并且随着逐年还本，债务规模及财务成本将持续下降，盈利将逐渐好转，能够为项目公司提供稳定的现金流。

标的资产目前处于开通初期阶段，从收入端看，流量水平不足道路设计能力

的 1/3，处于爬坡期；从成本端看，由于标的资产存量债务规模处于最高峰，且无法实现利息资本化，刚性财务费用高，因此开通两年持续亏损，这也符合行业的基本特征。从 2023 年实际数据来看，随着外部形势趋稳以及路网格局调整，2023 年全年平均流量达到 3.1 万辆/日（标准量），通行费收入约 6.3 亿，平均单公里收入超过 1400 万元/公里（含税），流量及收入同比增长超过 50%，标的亏损显著收窄，2023 年四季度标的公司已实现经营性现金流转正，开始还本付息，存量债务规模已由 2023 年初的 82.98 亿元下降至 2023 年 10 月 31 日的 70.69 亿。随着标的资产交通流量的不断增长，收入将进一步提升，债务规模进一步下降，盈利能力将持续提升。

为进一步改善标的公司财务状况，本公司拟于交割后采取如下措施：

1、进行贷款的利率置换。收购完成后，公司计划与贷款银行进一步商议降低贷款利率，减少年度财务费用。标的资产股权交割后，可共享本公司高评级带来的稳定、价廉的融资产品，进一步优化债务结构，降低资金成本。

2、引导标的流量增长。公司计划与无锡市政府进一步研究差异化收费政策，对既有差异化政策进行优化，通过政府购买服务的方式，减少用户通行费，提升标的资产吸引力，也降低项目周边进一步新增平行规划建设项目的风险。

(2) 结合标的资产经营活动现金净额、负债规模、偿债期限、付息安排等，分析其债务结构的稳定性及是否存在流动性风险。

回复：

截至 2023 年 10 月 31 日，标的公司总资产 145.32 亿元，负债 70.69 亿元，资产负债率 48.64%。资产负债率控制良好，融资品种、规模及期限结构配置与高速公路项目的经营期限及经营发展趋势相符。

标的公司 2023 年 10 月 31 日有息债务构成情况

	余额（亿元）	占比%
项目贷款	58.39	84.15
中长期流贷	5.00	7.20
交控划拨企业债	6.00	8.65
合计	69.39	100.00

标的公司 2023 年 10 月 31 日有息债务期限构成

单位：亿元

	1 年内到 期	1-5 年	5-10 年	10-15 年	15 年以 上	合计
长期借款	1.62	26.16	17.25	15.21	3.15	63.39
交控划拨企业债	6.00					6.00
合计	7.62	26.16	17.25	15.21	3.15	69.39
占比%	10.98	37.71	24.85	21.92	4.54	100.00

从融资利率上看，正在履行的项目贷利率区间为 2.6-3.71%，平均利率为 3.4%；中长期流贷利率为 2.6%；江苏交控划拨企业债利率为 3.76%。利率低于市场平均水平。

针对基准日后一年内到期负债，基于标的公司业务发展阶段，根据评估报告估算的未来经营性现金流，在满足标的公司日常经营资金需求及支付全部应付存量负债利息的前提下，本公司可以发挥融资协同优势，协助标的公司进一步优化融资结构与融资成本。因此短期内标的公司不存在流动性风险。

从长期看，标的公司完全具备对其所有的有息债务本息的偿付能力。2023 年 1-10 月，标的公司自由现金流为 1.43 亿元，已按期还款付息。预计 2024 年全年自由现金流可增加至足以覆盖应付本息数。以后各年，根据存量项目贷的还本付息计划，标的公司每年产生的自由现金流均足以覆盖当年应付本息数。随着标的公司自由现金流的逐年结余，预计将逐步减少融资需求，并于 2029-2030 年期间结清全部流动贷款等。因此，标的公司未来不存在流动性风险。

预计标的公司所有有息债务可于 2041 年结清，经营期内资产负债率整体健康，现金流相对充裕，债务清偿能力良好。

标的资产被收购后，本公司将发挥在资本市场的高信用背景和融资渠道优势，协助标的公司灵活制定融资计划，不断优化债务结构，在保证流动性风险可控的同时，将资金成本维持在同业较低的水平，提高标的公司经营效益。

综上所述，基于标的资产稳定增长的经营现金流，合理的债务结构，以及良好的融资及资金管理能力和标的资产财务杠杆比率将保持在安全水平，所面临的流动性压力相对较低，风险基本可控。

问题 3、关于标的资产估值。本次交易选择收益法和市场法评估标的资产，两种方法下的评估结果分别为 80.01 亿元、79.10 亿元，增值率分别为 7.21%、

5.99%，最终采用收益法评估结果作为评估作价依据。标的资产主要经营资产为固定资产和公路经营权，未选用资产基础法进行估值。

请公司补充披露：

(1)收益法的具体测算依据，包括但不限于标的资产的通行费收入、车流量、养护成本等情况及预测依据，折现率的水平及确认依据、不同预测期间的划分情况及依据等；

回复：

本次负责国有资产产权转让备案的评估机构由标的公司三方股东江苏交控、无锡市交通产业集团有限公司和常州高速公路投资发展有限公司联合委托。由于车流量、通行费、运营养护成本涉及到交通工程类专业化知识，故标的公司三方股东及本公司四方委托了江苏纬信工程咨询有限公司出具了《苏锡常南部高速公路交通量、通行费收入及运营养护成本预测》报告。在收益法评估中涉及的车流量、通行费收入、运营养护成本的预测数据，评估机构引用了江苏纬信工程咨询有限公司出具的专业报告。

收益法具体预测过程如下：

1、预测期的确定

根据2021年12月6日江苏省政府印发的《省政府关于同意苏锡常南部高速公路常州至无锡段开征车辆通行费的批复》（苏政复〔2021〕61号），苏锡常南部高速为经营性收费公路，于建成且符合通车条件之日起开征车辆通行费，收费期限25年。据此，项目经营期为2021年12月30日至2046年12月29日。

本次预测期限为评估基准日次日起至项目路收费期截止，具体时间为2023年11月1日至2046年12月29日，预测期限共计约23年2个月。

2、营业收入的预测

被评估单位的历史年度主营业务收入包括通行费收入、清障收入、经营租赁收入，预测期也按上述3个部分来预测收入。①通行费收入：江苏纬信工程咨询有限公司为交通量预测研究专业机构，对南部高速进行了交通量及通行费预测并出具了《苏锡常南部高速公路交通量、通行费收入及运营养护成本预测》。评估专业人员复核了报告中的测算报告的相关测算依据及财务分析数据后，引用了该报告的流量预测收入，并折算成了不含增值税收入。

a 交通量预测：根据江苏纬信工程咨询有限公司的《苏锡常南部高速公路交通量、通行费收入及运营养护成本预测》报告，对于交通量，本次预测采用“四阶段”法，依据 2010 年 4 月交通运输部颁发的《公路建设项目可行性研究报告编制办法》中的公路建设项目交通量分析与预测方法，预测中采用专业预测软件 TransCAD 进行建模预测。基础数据均来源于江苏省高速公路联网运营与管理中心每月发布的流量统计报表，并结合了区域经济社会与交通运输发展的相关历史年鉴与未来规划资料，并搜集了与标的相关项目的建设计划、方案等内容。

本次交通量预测过程如下：

- 1) 根据项目特点对研究区域进行小区划分，并计算基年 OD；
- 2) 建立路网模型，并根据历史数据进行参数标定与校核；
- 3) 根据未来年经济增长率和弹性系数分析，计算主要年份的各个小区的交通生成量；
- 4) 采用弗莱特法，计算主要年份的各个小区的 OD 分布量；
- 5) 标定主要年份路网信息，采用 UE 分配模型，并开展交通量分配；
- 6) 计算南部高速公路各年份的平均交通量、分区段及分车型交通量，并分析交通量变化特征及原因；

项目路各年份年平均日交通量如下表所示：

年份	自然量		标准量		备注
	流量 (veh/d)	增长率	流量 (pcu/d)	增长率	
2023年	27,593	69.4%	31,614	52.1%	项目刚开通，受疫情影响，基数较低
2023.11-12	19,178	49.3%	23,050	37.1%	
2024年	42,160	52.8%	47,373	49.8%	详见文字说明
2025年	56,933	35.0%	62,656	32.3%	
2026年	66,095	16.1%	72,187	15.2%	
2027年	63,847	-3.4%	69,798	-3.3%	沿江高速改扩建完工
2028年	73,915	15.8%	81,365	16.6%	沪宁高速改扩建开工
2029年	90,919	23.0%	99,787	22.6%	锡太、宁常高速开通
2030年	101,967	12.2%	111,679	11.9%	
2031年	100,805	-1.1%	110,182	-1.3%	
2032年	78,070	-22.6%	85,046	-22.8%	沪宁高速改扩建完工
2033年	82,002	5.0%	89,162	4.8%	
2034年	85,728	4.5%	93,064	4.4%	
2035年	89,255	4.1%	96,754	4.0%	
2036年	106,896	19.8%	116,383	20.3%	苏锡太湖通道、常泰高速开通
2037年	110,071	3.0%	119,708	2.9%	
2038年	113,039	2.7%	122,813	2.6%	
2039年	115,703	2.4%	125,590	2.3%	
2040年	118,021	2.0%	127,991	1.9%	
2041年	120,046	1.7%	130,082	1.6%	
2042年	121,824	1.5%	131,910	1.4%	
2043年	123,387	1.3%	133,510	1.2%	
2044年	124,761	1.1%	134,896	1.0%	
2045年	125,982	1.0%	136,129	0.9%	
2046年	127,061	0.9%	137,208	0.8%	

预测结果显示，项目路流量增长率总体呈现逐步降低的趋势。2024年-2025年流量增速较大的主要原因说明如下：

i 项目路通车时间较短，流量处于快速增长期。

ii 2023年6月，京沪高速改扩建通车，从五峰山南下的车辆可通过罗溪枢纽顺接南部通道，预计2024年上半年将显著高于2023年上半年；同时，广靖高速即将改扩建，五峰山通道南下车辆将进一步增加。

iii 沿江高速将于2024年全面开工，拟对全线进行3轴以上货车限行，参考京沪改扩建的经验，扩建期间流量将有较大比例转移，约50~60%；同时，沿江高速与南部通道基本平行的区段——江阴先导段，将于2024年7月开始单向封闭施工，持续1年。沿江高速流量将有较大程度的溢出。

iv 现状沪宁高速无锡段流量基本饱和，难以承载路网流量的趋势增长以及其他分流影响，沿江改扩建期间，路网中仅有南部通道具备较大富余能力，承接路网分流车辆。

b 通行费收入的预测：根据预测的车流量与现行收费标准计算获得，计算过程中结合历史数据对相关参数进行拟合校验，并收集了标的公司提供的项目收费里程表。具体预测过程如下：

1) 南部高速公路含主线一般路段、太湖隧道及邀贤山隧道等 3 类收费设施，收费标准及计费方式各不相同，需要将各类设施的收费汇总形成项目路的通行费收入。

一般路段的通行费收入计算公式为：年收费额=各类车型的交通量×相应的收费标准×年收费天数×收费里程×收费调整系数；

两处隧道的通行费收入计算公式为：年收费额=各类车型的交通量×相应的收费标准×年收费天数×收费调整系数

2) 收费里程：收费里程取自联网中心提供的苏锡常南部高速公路常州至无锡段计费里程计算简化图，项目收费里程共计 55.30 公里，其中主线收费 40.46 公里（含一般路段 29.33 公里、太湖隧道 10.00 公里、邀贤山隧道 1.13 公里），匝道收费 14.84 公里。

3) 收费标准：

本次评估中对收费标准假定如下：

i 已建成投入运营的高速公路，维持既有批复的收费标准不变。

ii 预计 2025 年前建成投入运营的高速公路。改扩建项目及新建桥隧项目参照 2021 年江苏省交通厅、发改委、财政厅联合印发的《江苏省高速公路收费定价机制》；其他新建的一般项目的客、货基本费率按照 0.55、0.45 元/公里。

iii 预计 2025 年后建成通车的高速公路项目，工程造价将进一步提升，收费标准平均水平有可能会同步增加。此背景下，预计苏锡常南部高速在整个通道内流量分担比例相比现状将有所提升。

iv 差异化政策一般实施期限小于 5 年，需要结合实施效果定期对差异化方案进行动态调整。本次预测中假定后续差异化政策维持 2024 年延续的方案不变，未来优化后的方案暂不予考虑。

4) 收费调整系数：收费调整系数主要考虑差异化政策、节假日小客车免费、匝道收费、ETC 折扣、现金收费取整等因素对实际收费的影响。因不同月份通行车辆受政策影响程度不同，评估中首年按照 2022 年 11 月-12 月的流量及收入数据拟合计算，其余年份按照 2022 年 11 月-2023 年 10 月流量及收入数据拟合计算。

②清障收入：清障收入为被评估单位对高速路上的故障车辆提供清障救援服务。对于清障收入，本次参考历史年度清障收入占通行费收入的占比来预测。③经营租赁收入：被评估单位的经营租赁收入包括加油站租赁收入、服务区租赁收入。评估人员收集了相关租赁合同，了解到加油站租金按吨油计租，结合历史年度实际收取的租赁收入，预测期参考历史租赁收入并考虑一定的增长来预测。

3、营业成本的预测

主营业务成本包括征收业务成本、清障成本、经营租赁成本。征收业务成本包括：无形资产摊销、折旧、路桥养护费、技术服务费等。清障成本包括：设备使用费、油气费、其他等。经营租赁成本包括：办公费、物业管理费、车辆使用费等。

a 征收业务成本预测：

1) 路桥养护费

根据《江苏省高速公路养护管理办法》，高速公路养护主要包括高速公路小修保养、大中修工程。

小修保养主要对公路及其工程设施进行保养和道路附属设施修复，使之经常保持完好状态。主要包括路面清扫、分隔带保洁、整修路肩、边坡、排水设施疏通、地道抽水、路面小型病害处理，桥梁伸缩缝清理，沿线标志、护栏清洗、局部维修等。该部分费用变化较为稳定，本次评估中以 2022 年为基数，按照年度 3%增长率进行预测。

大中修工程主要指公路及其工程设施的较大损坏进行中长期性的综合修理，以全面恢复到原设计标准，或在原技术等级范围内进行局部改善和个别增建，以逐步提高公路通行能力的工程项目。如对达到使用寿命的路面等进行全面翻修，恢复其原始设计状态，或对洪水、地震等造成的重大损坏，进行及时

修复，保证其正常使用。实际过程中，养护工程发生的时间与规模具有不确定性，本次评估中假定项目经营期内道路的主要养护工程工作内容如下：

路面养护工程：一般是根据年度道路检测评定报告情况，制定相应的工程计划及方案，早期常规性做法为每隔 10 年~12 年开展一次路面大修。考虑到南部高速公路重车比例极低，并且现阶段预防性养护进一步推广，高速公路大修周期应有所延长。参考省内其他项目的经验，本次评估中按照经营期内开展一次大修工程假定，在开通第 15 年，即 2036 年实施。费用按照 200 元/平方米现价，并考虑年度增长 2%。

其他附属工程：道路标线按照每 3 年更新一次，年度均衡分摊，并考虑年度增长 2%；护栏按照生命周期内更换一次，年度均衡分摊，并考虑年度增长 2%。

2) 技术咨询费

技术咨询费按照路桥养护费的 3.05% 计算，该数值为 2022 年 1 月-2023 年 10 月的技术咨询费与路桥养护费累计数的比值。

3) 三大系统成本

该费用主要为机电设施的日常维护修理，预测中以 2022 年为基数，按照年度增长 3% 进行计算。

4) 委托管理费以 2022 年为基数，2023 年全年预测增幅 8%，2024-2025 年按照年度增长 5% 进行计算，之后每年按照 3% 计算；

5) 水电煤气费以 2022 年为基数，考虑到近期大量设备未启用，2023-2025、2026-2030 年以及之后分别按照年度增长 10%、5% 及 3% 进行计算；

6) 租赁费、劳务费及其他费用以 2022 年为基数，按照年度 2% 进行计算；

7) 路网管理费按照当年通行费收入的 0.6% 进行计算，该数值为 2022 年 1 月-2023 年 10 月的路网管理费与通行费收入累计数的比值。

8) 其他费用以 2022 年-2023 年 10 月数值为基数，按月度平均后作为 2023 年 11-12 月的预测数，之后按照每年增长 2% 计算；

9) 折旧摊销：固定资产折旧及无形资产摊销以标的公司现有及新增固定资产为基础，根据标的公司现有的折旧、摊销政策进行预测。

b 清障成本预测：

1) 清障成本设备使用费：主要是外协费用，本次参考 2023 年 1-10 月的实际费用，预测 2023 年 11-12 月的成本，未来年度在 2023 年成本的基础上考虑 1% 的增长。

2) 对于油气费、其他等费用：本次按其历史年度费用占清障收入的比例来预测。

c 经营租赁成本预测：

经营租赁成本是太湖湾服务区对外租赁经营而产生的，根据评估人员访谈了解，评估基准日，太湖湾服务区已全部对外出租。未来年度预计也按目前的经营模式进行，经营租赁成本不会发生较大变化。故本次对物业管理费是在 2023 年费用的基础上考虑一定的增长率来预测，对于办公费、水费等其他费用，按固定费用进行预测。

4、税金及附加的预测

税金及附加主要包括城建税、教育费附加、地方教育费附加、印花税、房产税、土地使用税。城建税、教育费附加、地方教育费附加主要基于增值税，税率分别为 7%、3% 和 2%，印花税为合同额的万分之三，房产税从价计征的按购房价格 70% 的 1.2%，从租计征的按租金收入的 12%，土地使用税每平方米 6 元。2023 年年度根据目前税收优惠政策，免征房产税和土地使用税。根据未来收入成本的预测和对历史数据的分析，预测企业未来年度的营业税金附加。

5、其他业务收入、成本的预测

标的公司不存在其他业务收入、其他业务成本。

6、销售费用的预测

历史年度标的公司发生销售费用较少，未来不予预测。

7、管理费用的预测

历史年度标的公司发生的管理费用主要内容为中介机构费，金额很小，2023 年 11-12 月的数据参考企业的实际发生额，2024 年及以后年度参考 2023 年的发生金额，以固定金额来预测。

8、财务费用的预测

财务费用为利息支出，按照借款合同约定利率进行测算。

9、折旧、摊销的预测

折旧主要根据各个资产的原值、会计折旧年限、残值率计算求得；摊销按照标的公司的摊销政策按交通流量法进行摊销。

10、资本性支出的预测

基于持续经营假设，需在未来年度考虑一定的资本性支出，以维持企业的基本运营及收入预测规模。资本性支出为存量资产的更新，主要是机电设备的更新。对于路面养护、附属工程的更新已在主营业务成本中考虑。

11、营运资金预测、营运资金增加额的预测

营运资金是指随着企业经营活动的变化，获取他人的商业信用而占用的现金，正常经营所需保持的现金等；同时，在经济活动中，提供商业信用，相应可以减少现金的即时支付。

估算营运资金增量原则上只需考虑正常经营所需保持的存货、应收款项、预付款项和应付款项、预收账款等主要因素。应交税金和应付职工薪酬等多为经营中发生，且周转相对较快，因此也将其作为营运资金考虑。

营运资金增量=当期营运资金-上期营运资金

经了解，标的公司经营性流动资产包括必要现金、应收账款等。经营性流动负债为应交税费。其中，经营性现金是考虑最低现金保有量确定，最低现金保有量以基准日企业月需现金流量确定，标的公司的管理均委托本公司进行，标的公司支付一定的管理费。本次根据其约定支付的管理费来预测最低现金保有量。对于应收账款的预测，标的公司的通行费均由江苏高速公路联网营运管理有限公司进行拆分后转入，通行费收入的数据拆分、确认尚需履行一定的程序，时间上会略有延迟，本次按未来通行费收入的1个月平均收入来预测应收账款资金。对于应付账款，按照一个月应付税费预测。

12、债务本金偿还的预测

债务本金的偿还根据借款合同约定还款日期进行预测。

13、所得税预测

标的公司的所得税税率为25%。本次按评估基准日的所得税税率进行预测并考虑了历史年度的可弥补亏损。

14、股权现金流的确定

根据上述各项预测，未来预测期股权现金流量预测如下：

金额单位：万元

2023年11月至2030年数据：

年份	2023年 11-12	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
一、营业收入	8,408.94	86,443.01	112,667.94	129,422.97	126,228.10	148,535.06	181,079.50	202,385.57
主营业务收入	8,408.94	86,443.01	112,667.94	129,422.97	126,228.10	148,535.06	181,079.50	202,385.57
其他业务收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减：（一）营业成本	6,895.84	46,999.40	55,755.20	61,255.25	60,922.87	68,062.52	78,943.38	86,304.50
主营业务成本	6,895.84	46,999.40	55,755.20	61,255.25	60,922.87	68,062.52	78,943.38	86,304.50
其他业务成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
（二）税金及附加	0.00	559.57	1,346.03	1,525.25	1,413.18	1,649.70	1,996.16	2,221.66
（三）销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
（四）管理费用	3.11	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
（五）研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
（六）财务费用	4,082.21	23,370.42	20,712.89	18,976.49	17,435.25	15,154.66	12,675.43	10,648.21
二、营业利润	-2,572.23	15,503.62	34,843.82	47,655.98	46,446.79	63,658.18	87,454.53	103,201.20
三、利润总额	-2,572.23	15,503.62	34,843.82	47,655.98	46,446.79	63,658.18	87,454.53	103,201.20
减：所得税费用	0.00	0.00	0.00	11,582.56	11,611.70	15,914.55	21,863.63	25,800.30
四、净利润	-2,572.23	15,503.62	34,843.82	36,073.41	34,835.09	47,743.64	65,590.90	77,400.90
加：固定资产折旧	1,841.99	11,051.94	11,051.94	11,051.94	11,531.61	12,025.63	12,534.49	13,058.58
加：无形资产长期待摊摊销	2,047.02	25,173.59	33,294.84	38,359.53	37,090.03	43,236.63	53,025.92	59,345.22
减：借款本金偿还	-1,903.75	53,915.00	65,280.00	40,867.50	58,550.00	94,195.00	54,965.00	55,505.00
减：资本性支出	0.00	0.00	0.00	0.00	4,945.00	5,093.00	5,246.00	5,403.00

年份	2023年 11-12	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
(不含税)								
加：增值税对现金流的影响	495.05	4,224.86						
减：营运资金增加额	3,729.99	2,083.43	1,575.37	293.34	-178.72	1,318.22	1,948.70	1,274.01
加：营运资金回收								
六、股权现金流量	-14.41	-44.42	12,335.23	44,324.04	20,140.46	2,399.69	68,991.61	87,622.70

2031年至2038年数据：

年份	2031年	2032年	2033年	2034年	2035年	2036年	2037年	2038年
一、营业收入	199,844.04	155,706.12	162,720.03	169,775.07	176,438.08	212,055.75	217,464.87	223,060.22
主营业务收入	199,844.04	155,706.12	162,720.03	169,775.07	176,438.08	212,055.75	217,464.87	223,060.22
其他业务收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减：（一）营业成本	77,583.24	63,456.44	66,624.87	69,707.85	72,705.83	122,891.03	86,774.95	89,050.19
主营业务成本	77,583.24	63,456.44	66,624.87	69,707.85	72,705.83	122,891.03	86,774.95	89,050.19
其他业务成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
（二）税金及附加	2,191.25	1,713.52	1,785.67	1,858.16	1,926.32	1,894.13	2,360.21	2,416.59
（三）销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
（四）管理费用	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
（五）研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
（六）财务费用	9,207.90	8,376.90	7,472.86	6,562.32	5,679.75	4,698.26	3,420.04	2,134.16
二、营业利润	110,851.64	82,149.27	86,826.64	91,636.75	96,116.18	82,562.33	124,899.66	129,449.29
三、利润总额	110,851.64	82,149.27	86,826.64	91,636.75	96,116.18	82,562.33	124,899.66	129,449.29
减：所得税	27,712.9	20,537.3	21,706.6	22,909.1	24,029.0	20,640.5	31,224.9	32,362.3

年份	2031年	2032年	2033年	2034年	2035年	2036年	2037年	2038年
费用	1	2	6	9	4	8	1	2
四、净利润	83,138.7 3	61,611.9 5	65,119.9 8	68,727.5 6	72,087.1 3	61,921.7 5	93,674.7 4	97,086.9 7
加：固定资产折旧	4,810.75	3,999.60	4,572.29	5,162.14	5,769.75	6,395.60	6,560.50	6,730.44
加：无形资产长期待摊摊销	58,549.7 3	45,192.6 8	47,379.8 9	49,453.3 8	51,414.2 1	61,844.8 9	63,611.7 6	65,261.7 3
减：借款本金偿还	23,340.0 0	26,110.0 0	26,690.0 0	25,497.5 0	25,750.0 0	36,830.0 0	33,600.0 0	33,600.0 0
减：资本性支出(不含税)	5,565.00	5,732.00	5,904.00	6,081.00	6,264.00	6,452.00	6,645.00	6,845.00
加：增值税对现金流的影响								
减：营运资金增加额	-345.53	-2,706.5 6	433.05	433.52	411.17	3,277.88	-791.39	330.11
加：营运资金回收								
六、股权现金流量	117,939. 74	81,668.7 9	84,045.1 0	91,331.0 6	96,845.9 3	83,602.3 6	124,393. 39	128,304. 03

2039年至2046年数据：

年份	2039年	2040年	2041年	2042年	2043年	2044年	2045年	2046年
一、营业收入	228,051. 63	233,011. 82	236,142. 90	239,419. 02	242,285. 88	245,452. 03	246,996. 60	247,579. 49
主营业务收入	228,051. 63	233,011. 82	236,142. 90	239,419. 02	242,285. 88	245,452. 03	246,996. 60	247,579. 49
其他业务收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减：（一）营业成本	91,159.9 8	93,091.2 9	94,861.5 6	96,513.8 6	98,058.6 3	99,513.8 3	100,894. 10	102,207. 50
主营业务成本	91,159.9 8	93,091.2 9	94,861.5 6	96,513.8 6	98,058.6 3	99,513.8 3	100,894. 10	102,207. 50
其他业务成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
（二）税金及附加	2,466.39	2,515.73	2,545.27	2,576.24	2,602.71	2,632.27	2,644.26	2,645.78
（三）销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
（四）管	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00

年份	2039年	2040年	2041年	2042年	2043年	2044年	2045年	2046年
理费用								
(五) 研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
(六) 财务费用	1,336.91	672.93	148.40	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	133,078.34	136,721.88	138,577.67	140,318.92	141,614.54	143,295.94	143,448.24	142,716.22
三、利润总额	133,078.34	136,721.88	138,577.67	140,318.92	141,614.54	143,295.94	143,448.24	142,716.22
减：所得税费用	33,269.59	34,180.47	34,644.42	35,079.73	35,403.64	35,823.98	35,862.06	35,679.05
四、净利润	99,808.76	102,541.41	103,933.25	105,239.19	106,210.91	107,471.95	107,586.18	107,037.16
加：固定资产折旧	6,905.43	7,085.65	7,271.31	7,462.60	7,659.60	7,862.53	8,071.46	8,286.71
加：无形资产长期待摊摊销	66,737.40	68,013.27	69,124.41	70,095.80	70,946.02	71,682.53	72,337.73	72,911.11
减：借款本金偿还	13,100.00	16,000.00	12,000.00					
减：资本性支出（不含税）	7,050.00	7,261.00	7,479.00	7,704.00	7,935.00	8,173.00	8,418.00	8,671.00
加：增值税对现金流的影响								
减：营运资金增加额	304.15	301.69	201.97	215.42	194.18	208.77	119.24	65.77
加：营运资金回收								16,315.83
六、股权现金流量	152,997.44	154,077.65	160,648.00	174,878.16	176,687.35	178,635.24	179,458.13	195,814.04

15、折现率的确定

1) 所选折现率的模型

按照收益额与折现率口径一致的原则，本次评估收益额口径为股权现金流量，则折现率选取资本资产定价模型(CAPM)。

CAPM 模型公式：

$$k_e = r_f + \beta_e \times R_p + r_c$$

其中：rf1：无风险报酬率

RPm：市场风险溢价

rc：企业特定风险调整系数

β_e ：评估对象权益资本的预期市场风险系数

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

β_u 可比公司的预期无杠杆市场风险系数

$$\beta_u = \beta_t / [1 + (1-t) \times (D_i/E_i)]$$

由于以上 β 系数估算方法是采用历史数据，因此我们实际估算的无财务杠杆 β_U 值应该是历史的 β 系数而不是未来预期的 β 系数。为了估算未来预期的 β 系数，我们需要采用布鲁姆调整法 (Blume Adjustment)。公式如下：

$$\beta_{adj} = \frac{2}{3} \times \beta_{unadj} + \frac{1}{3} \times 1$$

其中： β_{adj} 为调整后的 β 值， β_{unadj} 为历史 β 值。

β_t 可比公司的预期市场平均风险系数

D_i 、 E_i ：分别为可比公司的付息债务与权益资本

2) 模型中各有关参数的确定

① 无风险报酬率 R_f 的确定

无风险报酬率 R_f 采用国债的到期收益率 (Yield to Maturity Rate)，国债的选择标准是国债到期日距评估基准日 10 年的国债，以其到期收益率的平均值作为平均收益率，以此平均值作为无风险报酬率 R_f 。查阅同花顺并计算距评估基准日 10 年的国债平均收益率为 3.01%。

② 股权市场超额风险收益率 ERP 的确定

市场风险溢价是指投资者对与整体平均风险相同的股权投资所要求的预期超额报酬率，即超过无风险利率的风险补偿。其中，股权投资超额报酬率 R_m 借助同花顺 iFinD 数据终端，选择中国股票市场最具有代表性的沪深 300 指数，采用每年年底沪深 300 指数成份股年末的交易收盘价（复权价），以 10 年为一个周期，采用滚动方式估算 300 只股票中每只股票 10 年的几何平均收益率。

则 2023 年市场风险溢价 ERP 为 6.71%。

③ 权益的市场风险系数 β 的确定

根据标的公司的业务特点，评估人员通过同花顺 iFinD 系统查询了沪深 A 股可比上市公司 2023 年 10 月 31 日的有财务杠杆的 β_L 值，然后根据可比上市公司的所得税率、资本结构换算成无财务杠杆 β_U 值。

由于以上 β 系数估算是采用历史数据，因此我们实际估算的无财务杠杆 β_U 值应该是历史的 β 系数而不是未来预期的 β 系数。为了估算未来预期的 β 系数，我们需要采用布鲁姆调整法 (Blume Adjustment)。公式如下：

$$\beta_{adj} = \frac{2}{3} \times \beta_{unadj} + \frac{1}{3} \times 1$$

其中： β_{adj} 为调整后的 β 值， β_{unadj} 为历史 β 值。

根据上述公式估算可比上市公司的调整后无财务杠杆 β_U 值，并取其平均值作为标的公司的 β_U 值。取可比上市公司资本结构的平均值作为标的公司的目标资本结构，再结合标的公司预测期间执行的所得税税率，将各参数代入权益系统风险系数计算公式，计算得出标的公司的权益系统风险系数。计算公式：

$$\beta_L = \beta_U \times [1 + (1 - T) \times \frac{D}{E}]$$

式中： β_L ：有财务杠杆的 β 系数

β_U ：无财务杠杆的 β 系数

T：所得税率

经测算，被评估单位的 β 权益为 0.5045。

本次采用标的公司自身资本结构作为目标资本结构，即根据预测年度各年的付息债务余额与股权价值的比例进行迭代计算得到，最终确定标的公司预测年度 β 。

预测年期	2023. 11-12	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
带息债务/权益价值	91.30%	90.11%	75.58%	62.81%	55.98%	46.64%	34.46%	28.90%
调整后无财务杠杆 β 系数 (β_U)	0.5045	0.5045	0.5045	0.5045	0.5045	0.5045	0.5045	0.5045

基准日后所得税率（企业自身）	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
评估对象的 β 权益	0.8500	0.8454	0.7905	0.7422	0.7163	0.681	0.6349	0.6139
预测年期	2031年	2032年	2033年	2034年	2035年	2036年	2037年	2038年
带息债务/权益价值	23.92%	22.42%	19.95%	17.50%	15.28%	13.09%	9.75%	6.99%
调整后无财务杠杆 β 系数（ β_U ）	0.5045	0.5045	0.5045	0.5045	0.5045	0.5045	0.5045	0.5045
基准日后所得税率（企业自身）	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
评估对象的 β 权益	0.595	0.5894	0.58	0.5707	0.5623	0.5541	0.5414	0.5309
预测年期	2039年	2040年	2041年	2042年	2043年	2044年	2045年	2046年
带息债务/权益价值	4.03%	2.98%	1.40%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
调整后无财务	0.5045	0.5045	0.5045	0.5045	0.5045	0.5045	0.5045	0.5045

杠杆 β系 数(β U)								
基准 日后 所得 税率 (企 业自 身)	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
评估 对象 的β 权益	0.5197	0.5158	0.5098	0.5045	0.5045	0.5045	0.5045	0.5045

④企业特定风险调整系数 Rc 的确定

由于测算风险系数时选取的为上市公司，与参照上市公司相比，企业为非上市公司，应考虑该企业特有风险产生的超额收益率。

本次评估考虑到标的公司的融资条件、资本流动性以及公司的治理结构和标的公司资本债务结果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，确定企业特有风险超额回报率 Rc 为 1.3%。

2) 预测期折现率的确定

项目	2023. 11-12	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
折现率 Re(CAPM)	10.01%	9.98%	9.61%	9.29%	9.12%	8.88%	8.57%	8.43%
项目	2031年	2032年	2033年	2034年	2035年	2036年	2037年	2038年
折现率 Re(CAPM)	8.30%	8.26%	8.20%	8.14%	8.08%	8.03%	7.94%	7.87%
项目	2039年	2040年	2041年	2042年	2043年	2044年	2045年	2046年
折现率 Re(CAPM)	7.80%	7.77%	7.73%	7.70%	7.70%	7.70%	7.70%	7.70%

16、评估值测算过程与结果

1) 经营性资产价值的确定过程

根据以上分析、预测所确定的各参数，通过对收益期内各年预测的股权现金流进行折现，计算得出企业经营性资产的价值如下表：

金额单位：万元

项目	2023. 11	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
----	----------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

	-12							
股权现金流量	-14.41	-44.42	12,335.23	44,324.04	20,140.46	2,399.69	68,991.61	87,622.70
折现率	10.01%	9.98%	9.61%	9.29%	9.12%	8.88%	8.57%	8.43%
折现系数	0.9921	0.9385	0.8548	0.7810	0.7152	0.6561	0.6035	0.5562
股权现金流量折现	-14.29	-41.69	10,543.95	34,616.24	14,403.48	1,574.44	41,633.15	48,733.76
项目	2031年	2032年	2033年	2034年	2035年	2036年	2037年	2038年
股权现金流量	117,939.74	81,668.79	84,045.10	91,331.06	96,845.93	83,602.36	124,393.39	128,304.03
折现率	8.30%	8.26%	8.20%	8.14%	8.08%	8.03%	7.94%	7.87%
折现系数	0.5132	0.4740	0.4380	0.4049	0.3745	0.3466	0.3210	0.2974
股权现金流量折现	60,531.93	38,710.81	36,807.88	36,977.72	36,269.13	28,975.40	39,924.99	38,163.33
项目	2039年	2040年	2041年	2042年	2043年	2044年	2045年	2046年
股权现金流量	152,997.44	154,077.65	160,648.00	174,878.16	176,687.35	178,635.24	179,458.13	195,814.04
折现率	7.80%	7.77%	7.73%	7.70%	7.70%	7.70%	7.70%	7.70%
折现系数	0.2758	0.2559	0.2375	0.2205	0.2047	0.1901	0.1765	0.1639
股权现金流量折现	42,201.75	39,430.07	38,154.52	38,559.38	36,172.98	33,957.07	31,674.56	32,090.43
股权现金流量折现累计	760,050.97							

2) 溢余资产、非经营资产/负债的确定

溢余资产为溢余货币资金，非经营资产和负债主要包括应付工程款，零星不常发生的往来款项

内容	金额（万元）
溢余资产	52,726.67
非经营资产	0.59
非经营负债	12,699.60

17、评估结论

股东全部权益价值=经营性资产价值+溢余性资产+非经营性资产价值-非经营性负债价值

$$=760,050.97+52,726.67+0.59-12,699.60$$

=800,100.00 万元。（取整到百万元）

上述评估结果未经国有资产管理机构备案，存在数据变动的可能性。

(2) 市场法下可比公司或可比交易的选取情况、选取依据及合理性；

回复：

1、案例的选取

通过同花顺检索最近一年内已经完成的高速公路经营公司股权交易案例，发现交易案例较少，且公开信息较少，无法有效的对案例和标的公司存在的差异进行调整，故本次无法采用交易案例比较法。由于经营高速公路的上市公司较多，本次采用可比上市公司比较法进行市场法测算。

从行业特性分析，高速公路运营成本中固定成本所占比重较高，只有车流量达到一定规模才能保障盈利，而决定车流量大小的主要因素是地区经济发展水平。因此从根本上讲，只要地区经济有较高的基数和增长速度，区内高速公路公司的利润就有保障。故区域因素是影响车流量进而影响公司价值的最主要因素。

标的公司项目路起自常宜高速前黄枢纽，在前黄镇南侧跨越锡溧漕河改线段、常漕公路及新长铁路，与锡宜高速公路交叉后经潘家镇穿越常州太湖湾旅游度假区，经雪堰镇南进入无锡马山境内，跨越常州、无锡，属于江苏苏南经济发达地区。根据国家发布 2022 年全国各省份 gdp 数据，江苏以 12.2 万亿位居第二，与广东省 12.9 万亿领先于其他省份。本次以同花顺导出高速公路上市公司，首先筛除 2022 年经过审计通行费收入占营业总收入不足 50% 的案例，第二步寻找江苏与广东境内的可比上市公司，按此步骤，筛选出宁沪高速，深高速，粤高速 A 三家，由于粤高速包含了粤高速 A 和粤高速 B，B 股流动性较弱，在计算价值比率的时候无法切割，故筛除粤高速 A。由于市场法可比案例一般为 3-6 个案例，故放宽区域标准，从严业务可比性，从通行费收入占营业收入比重最高的公司排序，其中山西路桥营业收入中 100% 为通行费收入，资产总额与标的公司也非常接近，故纳入可比案例，最终选取宁沪高速，深高速、山西路桥作为可比案例。

2、价值比率的选取

价值比率的选取上，由于高速公路经营权公司收入较为稳定，现金流较为充裕，故运营初期财务杠杆一般较高，后逐年还本付息，带息债务比重下降，财务杠杆下降，因此各公司之间会因为初始建设财务杠杆比率不同、还本付息计划不

同，现金流不同出现同类公司资本结构之间有较大差异，导致企业现金流接近，企业价值接近的两个公司的权益类指标例如 PB、PE 出现较大差异，故权益类指标不适合该类型企业。全投资口径的指标更适合标的企业的评估，另外由于标的公司处于快速增长期，而上市公司业绩一般较为平稳，故企业价值/息税摊销前利润，企业价值/息税前利润不适合本次评估，综上所述考虑，本次采用企业价值/核心资产（固定资产+无形资产）作为价值比率，该指标兼顾了全投资口径，避免了盈利指标阶段性的差异，考虑了高速公路重资产投入的因素。由于各公司有非经营性资产、负债，为统一各公司之间的比较口径，对非经营性资产、负债进行调整。

3、流动性折扣

因本次选用的可比上市公司均为上市公司，其股份具有很强的流动性，而评估对象为非上市公司，因此需考虑缺乏流动性折扣。本次评估根据国内机构统计的资本市场上市公司市盈率和非上市公司并购市盈率的对比确认的缺乏流动性折扣率的算术平均值为 32%。扣除流动性折扣后的企业价值/核心资产如下：

项目	宁沪高速	深高速	山西路桥
调整前企业价值	7,550,457.76	5,577,974.76	1,501,731.36
非经营性资产/负债	380,172.52	324,893.30	57,169.65
调整后企业价值	7,170,285.24	5,253,081.46	1,444,561.70
扣除流动性折扣后的企业价值/核心资产	1.2387	1.3534	1.0100

4、价值比率的调整

i 可比财务指标及其标准得分的确定

依据国务院国资委考核分配局编制的《企业绩效评价标准值 2022》中关于道路运输业的全行业绩说明，并结合被评估单位的自身特点，将净资产收益率、总资产报酬率、销售（营业）利润率、总资产周转率、应收账款周转率、流动资产周转率、资产负债率、带息负债比率作为财务指标修正，由于上市公司均有多条路产，以及其他业务，其价值的表现基本认为是永续期的收益，而标的公司为单一的路产，收费年限为有限年限，故将收益年限也作为修正因素，将被评估单位与可比上市公司进行比较。各指标权重分配如下：

序号	指标分类	指标名称	权重分配
1	盈利能力状况	净资产收益率	10
		总资产报酬率	15

序号	指标分类	指标名称	权重分配
		销售（营业）利润率	20
2	资产质量状况	总资产周转率	15
		应收账款周转率	5
		流动资产周转率	5
3	债务风险状况	资产负债率	5
		带息负债比率	5
4	收益年限	收益年限	20
合计			100

依据《企业绩效评价标准值 2022》，企业业绩评价体系将五段财务指标的简单平均数分别作为该财务指标的“优秀值”、“良好值”、“平均值”、“较低值”和“较差值”，对应五档评价标准的进行调整。其中优秀为满分，较差为 70 分，中间三档均值化处理，收益年限单独调整 10%，乘以对应权重后如下。

调整相应财务指标后的各档标准值得分如下：

各财务指标标准值得分表

项目	优秀值	良好值	平均值	较低值	较差值
一、盈利能力状况					
净资产收益率	15	13.875	12.75	11.625	10.5
总资产报酬率	15	13.875	12.75	11.625	10.5
销售（营业）利润率	15	13.875	12.75	11.625	10.5
二、资产质量状况					
总资产周转率	15	13.875	12.75	11.625	10.5
应收账款周转率	5	4.625	4.25	3.875	3.5
流动资产周转率	5	4.625	4.25	3.875	3.5
三、债务风险状况					
资产负债率	5	4.625	4.25	3.875	3.5
带息负债比率	5	4.625	4.25	3.875	3.5
小计	80	74	68	62	56
收益年限	20	-	-	-	18

ii 可比财务指标标准值的确定

依据《企业绩效评价标准值 2022》高速公路业企业绩效评价财务指标标准值表，结合企业自身特点，各项可比财务指标的标准值如下：

绩效评价财务指标标准值表

项目	优秀值	良好值	平均值	较低值	较差值
一、盈利能力状况					
净资产收益率（%）	9	4.7	1.6	-4.6	-8.7

项目	优秀值	良好值	平均值	较低值	较差值
总资产报酬率 (%)	5	3.5	1.4	-1.6	-7.2
销售 (营业) 利润率 (%)	26.1	15.3	3.9	-17.3	-34.6
二、资产质量状况					
总资产周转率 (次)	0.5	0.4	0.3	0.2	0.1
应收账款周转率 (次)	40.3	28.6	11.8	7.6	4.8
流动资产周转率 (次)	2.8	1.7	1	0.5	0.1
三、债务风险状况					
资产负债率 (%)	51	56	61	71	86
带息负债比率 (%)	30.6	49.7	68.2	83.1	101

iii 可比上市公司及被评估单位各项财务指标计算

依据可比上市公司和被评估单位调整后财务数据，各项财务指标计算如下：

财务指标数值计算表

项目	宁沪高速	深高速	山西路桥	苏锡常公司
一、盈利能力状况				
净资产收益率 (%)	10.23	7.08	10.13	-4.51
总资产报酬率 (%)	7.77	5.65	6.52	-0.15
销售 (营业) 利润率 (%)	34.56	26.51	34.94	-83.62
二、资产质量状况				
总资产周转率 (次)	0.18	0.14	0.12	0.02
应收账款周转率 (次)	16.75	8.77	13.58	89.37
流动资产周转率 (次)	1.49	1.03	2.00	0.57
三、债务风险状况				
资产负债率 (%)	51.63	60.46	64.32	53.74
带息负债比率 (%)	74.74	77.12	86.75	89.46

iv 可比上市公司及被评估单位各项财务指标得分计算

将各可比上市公司及被评估单位各项财务指标与上市公司绩效评价标准值进行比较，并采用插值法计算各指标得分。具体公式如下：

财务指标得分 = (财务指标数值 - 低档财务指标标准值) ÷ (高档财务指标标准值 - 低档财务指标标准值) × (高档财务指标标准值得分 - 低档财务指标标准值得分) + 低档财务指标标准值得分

将各财务指标得分汇总后可得出可比上市公司及被评估单位各项指标得分，结果见下表：

项目	宁沪高速	深高速	山西路桥	苏锡常公司
----	------	-----	------	-------

项目	宁沪高速	深高速	山西路桥	苏锡常公司
一、盈利能力状况				
净资产收益率 (%)	15.00	14.50	15.00	11.64
总资产报酬率 (%)	15.00	15.00	15.00	12.17
销售 (营业) 利润率 (%)	15.00	15.00	15.00	10.50
二、资产质量状况				
总资产周转率 (次)	11.42	11.00	10.76	10.50
应收账款周转率 (次)	4.36	3.98	4.29	5.00
流动资产周转率 (次)	4.51	4.27	4.73	3.93
三、债务风险状况				
资产负债率 (%)	4.95	4.29	4.13	4.79
带息负债比率 (%)	4.09	4.03	3.80	3.74
四、收费年限				
合计	94.33	92.06	92.70	80.27
修正系数	0.8510	0.8720	0.8659	-

5、EV/核心资产比率的调整

名称	扣除流通性折扣后的 EV/核心资产	修正系数	修正后 EV/核心资产	平均 EV/核心资产
宁沪高速	1.2387	0.8510	1.0542	1.0363
深高速	1.3534	0.8720	1.1801	
山西路桥	1.0100	0.8659	0.8746	

标的企业股东全部权益价值=(1.0363×被评估单位核心资产)+溢余性资产+非经营性资产价值-非经营性负债价值-带息负债

$$= (1.0363 \times 1,394,285.97) + 52,726.67 + 0.59 - 12,699.60 - 693,891.25$$

$$= 791,000.00 \text{ 万元}$$

采用市场法评估结果 791,000.00 万元与收益法结果 800,100.00 万元差异率 1.14%，差异较小，两者结果均包含了账面记录的全部资产以及商誉价值，故结果具有合理性。

上述评估结果未经国有资产管理机构备案，存在数据变动的可能性。

(3) 此次交易未选取资产基础法进行评估的原因及主要考虑；

回复：

资产基础法是以被评估单位评估基准日的资产负债表为基础，合理评估企业表内及表外各项资产、负债价值最终加和汇总得出股权价值的方法。标的公司主要资产为固定资产、无形资产-公路收费权。固定资产主要为房屋建筑物、三大

系统；无形资产-公路收费权主要为土地取得成本、路基、路面施工成本等。在资产基础法中对于该分项资产主要采用重置成本法进行评估，重置成本法是根据建筑工程资料和竣工结算资料按建筑物工程量，以现行定额标准、建设规费、贷款利率计算出固定资产/无形资产的重置全价，并按其使用年限和现场勘察的情况综合确定成新率，进而计算出评估价值。其基本公式为：评估值=重置成本×综合成新率。标的公司2017年3月14日成立，随即全面推动项目路建设，随着我国经济水平的发展，尤其江苏属于我国经济发达地区，人工费、材料费、土地取得成本每年都有一定的增幅，重置成本的高低主要受人工费、材料费、土地取得成本的增幅决定，而忽略后期收益较差的贬值因素或后期收益较好的额外利润因素，无法考虑经营情况对其价值的修正影响。综合上述主要考虑，本次交易不采用资产基础法进行评估。

(4)说明本次交易是否安排了与收入预测相匹配的业绩承诺，如无，请说明合理性。

回复：

本公司于2024年1月29日披露的交易方案中未安排与收入预测相匹配的业绩承诺，主要是考虑到：一是估值溢价率较低，仅为7.2%；二是自标的资产开通运营，本公司已受托全面负责标的资产的运营管理，对标的资产的经营状况、盈利能力、发展前景了解充分，不存在信息不对称的问题。

为进一步保护公司中小股东利益，增强投资者信心，本公司控股股东出具业绩承诺，并与本公司签署股权转让协议的补充协议，进一步优化对价支付方案。详情请见本公司2024年3月2日披露的《关于本公司收购江苏苏锡常南部高速公路有限公司65%股权的关联交易进展公告》。

问题4、关于标的资产权属瑕疵。资产评估报告显示，评估基准日，标的资产持有的太湖湾服务区的房屋、南部高速公路所占用的土地使用权尚未办理相关权证，本次评估未考虑相关影响。

请公司补充披露：

(1)未获得权属证书的土地及房产的具体情况，包括面积、账面原值、账面价值、实际用途、未取得产权证的原因及拟解决方案；

回复:

根据国土资源部以国土资函【2018】65号文件及国土资函【2018】66号文件,苏锡常南部高速公路常州至无锡段项目共计获批使用建设用地 335.353 公顷(其中常州段 202.6954 公顷、无锡段 132.6576 公顷),由当地人民政府以划拨方式提供。

根据江苏省交通运输厅以苏交建(2017)41号批准的苏锡常南部高速公路常州至无锡段工程施工图设计,苏锡常南部高速公路常州至无锡段房屋建筑详见下表:

苏锡常南部高速公路常州至无锡段房屋建筑明细表

位置	用途	面积 (m ²)	备注
运村互通收费站	综合楼	748.50	
	宿舍楼	509.86	
	配电房	133.00	
	水泵房	266.50	地上 56.7 m ² , 地下 209.8 m ²
	门卫	26.40	
	食堂	80.23	
	大棚	939.60	投影面积
太湖湾互通收费站	综合楼	920.00	
	宿舍楼	544.40	
	配电房	133.00	
	水泵房	266.50	地上 56.7 m ² , 地下 209.8 m ²
	门卫	26.40	
	大棚	939.60	投影面积
马山收费站及管理中心	综合办公楼	5586.29	不含架空层 1960 m ²
	宿舍楼	2093.56	
	门卫室	22.40	
	养护车库	1683.52	

军嶂互通收费站	综合楼	845.70	
	宿舍楼	544.40	
	救援车库	442.56	
	配电房	133.00	
	水泵房	266.50	地上 56.7 m ² ，地下 209.8 m ²
	门卫	26.40	
	食堂	80.23	
	大棚	939.60	投影面积
太湖隧道西危险品车辆检查站	路政综合楼	835.62	
	路政宿舍楼	657.44	
	交警综合楼	835.62	
	交警宿舍楼	657.44	
	食堂	80.23	
	配电房	133.00	
	水泵房	266.50	地上 56.7 m ² ，地下 209.8 m ²
太湖湾服务区东区	综合楼	3857.00	
	宿舍楼	803.00	
	水泵房	111.00	
	汽修房	133.92	
	配电房	188.48	
	警务室	61.78	
	垃圾房	28.71	
太湖湾服务区西区	综合楼	3475.27	
	汽修房	133.92	
	配电房	188.48	
	垃圾房	28.71	
马山互通收费站养排中心	路政综合楼	1056.49	
	排障大型车库	945.50	
	排障中型车库	450.46	
	排障小型车库	287.56	
邀贤山隧道东侧	配电房	758.58	地上一层：304.56 m ² ，地下一层：454.02 m ²
邀贤山隧道西侧	配电房	233.28	
太湖隧道东危险品车辆检查站	路政综合楼	835.62	
	路政宿舍楼	748.85	

	交警综合楼	835.62	
	交警宿舍楼	748.85	
	配电房	133.00	
	水泵房	266.50	地上 56.7 m ² ，地下 209.8 m ²
南泉枢纽收费站	大棚	1823.00	投影面积、含地下通道

截至评估基准日，上述资产的账面金额为：房屋原值 13375.47 万元、净值 18191.42 万元；建筑物原值 6274.19 万元、净值 5814.08 万元；土地取得支出形成的相关资产原值 311030.68 万元、净值 301724.10 万元。有关土地及房屋建筑物的明细账面值拟待相关资产的产权权属办理后结合实际管理需要细化拆分至具体的资产项目。

上述划拨土地及房屋建筑的不同产权证尚未办理。2024 年 1 月 25 日竣工验收后，标的公司已着手收集材料准备向相关部门提出申请办理。

(2) 评估上述瑕疵对标的资产生产经营的重要程度。

回复：

标的公司已完成土地征收及地上物拆迁等前期工作，足额支付了征地拆迁补偿费用，已实质使用该等地块，同时已取得了江苏省政府关于收费期限的批复。自 2021 年 12 月 30 日开通运营以来未发生土地权属纠纷。高速公路用地属于特殊不动产范畴，未办理相关产权证书是行业内比较常见的问题，未取得不动产权证书不影响标的公司正常使用相关土地和房产，不会对标的公司的正常生产经营造成重大不利影响。

特此公告。

江苏宁沪高速公路股份有限公司

二〇二四年三月二日