

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。



江蘇寧滬高速公路股份有限公司  
**JIANGSU EXPRESSWAY COMPANY LIMITED**  
(於中華人民共和國註冊成立的股份有限公司)  
(股份代號：00177)

## 關於上海證券交易所對公司大額現金收購控股股東 資產相關事項的監管工作函回覆的公告

本公司董事會及全體董事保證本公告內容不存在任何虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏，並對其內容的真實性、準確性和完整性承擔法律責任。

江蘇寧滬高速公路股份有限公司(以下簡稱「本公司」或「公司」)於2024年1月30日收到上海證券交易所上市公司管理一部《關於江蘇寧滬高速公路股份有限公司大額現金收購控股股東資產相關事項的監管工作函》(上證公函(2024)0086號)(以下簡稱「《監管工作函》」)

公司及相關各方就《監管工作函》中所涉及事項逐項進行了認真的核查、分析和研究，並對《監管工作函》中的有關問題向上海證券交易所進行了回覆。現將回覆內容披露如下：

經審閱你公司提交的《關於本公司收購江蘇蘇錫常南部高速公路有限公司65%股權的關聯交易公告》，現有如下問題需要你公司作進一步說明並補充披露：

**問題1、關於交易的必要性。**公告顯示，公司擬出資52.01億元向控股股東收購標的資產蘇錫常南部高速公司65%股權，並將其列入合併報表範圍。標的資產主營蘇錫常南部高速常州至無錫段，2021年12月30日開始通車運營，且自開通運營以來持續虧損。標的資產與公司控股的滬寧高速、參股的沿江高速同為蘇南地區橫向通道在無錫境內的高速公路，互相具有分流作用。截至2023年9月30日，公司貨幣資金餘額6.97億元，有息負債約326.65億元，本次交易需在短期內以現金方式全額支付52.01億元。

請公司：

- (1) 結合標的資產及沿江高速、滬寧高速的路網功能和區位條件、費率和車流量，標的資產的主要競爭優勢、與公司業務的協同性等，說明本次收購的必要性及合理性。

回覆：

在江蘇省高速公路網「十五射六縱十橫多聯」規劃佈局中，蘇錫常南部高速、沿江高速以及滬寧高速均是江蘇蘇南地區規劃的東西向高速公路，其中蘇錫常南部高速是規劃第六條射線(南京—鎮江(句容)—常州—無錫—蘇州—上海)的組成部份(常州—無錫段)、滬寧高速是規劃的第五條射線(南京—鎮江—常州—無錫—蘇州—上海)、沿江高速是規劃的第八條橫線(蘇州(太倉)—無錫(江陰)—常州(金壇)—南京(溧水))組成部份(蘇州—常州段)。從規劃走廊的節點看，三條高速基本平行，服務對象有一定重合，在路網中具備統籌經營的基礎。蘇錫常南部高速在滬寧高速公路的常州段、無錫段基本與其平行，系「滬

寧第二通道」的重要組成部份，在蘇南路網中具有重要的地位，與公司核心資產滬寧高速公路的運營管理和中長期發展具有較強的協同性。

在成長性上的優勢主要有如下幾個方面：一是標的資產富餘通行能力大，目前處於流量培育期，飽和度不足1/3，具有較大的增長潛力，而平行的滬寧高速、沿江高速已基本飽和，近年流量增速顯著降低；二是標的資產橋隧比較高，含兩處獨立收費隧道，標的資產一般路段基本費率為0.55元/公里，滬寧高速及沿江高速基本費率為0.45元/公里，相同流量下單公里收入高於其他兩條道路，具有較好的經濟性；三是標的資產剩餘收費期限(23年)較長，能夠與公司轄下其他線路資產形成經營期限錯位，並長期為本公司提供持續的收入。

綜合以上判斷，本公司認為收購標的公司的必要性及合理性主要有幾個方面：

**鞏固本公司蘇南地區路網運營商地位，支撐公司戰略發展。**「十四五」期間，公司聚焦主責主業，加大收費公路業務發展規模。標的資產所處線位是公司佈局蘇南路網不可或缺的組成部份，開展標的公司收購是公司落實戰略目標的舉措，有利於公司深耕主業，提高區域路網佔有率，鞏固蘇南地區路網運營商的地位，實現可持續發展目標。

**標的資產區域地位優越，開展標的資產收購有利於促進公司業務協同發展。**蘇錫常是上海作為長三角龍頭，向長江中上游區域輻射的第一站，也是全國經濟最為活躍的地區之一。從區域高速公路路網流量佈局來看，東西向流量集中，無錫境內橫向出行總量已接近30萬輛/日(標準量)，並且仍在持續增長中。收購標的資產後，可實現

對蘇南地區橫向通道的統籌經營，實現業務協同發展，發揮經營規模效應，降低運營成本，進一步提高公司的盈利能力。

**標的資產運營趨勢向好，收購時機適宜。**標的資產包含國內最長、最寬的水下隧道，建設難度較大，在建設完成後啟動收購項目，充分地規避了建設風險。從當前標的公司的運營情況來看，在開通較短的時間內，流量處於快速增長期，2023年相比2022年流量及收入增長超過50%；未來兩年系沿江高速改擴建，蘇南路網流量分配格局變化較大，標的資產未來流量及收入增長預期較好。此外，標的資產和本公司核心資產滬寧高速屬於平行通道，可以適時承接未來滬寧高速擴建帶來的流量溢出。

綜上判斷，當前開展收購標的時機較為適宜。

- (2) 補充說明公司本次收購資金的來源及相關安排，並結合公司自有資金、日常運營資金需求、到期債務情況等，說明本次交易是否會對公司正常生產經營、財務穩定性和流動性產生不利影響。

回覆：

本次收購資金將以現金方式支付，並以本公司之自有資金或符合資金用途的融資款項撥付。

本公司主營業務收入主要來源於道路通行費收入和配套業務等，結算及時、應收款項規模較小。截至2023年9月30日，貨幣資金7億元，交易性金融資產43億元，共計50億元。充裕的自有資金規模為公司的日常運營和長期戰略實施提供了堅實的財務基礎。

從營運現金流看，截至2022年，本公司經營活動現金流入120億元，經營活動現金流淨額55億元；截至2023年9月30日，本公司經營活動現金流入103億元，經營活動現金流淨額56億元，預計全年經營淨現金流超過60億元。本公司擁有穩定的現金流可以充分覆蓋日常運營中對資金的需求，並留有靈活應對的空間，現金流管理始終處於良性循環。

從財務穩定性和流動性看，主要呈現以下特點：

1. 債務期限結構合理：

根據業務需求和資金狀況，本公司合理安排短期和長期債務的比例。截至2023年9月30日，有息負債餘額343.20億元，其中，長期有息債務300.2億元，佔比87.45%，短期債務43.2億元，佔比12.5%。短期內公司償債壓力較小，債務結構穩健。

2. 長期資金覆蓋率高

本公司長期資金對固定資產及收費經營權類資產的覆蓋率高達143%，該比例處於較高水平顯示公司具有較強的長期投資能力，能夠支持對固定資產和收費經營權類資產的投資。充裕的長期資金減少了本公司對短期資金需要的依賴，從而降低了由於短期資金流動性風險帶來的財務不穩定性，有助於公司在面對市場波動或經濟不確定性時保持財務穩定。

3. 到期債務清償有保障

2023年10月到年底，本公司到期債務約為50.6億，其中銀行借款到期債務23.7億，超短融18.9億。2024年，預計銀行借款到期約17.4億，超短融將根據實際需求適當增加、滾動發行。

截至2023年12月末，本公司共獲得銀行授信額度617.8億元，其中尚未使用額度為488億元，備用流動性充足。作為A + H股上市公司，資信好，直接融資渠道較為暢通，財務彈性好。截至2023年12月末，本公司在中國銀行間市場交易商協會註冊但尚未發行的中期票據額度為45億元，其中10億元有效期為2022年7月29日到2024年7月29日，35億元有效期為2022年8月12日到2024年8月12日。此外，公司計劃在2024年註冊儲備80億元的公司債發行額度。鑒此，本公司可以確保所有到期債務的償付均可以通過自有資金、儲備的債務融資工具或者是銀行授信額度來及時籌措到位。

同時，為依約實施標的資產收購，本公司已加強前期調研。如公司採取自有資金與銀行併購貸款各佔50%的資金籌措方案，依相關慣例，預計可與國內主流銀行機構等合作，迅速籌措低成本的併購貸款資金。

同時，公司也對關鍵財務指標進行了極限測試，經測算，在本次收購資金均以借貸形式取得的假設下，本公司資產負債率將提升至約55.5%。

綜上所述，本公司資產負債率整體穩健，自由現金流充足，還本付息在合理負擔範圍之類。本次收購標的資產行為對上市公司正常生產經營、財務穩定性和流動性均不會產生不利影響。

- (3) 結合標的資產質量、控股股東財務狀況及資金需求等，說明本次交易是否有利於提高公司質量，是否存在向控股股東輸送利益的情形，並補充提示相關風險。

回覆：

標的資產質量優良。一是從區域經濟發展來看，2023年，在長江三角洲區域一體化發展這一國家戰略的持續助推下，區域經濟、人口、基礎設施互聯互通進一步增強。長三角地區「三省一市」的經濟發展依舊保持了強大的穩定性，2023年江蘇省全年GDP為128,222億元，較上年增長5.8%；附近省份也有類似的趨勢。預期2024年江蘇整體經濟有望進一步恢復，持續快速增長。《江蘇省國民經濟和社會發展第十四個五年規劃和二〇三五年遠景目標綱要》提出至2035年，全省人均地區生產總值在2020年基礎上實現翻一番。二是從車流結構來看，考慮到近年來江蘇省常住人口仍保持增長，蘇錫常南部高速(標的公司主要資產)以承擔客運功能為主，客車的增長速度普遍高於貨車，標的資產質量隨著蘇南地區發展及長三角地區一體化深化發展，蘇錫常南部高速正切合地區發展客運需求。三是從公司戰略資產配置來看，鑒於蘇錫常南部高速位於蘇錫常中心城區南側，與滬寧高速共同構成了蘇錫常中心城區間的一南一北兩條城際交通軸線，對提升區域通行能力起到重要作用。就公司而言，收購蘇錫常南部高速將進一步完善本公司在蘇南路網的佈局，擴大本公司運營公路規模與範圍，蘇錫常南部高速是本公司目前戰略投資不可多得的資產並預計是未來收入和利潤增點。四是從目標公司自身運營情況和財務狀況來看，自開通以來，標的資產車流量處於快速增長期。根據截至2023年10月31日止10個月經審計的財務報表，2023年1-10月營業虧損約為人民幣1.70億元，相比2022年同期虧損2.49億已經有所收窄；營業收入(人民幣4.98億元)已經可抵銷營業成本(人民幣4.44億元)；

隨著收費公路的運營，建設貸款等融資還款期已開始，財務費用人民幣2.241億元已較2022年同期減少人民幣0.27億元，預計此次收購可在短期內獲取收益和在未來成為本公司的利潤新增長點。

本公司控股股東江蘇交通控股有限公司(以下簡稱「江蘇交控」)是江蘇省人民政府批准成立的國有獨資企業，主要從事江蘇重點交通基礎設施建設投資與運營管理，主要投資領域涵蓋全省高速公路、鐵路、機場、港口等。相關財務數據詳見下表：

### 江蘇交控2023年9月與2022年12月財務數據

單位：億元

	2023年9月30日	2022年12月31日
總資產	<b>8,322.37</b>	7,794.10
總負債	<b>5,165.69</b>	4,797.30
淨資產	<b>3,156.68</b>	2,996.80
現金及現金等價物	<b>280.31</b>	221.40
資產負債率(%)	<b>62.07</b>	61.60
	2023年1-9月	2022年1-12月
淨利潤	<b>127.56</b>	116.21
經營活動產生的現金流量淨額	<b>242.78</b>	316.90

同時，江蘇交控還向本公司及其控股子公司提供融資。截至本公告披露日，江蘇交控向本公司提供的借款餘額合計為31.96億元、本公司於江蘇交控子公司集團財務公司(亦為本公司之參股企業)日均存款額不超過4億元。



綜上，江蘇交控財務穩健，現金流穩定且充足，完全可以保證其正常經營活動，不存在佔用上市公司現金或利益的意圖。

收購標的公司將進一步完善本公司在蘇南路網的佈局，擴大本公司運營公路規模與範圍。就本次收購事項補充提示風險如下：

- (一) **交通流量不達預期的風險**：交通量是影響收費收入的最主要因素，影響本項目車流量的因素有宏觀經濟的變化、地區交通佈局的變化、區域經濟結構的變化、人口的變化、汽車產業的變化、環境因素變化、運輸成本的變化以及競爭態勢的變化等。若項目實際承擔的交通量低於研究中的預測規模，項目將不能產生預期的現金流量以支付經營費用、創造利潤和償還融資本息，從而引起財務風險。

為了應對該項風險，公司將積極協調蘇南路網改擴建道路的投資時序，統籌論證滬寧高速公路擴容方案，協調沿江高速改擴建進度，並參與其交通組織方案的研究制定；同時，公司還將積極參與研究、探索收費政策改革創新，並會同無錫市交通運輸局研究並持續優化太湖隧道差異化收費方案，推動交通流量符合預期。

- (二) **隧道運營風險**：項目路建設有目前國內規模最大的水下公路隧道。水下公路隧道具有空間相對封閉、機電系統集中、信息傳遞受限、地質災害影響大等顯著特點，隧道內一旦發生險情，其應急救援難度、救援複雜程度和事故後果影響等更加明顯。同時，上述水下公路隧道的特徵造成其管養模式與普通高速公路管養模式差異較大，這是寧滬高速從事專業高速公路運營管養30年以來所遇到的特殊挑戰，存在長大隧道運營管理的風險。

為了應對該項風險，公司將進一步充實長大隧道專業人才團隊，進一步完善應急救援體系，建立信息化條件下的跨部門、跨區域、跨層級、跨業務的應急協同機制，加大信息化、數字化、智慧化建設項目的投入。不斷增強公司長大水下隧道運營能力。

(三) **地方規劃風險**：對蘇錫常南部高速有一定影響的地方規劃道路主要是具區路西延。具區路西延是無錫市規劃的地方免費快速路，是服務無錫市區西向出城的主要快速通道，與項目路的功能有一定重合，將造成部份流量的轉移。因該項目暫無建設計劃，並且建設難度較大，評估假設中暫未予考慮。因此，若具區路西延在項目路經營期內建設並投入運營，將影響蘇錫常南部高速的收益。

為了應對該項風險，公司將積極關注並溝通協調無錫市相關規劃的實施，努力降低區域道路規劃對標的資產的負面影響。

問題2、關於標的資產財務狀況。標的資產2021年、2022年、2023年1-10月營業收入分別為0.02億元、3.83億元及4.98億元，淨利潤分別為-0.02億元、-3.21億元及-1.70億元，處於持續虧損狀態；財務費用分別為-0.01億元、2.91億元、2.24億元，近年來居高不下。截至2023年10月31日，標的資產總負債約為70.69億元，其中有息負債佔比達99%。

請公司：

- (1) 結合標的資產的經營模式、運營情況、營業成本構成等，說明標的資產收入規模較小、盈利能力較低的原因及未來擬如何改善相關狀況；

回覆：

與其他行業相比，高速公路是典型的重資產行業，建設期資本性支出投入巨大，而經營期資本性支出少。經營初期，一般財務成本和攤銷成本較高，同時流量及收入水平一般較低，共同導致項目盈利能力總體不高。但隨著高速公路流量從培育期進入成熟期，流量及收入水平將不斷好轉；並且隨著逐年還本，債務規模及財務成本將持續下降，盈利將逐漸好轉，能夠為項目公司提供穩定的現金流。

標的資產目前處於開通初期階段，從收入端看，流量水平不足道路設計能力的1/3，處於爬坡期；從成本端看，由於標的資產存量債務規模處於最高峰，且無法實現利息資本化，剛性財務費用高，因此開通兩年持續虧損，這也符合行業的基本特徵。從2023年實際數據來看，隨著外部形勢趨穩以及路網格局調整，2023年全年平均流量達到3.1萬輛/日(標準量)，通行費收入約6.3億，平均單公里收入超過1,400萬元/公里(含稅)，流量及收入同比增長超過50%，標的虧損顯著收窄，2023年四季度標的公司已實現經營性現金流轉

正，開始還本付息，存量債務規模已由2023年初的82.98億元下降至2023年10月31日的70.69億。隨著標的資產交通流量的不斷增長，收入將進一步提升，債務規模進一步下降，盈利能力將持續提升。

為進一步改善標的公司財務狀況，本公司擬於交割後採取如下措施：

1. **進行貸款的利率置換。**收購完成後，公司計劃與貸款銀行進一步商議降低貸款利率，減少年度財務費用。標的資產股權交割後，可共享本公司高評級帶來的穩定、價廉的融資產品，進一步優化債務結構，降低資金成本。
  2. **引導標的流量增長。**公司計劃與無錫市政府進一步研究差異化收費政策，對既有差異化政策進行優化，通過政府購買服務的方式，減少用戶通行費，提升標的資產吸引力，也降低項目週邊進一步新增平行規劃建設項目的風險。
- (2) **結合標的資產經營活動現金淨額、負債規模、償債期限、付息安排等，分析其債務結構的穩定性及是否存在流動性風險。**

回覆：

截至2023年10月31日，標的公司總資產145.32億元，負債70.69億元，資產負債率48.64%。資產負債率控制良好，融資品種、規模及期限結構配置與高速公路項目的經營期限及經營發展趨勢相符。

### 標的公司2023年10月31日有息債務構成情況

	餘額 (億元)	佔比 %
項目貸款	58.39	84.15
中長期流貸	5.00	7.20
交控劃撥企業債	6.00	8.65
合計	<u>69.39</u>	<u>100.00</u>

### 標的公司2023年10月31日有息債務期限構成

單位：億元

	1年 內到期	1-5年	5-10年	10-15年	15年以上	合計
長期借款	1.62	26.16	17.25	15.21	3.15	63.39
交控劃撥企業債	6.00					6.00
合計	<u>7.62</u>	<u>26.16</u>	<u>17.25</u>	<u>15.21</u>	<u>3.15</u>	<u>69.39</u>
佔比%	<u>10.98</u>	<u>37.71</u>	<u>24.85</u>	<u>21.92</u>	<u>4.54</u>	<u>100.00</u>

從融資利率上看，正在履行的項目貸利率區間為2.6-3.71%，平均利率為3.4%；中長期流貸利率為2.6%；江蘇交控劃撥企業債利率為3.76%。利率低於市場平均水平。

針對基準日後一年內到期負債，基於標的公司業務發展階段，根據評估報告估算的未來經營性現金流，在滿足標的公司日常經營資金需求及支付全部應付存量負債利息的前提下，本公司可以發揮融資協同優勢，協助標的公司進一步優化融資結構與融資成本。因此短期內標的公司不存在流動性風險。

從長期看，標的公司完全具備對其所有的有息債務本息的償付能力。2023年1-10月，標的公司自由現金流為1.43億元，已按期還款付息。預計2024年全年自由現金流可增加至足以覆蓋應付本息數。以後各年，根據存量項目貸的還本付息計劃，標的公司每年產生的自由現金流均足以覆蓋當年應付本息數。隨著標的公司自由現金流的逐年結餘，預計將逐步減少融資需求，並於2029-2030年期間結清全部流動貸款等。因此，標的公司未來不存在流動性風險。

預計標的公司所有有息債務可於2041年結清，經營期內資產負債率整體健康，現金流相對充裕，債務清償能力良好。

標的資產被收購後，本公司將發揮在資本市場的高信用背景和融資渠道優勢，協助標的公司靈活制定融資計劃，不斷優化債務結構，在保證流動性風險可控的同時，將資金成本維持在同業較低的水平，提高標的公司經營效益。

綜上所述，基於標的資產穩定增長的經營現金流，合理的債務結構，以及良好的融資及資金管理能力，標的資產財務槓桿比率將保持在安全水平，所面臨的流動性壓力相對較低，風險基本可控。

問題3、關於標的資產估值。本次交易選擇收益法和市場法評估標的資產，兩種方法下的評估結果分別為80.01億元、79.10億元，增值率分別為7.21%、5.99%，最終採用收益法評估結果作為評估作價依據。標的資產主要經營資產為固定資產和公路經營權，未選用資產基礎法進行估值。

請公司補充披露：

- (1) 收益法的具體測算依據，包括但不限於標的資產的通行費收入、車流量、養護成本等情況及預測依據，折現率的水平及確認依據、不同預測期間的劃分情況及依據等；

回覆：

本次負責國有資產產權轉讓備案的評估機構由標的公司三方股東江蘇交控、無錫市交通產業集團有限公司和常州高速公路投資發展有限公司聯合委託。由於車流量、通行費、運營養護成本涉及到交通工程類專業化知識，故標的公司三方股東及本公司四方委託了江蘇緯信工程諮詢有限公司出具了《蘇錫常南部高速公路交通量、通行費收入及運營養護成本預測》報告。在收益法評估中涉及的車流量、通行費收入、運營養護成本的預測數據，評估機構引用了江蘇緯信工程諮詢有限公司出具的專業報告。

收益法具體預測過程如下：

## 1. 預測期的確定

根據2021年12月6日江蘇省政府印發的《省政府關於同意蘇錫常南部高速公路常州至無錫段開徵車輛通行費的批覆》(蘇政復[2021]61號)，蘇錫常南部高速為經營性收費公路，於建成且符合通車條件之日起開徵車輛通行費，收費期限25年。據此，項目經營期為2021年12月30日至2046年12月29日。

本次預測期限為評估基準日次日起至項目路收費期截止，具體時間為2023年11月1日至2046年12月29日，預測期限共計約23年2個月。

## 2. 營業收入的預測

被評估單位的歷史年度主營業務收入包括通行費收入、清障收入、經營租賃收入，預測期也按上述3個部份來預測收入。①通行費收入：江蘇緯信工程諮詢有限公司為交通量預測研究專業機構，對南部高速進行了交通量及通行費預測並出具了《蘇錫常南部高速公路交通量、通行費收入及運營養護成本預測》。評估專業人員覆核了報告中的測算報告的相關測算依據及財務分析數據後，引用了該報告的流量預測收入，並折算成了不含增值稅收入。

- a 交通量預測：根據江蘇緯信工程諮詢有限公司的《蘇錫常南部高速公路交通量、通行費收入及運營養護成本預測》報告，對於交通量，本次預測採用「四階段」法，依據2010年4月交通運輸部頒發的《公路建設項目可行性研究報告編製辦法》中的公路建設項目交通量分析與預測方法，預測中採用專業預測軟件TransCAD進行建模預測。基礎數據均來源於江蘇省高速公路聯網運營與管理中心每月發佈的流量統計報



表，並結合了區域經濟社會與交通運輸發展的相關歷史年鑒與未來規劃資料，並搜集了與標的相關項目的建設計劃、方案等內容。

本次交通量預測過程如下：

- 1) 根據項目特點對研究區域進行小區劃分，並計算基年OD；
- 2) 建立路網模型，並根據歷史數據進行參數標定與校核；
- 3) 根據未來年經濟增長率和彈性系數分析，計算主要年份的各個小區的交通生成量；
- 4) 採用弗萊特法，計算主要年份的各個小區的OD分佈量；
- 5) 標定主要年份路網信息，採用UE分配模型，並開展交通量分配；
- 6) 計算南部高速公路各年份的平均交通量、分區段及分車型交通量，並分析交通量變化特徵及原因；

項目路各年份年平均日交通量如下表所示：

年份	流量 (veh/d)	增長率	流量 (pcu/d)	增長率	備註
2023年	27,593	69.4%	31,614	52.1%	項目剛開通，受疫情 影響，基數較低
2023.11-12	19,178	49.3%	23,050	37.1%	
2024年	42,160	52.8%	47,373	49.8%	詳見文字說明
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%	沿江高速改擴建完工
2028年	73,915	15.8%	81,365	16.6%	滬寧禹速改擴建開工
2029年	90,919	23.0%	99,787	22.6%	錫太、寧常高速開通
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%	滬寧高速改擴建完工
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%	蘇錫太湖通道、常泰 高速開通
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%	

預測結果顯示，項目路流量增長率總體呈現逐步降低的趨勢。2024年~2025年流量增速較大的主要原因說明如下：

- i 項目路通車時間較短，流量處於快速增長期。
- ii 2023年6月，京滬高速改擴建通車，從五峰山南下的車輛可通過羅溪樞紐順接南部通道，預計2024年上半年將顯著高於2023年上半年；同時，廣靖高速即將改擴建，五峰山通道南下車輛將進一步增加。
- iii 沿江高速將於2024年全面開工，擬對全線進行3軸以上貨車限行，參考京滬改擴建的經驗，擴建期間流量將有較大比例轉移，約50~60%；同時，沿江高速與南部通道基本平行的區段——江陰先導段，將於2024年7月開始單向封閉施工，持續1年。沿江高速流量將有較大程度的溢出。
- iv 現狀滬寧高速無錫段流量基本飽和，難以承載路網流量的趨勢增長以及其他分流影響，沿江改擴建期間，路網中僅有南部通道具備較大富餘能力，承接路網分流車輛。

b 通行費收入的預測：根據預測的車流量與現行收費標準計算獲得，計算過程中結合歷史數據對相關參數進行擬合校驗，並收集了標的公司提供的項目收費里程表。具體預測過程如下：

- 1) 南部高速公路含主線一般路段、太湖隧道及邀賢山隧道等3類收費設施，收費標準及計費方式各不相同，需要將各類設施的收費匯總形成項目路的通行費收入。

一般路段的通行費收入計算公式為： $\text{年收費額} = \text{各類車型的交通量} \times \text{相應的收費標準} \times \text{年收費天數} \times \text{收費里程} \times \text{收費調整系數}$ ；

兩處隧道的通行費收入計算公式為： $\text{年收費額} = \text{各類車型的交通量} \times \text{相應的收費標準} \times \text{年收費天數} \times \text{收費調整系數}$

- 2) 收費里程：收費里程取自聯網中心提供的蘇錫常南部高速公路常州至無錫段計費里程計算簡化圖，項目收費里程共計55.30公里，其中主線收費40.46公里(含一般路段29.33公里、太湖隧道10.00公里、邀賢山隧道1.13公里)，匝道收費14.84公里。

### 3) 收費標準：

本次評估中對收費標準假定如下：

- i 已建成投入運營的高速公路，維持既有批覆的收費標準不變。
- ii 預計2025年前建成投入運營的高速公路。改擴建項目及新建橋隧項目參照2021年江蘇省交通廳、發改委、財政廳聯合印發的《江蘇省高速公路收費定價機制》；其他新建的一般項目的客、貨基本費率按照0.55、0.45元/公里。
- iii 預計2025年後建成通車的高速公路項目，工程造價將進一步提升，收費標準平均水平有可能會同步增加。此背景下，預計蘇錫常南部高速在整個通道內流量分擔比例相比現狀將有所提升。
- iv 差異化政策一般實施期限小於5年，需要結合實施效果定期對差異化方案進行動態調整。本次預測中假定後續差異化政策維持2024年延續的方案不變，未來優化後的方案暫不予考慮。

- 4) 收費調整系數：收費調整系數主要考慮差異化政策、節假日小客車免費、匝道收費、ETC折扣、現金收費取整等因素對實際收費的影響。因不同月份通行車輛受政策影響程度不同，評估中首年按照2022年11月-12月的流量及收入數據擬合計算，其餘年份按照2022年11月-2023年10月流量及收入數據擬合計算。

② 清障收入：清障收入為被評估單位對高速路上的故障車輛提供清障救援服務。對於清障收入，本次參考歷史年度清障收入佔通行費收入的佔比來預測。③ 經營租賃收入：被評估單位的經營租賃收入包括加油站租賃收入、服務區租賃收入。評估人員收集了相關租賃合同，了解到加油站租金按噸油計租，結合歷史年度實際收取的租賃收入，預測期參考歷史租賃收入並考慮一定的增長來預測。

### 3. 營業成本的預測

主營業務成本包括徵收業務成本、清障成本、經營租賃成本。徵收業務成本包括：無形資產攤銷、折舊、路橋養護費、技術服務費等。清障成本包括：設備使用費、油氣費、其他等。經營租賃成本包括：辦公費、物業管理費、車輛使用費等。

#### a 徵收業務成本預測：

##### 1) 路橋養護費

根據《江蘇省高速公路養護管理辦法》，高速公路養護主要包括高速公路小修保養、大中修工程。

小修保養主要對公路及其工程設施進行保養和道路附屬設施修復，使之經常保持完好狀態。主要包括路面清掃、分隔帶保潔、整修路肩、邊坡、排水設施疏通、地道

抽水、路面小型病害處理，橋樑伸縮縫清理，沿線標誌、護欄清洗、局部維修等。該部份費用變化較為穩定，本次評估中以2022年為基數，按照年度3%增長率進行預測。

大中修工程主要指公路及其工程設施的較大損壞進行中長期性的綜合修理，以全面恢復到原設計標準，或在原技術等級範圍內進行局部改善和個別增建，以逐步提高公路通行能力的工程項目。如對達到使用壽命的路面等進行全面翻修，恢復其原始設計狀態，或對洪水、地震等造成的重大損壞，進行及時修復，保證其正常使用。實際過程中，養護工程發生的時間與規模具有不確定性，本次評估中假定項目經營期內道路的主要養護工程工作內容如下：

路面養護工程：一般是根據年度道路檢測評定報告情況，制定相應的工程計劃及方案，早期常規性做法為每隔10年~12年開展一次路面大修。考慮到南部高速公路重車比例極低，並且現階段預防性養護進一步推廣，高速公路大修週期應有所延長。參考省內其他項目的經驗，本次評估中按照經營期內開展一次大修工程假定，在開通第15年，即2036年實施。費用按照200元/平方米現價，並考慮年度增長2%。

其他附屬工程：道路標線按照每3年更新一次，年度均衡分攤，並考慮年度增長2%；護欄按照生命週期內更換一次，年度均衡分攤，並考慮年度增長2%。

2) 技術諮詢費

技術諮詢費按照路橋養護費的3.05%計算，該數值為2022年1月-2023年10月的技術諮詢費與路橋養護費累計數的比值。

3) 三大系統成本

該費用主要為機電設施的日常維護修理，預測中以2022年為基數，按照年度增長3%進行計算。

4) 委託管理費以2022年為基數，2023年全年預測增幅8%，2024-2025年按照年度增長5%進行計算，之後每年按照3%計算；

5) 水電煤氣費以2022年為基數，考慮到近期大量設備未啟用，2023-2025、2026-2030年以及之後分別按照年度增長10%、5%及3%進行計算；

6) 租賃費、勞務費及其他費用以2022年為基數，按照年度2%進行計算；

7) 路網管理費按照當年通行費收入的0.6%進行計算，該數值為2022年1月-2023年10月的路網管理費與通行費收入累計數的比值。

8) 其他費用以2022年-2023年10月數值為基數，按月度平均後作為2023年11-12月的預測數，之後按照每年增長2%計算；

9) 折舊攤銷：固定資產折舊及無形資產攤銷以標的公司現有及新增固定資產為基礎，根據標的公司現有的折舊、攤銷政策進行預測。



b 清障成本預測：

- 1) 清障成本設備使用費：主要是外協費用，本次參考2023年1-10月的實際費用，預測2023年11-12月的成本，未來年度在2023年成本的基礎上考慮1%的增長。
- 2) 對於油氣費、其他等費用：本次按其歷史年度費用佔清障收入的比例來預測。

c 經營租賃成本預測：

經營租賃成本是太湖灣服務區對外租賃經營而產生的，根據評估人員訪談了解，評估基準日，太湖灣服務區已全部對外出租。未來年度預計也按目前的經營模式進行，經營租賃成本不會發生較大變化。故本次對物業管理費是在2023年費用的基礎上考慮一定的增長率來預測，對於辦公費、水費等其他費用，按固定費用進行預測。

#### 4. 税金及附加的預測

税金及附加主要包括城建稅、教育費附加、地方教育費附加、印花稅、房產稅、土地使用稅。城建稅、教育費附加、地方教育費附加主要基於增值稅，稅率分別為7%、3%和2%，印花稅為合同額的萬分之三，房產稅從價計徵的按購房價格70%的1.2%，從租計徵的按租金收入的12%，土地使用稅每平方米6元。2023年年度根據目前稅收優惠政策，免徵房產稅和土地使用稅。根據未來收入成本的預測和對歷史數據的分析，預測企業未來年度的營業税金附加。

## 5. 其他業務收入、成本的預測

標的公司不存在其他業務收入、其他業務成本。

## 6. 銷售費用的預測

歷史年度標的公司發生銷售費用較少，未來不予預測。

## 7. 管理費用的預測

歷史年度標的公司發生的管理費用主要內容為中介機構費，金額很小，2023年11-12月的數據參考企業的實際發生額，2024年及以後年度參考2023年的發生金額，以固定金額來預測。

## 8. 財務費用的預測

財務費用為利息支出，按照借款合同約定利率進行測算。

## 9. 折舊、攤銷的預測

折舊主要根據各個資產的原值、會計折舊年限、殘值率計算求得；攤銷按照標的公司的攤銷政策按交通流量法進行攤銷。

## 10. 資本性支出的預測

基於持續經營假設，需在未來年度考慮一定的資本性支出，以維持企業的基本運營及收入預測規模。資本性支出為存量資產的更新，主要是機電設備的更新。對於路面養護、附屬工程的更新已在主營業務成本中考慮。

## 11. 營運資金預測、營運資金增加額的預測

營運資金是指隨著企業經營活動的變化，獲取他人的商業信用而佔用的現金，正常經營所需保持的現金等；同時，在經濟活動中，提供商業信用，相應可以減少現金的即時支付。

估算營運資金增量原則上只需考慮正常經營所需保持的存貨、應收款項、預付款項和應付款項、預收賬款等主要因素。應交稅金和應付職工薪酬等多為經營中發生，且週轉相對較快，因此也將其作為營運資金考慮。

營運資金增量=當期營運資金-上期營運資金

經了解，標的公司經營性流動資產包括必要現金、應收賬款等。經營性流動負債為應交稅費。其中，經營性現金是考慮最低現金保有量確定，最低現金保有量以基準日企業月需現金量確定，標的公司的管理均委託本公司進行，標的公司支付一定的管理費。本次根據其約定支付的管理費來預測最低現金保有量。對於應收賬款的預測，標的公司的通行費均由江蘇高速公路聯網營運管理有限公司進行拆分後轉入，通行費收入的數據拆分、確認尚需履行一定的程序，時間上會略有延遲，本次按未來通行費收入的1個月平均收入來預測應收賬款資金。對於應付賬款，按照一個月應付稅費預測。

## 12. 債務本金償還的預測

債務本金的償還根據借款合同約定還款日期進行預測。

### 13. 所得稅預測

標的公司的所得稅稅率為25%。本次按評估基準日的所得稅稅率進行預測並考慮了歷史年度的可彌補虧損。

### 14. 股權現金流的確定

根據上述各項預測，未來預測期股權現金流量預測如下：

金額單位：萬元

2023年11月至2030年數據：

年份	2023.11-12	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
一. 營業收入	8,408.94	86,443.01	112,667.94	129,422.97	126,228.10	148,535.06	181,079.50	202,385.57
主營業務收入	8,408.94	86,443.01	112,667.94	129,422.97	126,228.10	148,535.06	181,079.50	202,385.57
其他業務收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
減：(一) 營業成本	6,895.84	46,999.40	55,755.20	61,255.25	60,922.87	68,062.52	78,943.38	86,304.50
主營業務成本	6,895.84	46,999.40	55,755.20	61,255.25	60,922.87	68,062.52	78,943.38	86,304.50
其他業務成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
(二) 稅金及附加	0.00	559.57	1,346.03	1,525.25	1,413.18	1,649.70	1,996.16	2,221.66
(三) 銷售費用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
(四) 管理費用	3.11	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
(五) 研發費用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
(六) 財務費用	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. 營業利潤	-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. 利潤總額	-2,572.23	15,503.62	34,843.82	47,655.98	46,446.79	63,658.18	87,454.53	103,201.20
減：所得稅費用	0.00	0.00	0.00	11,582.56	11,611.70	15,914.55	21,863.63	25,800.30
四. 淨利潤	-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：固定資產折舊	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：無形資產長期待攤攤銷	2,047.02	25,173.59	33,294.84	38,359.53	37,090.03	43,236.63	53,025.92	59,345.22
減：借款本息償還	-1,903.75	53,915.00	65,280.00	40,867.50	58,550.00	94,195.00	54,965.00	55,505.00
減：資本性支出(不含稅)	0.00	0.00	0.00	0.00	4,945.00	5,093.00	5,246.00	5,403.00
加：增值稅對現金流的影響	495.05	4,224.86						
減：營運資金增加額	3,729.99	2,083.43	1,575.37	293.34	-178.72	1,318.22	1,948.70	1,274.01
加：營運資金回收								
六. 股權現金流量	-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年數據：

年份	2031年	2032年	2033年	2034年	2035年	2036年	2037年	2038年
一. 營業收入	199,844.04	155,706.12	162,720.03	169,775.07	176,438.08	212,055.75	217,464.87	223,060.22
主營業務收入	199,844.04	155,706.12	162,720.03	169,775.07	176,438.08	212,055.75	217,464.87	223,060.22
其他業務收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
減：(一) 營業成本	77,583.24	63,456.44	66,624.87	69,707.85	72,705.83	122,891.03	86,774.95	89,050.19
主營業務成本	77,583.24	63,456.44	66,624.87	69,707.85	72,705.83	122,891.03	86,774.95	89,050.19
其他業務成本	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) 銷售費用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
(四) 管理費用	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
(五) 研發費用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
(六) 財務費用	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. 營業利潤	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. 利潤總額	110,851.64	82,149.27	86,826.64	91,636.75	96,116.18	82,562.33	124,899.66	129,449.29
減：所得稅費用	27,712.91	20,537.32	21,706.66	22,909.19	24,029.04	20,640.58	31,224.91	32,362.32
四. 淨利潤	83,138.73	61,611.95	65,119.98	68,727.56	72,087.13	61,921.75	93,674.74	97,086.97
加：固定資產折舊	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：無形資產長期待攤攤銷	58,549.73	45,192.68	47,379.89	49,453.38	51,414.21	61,844.89	63,611.76	65,261.73
減：借款本金償還	23,340.00	26,110.00	26,690.00	25,497.50	25,750.00	36,830.00	33,600.00	33,600.00
減：資本性支出(不含稅)	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：增值稅對現金流的影響								
減：營運資金增加額	-345.53	-2,706.56	433.05	433.52	411.17	3,277.88	-791.39	330.11
加：營運資金回收								
六. 股權現金流量	117,939.74	81,668.79	84,045.10	91,331.06	96,845.93	83,602.36	124,393.39	128,304.03

2039年至2046年數據：

年份	2039年	2040年	2041年	2042年	2043年	2044年	2045年	2046年
一. 營業收入	228,051.63	233,011.82	236,142.90	239,419.02	242,285.88	245,452.03	246,996.60	247,579.49
主營業務收入	228,051.63	233,011.82	236,142.90	239,419.02	242,285.88	245,452.03	246,996.60	247,579.49
其他業務收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
減：(一) 營業成本	91,159.98	93,091.29	94,861.56	96,513.86	98,058.63	99,513.83	100,894.10	102,207.50
主營業務成本	91,159.98	93,091.29	94,861.56	96,513.86	98,058.63	99,513.83	100,894.10	102,207.50
其他業務成本	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) 銷售費用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
(四) 管理費用	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
(五) 研發費用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
(六) 財務費用	1,336.91	672.93	148.40	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
二. 營業利潤	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. 利潤總額	133,078.34	136,721.88	138,577.67	140,318.92	141,614.54	143,295.94	143,448.24	142,716.22
減：所得稅費用	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. 淨利潤	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：固定資產折舊	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：無形資產長期待攤攤銷	66,737.40	68,013.27	69,124.41	70,095.80	70,946.02	71,682.53	72,337.73	72,911.11
減：借款本金償還	13,100.00	16,000.00	12,000.00					
減：資本性支出(不含稅)	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：增值稅對現金流的影響								
減：營運資金增加額	304.15	301.69	201.97	215.42	194.18	208.77	119.24	65.77
加：營運資金回收								16,315.83
六. 股權現金流量	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. 折現率的確定

### 1) 所選折現率的模型

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股權現金流量，則折現率選取資本資產定價模型(CAPM)。

CAPM模型公式：

$$k_e = r_f + \beta_e \times R_{Pm} + r_c$$

其中： $r_f$ ：無風險報酬率

$R_{Pm}$ ：市場風險溢價

$r_c$ ：企業特定風險調整系數

$\beta_e$ ：評估對象權益資本的預期市場風險系數

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

$\beta_u$ 可比公司的預期無槓桿市場風險系數

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

由於以上 $\beta$ 系數估算方法是採用歷史數據，因此我們實際估算的無財務槓桿 $\beta_u$ 值應該是歷史的 $\beta$ 系數而不是未來預期的 $\beta$ 系數。為了估算未來預期的 $\beta$ 系數，我們需要採用布魯姆調整法(Blume Adjustment)。公式如下：

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

其中： $\beta_{adj}$ 為調整後的 $\beta$ 值， $\beta_{unadj}$ 為歷史 $\beta$ 值。

$\beta_t$ 可比公司的預期市場平均風險系數

$D_i$ 、 $E_i$ ：分別為可比公司的付息債務與權益資本

## 2) 模型中各有關參數的確定

### ① 無風險報酬率 $R_f$ 的確定

無風險報酬率 $R_f$ 採用國債的到期收益率(Yield to Maturity Rate)，國債的選擇標準是國債到期日距評估基準日10年的國債，以其到期收益率的平均值作為平均收益率，以此平均值作為無風險報酬率 $R_f$ 。查閱同花順並計算距評估基準日10年的國債平均收益率為3.01%。

### ② 股權市場超額風險收益率 $ERP$ 的確定

市場風險溢價是指投資者對與整體平均風險相同的股權投資所要求的預期超額報酬率，即超過無風險利率的風險補償。其中，股權投資超額報酬率 $R_m$ 借助同花順iFinD數據終端，選擇中國股票市場最具有代表性的滬深300指數，採用每年年底滬深300指數成份股年末的交易收盤價(復權價)，以10年為一個週期，採用滾動方式估算300隻股票中每隻股票10年的幾何平均收益率。

則2023年市場風險溢價 $ERP$ 為6.71%。

### ③ 權益的市場風險系數 $\beta$ 的確定

根據標的公司的業務特點，評估人員通過同花順iFinD系統查詢了滬深A股可比上市公司2023年10月31日的有財務槓桿的 $\beta_L$ 值，然後根據可比上市公司的所得稅率、資本結構換算成無財務槓桿 $\beta_U$ 值。



由於以上  $\beta$  系數估算方法是採用歷史數據，因此我們實際估算的無財務槓桿  $\beta_U$  值應該是歷史的  $\beta$  系數而不是未來預期的  $\beta$  系數。為了估算未來預期的  $\beta$  系數，我們需要採用布魯姆調整法(Blume Adjustment)。公式如下：

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

其中： $\beta_{adj}$  為調整後的  $\beta$  值， $\beta_{unadj}$  為歷史  $\beta$  值。

根據上述公式估算可比上市公司的調整後無財務槓桿  $\beta_U$  值，並取其平均值作為標的公司的  $\beta_U$  值。取可比上市公司資本結構的平均值作為標的公司的目標資本結構，再結合標的公司預測期間執行的所得稅稅率，將各參數代入權益系統風險系數計算公式，計算得出標的公司的權益系統風險系數。計算公式：

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

式中： $\beta_L$ ：有財務槓桿的  $\beta$  系數

$\beta_U$ ：無財務槓桿的  $\beta$  系數

T：所得稅率

經測算，被評估單位的  $\beta$  權益為 0.5045。

本次採用標的公司自身資本結構作為目標資本結構，即根據預測年度各年的付息債務餘額與股權價值的比例進行迭代計算得到，最終確定標的公司預測年度  $\beta$ 。

預測年期	2023.							
	11-12	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
帶息債務/權益								
價值	91.30%	90.11%	75.58%	62.81%	55.98%	46.64%	34.46%	28.90%
調整後無財務槓桿β系數(βU)	0.5045	0.5045	0.5045	0.5045	0.5045	0.5045	0.5045	0.5045
基準日後所得稅率(企業自身)	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
評估對象的β權益	0.8500	0.8454	0.7905	0.7422	0.7163	0.681	0.6349	0.6139
預測年期	2031年	2032年	2033年	2034年	2035年	2036年	2037年	2038年
帶息債務/權益								
價值	23.92%	22.42%	19.95%	17.50%	15.28%	13.09%	9.75%	6.99%
調整後無財務槓桿β系數(βU)	0.5045	0.5045	0.5045	0.5045	0.5045	0.5045	0.5045	0.5045
基準日後所得稅率(企業自身)	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
評估對象的β權益	0.595	0.5894	0.58	0.5707	0.5623	0.5541	0.5414	0.5309
預測年期	2039年	2040年	2041年	2042年	2043年	2044年	2045年	2046年
帶息債務/權益								
價值	4.03%	2.98%	1.40%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
調整後無財務槓桿β系數(βU)	0.5045	0.5045	0.5045	0.5045	0.5045	0.5045	0.5045	0.5045
基準日後所得稅率(企業自身)	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
評估對象的β權益	0.5197	0.5158	0.5098	0.5045	0.5045	0.5045	0.5045	0.5045

#### ④ 企業特定風險調整系數 $R_c$ 的確定

由於測算風險系數時選取的為上市公司，與參照上市公司相比，企業為非上市公司，應考慮該企業特有風險產生的超額收益率。

本次評估考慮到標的公司的融資條件、資本流動性以及公司的治理結構和標的公司資本債務結果等方面與可比上市公司的差異性所可能產生的特性個體風險，確定企業特有風險超額回報率 $R_c$ 為1.3%。

#### 2) 預測期折現率的確定

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

## 16. 評估值測算過程與結果

### 1) 經營性資產價值的確定過程

根據以上分析、預測所確定的各參數，通過對收益期內各年預測的股權現金流進行折現，計算得出企業經營性資產的價值如下表：

金額單位：萬元

項目	2023.11-12	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
股權現金流量	-14.41	-44.42	12,335.23	44,324.04	20,140.46	2,399.69	68,991.61	87,622.70
折現率	10.01%	9.98%	9.61%	9.29%	9.12%	8.88%	8.57%	8.43%
折現系數	0.9921	0.9385	0.8548	0.7810	0.7152	0.6561	0.6035	0.5562
股權現金流量折現	-14.29	-41.69	10,543.95	34,616.24	14,403.48	1,574.44	41,633.15	48,733.76

  

項目	2031年	2032年	2033年	2034年	2035年	2036年	2037年	2038年
股權現金流量	117,939.74	81,668.79	84,045.10	91,331.06	96,845.93	83,602.36	124,393.39	128,304.03
折現率	8.30%	8.26%	8.20%	8.14%	8.08%	8.03%	7.94%	7.87%
折現系數	0.5132	0.4740	0.4380	0.4049	0.3745	0.3466	0.3210	0.2974
股權現金流量折現	60,531.93	38,710.81	36,807.88	36,977.72	36,269.13	28,975.40	39,924.99	38,163.33

  

項目	2039年	2040年	2041年	2042年	2043年	2044年	2045年	2046年
股權現金流量	152,997.44	154,077.65	160,648.00	174,878.16	176,687.35	178,635.24	179,458.13	195,814.04
折現率	7.80%	7.77%	7.73%	7.70%	7.70%	7.70%	7.70%	7.70%
折現系數	0.2758	0.2559	0.2375	0.2205	0.2047	0.1901	0.1765	0.1639
股權現金流量折現	42,201.75	39,430.07	38,154.52	38,559.38	36,172.98	33,957.07	31,674.56	32,090.43
股權現金流量折現 累計					760,050.97			

## 2) 溢餘資產、非經營資產/負債的確定

溢餘資產為溢餘貨幣資金，非經營資產和負債主要包括應付工程款，零星不常發生的往來款項

內容	金額 (萬元)
溢餘資產	52,726.67
非經營資產	0.59
非經營負債	12,699.60

## 17. 評估結論

股東全部權益價值=經營性資產價值+溢餘性資產+非經營性資產價值-非經營性負債價值

$$=760,050.97+52,726.67+0.59-12,669.6$$

$$=800,100.00 \text{ 萬元。 (取整到百萬元)}$$

上述評估結果未經國有資產管理機構備案，存在數據變動的可能性。

(2) 市場法下可比公司或可比交易的選取情況、選取依據及合理性；

回覆：

1. 案例的選取

通過同花順檢索最近一年內已經完成的高速公路經營公司股權交易案例，發現交易案例較少，且公開信息較少，無法有效的對案例和標的公司存在的差異進行調整，故本次無法採用交易案例比較法。由於經營高速公路的上市公司較多，本次採用可比上市公司比較法進行市場法測算。

從行業特性分析，高速公路運營成本中固定成本所佔比重較高，只有車流量達到一定規模才能保障盈利，而決定車流量大小的主要因素是地區經濟發展水平。因此從根本上講，只要地區經濟有較高的基數和增長速度，區內高速公路公司的利潤就有保障。故區域因素是影響車流量進而影響公司價值的最主要因素。

標的公司項目路起自常宜高速前黃樞紐，在前黃鎮南側跨越錫溧漕河改線段、常漕公路及新長鐵路，與錫宜高速公路交叉後經潘家鎮穿越常州太湖灣旅遊度假區，經雪堰鎮南進入無錫馬山境內，跨越常州、無錫，屬於江蘇蘇南經濟發達地區。根據國家發佈2022年全國各省份gdp數據，江蘇以12.2萬億位居第二，與廣東省12.9萬億領先於其他省份。本次以同花順導出高速公路上市公司，首先篩除2022年經過審計通行費收入佔營業總收入不足50%的案例，第二步尋找江蘇與廣東境內的可比上市公司，按此步驟，篩選出寧滬高速，深高速，粵高速A三家，由於粵高速包含了粵高速A和粵高速B，B股流動性較弱，在計算價值比率的時候無法切割，故篩除粵高速A。由於市場法可比案例一般為3-6個案例，故略放寬區域標準，從嚴業務可比性，從通行

費收入佔營業收入比重最高的公司排序，其中山西路橋營業收入中100%為通行費收入，資產總額與標的公司也非常接近，故納入可比案例，最終選取寧滬高速，深高速、山西路橋作為可比案例。

## 2. 價值比率的選取

價值比率的選取上，由於高速公路經營權公司收入較為穩定，現金流較為充裕，故運營初期財務槓桿一般較高，後逐年還本付息，帶息債務比重下降，財務槓桿下降，因此各公司之間會因為初始建設財務槓桿比率不同、還本付息計劃不同，現金流不同出現同類公司資本結構之間有較大差異，導致企業現金流接近，企業價值接近的兩個公司的權益類指標例如PB、PE出現較大差異，故權益類指標不適合該類型企業。全投資口徑的指標更適合標的企業的評估，另外由於標的公司處於快速增長期，而上市公司業績一般較為平穩，故企業價值／息稅攤銷前利潤，企業價值／息稅前利潤不適合本次評估，綜上幾點考慮，本次採用企業價值／核心資產(固定資產+無形資產)作為價值比率，該指標兼顧了全投資口徑，避免了盈利指標階段性的差異，考慮了高速公路重資產投入的因素。由於各公司有非經營性資產、負債，為統一各公司之間的比較口徑，對非經營性資產、負債進行調整。

### 3. 流動性折扣

因本次選用的可比上市公司均為上市公司，其股份具有很強的流動性，而評估對象為非上市公司，因此需考慮缺乏流動性折扣。本次評估根據國內機構統計的資本市場上市公司市盈率和非上市公司併購市盈率的對比確認的缺乏流動性折扣率的算術平均值為32%。扣除流動性折扣後的企業價值／核心資產如下：

項目	寧滬高速	深高速	山西路橋
調整前企業價值	7,550,457.76	5,577,974.76	1,501,731.36
非經營性資產／負債	380,172.52	324,893.30	57,169.65
調整後企業價值	7,170,285.24	5,253,081.46	1,444,561.70
扣除流動性折扣後的企業價值／ 核心資產	1.2387	1.3534	1.0100

### 4. 價值比率的調整

#### *i 可比財務指標及其標準得分的確定*

依據國務院國資委考核分配局編製的《企業績效評價標準值2022》中關於道路運輸業的全行業績效說明，並結合被評估單位的自身特點，將淨資產收益率、總資產報酬率、銷售(營業)利潤率、總資產週轉率、應收賬款週轉率、流動資產週轉率、資產負債率、帶息負債比率作為財務指標修正，由於上市公司均有多條路產，以及其他業務，其價值的表現



基本認為是永續期的收益，而標的公司為單一的路產，收費年限為有限年限，故將收益年限也作為修正因素，將被評估單位與可比上市公司進行比較。各指標權重分配如下：

序號	指標分類	指標名稱	權重分配
1	盈利能力狀況	淨資產收益率	10
		總資產報酬率	15
		銷售(營業)利潤率	20
2	資產質量狀況	總資產週轉率	15
		應收賬款週轉率	5
		流動資產週轉率	5
3	債務風險狀況	資產負債率	5
		帶息負債比率	5
4	收益年限	收益年限	20
<b>合計</b>			<b>100</b>

依據《企業績效評價標準值2022》，企業業績評價體系將五段財務指標的簡單平均數分別作為該財務指標的「優秀值」、「良好值」、「平均值」、「較低值」和「較差值」，對應五檔評價標準的進行調整。其中優秀為滿分，較差為70分，中間三檔均值化處理，收益年限單獨調整10%，乘以對應權重後如下。

調整相應財務指標後的各檔標準值得分如下：

### 各財務指標標準值得分表

項目	優秀值	良好值	平均值	較低值	較差值
<b>一. 盈利能力狀況</b>					
淨資產收益率	15	13.875	12.75	11.625	10.5
總資產報酬率	15	13.875	12.75	11.625	10.5
銷售(營業)利潤率	15	13.875	12.75	11.625	10.5
<b>二. 資產質量狀況</b>					
總資產週轉率	15	13.875	12.75	11.625	10.5
應收賬款週轉率	5	4.625	4.25	3.875	3.5
流動資產週轉率	5	4.625	4.25	3.875	3.5
<b>三. 債務風險狀況</b>					
資產負債率	5	4.625	4.25	3.875	3.5
帶息負債比率	5	4.625	4.25	3.875	3.5
<b>小計</b>	<b>80</b>	<b>74</b>	<b>68</b>	<b>62</b>	<b>56</b>
<b>收益年限</b>	<b>20</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>18</b>

## ii 可比財務指標標準值的確定

依據《企業績效評價標準值2022》高速公路業企業績效評價財務指標標準值表，結合企業自身特點，各項可比財務指標的標準值如下：

### 績效評價財務指標標準值表

項目	優秀值	良好值	平均值	較低值	較差值
<b>一. 盈利能力狀況</b>					
淨資產收益率(%)	9	4.7	1.6	-4.6	-8.7
總資產報酬率(%)	5	3.5	1.4	-1.6	-7.2
銷售(營業)利潤率(%)	26.1	15.3	3.9	-17.3	-34.6
<b>二. 資產質量狀況</b>					
總資產週轉率(次)	0.5	0.4	0.3	0.2	0.1
應收賬款週轉率(次)	40.3	28.6	11.8	7.6	4.8
流動資產週轉率(次)	2.8	1.7	1	0.5	0.1
<b>三. 債務風險狀況</b>					
資產負債率(%)	51	56	61	71	86
帶息負債比率(%)	30.6	49.7	68.2	83.1	101

### iii 可比上市公司及被評估單位各項財務指標計算

依據可比上市公司和被評估單位調整後財務數據，各項財務指標計算如下：

#### 財務指標數值計算表

項目	寧滬高速	深高速	山西路橋	蘇錫常公司
<b>一. 盈利能力狀況</b>				
淨資產收益率(%)	10.23	7.08	10.13	-4.51
總資產報酬率(%)	7.77	5.65	6.52	-0.15
銷售(營業)利潤率(%)	34.56	26.51	34.94	-83.62
<b>二. 資產質量狀況</b>				
總資產週轉率(次)	0.18	0.14	0.12	0.02
應收賬款週轉率(次)	16.75	8.77	13.58	89.37
流動資產週轉率(次)	1.49	1.03	2.00	0.57
<b>三. 債務風險狀況</b>				
資產負債率(%)	51.63	60.46	64.32	53.74
帶息負債比率(%)	74.74	77.12	86.75	89.46

### iv 可比上市公司及被評估單位各項財務指標得分計算

將各可比上市公司及被評估單位各項財務指標與上市公司績效評價標準值進行比較，並採用插值法計算各指標得分。具體公式如下：

財務指標得分 = (財務指標數值 - 低檔財務指標標準值) ÷ (高檔財務指標標準值 - 低檔財務指標標準值) × (高檔財務指標標準值得分 - 低檔財務指標標準值得分) + 低檔財務指標標準值得分

將各財務指標得分匯總後可得出可比上市公司及被評估單位各項指標得分，結果見下表：

項目	寧滬高速	深高速	山西路橋	蘇錫常公司
<b>一. 盈利能力狀況</b>				
淨資產收益率(%)	15.00	14.50	15.00	11.64
總資產報酬率(%)	15.00	15.00	15.00	12.17
銷售(營業)利潤率(%)	15.00	15.00	15.00	10.50
<b>二. 資產質量狀況</b>				
總資產週轉率(次)	11.42	11.00	10.76	10.50
應收賬款週轉率(次)	4.36	3.98	4.29	5.00
流動資產週轉率(次)	4.51	4.27	4.73	3.93
<b>三. 債務風險狀況</b>				
資產負債率(%)	4.95	4.29	4.13	4.79
帶息負債比率(%)	4.09	4.03	3.80	3.74
<b>四. 收費年限</b>				
	20.00	20.00	20.00	18.00
<b>合計</b>	<u>94.33</u>	<u>92.06</u>	<u>92.70</u>	<u>80.27</u>
<b>修正系數</b>	<u>0.8510</u>	<u>0.8720</u>	<u>0.8659</u>	<u>-</u>

## 5. EV／核心資產比率的調整

名稱	扣除流通 性折扣後 的EV／核 心資產		修正後 EV／核心 資產	
	修正係數	平均EV／ 核心資產		
寧滬高速	1.2387	0.8510	1.0542	1.0363
深高速	1.3534	0.8720	1.1801	
山西路橋	1.0100	0.8659	0.8746	

標的企業股東全部權益價值 = (1.0363 × 被評估單位核心資產) + 溢餘性資產 + 非經營性資產價值 - 非經營性負債價值 - 帶息負債

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

$$= 791,000.00 \text{ 萬元}$$

採用市場法評估結果791,000.00萬元與收益法結果800,100.00萬元差異率1.14%，差異較小，兩者結果均包含了賬面記錄的全部資產以及商譽價值，故結果具有合理性。

上述評估結果未經國有資產管理機構備案，存在數據變動的可能性。

**(3) 此次交易未選取資產基礎法進行評估的原因及主要考慮；**

**回覆：**

資產基礎法是以被評估單位評估基準日的資產負債表為基礎，合理評估企業表內及表外各項資產、負債價值最終加和匯總得出股權價值的方法。標的公司主要資產為固定資產、無形資產—公路收費權。固定資產主要為房屋建築物、三大系統；無形資產—公路收費權主要為土地取得成本、路基、路面施工成本等。在資產基礎法中對於該分項資產主要採用重置成本法進行評估，重置成本法是根據建築工程資料和竣工結算資料按建築物工程量，以現行定額標準、建設規費、貸款利率計算出固定資產／無形資產的重置全價，並按其使用年限和現場勘察的情況綜合確定成新率，進而計算出評估價值。其基本公式為：評估值=重置成本×綜合成新率。標的公司2017年3月14日成立，隨即全面推動項目路建設，隨著我國經濟水平的發展，尤其江蘇屬於我國經濟發達地區，人工費、材料費、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費、材料費、土地取得成本的增幅決定，而忽略後期收益較差的貶值因素或後期收益較好的額外利潤因素，無法考慮經營情況對其價值的修正影響。綜合上述主要考慮，本次交易不採用資產基礎法進行評估。

- (4) 說明本次交易是否安排了與收入預測相匹配的業績承諾，如無，請說明合理性。

回覆：

本公司於2024年1月29日披露的交易方案中未安排與收入預測相匹配的業績承諾，主要是考慮到：一是估值溢價率較低，僅為7.2%；二是自標的資產開通運營，本公司已受託全面負責標的資產的運營管理，對標的資產的經營狀況、盈利能力、發展前景了解充分，不存在信息不對稱的問題。

為進一步保護公司中小股東利益，增強投資者信心，本公司控股股東出具業績承諾，並與本公司簽署股權轉讓協議的補充協議，進一步優化對價支付方案。詳情請見本公司2024年3月2日披露的《關於本公司收購江蘇蘇錫常南部高速公路有限公司65%股權的關聯交易進展公告》。

**問題4、關於標的資產權屬瑕疵。資產評估報告顯示，評估基準日，標的資產持有的太湖灣服務區的房屋、南部高速公路所佔用的土地使用權尚未辦理相關權證，本次評估未考慮相關影響。**

請公司補充披露：

- (1) 未獲得權屬證書的土地及房產的具體情況，包括面積、賬面原值、賬面價值、實際用途、未取得產權證的原因及擬解決方案；

回覆：

根據國土資源部以國土資函[2018]65號文件及國土資函[2018]66號文件，蘇錫常南部高速公路常州至無錫段項目共計獲批使用建設用地335.353公頃(其中常州段202.6954公頃、無錫段132.6576公頃)，由當地人民政府以劃撥方式提供。



根據江蘇省交通運輸廳以蘇交建(2017)41號批准的蘇錫常南部高速公路常州至無錫段工程施工圖設計，蘇錫常南部高速公路常州至無錫段房屋建築詳見下表：

蘇錫常南部高速公路常州至無錫段房屋建築明細表

位置	用途	面積(m <sup>2</sup> )	備註
運村互通收費站	綜合樓	748.50	
	宿舍樓	509.86	
	配電房	133.00	
	水泵房	266.50	地上56.7 m <sup>2</sup> ，地下209.8 m <sup>2</sup>
	門衛	26.40	
	食堂	80.23	
	大棚	939.60	投影面積
太湖灣互通收費站	綜合樓	920.00	
	宿舍樓	544.40	
	配電房	133.00	
	水泵房	266.50	地上56.7 m <sup>2</sup> ，地下209.8 m <sup>2</sup>
	門衛	26.40	
	大棚	939.60	投影面積
馬山收費站及管理 中心	綜合辦公樓	5,586.29	不含架空層1,960 m <sup>2</sup>
	宿舍樓	2,093.56	
	門衛室	22.40	
	養護車庫	1,683.52	
軍嶂互通收費站	綜合樓	845.70	
	宿舍樓	544.40	
	救援車庫	442.56	
	配電房	133.00	
	水泵房	266.50	地上56.7 m <sup>2</sup> ，地下209.8 m <sup>2</sup>
	門衛	26.40	
	食堂	80.23	
	大棚	939.60	投影面積

位置	用途	面積(m <sup>2</sup> )	備註
太湖隧道西危險品車輛檢查站	路政綜合樓	835.62	
	路政宿舍樓	657.44	
	交警綜合樓	835.62	
	交警宿舍樓	657.44	
	食堂	80.23	
	配電房	133.00	
	水泵房	266.50	地上56.7 m <sup>2</sup> ，地下209.8 m <sup>2</sup>
太湖灣服務區東區	綜合樓	3,857.00	
	宿舍樓	803.00	
	水泵房	111.00	
	汽修房	133.92	
	配電房	188.48	
	警務室	61.78	
	垃圾房	28.71	
太湖灣服務區西區	綜合樓	3,475.27	
	汽修房	133.92	
	配電房	188.48	
	垃圾房	28.71	
馬山互通收費站養排中心	路政綜合樓	1,056.49	
	排障大型車庫	945.50	
	排障中型車庫	450.46	
	排障小型車庫	287.56	
邀賢山隧道東側	配電房	758.58	地上一層：304.56， 地下一層：454.02

位置	用途	面積(m <sup>2</sup> )	備註
邀賢山隧道西側	配電房	233.28	
太湖隧道東危險品車 輛檢查站	路政綜合樓	835.62	
	路政宿舍樓	748.85	
	交警綜合樓	835.62	
	交警宿舍樓	748.85	
	配電房	133.00	
	水泵房	266.50	地上56.7 m <sup>2</sup> ，地下209.8 m <sup>2</sup>
南泉樞紐收費站	大棚	1,823.00	投影面積、含底下通道

截至評估基準日，上述資產的賬面金額為：房屋原值13,375.47萬元、淨值18,191.42萬元；建築物原值6,274.19萬元、淨值5,814.08萬元；土地取得支出形成的相關資產原值311,030.68萬元、淨值301,724.10萬元。有關土地及房屋建築物的明細賬面值擬待相關資產的產權權屬辦理後結合實際管理需要細化拆分至具體的資產項目。

上述劃撥土地及房屋建築的不同產權證尚未辦理。2024年1月25日竣工驗收後，標的公司已著手收集材料準備向相關部門提出申請辦理。

(2) 評估上述瑕疵對標的資產生產經營的重要程度。

回覆：

標的公司已完成土地徵收及地上物拆遷等前期工作，足額支付了徵地拆遷補償費用，已實質使用該等地塊，同時已取得了江蘇省政府關於收費期限的批覆。自2021年12月30日開通運營以來未發生土地權屬糾紛。高速公路用地屬於特殊不動產範疇，未辦理相關產權證書是行業內比較常見的問題，未取得不動產權證書不影響標的公司正常使用相關土地和房產，不會對標的公司的正常生產經營造成重大不利影響。

承董事會命  
姚永嘉  
執行董事及公司秘書

中國·南京，2024年3月2日

於本公告日期，本公司董事為：

陳雲江、徐海北、王穎健、汪鋒、姚永嘉、吳新華、李曉艷、馬忠禮、周曙東\*、劉曉星\*、虞明遠\*、徐光華\*、葛揚\*

\* 獨立非執行董事