

现代投资股份有限公司

关于对深圳证券交易所重组问询函回复的公告

本公司及全体董事保证公告内容的真实、准确和完整，没有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

现代投资股份有限公司（以下简称“现代投资”、“上市公司”或“公司”）于2019年10月11日收到深圳证券交易所《关于对现代投资股份有限公司的重组问询函》（许可类重组问询函[2019]第24号）（以下简称“问询函”），公司就深圳证券交易所反馈意见进行了逐项落实，并制作完成了问询函的回复。现对问询函所涉问题的回复内容公告如下：

如无特殊说明，本公告中简称与《重组报告书》中的简称具有相同含义。

一、2018年10月26日，你公司披露了《发行股份及支付现金购买资产报告书（草案）》（以下简称“《报告书》”），明确了业绩承诺期为2018-2023年，且扣除非经常性损益的预测净利润分别为-548.50万元、1,753.69万元、6,001.93万元、14,464.25万元、18,512.88万元、22,891.74万元。相较于《报告书》，《报告书修订稿》延长了业绩承诺期至2026年，并且修改了2019年-2026年的扣除非经常性损益的预测净利润分别不低于-6,066.19万元、-1,568.94万元、3,178.07万元、6,293.10万元、9,619.75万元、13,073.09万元、16,807.86万元、31,656.42万元。另外，2018年实现的扣除非经常性损益的净利润为-15756.58万元。请你公司结合前后两次盈利预测基础发生的变化详细说明对2018年的盈利预测与其实际盈利、对2019-2023年两次盈利预测产生较大差异的原因及合理性，并结合长韶娄高速公路所经区域其他可替代高速公路及其他交通工具情况、长韶娄高速公路所经区域附近主要高速公路、其他交通工具运营情况说明《报告书修订稿》中业绩承诺是否具备可实现性。

回复：

(一) 2018 年的盈利预测与实际盈利的差异原因及合理性

1、标的资产 2018 年的盈利预测与实际盈利差异情况

长韶娄公司 2018 年度盈利预测与实际盈利对比情况如下：

单位：万元

项目	2018 年度 盈利预测数	2018 年度 实际数	增幅	增长率
营业收入	57,825.93	55,686.96	-2,138.97	-3.70%
减：营业成本	25,614.34	24,859.24	-755.11	-2.95%
营业利润	-731.33	-2,253.87	-1,522.54	-208.19%
利润总额	-731.33	-2,288.74	-1,557.41	-212.96%
所得税费用	-1,839.48	7,200.49	9,039.97	-491.44%
净利润	-548.50	-9,489.23	-8,940.73	-1,630.03%
扣除非经常性损益的净利润	-6,661.77	-15,756.58	-9,094.81	-136.52%

2、盈利预测与实际盈利产生差异的原因及合理性

(1) 通行费收入不及预期

2018 年长韶娄高速实现通行费收入 4.91 亿元（含税金额），原预测通行费收入为 5.13 亿元，实际通行费收入较原预测下降 4.31%，主要原因如下：

1) 社会经济增速放缓，车辆出行减少

受社会经济增长整体放缓影响，人民出行意愿较以往有所下降，市场对物流需求量也相对降低，通行高速公路车辆总体增速也随之放缓。2018 年湖南省实现收费公路通行费收入 218.6 亿元，同比增长 9.9%，显著低于 2017 年 14.9% 的增速。

2) 冰雪天气影响通行费收入

2018 年 12 月，因突发冰冻强低温出现大面积冰冻雨雪天气，长韶娄高速全线多次实行交通管制，导致出入口车流量较往年同期大幅减少，通行费收入受此影响较大。

① 交通管制情况

A、12月8日21:00至12月9日18:00长韶娄高速实行交通管制，持续时长约21小时，该两天为周末，是长韶娄高速车流的高峰时段。

B、12月29日至12月31日受冰冻雨雪天气影响，全省大部分高速公路进行交通管制，且管制期间为“元旦”节假日，是长韶娄高速车流小高峰。

② 车流量情况

受上述低温冰冻雨雪天气及交通管制因素影响，2018年12月长韶娄高速车流量出现大幅减少，高速出入口总车流量为49.19万台次，较2017年同期的64.64万台次减少15.35万台次，降幅达23.74%，导致长韶娄高速通行费收入大幅下降。

单位：台次

长韶娄高速历年12月车流量情况			
时间	入口	出口	总流量
2016年12月	318,909	342,663	661,572
2017年12月	319,573	326,808	646,381
2018年12月	283,626	209,092	492,918

3) 沪昆高速邵阳段大修提前结束影响

2018年沪昆高速邵阳段分批次进行路面全封闭施工，计划工期为2018年6月至12月底。长韶娄高速作为沪昆高速的主要分流道路，在沪昆高速邵阳段封闭期间车流量同比增长22%，较大修前17.5%的增速明显提升。但是由于大修工程完成进度较快，原计划在12月31日左右恢复通车的沪昆高速邵阳段，于12月14日提前恢复通车，对长韶娄高速车流量及通行费收入增长产生不利影响。

4) 溆怀高速燕子洞隧道封闭施工影响

自2018年10月下旬起，溆怀高速燕子洞隧道由于进行引水工程施工，对东往西方向进行交通管制，工期为2个月。燕子洞隧道封闭期间，原通行长韶娄高速转溆怀高速往返于长沙与怀化地区的车辆，只能选择绕行沪昆高速通行，该部分通行车辆的减少，导致长韶娄高速车辆通行费收入受到影响。

溆怀高速燕子洞隧道施工前（2018年6-10月），长韶娄高速通行费收入同比

2017 年增长 23.73%。2018 年 11 月长韶娄高速实现通行费收入为 4,125 万元，同比增速降至约 13%。

(2) 成本费用较预测略有下降

2018 年长韶娄公司实现营业成本较前次盈利预测的营业成本下降 2.95%，主要是无形资产摊销下降所致；2018 年长韶娄公司实际期间费用较前次盈利预测的期间费用提升 0.71%。

(3) 递延所得税费用差异

由于长韶娄公司面临的经营情况较原预测情况发生变化，湖南省交通规划勘察设计院基于最新情况对长韶娄高速未来交通量预测进行了调整，本次评估相应地对长韶娄公司未来几年的盈利预测进行下调，从而导致前期亏损形成的部分递延所得税资产无法抵扣，使得 2018 年递延所得税费用由原预测的-1,839.48 万元调整为实际数 7,200.49 万元。

(4) 两次盈利差异的合理性

2018 年长韶娄公司实现利润总额为-2,288.74 万元，较前次盈利预测的利润总额下降 1,557.41 万元，主要是由于长韶娄公司通行费收入较原预测下降所致，且利润总额下降金额小于通行费收入差异金额，差异情况合理。2018 年长韶娄公司扣非后净利润-15,756.58 万元，较前次盈利预测下降-9,094.81 万元，下降幅度较大，主要是由于递延所得税费用调整导致，差异情况合理。

(二) 2019-2023 年两次盈利预测产生较大差异的原因及合理性

1、盈利预测的调整情况

(1) 前次评估中 2019 年至 2023 年的盈利预测

单位：万元

项目名称	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入	58,772.36	68,845.14	84,330.94	91,154.03	98,511.46
减：营业成本	21,023.62	24,168.62	28,822.94	30,998.40	33,388.95
营业税金及附加	361.30	406.25	473.79	503.77	536.03
管理费用	1,569.21	1,544.92	1,578.18	1,661.13	1,718.08

项目名称	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
财务费用	35,353.18	34,722.78	34,170.36	33,306.88	32,346.07
利润总额	465.05	8,002.57	19,285.67	24,683.85	30,522.32
所得税	116.26	2,000.64	4,821.42	6,170.96	7,630.58
净利润	348.79	6,001.93	14,464.25	18,512.88	22,891.74

(2) 本次评估中 2019 年至 2023 年的盈利预测

单位：万元

项目名称	2019年 6-12月	2020年	2021年	2022年	2023年
营业收入	32,127.20	60,616.07	69,707.59	75,471.84	81,604.64
减：营业成本	15,920.66	27,124.60	30,550.38	32,930.54	35,467.09
营业税金及附加	215.20	369.96	410.14	436.44	464.40
管理费用	1,141.61	1,724.02	1,910.38	1,966.29	2,040.24
财务费用	20,737.97	33,489.41	32,599.25	31,747.77	30,806.56
利润总额	-5,888.24	-2,091.93	4,237.43	8,390.80	12,826.34
所得税	-1,472.06	-522.98	1,059.36	2,097.70	3,206.58
净利润	-4,416.18	-1,568.94	3,178.07	6,293.10	9,619.75

2、两次盈利预测产生较大差异的原因及合理性

本次评估较前次评估利润表差异如下：

单位：万元

项目名称	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
营业收入	-6,290.14	-8,229.07	-14,623.35	-15,682.19	-16,906.83
减：营业成本	1,767.90	2,955.97	1,727.44	1,932.14	2,078.14
营业税金及附加	-43.22	-36.29	-63.65	-67.33	-71.64
管理费用	194.47	179.11	332.21	305.16	322.16
财务费用	288.92	-1,233.37	-1,571.11	-1,559.11	-1,539.51
利润总额	-7,756.41	-10,094.50	-15,048.24	-16,293.05	-17,695.98
所得税	-1,926.80	-2,523.62	-3,762.06	-4,073.26	-4,424.00
净利润	-5,829.61	-7,570.87	-11,286.18	-12,219.79	-13,271.99

由于 2018 年实际通行费收入不及预期，同时 2019 年 2 月开始实行差异化收费政策（货车收费减少 20%）对长韶娄收入影响也较大，交通流量预测机构根据

2018 年的实际情况，对未来车流量及通行费收入的预测进行了调整。同时，由于公司摊销会计估计变更及专项工程、其他养护费和劳务人员工资及社保费发生变化，现报告预测的成本有所增加，上述原因导致本次评估与前次评估的盈利预测产生一定差异。

(1) 营业收入

本次评估根据 2018 年实际车流量增长变化水平，结合 2019 年 2 月实行差异化收费政策对长韶娄收入的影响，相应对未来年度车流量及通行费收入进行了调整。此外，根据《收费公路管理条例(修订草案)》(2018 年 12 月 20 日)考虑了调价因素，流量预测机构设定从 2026 年开始调整收费标准，每 5 年调整一次，价格调整幅度按 2.23%/年计算，本次评估除 2026—2030 仍低于原报告预测收入外，2031-2044 年分别比前次评估提高收入 8,000-79,000 万元。2019-2023 年两次评估营业收入对比情况如下表所示：

单位：万元

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
本次评估	52,482.22	60,616.07	69,707.59	75,471.84	81,604.64
增长率	-5.75%	15.50%	15.00%	8.27%	8.13%
前次评估	58,772.36	68,845.14	84,330.94	91,154.03	98,511.46
增长率	1.64%	17.14%	22.49%	8.09%	8.07%
差异额	-6,290.14	-8,229.07	-14,623.35	-15,682.19	-16,906.83

(2) 毛利率及毛利差异

由于公司摊销会计估计变更，同时结合长韶娄 2018 年实际专项工程、其他养护费和劳务人员工资及社保费情况，现报告预测的成本有所增加，毛利率相应发生变化，承诺期两次评估各期综合毛利率对比情况如下表所示：

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
本次评估	56.57%	55.25%	56.17%	56.37%	56.54%
前次评估	64.23%	64.89%	65.82%	65.99%	66.11%
差异额	-7.66%	-9.64%	-9.65%	-9.63%	-9.57%

综上所述，本次盈利预测较前次产生较大差异主要系前次评估基准日后标的资产经营情况与收费公路相关政策发生了一定变化，交通流量预测机构根据实际

情况对标的资产未来车流量及通行费收入的预测进行了调整。同时，由于标的资产摊销会计估计变更及专项工程、其他养护费和劳务人员工资及社保费发生变化，现报告预测的成本有所增加，上述原因导致本次评估与前次评估的盈利预测产生一定差异。本次盈利预测反映了标的资产目前的实际经营情况，具备合理性。

（三）结合长韶娄高速公路所经区域其他可替代高速公路及其他交通工具情况、长韶娄高速公路所经区域附近主要高速公路、其他交通工具运营情况说明《报告书修订稿》中业绩承诺是否具备可实现性。

根据调整后的重组方案，交易对方湘轨控股对长韶娄公司的业绩承诺为：长韶娄公司 2019-2026 年扣除非经常性损益后的净利润分别不低于-6,066.19 万元、-1,568.94 万元、3,178.07 万元、6,293.10 万元、9,619.75 万元、13,073.09 万元、16,807.86 万元、31,656.42 万元。

1、长韶娄高速公路所经区域其他可替代高速公路及其他交通工具情况

（1）高速公路

1) 已通车的高速公路情况

湖南省内已通车的高速公路中，潭邵高速对长韶娄高速具有较大的影响。潭邵高速公路起于湘潭市境内莲易高速公路的终点株易路口，接京珠高速公路殷家坳互通，沿线穿越湘潭、娄底、邵阳三市，止于邵阳市隆回县周旺铺镇，与 320 国道相接，潭邵高速于 2002 年 12 月 26 日建成通车，主线全长 217.968 公里，是 G60 沪昆高速公路在湖南境内的一段。潭邵高速对长韶娄高速的影响具体分析如下：

①潭邵高速是湘潭、娄底、邵阳之间最便捷的道路，对往返于湘潭、娄底、邵阳之间的车流，潭邵高速更有吸引力。

②潭邵高速为沪昆高速公路湖南段的一部分，沪昆高速已形成完善的贵州-湖南-江西的跨省通道。长韶娄高速为 S50 的一段，S50 高速是长沙-芷江更为便捷通道，但继续向东至江西未形成完整通道，所以对跨省域通行的车流吸引力不如潭邵高速。

③潭邵高速客车收费标准低于长韶娄高速。

④潭邵高速大部分路段限速均在 110km/h 以上，高于长韶娄高速 100km/h。

除了潭邵高速外，因目标车流不一样，其他高速对长韶娄高速没有明显的不利影响。

2) 在建或已规划的高速公路情况及其对长韶娄高速的影响

根据《湖南省国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》，“十三五”期间优化高速公路网，重点推进新增国高网项目、繁忙路段扩容项目、出省通道和断头路建设，实现与周边六省高速公路多通道高效衔接。

重点建设安化-邵阳、常德-安化、炎陵-汝城（汝城至湘粤省界段）、临湘-岳阳（京港澳高速以西段）、南岳高速公路东延线、岳阳-望城、龙山-永顺（部分路段）、永顺-吉首、益阳-娄底、娄底-衡阳、张家界-桑植、武冈-靖州（城步）、南县-益阳、益阳-马迹塘、莲花冲（湘赣界）-株洲公路改建工程、马迹塘-安化、京港澳国家高速公路新开联络线、涟源龙塘-新化琅塘、长沙-益阳高速公路扩容工程、怀化-芷江等二十条总里程 1271 公里、总投资 1253 亿元的高速公路。

其中，与长韶娄高速相关的有与之对接的涟源龙塘-新化琅塘高速以及怀化-芷江高速等。涟源龙塘-新化琅塘连接已建成的长韶娄高速公路和新溆高速公路，主线全长约 74 公里，计划于 2020 年底开通；怀化-芷江高速已于 2018 年 12 月 31 日部分通车，将在 2019 年底全线建成通车。上述高速的建成通车，将在长沙至芷江之间形成由长韶娄高速、龙琅高速、新怀高速和怀芷高速组成的平行于沪昆高速的第二条便捷高速通道，缩短里程约 70.5 公里，长韶娄高速在湖南省高速公路网中重要地位将更加突出。

咨询报告的交通量预测采用基于全省高速公路网和全路网交通量数据的“四阶段”法，预测中均已考虑上述路网变化对长韶娄高速的影响。

湖南省部分高速公路建设基本情况表

序号	项目名称	建设	建设规模 (公里)	总投资	开工年	完工年
		性质		(亿元)		
1	安化-邵阳	新建	118	116	2008	2016
2	常德-安化	新建	95	73	2009	2016

序号	项目名称	建设	建设规模 (公里)	总投资	开工年	完工年
		性质		(亿元)		
3	炎陵-汝城(汝城至湘粤省界段)	新建	19	18	2009	2017
4	临湘-岳阳(京港澳高速以西段)	新建	49	100	2012	2017
5	南岳高速公路东延线	新建	13	10	2012	2016
6	岳阳-望城	新建	102	90	2013	2018
7	龙山-永顺(部分路段)	新建	34	50	2013	2016
8	永顺-吉首	新建	84	95	2013	2017
9	益阳-娄底	新建	106	84	2013	2017
10	娄底-衡阳	新建	117	95	2013	2016
11	张家界-桑植	新建	47	48	2014	2017
12	武冈-靖州(城步)	新建	83	70	2014	2017
13	南县-益阳	新建	87	80	2014	2019
14	益阳-马迹塘	新建	58	47	2014	2018
15	莲花冲(湘赣界)-株洲公路改建工程	改建	32	21	2014	2018
16	马迹塘-安化	新建	67	59	2015	2018
17	京港澳国家高速公路新开联络线	新建	2	2	2015	2016
18	涟源龙塘-新化琅塘	新建	75	85	2016	2020
19	长沙-益阳高速公路扩容工程	新建	50	78	2016	2019
20	怀化-芷江	新建	33	32	2016	2019
	合计		1271	1253		

根据湖南省 2019 年版高速公路网规划，不会再新建可分流长韶娄高速交通量的其他高速公路项目。

(2) 其他交通设施

1) 轨道交通

根据《湖南省国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》，湖南省将抢抓中西部铁路通道建设机遇，加快怀邵衡、黔张常等快速铁路，蒙华等铁路新线，洛湛、渝怀、湘桂等既有线扩能改造项目建设，规划建设常德至岳阳至九江铁路、兴义至永州至郴州至赣州铁路、安康至张家界至衡阳铁路，规划研究襄阳至常德至永州至南宁高铁通道、石门至慈利至张家界、铜仁至吉首高铁连接线等项目，重点推动时速 250 公里及以上的张家界至吉首至怀化铁路、渝长厦铁路（常益长段、长沙至赣州段）等建设，实现高铁覆盖所有市州，形成全省 2 小时高铁经济圈及以长沙为中心由怀邵衡、张吉怀、黔张常、常益长、沪昆、京广组成的高铁

环线。

沪昆高铁途径长沙南、湘潭北、韶山南、娄底南站点，起点终点与长韶娄高速公路相近，与长韶娄公路产生互相分流的作用，但由于该段铁路已于 2014 年通车，本次评估预测中已经考虑其产生的影响，未来不会对标的公司产生新的重大不利影响。除此之外，其他规划建设的高铁均不会对长韶娄高速产生进一步不利影响。

2) 水运与航空

长韶娄高速公路所经区域内没有竞争性的水运和航空。

2、长韶娄高速公路所经区域附近主要高速公路、其他交通工具运营情况

(1) 周边主要高速公路运营情况

2015-2018 年，湖南省高速公路通行费增长率分别为 10.5%、10.2%、14.9%、9.9%。长韶娄高速所经区域内相关高速公路通行费收入亦保持较快增长势头，长韶娄高速途经区域主要高速公路情况如下：

序号	路段名称	起止点	建设里程	通车时间
1	临长高速	临湘-长沙	182.79	2002.11
2	潭邵高速	湘潭—邵阳	220.1	2002.12
3	长永高速	长沙-永安	26.46	1994.12
4	长潭高速	长沙-湘潭	44.76	1998.10
5	长益高速	长沙-益阳	76	1998.7
6	韶山高速	-	13.295	2008.12
7	长湘高速	长沙-湘潭	74.75	2012.12
8	浏醴高速	浏阳-醴陵	99.19	2012.12
9	娄新高速	娄底-新化	95.71	2012.12
10	醴茶高速	醴陵-茶陵	105.25	2013.11
11	娄衡高速	娄底-衡阳	116.88	2016.12
12	益娄高速	益阳-娄底	105.93	2017.12

上述周边高速公路中，符合以下标准之一的，作为可比高速公路进行比较分析：

1、通车时间相近，选取通车至今 5-10 年（即 2009-2014 年通车）的高速公路长湘高速、浏醴高速、娄新高速、醴茶高速进行分析；

2、与长韶娄高速公路走向相同的高速公路，选取同为东西走向的高速公路潭邵高速进行分析。

(1) 长湘高速

长湘高速公路起于望城县的茶亭，终于湘潭塔岭，与潭衡西线高速公路对接。长湘高速于 2012 年 12 月建成通车，根据湖南高速披露的公开数据，2013 年-2018 年长湘高速通行费收入复合增长率为 34.58%。具体情况如下：

单位：万元

年份	全年通行费收入	通行费收入增长率
2013 年	7,449.84	-
2014 年	10,459.84	40.40%
2015 年	18,900.25	80.69%
2016 年	21,635.14	14.47%
2017 年	26,038.73	20.35%
2018 年	32,889.15	26.31%

(2) 浏醴高速

浏醴高速起于平江和浏阳分界点黄泥界，终点顺接醴陵至茶陵高速公路，沿线经过长沙市的浏阳市、长沙县，株洲市的醴陵市。浏醴高速于 2012 年 12 月 23 日建成通车，根据湖南高速披露的公开数据，2013 年-2018 年浏醴高速通行费收入复合增长率为 49.65%。具体情况如下：

单位：万元

年份	全年通行费收入	通行费收入增长率
2013 年	2,342.59	-
2014 年	4,290.02	83.13%
2015 年	8,869.69	106.75%
2016 年	11,281.03	27.19%
2017 年	14,817.49	31.35%
2018 年	17,580.01	18.64%

(3) 醴茶高速

醴茶高速起于醴陵板杉乡，顺接浏阳（黄泥界）至醴陵高速公路，主线全长105公里。醴茶高速于2013年11月30日建成通车。根据湖南高速披露的公开数据，2014年-2018年醴茶高速通行费收入复合增长率为36.86%。具体情况如下：

单位：万元

年份	全年通行费收入	通行费收入增长率
2014年	7,054.29	-
2015年	9,797.03	38.88%
2016年	19,420.07	98.22%
2017年	20,655.21	6.36%
2018年	24,751.55	19.83%

(4) 娄新高速

娄新高速起于沪昆高速潭邵高速公路娄底互通，终于新化县城南上梅镇，主线全长95.713公里。娄新高速于2012年12月16日正式通车。根据湖南高速披露的公开数据，2013年-2018年娄新高速复合增长率为17.91%，具体情况如下：

单位：万元

年份	全年通行费收入	通行费收入增长率
2013年	12,958.34	-
2014年	13,174.02	1.66%
2015年	22,837.74	73.35%
2016年	23,762.70	4.05%
2017年	25,602.94	7.74%
2018年	29,530.18	15.34%

(5) 潭邵高速

潭邵高速于2002年12月26日建成通车，主线全长217.968公里，是G60沪昆高速公路在湖南境内的一段。

单位：万元

年份	全年通行费收入	通行费收入增长率
2005 年	26,110.17	-
2006 年	28,980.19	10.99%
2007 年	38,296.74	32.15%
2008 年	52,295.36	36.55%
2009 年	69,268.75	32.46%
2010 年	82,282.98	18.79%
2011 年	106,864.27	29.87%
2012 年	115,477.51	8.06%
2013 年	127,732.90	10.61%
2014 年	135,814.26	6.33%
2015 年	123,304.00	-9.21%
2016 年	85,118.98	-30.97%
2017 年	113,144.77	34.89%
2018 年	106,593.45	-5.77%

注：2016 年潭邵高速受大修影响，通行费收入出现下降。

潭邵高速通车后第 5 年至第 12 年（2007 年至 2014 年）的年均复合增长率为 19.82%，高于长韶娄高速通车后第 5 年至第 12 年（2019 年至 2026 年）预测的 12.11% 的复合增长率。

长韶娄高速 2015 年至 2018 年通行费收入的复合增长率为 26.99%，符合周边类似的高速公路通车初期通行费收入历史增长趋势；按照长韶娄高速的车流量预测及评估结果，2019 年至 2026 年通行费收入复合增长率为 12.11%，低于潭邵高速通车后相同时间段的增速，长韶娄高速通行费收入预测符合谨慎原则。

（2）其他交通工具运营情况

在长韶娄高速的走廊带内，由已建成的沪昆高铁和湘黔老线承担铁路和城铁的客运。其中，对公路客运有影响的主要是在长韶娄高速的走廊带内的沪昆高铁，其服务区域与长韶娄高速及沪昆高速基本一致。沪昆高铁长沙至怀化段设计速度 300km/h，设有长沙南、湘潭北、韶山南、娄底南、邵阳北、新化南、溆浦南、怀化南、芷江、新晃西等站，由此沪昆高铁不但承担长途交通，也承担城际交通。沪昆高铁长沙至怀化段于 2014 年建成通车。

由于沪昆高铁主要承担长途交通和城际交通，客流受到出行距离、发车时间、站点设置、换乘方式的限制较大，属于“点-点”的运输方式，远不如公路这种“面-面”运输方式灵活方便。如：沪昆高铁长沙至怀化段长约 420 公里，共设 10 个站，站间距约 42 公里。而长韶娄高速长约 126 公里，互通间距离仅约 9 公里，和沿线交通源联系紧密，能吸引大量的交通量。根据《沪昆客运专线长沙至昆明段可行性研究报告》对公路和高铁之间的客运量转移的分析，客运专线在长沙-娄底段预计从公路上吸引的客流量 2020 年为 172 万人，2030 年为 193 万人，折算成公路标准小客车为 595 pcu/d 和 668 pcu/d，对标的公司影响有限。

此外，区域内没有竞争性的水运和航空。

综上所述，湖南省已通车的潭邵高速、沪昆高铁均与长韶娄高速具有一定的互相分流作用，目前不存在在建或已规划的可能对长韶娄高速的交通流量产生不利影响的高速公路或其他交通设施，咨询报告以湖南省 2019 年高速公路交通量为预测基础，在评估和盈利预测中已经考虑了综合运输方式的影响；同时，长韶娄高速周边高速公路近年来车流量均保持了较快增长态势，长韶娄高速交通流量及通行费收入预测增速低于周边类似高速公路，符合谨慎原则。因此，本次交易中标的资产 2019 年-2026 年承诺净利润的设置具备合理性和可实现性。

二、《报告书修订稿》显示，本次以 2019 年 5 月 31 日作为评估基准日，采取收益法的评估结果为 432,237.99 万元，较《报告书》以 2017 年 12 月 31 日为评估基准日的 437,236.29 万元降低了 4,998.30 万元，其中增值率由 4.09% 增长至 5.55%。请你公司结合 2018 年实际盈利与预测差异情况、未来 6 年盈利预测情况、评估主要参数变化等情况说明本次评估结果变化及评估增值率增长的原因及合理性，是否有利于保护上市公司及中小股东利益。

回复：

（一）2018 年实际盈利与预测差异情况

长韶娄公司 2018 年度盈利预测与实际盈利对比情况如下：

单位：万元

项目	2018 年度 盈利预测数	2018 年度 实际数	增幅	增长率
营业收入	57,825.93	55,686.96	-2,138.97	-3.70%
减：营业成本	25,614.34	24,859.24	-755.11	-2.95%
营业利润	-731.33	-2,253.87	-1,522.54	-208.19%
利润总额	-731.33	-2,288.74	-1,557.41	-212.96%
所得税费用	-1,839.48	7,200.49	9,039.97	-491.44%
净利润	-548.50	-9,489.23	-8,940.73	-1,630.03%
扣除非经常性损益的净利润	-6,661.77	-15,756.58	-9,094.81	-136.52%

2018 年长韶娄公司实现利润总额为-2,288.74 万元，较前次盈利预测的利润总额下降 1,557.41 万元，主要是由于长韶娄公司通行费收入较原预测略有下降所致。2018 年长韶娄公司扣非后净利润-15,756.58 万元，较前次盈利预测下降 -9,094.81 万元，下降幅度较大，主要是由于递延所得税费用调整所致。

（二）未来 6 年盈利预测情况

鉴于长韶娄公司 2018 年实际通行费收入低于预测值，同时高速公路相关收费政策发生较大调整，标的公司面临的外部经营环境发生较大变化，湖南省交通规划勘察设计院基于最新实际情况对长韶娄高速未来交通量预测及通行费收入情况进行了调整。

调整后，长韶娄公司 2019-2026 年盈利预测情况如下：

单位：万元

项目名称	2019 年 6-12 月	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
营业收入	32,127.20	60,616.07	69,707.59	75,471.84	81,604.64	88,049.09	94,978.29	116,821.27
减：营业成本	15,920.66	27,124.60	30,550.38	32,930.54	35,467.09	38,278.30	41,323.26	44,730.33
营业税金及附加	215.20	369.96	410.14	436.44	464.40	493.77	525.29	619.58
管理费用	1,141.61	1,724.02	1,910.38	1,966.29	2,040.24	2,127.47	2,211.80	2,333.14
财务费用	20,737.97	33,489.41	32,599.25	31,747.77	30,806.56	29,718.76	28,507.46	26,929.66
利润总额	-5,888.24	-2,091.93	4,237.43	8,390.80	12,826.34	17,430.78	22,410.48	42,208.56
所得税	-1,472.06	-522.98	1,059.36	2,097.70	3,206.58	4,357.70	5,602.62	10,552.14
净利润	-4,416.18	-1,568.94	3,178.07	6,293.10	9,619.75	13,073.09	16,807.86	31,656.42

(三) 评估主要参数变化情况

1、前次收益法评估主要参数

单位：万元

项目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027-2044年
营业收入	57,825.93	58,772.36	68,845.14	84,330.94	91,154.03	98,511.46	106,463.39	115,057.93	123,856.13	3,338,390.58
净利润	-5,518.43	348.79	6,001.93	14,464.25	18,512.88	22,891.74	27,683.07	32,827.14	38,319.23	1,441,004.22
经营现金流	3,165.88	15,681.20	26,281.44	41,645.27	46,474.48	49,034.18	55,930.95	63,349.71	71,159.19	2,424,808.65
减：资本性支出	20,389.54	29,289.27	295.51	-	-	-	-	22.83	-	99,755.51
营运资本增加额	978.68	7.17	76.35	117.39	51.72	55.77	60.28	65.15	66.69	-938.87
股权自由现金流	-9,768.45	-42,615.24	16,709.58	24,327.88	28,022.76	26,578.41	33,470.67	30,461.73	38,292.49	1,773,892.01
现值	-9,326.58	-37,089.85	13,257.11	17,594.67	18,474.86	15,973.22	18,336.71	15,212.65	17,432.41	272,223.18
股权现金流评估值										342,088.37
加：非经营性资产净值										95,147.92
溢余现金										
股权评估值										437,236.29
折现率 (CAPM)										9.7%
评估基准日										2017/12/31

2、本次交易收益法评估主要参数

单位：万元

项目	2019年 6-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027-2044年
营业收入	32,127.20	60,616.07	69,707.59	75,471.84	81,604.64	88,049.09	94,978.29	116,821.27	3,868,238.13
净利润	-4,416.18	-1,568.94	3,178.07	6,293.10	9,619.75	13,073.09	16,807.86	31,656.42	1,793,144.47
经营现金流	4,311.02	17,267.08	26,574.93	32,523.88	38,372.64	41,165.48	47,079.28	64,276.67	2,781,143.74
减：资本性支出	11,815.93	13,117.34	-	-	-	101.45	-	702.60	102,677.34
营运资本增加额	-937.59	286.57	320.31	203.08	216.07	227.05	244.13	769.56	-4,115.80
股权自由现金流	3,932.69	-47,436.83	9,254.62	14,320.80	16,156.57	18,836.98	14,835.15	30,804.51	2,159,582.20
现值	3,825.10	-42,792.79	7,591.20	10,681.10	10,957.08	11,615.93	8,318.24	15,705.47	349,755.20
股权现金流评估值									375,656.54

项目	2019年 6-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027-2044年
加：非经营性资产 净值									52,579.49
溢余现金									4,001.97
股权评估值									432,237.99
折现率（CAPM）									9.98%
评估基准日									2019/5/31

3、两次评估参数差异的原因及合理性

（1）盈利预测差异

1) 前次评估中 2018 年至 2044 年的盈利预测

单位：万元

项目名称	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027-2044年
营业收入	57,825.93	58,772.36	68,845.14	84,330.94	91,154.03	98,511.46	106,463.39	115,057.93	123,856.13	3,338,390.58
减：营业成本	25,614.34	21,023.62	24,168.62	28,822.94	30,998.40	33,388.95	35,966.01	38,839.77	41,842.28	1,216,254.34
营业税金及附加	341.63	361.30	406.25	473.79	503.77	536.03	570.83	608.38	646.82	16,555.77
管理费用	1,462.58	1,569.21	1,544.92	1,578.18	1,661.13	1,718.08	1,777.11	1,837.44	1,888.90	47,245.87
财务费用	37,765.28	35,353.18	34,722.78	34,170.36	33,306.88	32,346.07	31,238.67	30,002.83	28,385.83	136,995.63
利润总额	-7,357.90	465.05	8,002.57	19,285.67	24,683.85	30,522.32	36,910.76	43,769.52	51,092.31	1,921,338.97
所得税	-1,839.48	116.26	2,000.64	4,821.42	6,170.96	7,630.58	9,227.69	10,942.38	12,773.08	480,334.74
净利润	-5,518.43	348.79	6,001.93	14,464.25	18,512.88	22,891.74	27,683.07	32,827.14	38,319.23	1,441,004.22

2) 本次评估中 2019 年至 2044 年的盈利预测

单位：万元

项目名称	2019年 6-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027-2044年
营业收入	32,127.20	60,616.07	69,707.59	75,471.84	81,604.64	88,049.09	94,978.29	116,821.27	3,868,238.13
减：营业成本	15,920.66	27,124.60	30,550.38	32,930.54	35,467.09	38,278.30	41,323.26	44,730.33	1,264,355.63
营业税金及附加	215.20	369.96	410.14	436.44	464.40	493.77	525.29	619.58	18,825.25
管理费用	1,141.61	1,724.02	1,910.38	1,966.29	2,040.24	2,127.47	2,211.80	2,333.14	55,881.41
财务费用	20,737.97	33,489.41	32,599.25	31,747.77	30,806.56	29,718.76	28,507.46	26,929.66	138,316.55
利润总额	-5,888.24	-2,091.93	4,237.43	8,390.80	12,826.34	17,430.78	22,410.48	42,208.56	2,390,859.29
所得税	-1,472.06	-522.98	1,059.36	2,097.70	3,206.58	4,357.70	5,602.62	10,552.14	597,714.82

项目名称	2019年 6-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027-2044年
净利润	-4,416.18	-1,568.94	3,178.07	6,293.10	9,619.75	13,073.09	16,807.86	31,656.42	1,793,144.47

3) 两次评估盈利预测的差异及说明

本次评估较前次评估利润表差异如下：

单位：万元

项目名称	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027-2044年
营业收入	-6,290.14	-8,229.07	-14,623.35	-15,682.19	-16,906.83	-18,414.30	-20,079.65	-7,034.86	529,847.56
减：营业成本	1,767.90	2,955.97	1,727.44	1,932.14	2,078.14	2,312.29	2,483.49	2,888.05	48,101.29
营业税金及附加	-43.22	-36.29	-63.65	-67.33	-71.64	-77.06	-83.08	-27.24	2,269.48
管理费用	194.47	179.11	332.21	305.16	322.16	350.36	374.36	444.24	8,635.55
财务费用	288.92	-1,233.37	-1,571.11	-1,559.11	-1,539.51	-1,519.91	-1,495.37	-1,456.17	1,320.92
利润总额	-7,756.41	-10,094.50	-15,048.24	-16,293.05	-17,695.98	-19,479.98	-21,359.05	-8,883.74	469,520.33
所得税	-1,926.80	-2,523.62	-3,762.06	-4,073.26	-4,424.00	-4,869.99	-5,339.76	-2,220.94	117,380.08
净利润	-5,829.61	-7,570.87	-11,286.18	-12,219.79	-13,271.99	-14,609.98	-16,019.28	-6,662.81	352,140.25

由于2018年实际通行费收入不及预期，同时2019年2月开始实行差异化收费政策（货车收费减少20%）对长韶娄收入影响也较大，交通流量预测机构根据2018年的实际情况，对未来车流量及通行费收入的预测进行了调整。同时，由于公司摊销会计估计变更及专项工程、其他养护费和劳务人员工资及社保费发生变化，现报告预测的成本有所增加，上述原因导致本次评估与前次评估的盈利预测产生一定差异。

①营业收入

本次评估根据2018年实际车流量增长变化水平，结合2019年2月实行差异化收费政策对长韶娄收入的影响，相应对未来年度车流量及通行费收入进行了调整。此外，根据《收费公路管理条例(修订草案)》（2018年12月20日）考虑了调价因素，流量预测机构设定从2026年开始调整收费标准，每5年调整一次，价格调整幅度按2.23%/年计算，本次评估除2026—2030仍低于原报告预测收入外，2031-2044年分别比前次评估提高收入8,000-79,000万元。承诺期两次评估营业收入对比情况如下表所示：

单位：万元

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
本次评估	52,482.22	60,616.07	69,707.59	75,471.84	81,604.64	88,049.09	94,978.29	116,821.27
增长率	-5.75%	15.50%	15.00%	8.27%	8.13%	7.90%	7.87%	23.00%
前次评估	58,772.36	68,845.14	84,330.94	91,154.03	98,511.46	106,463.39	115,057.93	123,856.13
增长率	1.64%	17.14%	22.49%	8.09%	8.07%	8.07%	8.07%	7.65%
差异额	-6,290.14	-8,229.07	-14,623.35	-15,682.19	-16,906.83	-18,414.30	-20,079.65	-7,034.86

②毛利率及毛利差异

由于公司摊销会计估计变更，同时结合长韶娄 2018 年实际专项工程、其他养护费和劳务人员工资及社保费情况，现报告预测的成本有所增加，毛利率相应发生变化，承诺期两次评估各期综合毛利率对比情况如下表所示：

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
本次评估	56.57%	55.25%	56.17%	56.37%	56.54%	56.53%	56.49%	61.71%
前次评估	64.23%	64.89%	65.82%	65.99%	66.11%	66.22%	66.24%	66.22%
差异额	-7.66%	-9.64%	-9.65%	-9.63%	-9.57%	-9.69%	-9.75%	-4.51%

(2) 折现率差异

前次评估的折现率为 9.7%，本次评估的折现率为 9.98%，较前次评估增加 0.28%，具体差异如下：

项目	无风险回报率	市场风险超额回报	企业特有风险超额回报	股权收益率
本次评估	3.65%	6.94%	0.75%	9.98%
前次评估	4.14%	5.89%	0.58%	9.70%
差异额	-0.49%	1.05%	0.17%	0.28%

注：2019 市场风险溢价和个别风险有所上调，导致折现率相应提高。

(3) 溢余资产、非经营性资产净值差异

被评估单位溢余资产、非经营资产、负债主要包括溢余现金、应收账款、其他应收款、其他流动资产、其他应付款、应付利息、预计负债等。两次评估对比如下：

单位：万元

溢余、非经营性资产项目	前次评估值	本次评估值	差异额
溢余现金、非经营性资产	101,717.16	64,139.32	-37,577.84

溢余、非经营性资产项目	前次评估值	本次评估值	差异额
非经营性负债	6,569.24	11,559.83	4,990.59

注：非经营性资产减少是因为长韶娄已收到长沙市政府支付的 2018 年辅道回款，本次评估只需要考虑 2019 年辅道回款。

4、结论

本次交易评估值 432,237.99 万元，前次评估的结果为 437,236.29 万元，二者差异 4,998.30 万元，差异率 1.14%。主要原因是由于两次评估的评估基准日不同，在前次评估基准日之后长韶娄实际经营情况与市场环境发生了一定的变化，长韶娄管理层根据实际经营情况、长韶娄未来的发展战略以及对未来盈利趋势的判断重新调整了盈利预测，两次评估的估值差异具备合理性。此外，由于标的资产截至 2019 年 5 月 31 日的净资产较原评估基准日的净资产下降 10,553.86 万元，降幅 2.51%，净资产降幅大于评估值的下降幅度，导致评估增值率有所上升。

综上所述，本次评估结果较上次评估有所下降，反映了标的资产目前的实际经营情况，两次评估的估值差异具备合理性；同时，交易对方根据新的评估结果调整了业绩承诺，将业绩承诺期由 6 年（2018-2023 年）延长为 8 年（2019-2026 年），累计业绩承诺总额由原方案的 55,557.82 万元增加为 72,993.16 万元，有利于保护上市公司及中小股东利益。

特此回复。

现代投资股份有限公司

董 事 会

2019 年 10 月 17 日