

北京中天华资产评估有限责任公司关于山西路桥股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易一次反馈意见相关问题之专项核查意见

致：山西路桥股份有限公司

根据《公司法》《证券法》《上市公司重大资产重组管理办法》《中华人民共和国资产评估法》等法律、行政法规、部门规章及其他规范性文件的有关规定，北京中天华资产评估有限责任公司接受山西路桥股份有限公司的委托，就山西路桥发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易所涉有关事项提供资产评估服务。为本次交易，北京中天华资产评估有限责任公司已于 2020 年 10 月 23 日出具了《山西路桥股份有限公司拟非公开发行股份购买山西平榆高速公路有限责任公司 100%股权项目资产评估报告》。

中国证监会于 2021 年 1 月 13 日作出 203465 号《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（以下简称《反馈意见》）。北京中天华资产评估有限责任公司对《反馈意见》提出的有关问题进行了专项核查，现出具本专项核查意见书。

本专项核查意见书仅供山西路桥为本次交易之目的而使用，不得用作任何其他目的。本公司同意将本专项核查意见书作为本次交易所必备的文件，随其他申报材料一起提交中国证监会审核，并依法对所出具的专项核查意见承担相应的法律责任。

北京中天华资产评估有限责任公司根据中国现行的法律、法规、规章及其他规范性文件之规定，按照中国资产评估行业公认的业务标准、道德规范和勤勉尽责精神出具专项核查意见如下：

第 2 题：

申请文件显示，标的资产预测期每年还本付息金额均高于预测期每年的净利润。如 2021-2023 年，每年还本付息约 2.6-2.9 亿元，净利润仅 1.4-1.7 亿元，标的资产报告期负债率不断上升，偿债压力较大，然而公路收费收入的稳定性受影响因素较多，存在其他交通方式替代、道路分流等持续性影响。请你公司补充披露：车流量下降和收入标准调整可能造成未来营业净现金流量无法覆盖贷款本息的风险，标的资产的持续经营能力和相关抗风险能力。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

特许经营权摊销成本占总成本比例较高是高速公路运营公司的成本构成特点。特许经营权摊销成本为非付现成本，不影响营业净现金流量。预测期 2021-2023 年平榆公司年净利润为 1.4-1.7 亿元，年摊销金额为 2.1 亿-2.3 亿元，两者合计 3.7-3.9 亿元，足以覆盖预测期每年 2.6-2.9 亿元的贷款本息。

标的资产报告期资产负债率不断上升，主要系支付高速公路特许经营权价款和报告期内连续分红所致。截至 2020 年 6 月 30 日，平榆公司特许经营权价款已支付完毕，并且山西高速集团于 2020 年 12 月 31 日前完成注册资本实缴。根据标的公司《审计报告》及 2020 年 12 月 31 日未经审计的财务报表，标的公司资产负债率已由 2020 年 6 月 30 日的 70.47%，降至 2020 年 12 月 31 日的 67.45%。截至本反馈意见回复之日，标的公司未来不存在大额资本性支出计划以及融资需求，未来营业净现金流量较好，偿债能力较好。

1、预测期营业净现金流量可充分覆盖还本付息金额

(1) 本次营业净现金流量预测中已合理预计其他交通方式替代、道路分流等持续性影响

本次交通量预测已合理考虑现有路网情况和未来路网规划中其他交通方式替代、道路分流对平榆高速车流量产生的持续性影响。在合理考虑其他交通方式替代、道路分流等持续性影响的情况下，预测期平榆公司所产生的营业净现金流

量完全能够覆盖还本付息总额。预测期各年度经营性现金流及还本付息总额如下表所示：

单位：万元

项目	2020 年 7-12 月	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
净现金流量	29,872.83	55,180.33	51,208.45	52,719.63	54,071.97	48,766.57
还本付息总额	12,431.64	26,846.50	29,416.50	28,919.00	28,421.50	27,924.00
项目	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年
净现金流量	46,589.82	47,598.07	46,350.06	49,936.11	49,864.86	52,183.15
还本付息总额	28,305.75	29,428.25	30,180.25	29,989.00	29,775.25	30,809.75
项目	2032 年	2033 年	2034 年	2035 年	2036 年	2037 年
净现金流量	48,681.35	49,727.03	50,781.28	50,482.16	52,655.85	51,286.52
还本付息总额	23,356.75	36,053.00	36,314.00	36,121.00	39,793.00	38,352.50
项目	2038 年	2039 年	2040 年	2041 年	2042 年	
净现金流量	54,799.75	55,785.52	55,433.00	57,529.68	61,646.15	
还本付息总额	36,912.00	35,667.00	34,217.50	31,596.38	-	

预测期还本付息总额依据贷款合同中的相关约定测算，测算过程详见本反馈意见回复“问题 6”之“第 1 问”的回复内容。

（2）预计收费标准政策调整不会对高速公路行业长期可持续性发展造成重大不利影响

根据《收费公路管理条例》等法规的规定，车辆通行费的收费标准必须由省、自治区、直辖市人民政府交通主管部门会同同级价格主管部门审核后，报本级人民政府审查批准，并依照相关法律、行政法规的规定进行听证；车辆通行费的收费标准，应当根据公路的技术等级、投资总额、当地物价指数、偿还贷款或者有偿集资款的期限和收回投资的期限以及交通量等一系列指标确定得出，并经相关部门批准后方可执行。

高速公路行业是公路行业的重要组成部分，具有行车速度快、通行能力大、运输成本低、行车安全等特点，是合理配置资源、提高经济运行质量和效率的重要基础，对于促进国家经济增长、提高人民生活质量以及维护国家安全稳定有重要作用。保持高速公路收费标准的稳定性对整个高速公路行业的健康发展至关重要。尽管未来存在收费标准调整的可能性，但相关行业主管部门会在审慎论证的基础上，在充分考虑相关收费标准调整方式对全国以及各省市已建成或在建高速

公路项目的贷款偿还期限、收回投资期限等方面影响后制定相关收费标准调整政策，并且收费标准调整政策需要经过多级审批后方可实施。因此预计收费标准的相关调整不会对高速公路行业长期可持续发展造成重大不利影响。

（3）营业收入变动可能造成未来营业净现金流量无法覆盖贷款本息的风险分析

车流量下降和收费标准下调可能对平榆公司营业收入造成不利影响。在本次收益法预测的基础上，假设未来每年营业净现金流量与还本付息总额相等，则对应每年营业收入的金额（临界收入）测算如下：

单位：万元

年份	预测收入（含税）	临界收入（含税）	临界收入/预测收入
2021	69,214	37,789.66	54.60%
2022	70,985	36,283.47	51.11%
2023	72,735	35,690.51	49.07%
2024	74,520	35,192.80	47.23%
2025	68,692	36,746.62	53.49%
2026	64,443	35,384.23	54.91%
2027	66,104	36,576.22	55.33%
2028	67,765	40,251.96	59.40%
2029	69,426	37,367.16	53.82%
2030	71,087	39,222.50	55.18%
2031	72,646	38,588.40	53.12%
2032	74,204	30,250.20	40.77%
2033	75,763	44,467.58	58.69%
2034	77,322	44,712.51	57.83%
2035	78,880	46,613.55	59.09%
2036	80,374	48,911.29	60.85%
2037	81,867	50,013.70	61.09%
2038	83,360	45,716.02	54.84%
2039	84,854	45,055.05	53.10%
2040	86,347	46,960.99	54.39%
2041	87,751	41,916.06	47.77%
2042	87,437	5,516.60	6.31%
合计	1,665,776	859,227.07	51.58%

根据上述测算，未来，平榆公司只有在实际营业收入为预测期营业收入 50% 左右的极端情况下，平榆公司才会出现当年营业净现金流量无法覆盖当年还本付息总额的情况。

2、标的资产持续经营能力和相关抗风险能力强

(1) 标的公司盈利能力好

截至 2020 年 9 月末，山西交控集团下属公司全资持股的经营性高速公路共 9 条（不含上市公司运营的榆和高速），收费里程共计约 579 公里。平榆高速为上述经营性高速公路中 2019 年单公里收费最高、盈利能力最强的高速公路。

山西交控集团本次选择集团旗下经营性高速公路中最优质的平榆高速优先注入上市公司，是将山西路桥打造成为山西省内交通行业 A 股资本运作平台的重要举措。

平榆公司的核心竞争力（详见本反馈意见回复之“问题 1”之“第 3 问”）结合平榆公司资产、技术、人员、项目储备和开发计划等，补充披露其核心竞争力的具体体现。

(2) 标的公司现金流较好，持续经营能力和抗风险能力强

根据上述营业收入变化对未来贷款还本付息影响的临界值分析，在未来平榆公司营业收入为预测期营业收入 50%左右的极端情况下，平榆公司才会出现当年营业净现金流量无法覆盖当年还本付息总额的情况。平榆公司具有较强的持续经营能力和抗风险能力。

中介机构核查意见

经核查，评估师认为：本次评估报告引用的《流量预测报告》已合理考虑现有路网情况和未来路网规划中其他交通方式替代、道路分流对平榆高速车流量产生的持续性影响。标的公司持续经营能力和抗风险能力较强。

第 3 题：

申请文件显示，1) 本次评估中车流量和收入的预测以广西交投集团有限公司（以下简称广西交投）2020 年 9 月出具的《流量预测报告》为依据。2) 昔榆高速公路预计 2025 年建成通车，分流 10.27%车流量，使 2025 年标的资产收费收入下降 7.82%；黎霍高速公路预计 2026 年建成通车，分流 8.4%车流量，使 2026 年标的资产收费收入下降 6.19%。3) 平榆高速通行车辆中运煤货车占比最高。请你公司补充披露：2) 评估机构对上述《流量预测报告》可信度的明确意见，引用依据及合理性。3) 昔榆高速、黎霍高速车流量分流数据的预测依据、对收费收入影响的评估依据。4) 报告期平榆高速运煤货车占比及变动情况，与煤炭等相关数据的关联性和匹配性，评估预测的相关考虑。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

第 2 问：评估机构对上述《流量预测报告》可信度的明确意见，引用依据及合理性。

本次评估中交通量和通行费收入的预测以广西交投 2020 年 9 月出具的《流量预测报告》为依据。公司认为评估机构引用《流量预测报告》作为评估预测的依据充分，理由如下：

1、聘请专业机构对车流量和通行费收入进行预测符合交通行业惯例

交通运输部交规发[2010]178 号《关于印发公路建设项目可行性研究报告编制办法的通知》（以下简称“《编制办法的通知》”）中对公路工程可行性研究报告编制进行了规范，其中明确交通量分析和预测及收费收入计算是公路建设项目可行性评价的主要内容，且公路工程可行性研究报告应有具备相应工程咨询资质的机构编制。近年来上市公司涉及高速公路的重大资产重组案例中，如粤高速 A、重庆路桥、现代投资、招商公路等均聘请了专业流量预测机构。交通量及收入预测由具备相应工程咨询资质的机构编制符合行业惯例。

2、资产评估过程中引用专家工作报告符合行业准则

根据《资产评估执业准则——利用专家工作及相关报告》中第二条规定，“涉及特殊专业知识和经验，利用某一领域中具有专门资质或者相关经验的机构所出具的专业报告，可作为资产评估依据。”第十一条规定，“执行资产评估业务，涉及特殊专业知识和经验时，可以利用专业机构出具的专业报告作为评估依据。”本次评估中，评估机构引用《流量预测报告》作为评估预测的依据，符合评估执业准则。

3、评估机构对《流量预测报告》相关信息进行了核实

(1) 对流量预测机构的资质进行了核实

广西交科拥有中国工程咨询协会颁发的工程咨询单位甲级资信证书，证书编号为 9145000049850597 号，其经营范围包括：综合技术服务；经济信息咨询服务；工程技术咨询服务；安防工程施工及相关技术咨询服务等。

(2) 对交通量及收入预测报告进行核实

1) 对交通量及通行费收入的预测方法进行核实

根据《流量预测报告》，广西交科以交通运输部发布的《交通建设项目可行性研究报告编制办法汇编（公路·港口·航道）》（以下简称“《编制方法》”）为依据，采用“四阶段预测法”对平榆高速交通量进行预测。“四阶段预测法”的工作步骤为首先对区域社会经济现状分析和发展趋势进行研究并预测；其次根据社会经济发展趋势与特点及其与交通运输的相关关系，预测区域交通运输需求；然后按照交通出行特点研究区域发生、集中量在区域间的具体分布；最后根据项目影响区域公路网现状及未来公路网规划进行交通量分配。

《编制办法的通知》中对公路工程可行性研究报告编制进行了规范，其中明确了公路工程可行性研究报告应有具备相应工程咨询资质的机构编制，并将交通量分析和预测及收费收入计算作为公路建设项目可行性评价的主要内容。

广西交科对平榆高速交通量及交通收入采用的预测方法符合《编制方法》的相关规定；《流量预测报告》编制内容符合《编制办法的通知》的相关规定。

2) 对预测过程中参数的选取进行核实

第一，预测基础数据的获取方法及程序、流量预测模型的选择符合相关规定。

根据《流量预测报告》，流量预测机构在收集地方经济社会发展五年规划的基础上，结合区域内经济社会发展规划实施情况以及新增变动情况，完成区域经济社会发展趋势分析。

经评估师核查，流量预测机构选择以山西省、晋中市、长治市、介休市、平遥县、祁县、武乡县、榆社县等作为本次车流量预测的密切相关地区，并选取山西省统计局《山西统计年鉴》（2007 年至 2019 年）中上述各地区经济社会发展数据作为区域经济社会发展趋势分析的依据，选取方式及数据来源合理。

根据《流量预测报告》，流量预测机构对于交通量预测基础进行调查。一是相关公路历史交通状况调查。主要调查与平榆高速相关的公路历史流量及其交通组成，以分析平榆高速影响区的交通发展规律。二是车辆出行分布调查。分析平榆高速影响区及高速公路走廊带内，车辆的空间、时间分布特征，建立平榆高速基年的汽车出行起讫点调查表（OD 调查表）。流量预测机构于 2020 年 8 月 5 日至 6 日在区域相关点进行了起讫点调查（OD 调查）与交通量观测。

经评估师核查，广西交科所采用的社会经济调查以及交通运输调查程序及方法，符合交通运输部发布的《编制方法》中的相关规定。

第二，预测期限与平榆高速公路收费期保持一致。

经评估师核查，根据山西省交通厅、山西省财政厅、山西省物价局晋交财发[2016]31 号文规定，平榆高速收费期为 30 年，即从 2012 年 12 月 25 日至 2042 年 12 月 24 日。广西交科出具的《流量预测报告》中预测期截止至 2042 年 12 月 24 日，与上述收费期批复保持一致。

第三，流量预测报告中收费标准与山西省现行有效的高速公路收费标准保持一致。

根据山西省交通厅、山西省发改委、山西省财政厅关于贯彻落实山西省人民政府《关于同意调整我省高速公路车辆通行费收费标准的批复》的通知（晋交财发[2019]490 号），山西省从 2020 年 1 月 1 日起，执行新的高速公路收费标准。经

评估师核查，广西交科出具的《流量预测报告》中所采用的收费标准为山西省现行有效的高速公路收费标准。

第四，《流量预测报告》所述预测方法、编制过程及参数选取符合相关规定，编制结果合理。

经评估师核查，《流量预测报告》所述预测方法、编制过程及参数选取符合《收费公路管理条例》、《编制办法的通知》、《编制方法》等相关规定。评估师结合平榆高速周边公路历年交通量统计资料及平榆高速通行费收入等历史数据对编制结果进行复核，认为《流量预测报告》编制结果合理。

综上所述，经核查，评估机构认为《流量预测报告》的预测方法、编制过程及相关参数选取合理。收益法评估中引用《流量预测报告》中交通量及收入预测结果具有合理性。

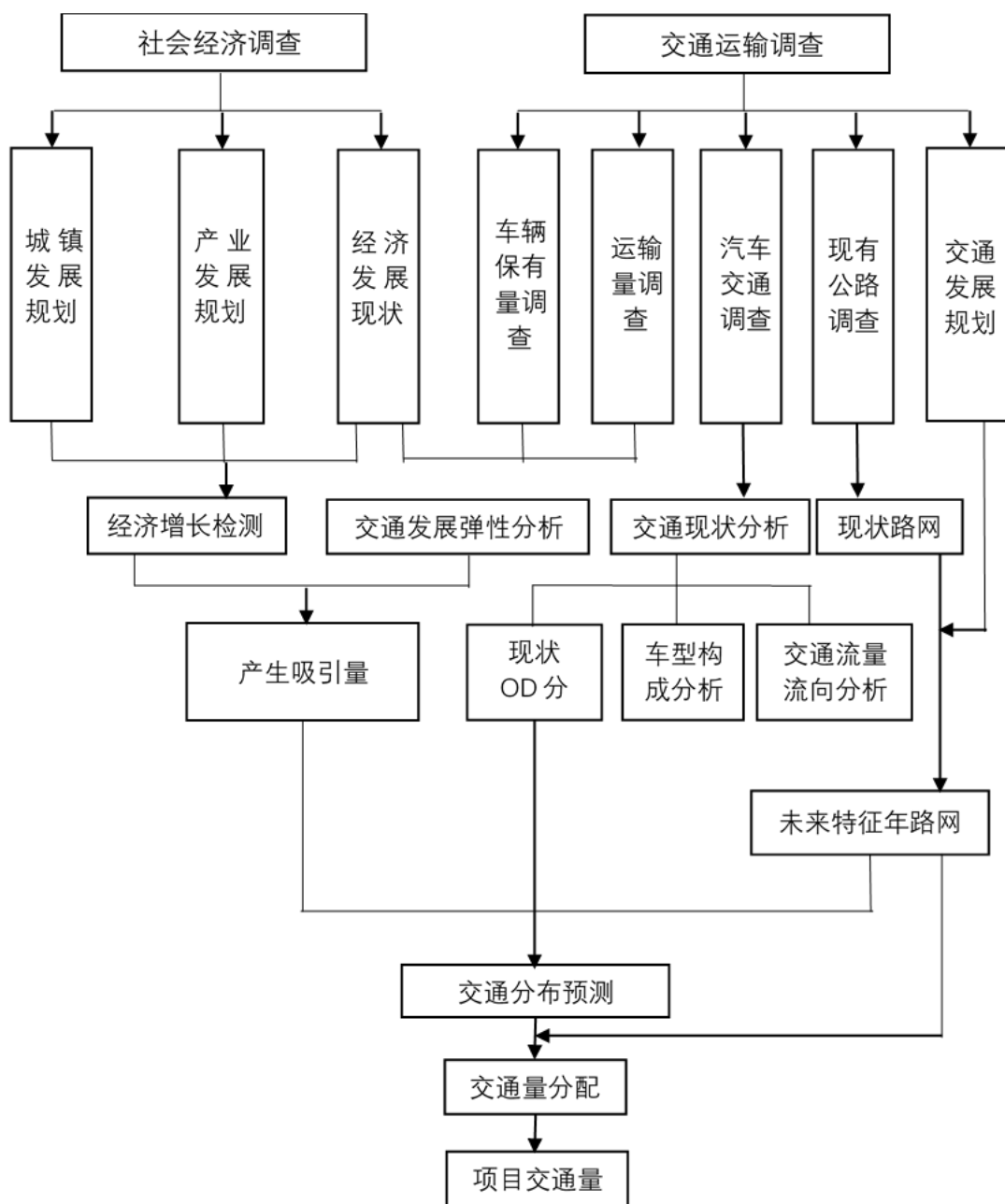
第 3 问：昔榆高速、黎霍高速车流量分流数据的预测依据、对收费收入影响的评估依据。

1、昔榆高速、黎霍高速车流量分流数据为“四阶段预测法”预测结果

根据交通运输部发布的《编制方法》中的规定，公路建设项目交通量的预测一般采用以汽车出行起讫点矩阵为基础的“四阶段预测法”。

（1）“四阶段预测法”的预测方法

“四阶段预测法”的工作步骤为首先预测未来经济社会发展趋势；其次预测小区交通需求，即交通发生、吸引量的预测；第三预测小区发生、吸引量在区域间的分布；第四把小区间的交通量分配到公路网的具体路线上，预测项目的交通量。这种方法的预测基础是对项目区域的基年交通量出行进行起讫点调查，通过起讫点调查得到基年的出行 OD 表，结合未来经济社会发展趋势得出未来年的出行 OD 表，通过将未来年 OD 表分配到路网上得出项目交通量。交通量预测的整体思路见下图：



昔榆高速、黎霍高速预计分别在 2025 年和 2026 年建成通车，本次交通量预测分别按照上述两条高速公路通车时间将其纳入未来特征年路网，并参与未来特征年度当年及以后年度各小区预测交通量的分配。

（2）TransCAD 的分配方法

根据《流量预测报告》，本次流量预测的交通量分配工作选择美国的专业性地理信息系统软件 TransCAD 作为预测平台，研究建立区域性交通规划地理信息系统。TransCAD 交通量分析与预测工作的过程与步骤如下：

1) 创建和编辑地图

首先根据山西省行政区图册、山西省高速公路网规划、项目影响区各县市公路网规划等资料创建地图；再通过调查获得路段的属性数据，编辑完善地图。

2) 交通小区分析

根据地图信息，划定若干交通小区。本次分析根据交通量预测工作需要，划分为 18 个交通小区。

3) 创建路网结构

在上述地图基础上，分别建立未来各年度路网结构，其中 2025 年及以后各年考虑了昔榆高速公路建成通车对于路网结构的影响，2026 年及以后各年考虑了黎霍高速公路建成通车对于路网结构的影响。

4) 交通量分配

交通量分配是利用公路网上的路线阻抗，把交通小区间的分布交通量分配到具体路线上的过程。交通阻抗一般以广义运行费用（车辆运行成本、时间成本、过路过桥费用等综合成本）等参数进行度量。

本次交通量分配是以广义运行费用为标准，将预测出来的未来各年度交通量分配到未来对应年度路网中。其中各特征年交通量具体测算结果如下：

单位：pcu/d

路段	里程（km）	2020	2021	2024	2025	2026	2030	2035	2040	2042
平遥枢纽-平遥南站	6.16	26234	29231	32073	29883	28301	31398	35064	38609	39949
平遥南站-分水岭站	29.69	24063	26949	29558	27507	26024	28855	32203	35437	36659
分水岭站-云竹湖站	30.605	24663	27508	30086	27957	26417	29186	32452	35598	36787
云竹湖站-榆社枢纽	16.611	25576	28492	31293	29253	27786	30868	34526	38071	39413
全线平均	83.066	24747	27633	30286	28198	26690	29568	32971	36258	37501

如上表所示，2025 年和 2026 年交通量因受到昔榆高速、黎霍高速建成通车影响较 2024 年分别下降 6.89%和 11.87%。未来交通量预测已体现昔榆高速、黎霍高速的分流影响。

3、流量预测结果对收费收入影响的依据

根据上述交通量预测结果，在现行通行费收费标准不变的情况下，计算得出平榆高速各年度通行费收入，其中 2024 年、2025 年、2026 年预测通行费收入（含税）分别为 74,520 万元、68,692 万元、64,443 万元。

第 4 问：报告期平榆高速运煤货车占比及变动情况，与煤炭等相关数据的关联性和匹配性，评估预测的相关考虑。

1、报告期平榆高速运煤货车占比及变动情况

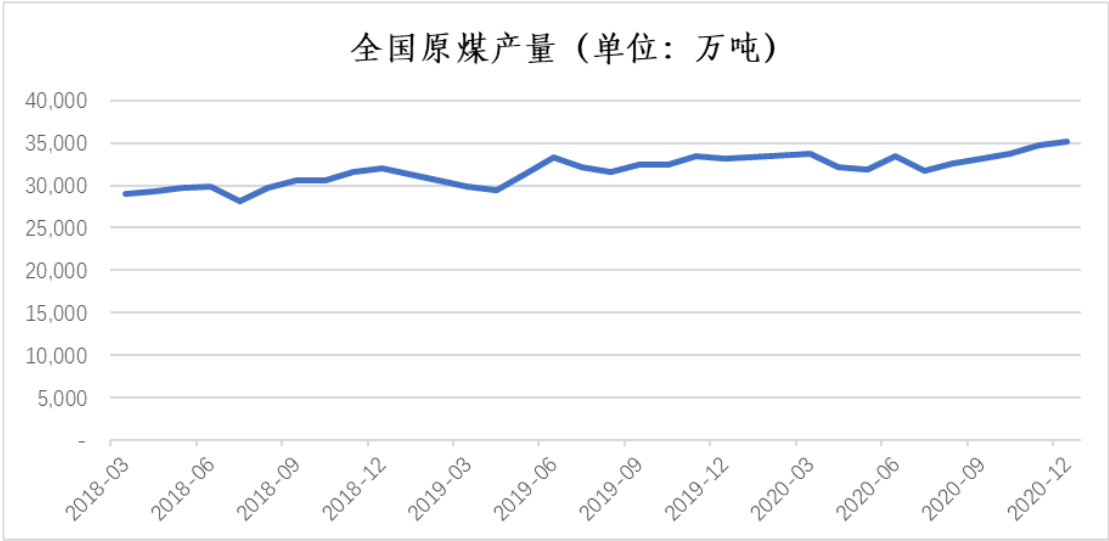
报告期及 2020 年 10-12 月，平榆高速运煤货车占比测算结果如下：

报告期	运煤货车占比
2018	66.60%
2019	61.26%
2020 年 1-9 月	50.10%
2020 年 10-12 月	61.19%

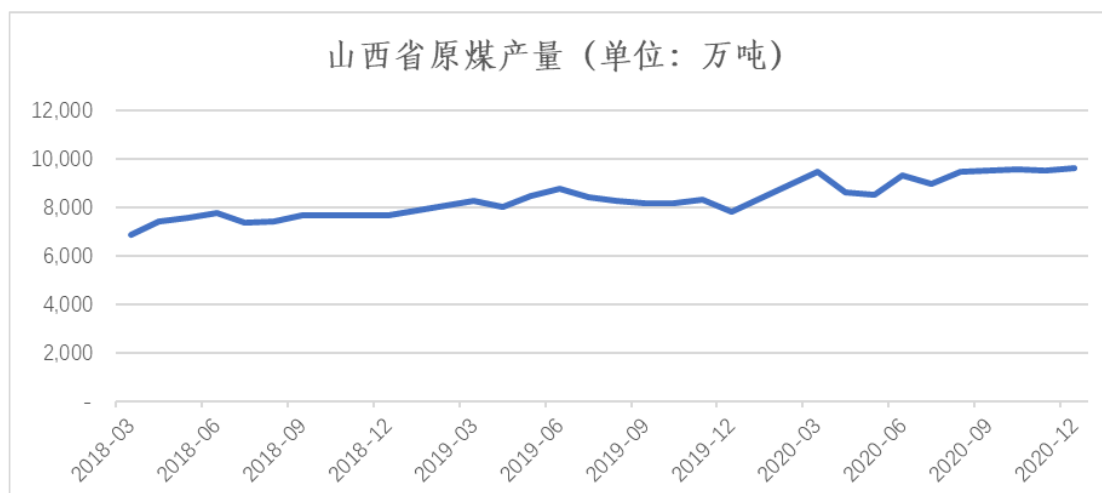
- 1) 运煤货车主要为特大型货车，以上数据以特大型货车数量代替运煤货车数量测算；
- 2) 2018 年和 2019 年平榆高速未安装龙门架，分车型交通量以榆和高速省界收费站数据为基础，并根据周边国省干线观测站数据合理调整而得；
- 3) 2020 年分车型交通量数据由龙门架采集、去噪并标准化而得。

2、与煤炭等相关数据的关联性和匹配性

最近三年全国及山西省原煤产量数据如下图所示：



数据来源：Wind 资讯



数据来源: Wind 资讯

最近三年全国及山西省原煤产量均保持基本稳定。2020 年 1-9 月的车流量、车型结构等与其它时间段差异较大,最近三年平榆高速运煤货车占比数据保持稳定,与全国及山西省原煤产量数据变化趋势基本保持一致。

3、评估预测的相关考虑

(1) 四阶段预测法独立预测各车型车交通量

平榆高速的交通量预测是基于对不同车型的交通量的独立预测基础之上汇总形成。在基年不同车型的交通量的基础上,未来不同车型的预计交通量在四阶段预测法模型中主要由相关区域经济增长率以及不同车型与经济增长率之间的弹性系数所决定。

根据《流量预测报告》,本次预测中对经济增长率的确定是在分析各地经济增长历史数据的基础上,对比前五年的实际增长情况,结合各地区国民经济和社会发展政府工作报告来综合确定;各车型交通量与经济增长率之间的弹性系数是以历史年度项目影响区的客货车弹性系数的变化情况及整体水平为基础确定。

(2) 预测期运煤货车比例合理

预测期运煤货车比例见下表:

特征年份	运煤货车 (辆/天)	运煤货车数量增长率	运煤货车比例
2020	5253	-	61.37%
2021	5743	9.33%	58.26%
2022	5911	2.93%	57.91%

2023	6078	2.83%	57.57%
2024	6245	2.75%	57.14%
2025	5665	-9.29%	53.67%
2026	5237	-7.56%	50.81%
2027	5361	2.37%	50.44%
2028	5485	2.31%	50.10%
2029	5609	2.26%	49.77%
2030	5734	2.23%	49.47%
2031	5848	1.99%	49.13%
2032	5963	1.97%	48.83%
2033	6077	1.91%	48.52%
2034	6192	1.89%	48.24%
2035	6306	1.84%	47.97%
2036	6414	1.71%	47.68%
2037	6523	1.70%	47.41%
2038	6630	1.64%	47.13%
2039	6739	1.64%	46.89%
2040	6847	1.60%	46.64%
2041	6947	1.46%	46.39%
2042	7048	1.45%	46.16%

如上表所示，预测期运煤货车数量随经济增长逐步增加，而增长率逐年下降；运煤货车占比逐年降低。考虑到最近三年全国及山西省原煤产量均保持稳定以及GDP 增长预期，运煤货车数量增长率逐年下降且除 2021 年以外其余年份增长率均低于 3%是谨慎的。2021 年运煤货车数量增长率较高主要是因为 2020 年受疫情影响基数较低所致。本次交通量预测中客车交通量与经济增长率之间的弹性系数高于货车的弹性系数，表示经济发展增速对客车交通量的影响高于货车，特大型货车占比逐年下降是合理的。平榆高速预测期运煤货车占比具有合理性。

中介机构核查意见

经核查，评估师认为：评估机构引用《流量预测报告》符合行业惯例，具有合理性；本次交通量预测采用四阶段预测法，已按昔榆高速、黎霍高速预计建成通车时间调整相应年度路网结构，并相应计算交通流量分配影响，符合《编制方

法》的要求；以主要经济社会发展趋势指标为基本依据，预测不同车型的未來交通量，符合《编制方法》的要求，预测结果合理。

第 4 题：

申请文件显示，2016 年-2019 年，年度断面车流量分别为 4,197,114 辆、5,180,278 辆、5,273,574 辆、4,269,990 辆（折合 11,498 辆/日、14,192 辆/日、14,448 辆/日、11,698 辆/日），增长率分别为 23.42%、1.80%、-19.03%；通行费收入增长率分别为 26.72%、2.16%、-23.16%，均逐年下降。根据《流量预测报告》业绩承诺期 2021-2023 年，全线折算标准车流量 27,633 辆/日、28,510 辆/日、29,388 辆/日，预测期增长率约为 2%-3%，预测期收入增长率约为 2%左右。请你公司：1）补充披露预测期每日全线折算标准车流量的预测依据，约为 2016-2019 年每日断面车流量 2 倍以上的原因和合理性，车流量相关预测是否谨慎。2）结合 2020 年 7-12 月实际车流量，补充披露《流量预测报告》对应车流量预测的合理性。3）结合车流量和车辆通行单价情况，补充披露营业收入预测的合理性。4）说明《流量预测报告》中预测期标的资产通行费收入高于预测期营业收入的原因，是否经过调整。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

第 1 问：补充披露预测期每日全线折算标准车流量的预测依据，约为 2016-2019 年每日断面车流量 2 倍以上的原因和合理性，车流量相关预测是否谨慎。

1、预测期每日全线折算标准车流量的预测依据

本次交通量预测中，首先预测各年度分车型全年交通量绝对数，再除以分车型全年收费天数后，得到分车型日均交通量绝对数（ a_i ）；分车型日均交通量绝对数（ a_i ）乘以各车型车辆折算系数（ b_i ）计算得出每日全线折算标准车流量（ $c_i=a_i*b_i$ ）。

根据《公路工程技术标准》JTGB01-2014，各车型车辆折算系数（ b_i ）见下表：

车型	客 1	客 2	客 3	客 4	货 1	货 2	货 3	货 4	货 5	货 6
折算系数（ b_i ）	1	1	1.5	1.5	1	1.5	2.5	2.5	4	4

通过上述计算方法，预测期每日全线折算标准车流量如下表所示：

平榆高速预测期全线分车型日均交通量

单位：辆/日

年份	客 1 (a ₁)	客 2 (a ₂)	客 3 (a ₃)	客 4 (a ₄)	货 1 (a ₅)	货 2 (a ₆)	货 3 (a ₇)	货 4 (a ₈)	货 5 (a ₉)	货 6 (a ₁₀)	合计	
											未折算车流量	折算标准车流量 (c _i)
2020	2320	13	25	12	573	138	156	71	17	5236	8560	24747
2021	2944	45	26	34	619	156	216	76	59	5684	9858	27633
2022	3080	47	27	36	640	163	225	79	61	5850	10208	28510
2023	3216	49	29	38	661	170	235	82	62	6016	10558	29388
2024	3351	51	30	39	704	177	245	86	64	6181	10930	30286
2025	3499	53	31	41	734	185	256	90	66	5599	10556	28198
2026	3628	55	33	43	761	192	265	93	67	5170	10307	26690
2027	3769	58	34	45	790	199	276	97	69	5292	10628	27409
2028	3909	60	35	47	820	207	286	100	70	5415	10949	28129
2029	4050	62	37	49	849	214	296	104	72	5537	11270	28849
2030	4191	64	38	50	879	222	306	107	74	5660	11591	29568
2031	4331	66	39	52	908	229	317	111	75	5773	11902	30249
2032	4472	68	41	54	937	237	327	115	77	5886	12213	30929
2033	4612	70	42	56	966	244	337	118	78	5999	12524	31610
2034	4753	73	44	58	996	251	347	122	80	6112	12835	32291
2035	4893	75	45	59	1025	259	358	125	81	6225	13146	32971
2036	5036	77	46	61	1055	266	368	129	82	6332	13452	33629
2037	5178	79	48	63	1084	274	379	133	84	6439	13759	34286
2038	5320	81	49	65	1114	281	389	136	85	6545	14066	34944
2039	5463	83	50	67	1144	289	399	140	87	6652	14373	35601
2040	5605	85	52	69	1173	296	410	144	88	6759	14680	36258
2041	5744	88	53	70	1202	304	420	147	89	6858	14975	36880
2042	5882	90	55	72	1231	311	430	151	91	6957	15269	37501

2、预测期每日全线折算标准车流量约为 2016-2019 年每日断面车流量 2 倍以上的原因和合理性

《重组报告书》中，2016 年至 2019 年年度断面车流量分别为 4,197,114 辆、5,180,278 辆、5,273,574 辆、4,269,990 辆，该断面车流量数据为通过平榆高速榆社

隧道、宝塔山隧道、紫金山隧道三个隧道断面全年车辆数量的算数平均值，该数据为各车型车流量绝对值的合计数，而车流量预测中折算标准车流量按上述折算系数折算后的分车型车流量的合计数；断面车流量数据仅统计通过三个隧道的截面车流量，并不代表相关车辆会行驶平榆高速全程，而预测折算标准车流量为通过全程的车流量。

2016 年至 2019 年度平榆高速断面车流量分别为 4,197,114 辆、5,180,278 辆、5,273,574 辆、4,269,990 辆。若根据每年断面流量合计数除以 365 天计算，则 2016 年至 2019 年度平榆高速断面日均车流量为 11,498 辆/日、14,192 辆/日、14,448 辆/日、11,698 辆/日。上述表格中预测期 2020 年至 2022 年日均未折算车流量绝对数为 8560 辆/日、9858 辆/日、10208 辆/日，低于 2016 年至 2019 年度平榆高速断面日均车流量，本次车流量预测谨慎合理。

第 2 问：结合 2020 年 7-12 月实际车流量，补充披露《流量预测报告》对应车流量预测的合理性。

2020 年 7-12 月平榆高速预测交通量和实际交通量统计对比表如下：

单位：辆/天

	车型										合计
	客 1	客 2	客 3	客 4	货 1	货 2	货 3	货 4	货 5	货 6	折算数 (pcu/d)
预测流量	2320	13	25	12	573	138	156	71	17	5236	24747
实际流量	3488	21	43	35	702	190	283	120	39	6343	31150

如上表所示，2020 年下半年平榆高速实际车流量折算数为 31150(pcu/d)，《流量预测报告》中 2020 年下半年平榆公司预测车流量折算数为 24747(pcu/d)，2020 年下半年平榆公司实际车流量高于预测车流量 26%，主要是由于区域经济从疫情中的恢复情况快于预期。《流量预测报告》预测结果谨慎合理。

第 3 问：结合车流量和车辆通行单价情况，补充披露营业收入预测的合理性。

根据《流量预测报告》，业绩承诺期预测年收入、预测年折标车流量与预测通行单价情况如下表所示：

年份	预测年收入		预测年折标车流量		预测通行单价	
	金额（万元）	变动	数量（万辆）	变动	单价（元/辆）	变动
2021	69214	-	1040.62	-	66.51	-
2022	70985	2.56%	1072.66	3.08%	66.18	-0.51%
2023	72735	2.47%	1105.44	3.06%	65.80	-0.57%

注：预测通行单价=预测年收入/预测年折标车流量

预测年收入与预测年折标车流量整体变动趋势一致，变动幅度差异主要由预测通行单价变动导致。预测期车流量中客车增长较快，货车增长较慢，详见本反馈意见回复之“问题 14”之“第 2 问”回复内容。预测期客货结构变动，导致预测通行单价逐年降低。通行单价降低导致预测年收入与预测年折标车流量变动幅度有较小差异。营业收入预测具备合理性。

第 4 问：说明《流量预测报告》中预测期标的资产通行费收入高于预测期营业收入的原因，是否经过调整。

在本次收益法评估中，预测期营业收入包括通行费收入、服务区收入、物业管理费收入，以及其他收入，具体预测结果如下表所示：

单位：万元

项目	2020 年 7-12 月	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
通行费收入	28,306.80	67,198.06	68,917.48	70,616.50	72,349.51	66,691.26
服务区收入	105.40	302.87	386.38	492.90	511.31	521.54
物业管理费收入	37.75	77.76	79.32	80.91	82.52	84.17
其他		229.36	467.89	477.25	486.79	496.53
小计	28,449.95	67,808.05	69,851.07	71,667.56	73,430.14	67,793.50
项目	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年
通行费收入	62,566.02	64,178.64	65,791.26	67,403.88	69,016.50	70,530.10
服务区收入	531.97	542.61	553.46	564.53	575.82	587.34

物业管理费收入	85.86	87.57	89.33	91.11	92.93	94.79
其他	506.46	516.59	526.92	537.46	548.21	559.17
小计	63,690.31	65,325.41	66,960.97	68,596.99	70,233.47	71,771.40
项目	2032 年	2033 年	2034 年	2035 年	2036 年	2037 年
通行费收入	72,042.72	73,556.31	75,069.90	76,582.52	78,033.01	79,482.52
服务区收入	599.09	611.07	623.29	635.76	648.47	661.44
物业管理费收入	96.69	98.62	100.59	102.61	104.66	106.75
其他	570.36	581.76	593.40	605.27	617.37	629.72
小计	73,308.85	74,847.76	76,387.18	77,926.15	79,403.51	80,880.43
项目	2038 年	2039 年	2040 年	2041 年	2042 年	
通行费收入	80,932.04	82,382.52	83,832.04	85,195.15	84,890.29	
服务区收入	674.67	688.16	701.92	715.96	716.28	
物业管理费收入	108.89	111.06	113.29	115.55	115.60	
其他	642.31	655.16	668.26	681.63	681.93	
小计	82,357.91	83,836.91	85,315.51	86,708.29	86,404.10	

《流量预测报告》中预测的通行费收入未扣除 3%增值税，扣税后通行费收入与上述收益法评估结论中预测通行费收入一致，具体如下表所示：

单位：万元

项目	2020 年 7-12 月	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
扣税前	29,156.00	69,214.00	70,985.00	72,735.00	74,520.00	68,692.00
扣税后	28,306.80	67,198.06	68,917.48	70,616.50	72,349.51	66,691.26
项目	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年
扣税前	64,443.00	66,104.00	67,765.00	69,426.00	71,087.00	72,646.00
扣税后	62,566.02	64,178.64	65,791.26	67,403.88	69,016.50	70,530.10
项目	2032 年	2033 年	2034 年	2035 年	2036 年	2037 年
扣税前	74,204.00	75,763.00	77,322.00	78,880.00	80,374.00	81,867.00
扣税后	72,042.72	73,556.31	75,069.90	76,582.52	78,033.01	79,482.52
项目	2038 年	2039 年	2040 年	2041 年	2042 年	
扣税前	83,360.00	84,854.00	86,347.00	87,751.00	87,437.00	
扣税后	80,932.04	82,382.52	83,832.04	85,195.15	84,890.29	

中介机构核查意见

经核查，评估师认为：预测期每日全线折标准车流量考虑了折算系数等因素影响，与断面车流量数据统计口径有较大差异；折算方法符合《公路工程技术标准》；预测期 2020 年至 2022 年日均未折标车流量低于 2016 年至 2019 年度平榆高速断面日均车流量，本次车流量预测谨慎。2020 年 7-12 月实际车流量高于预测

车流量，《流量预测报告》在相应区间的预测谨慎合理。业绩承诺期内，车流量变动与营业收入变动趋势一致，营业收入预测具备合理性。《流量预测报告》中预测期标的资产通行费收入与预测期营业收入的差异原因为 3% 增值税，未经过其他调整。

第 5 题：

申请文件显示，标的资产报告期实现净利润 46,433.07 万元、20,532.07 万元、-16,165.06 万元，2020 年上半年受疫情影响亏损。业绩承诺方承诺标的资产在 2021 年度、2022 年度和 2023 年度实现的净利润分别不低于 17,567.60 万元、14,989.76 万元及 16,058.97 万元。请你公司：1) 结合报告期业绩下降的影响因素及其持续影响，补充披露业绩承诺期变动趋势与报告期不一致的原因及合理性。2) 补充披露三年承诺期业绩存在高低变动的合理性，业绩承诺的可实现性。3) 补充披露疫情对标的资产经营的影响情况，并结合 2020 年业绩表现，充分评估疫情是否将继续对 2021 年业绩产生影响，在本次评估收入预测、交易估值中的考虑。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

第 1 问：结合报告期业绩下降的影响因素及其持续影响，补充披露业绩承诺期变动趋势与报告期不一致的原因及合理性。

1、报告期业绩下降的影响因素及其持续影响

(1) 报告期 2019 年较 2018 年业绩变动的主要原因

1) 东观收费站撤销

2019 年 1 月 1 日起，G108 国道祁县东观收费站年限到期并撤销，原通过平榆高速的部分车辆为节省成本，选择绕行 G108 及 G340 通行。

根据山西省公路局编制的 2018-2019《山西省国省道交通量》统计资料显示，祁县东观观测点特大型货车日均交通量分别为 2301 辆/日、4978 辆/日。东关观测点特大型货车日均交通量 2019 年比 2018 年有较大幅度的上升。东关观测点在

G108 及 G340 线路上，可反映特大型货车绕行 G108 及 G340 的交通量。东观观测点位置如下图所示：



2018-2019《山西省国省道交通量》统计资料显示，2019 年东观观测点特大型货车通行量均值较 2018 年增加超过 2500 辆/日。因此预计在 2018 年通过平榆高速行驶的特大型货车中，有 2500 辆/日左右的特大型货车在 2019 年绕行 G108 及 G340 路线通行。东观收费站撤销后 G108 及 G340 将对平榆高速产生持续性的分流影响。在本次交通量预测时，东观收费站已撤销接近两年时间，区域交通量在平榆高速与 G108 及 G340 路线之间分配已基本稳定。平榆高速预测车流量已包含 G108 及 G340 的分流影响，本次交通量预测过程详见本反馈意见回复“问题 3”之“第 3 问”回复内容。

2) 其他因素影响

①陕西省煤矿安全整治

根据《陕西省人民政府办公厅关于立即开展煤矿安全大整治工作的通知》(陕政办发明电〔2019〕4 号)的统一部署，陕西省从 2019 年 2 月开始至 6 月底开展

煤矿安全大整治工作，导致由陕西方向通过平榆高速的运煤货车通行量阶段性下降。2020 年以来陕西省煤炭产能未受到 2019 年陕西省煤矿安全整治影响，2020 年陕西省规模以上工业原煤产量 6.79 亿吨，同比增长 6.3%。因此预计该政策不会造成持续性影响。

②推进煤炭等大宗商品公路转铁路运输

2019 年 5 月 7 日，山西省政府办公厅印发了《关于印发山西省推进运输结构调整实施方案的通知》（晋政办发〔2019〕30 号），推进交通运输供给侧结构性改革，推进煤炭等大宗商品公路转铁路运输，不断完善综合运输网络，切实提高运输组织水平，增加铁路运输量，构建绿色运输体系，有力支撑打赢蓝天保卫战、打好污染防治攻坚战。受上述政策影响，部分煤炭等大宗商品可能由公路运输转为铁路运输，该政策影响具有持续性。

上述政策对货物长途运输影响较大，对短途运输影响较小。主要原因如下：

a.高速公路和铁路为两种运输方式，在运输过程中各有优势。一般而言铁路适用于大批量货物中长途货物运输，公路适用于小批量货物中短途货物运输，在实际运输过程中两种运输方式互为补充。平榆高速所在的东吕高速连接山西、河北两省，高速途径吕梁市、晋中市、长治市等山西省煤炭产区以及河北邢台等煤炭需求区域，是最近的短途运输通道，相较于当前的铁路路网运输而言，具有显著的成本优势和点到点连接的效率优势。从山西吕梁市至河北邢台市高速距离 354 公里，山西平遥市至河北邢台市高速距离 255 公里。根据满帮大数据 2020 年 12 月 10 日公布数据统计结果显示，2020 年 10 月以来，全国的煤炭公路运输平均运距为 1204 公里，山西省的煤炭订单公路运输平均运距为 852 公里。相比较而言，山西省煤炭产区相距河北邢台等煤炭需求区域距离较近，通过平榆高速实施的煤炭货运有显著的短距离优势。

b.平榆高速所在区域尚无与平榆高速平行且具有替代作用的铁路交通线，平榆高速北向最近的东西向铁路相距超过 60 公里，南向最近的东西向铁路超过 120 公里，对平榆高速的分流影响非常有限。根据公开信息，上述两条铁路线之间没有规划新的东西向铁路。

综上所述，煤炭等大宗商品公路转铁路运输政策对平榆高速交通量影响非常有限。

③汾阳-屯留公路改造大修影响

汾阳-屯留公路为自平遥县西北向东南方向的省道公路，道路路况较差。2017年至2018年期间，地方公路部门集中对汾阳-屯留公路损毁较严重路段进行改造大修，因此维修期间部分车辆选择绕行平榆高速公路。汾阳-屯留公路修缮完毕后，汾阳-屯留公路可能吸引了平榆高速的少量货车流量。



如上图所示，汾阳-屯留线即 S222 省干线与平榆高速几乎平行的里程约为 6 公里，距离较短。因此，预计汾阳-屯留线对平榆高速通行量影响较为有限。

(2) 2020 年上半年业绩下滑主要受疫情影响

2020 年业绩较 2019 年同期有所下降主要受疫情影响，2020 年 2 月 15 日，交通部印发《关于新冠肺炎疫情防控期间免收收费公路车辆通行费的通知》，根据文件要求，全国高速公路 2020 年 2 月 17 日至 5 月 5 日期间免征通行费。当前全国疫情形势已基本稳定，仅在局部地区出现散发病例和聚集性疫情，预计疫情不会对平榆公司业绩产生长期持续影响。

综上所述，报告期内平榆公司业绩下降主要受到了疫情、陕西省煤矿安全整治等暂时性因素影响，以及东观收费站撤销导致 G108 及 G340 分流等持续性影响。其中东观收费站撤销导致 G108 及 G340 分流等持续性影响已在平榆高速交通量预测中充分考虑。

2、报告期与业绩承诺期业绩变动情况

平榆公司报告期与业绩承诺期营业收入、利润总额、净利润变动情况，具体如下表所示：

单位：万元

报告期		2020 年 1-9 月	2019 年度	2018 年度
	营业收入	24,729.64	73,742.17	95,877.33
	利润总额	-13,453.56	23,573.07	46,433.12
	净利润	-10,135.36	20,532.07	46,433.07
预测期		2023 年	2022 年	2021 年
	营业收入	70,616.50	68,917.48	67,198.06
	利润总额	21,411.96	19,986.34	18,144.72
	净利润	16,058.97	14,989.76	17,567.60

平榆公司 2018 年、2019 年及 2020 年 1 至 9 月，营业收入分别为 95,877.33 万元、73,742.17 万元和 24,729.64 万元，分别实现净利润 46,433.07 万元、20,532.07 万元、-10,135.36 万元。

在业绩承诺期，平榆公司 2021 年、2022 年及 2023 年预测营业收入分别为 67,198.06 万元、68,917.48 万元和 70,616.50 万元，预测利润总额分别为 18,144.72 万元、19,986.34 万元以及 21,411.96 万元，预测净利润分别为 17,567.60 万元、14,989.76 万元及 16,058.97 万元。业绩承诺期内平榆公司预测营业收入及利润总额逐年上升，预测净利润有所波动。业绩承诺期预测净利润有所波动的主要原因为 2021 年与 2022 年、2023 年企业所得税税率不同所致。根据企业所得税优惠的相关政策，平榆公司 2019 年至 2021 年按照 12.5%税率减半缴纳企业所得税。2022 年起，平榆公司企业所得税优惠政策到期，平榆公司按 25%税率缴纳企业所得税。

3、预测期收入增长的主要考虑

(1) 宏观经济环境的支持

国民经济持续稳定的发展是公路车流量增长的原动力，交通增长率与 GDP 增长率之间存在着一定程度的正相关。根据山西省 2021 年政府工作报告，2017 至 2019 年，经济增速连续 12 个季度保持在 6% 以上，2020 年全省地区生产总值 1.765 万亿元，年均增长 5.5%，2021 年全省地区生产总值预计增长 8%。此外，全国大部分省份公布的 2021 年 GDP 增速目标均在 6% 以上。我国经济蓬勃发展的势头在今后相当长的时期内仍将持续稳定增长的预期将为高速公路车流量的增长提供坚实基础。

(2) 汽车保有量快速增长

高速公路运输量与汽车保有量有着非常高的正相关性。随着居民生活水平的不断提高，居民汽车消费也随之增长，从而为高速公路行业的发展提供了持续的增长动力。

根据中国国家统计局的统计，我国民用汽车拥有量 2015 年至 2019 年年增速均在 9% 以上，截至 2019 年底，全国民用汽车拥有量达到 25,376.38 万辆；全国民用载货汽车拥有量 2015 年至 2019 年年增速均在 5% 以上，截至 2019 年底，全国民用载货汽车拥有量 2,782.84 万辆；全国民用重型载货汽车拥有量 2015 年至 2019 年年增速均在 7% 以上，截至 2019 年底，全国民用重型载货汽车拥有量 761.7 万辆。

根据山西统计年鉴的数据，山西省最近 5 年民用汽车拥有量及每百公里公路平均汽车数如下：

单位：万辆

	民用汽车总数	载货汽车	载客汽车	每百公里公路 平均汽车数
2015 年	4665842	571789	4094053	3310.0
2016 年	5240814	595149	4645665	3689.0
2017 年	5896070	639361	5256709	4127.3
2018 年	6495704	702534	5793170	4532.1
2019 年	7076377	763988	6312389	4904.5
年平均增长率	10.98%	7.54%	11.45%	10.34%

山西省最近 5 年民用载货汽车、载客汽车均保持快速增长。

(3) 2020 年 9 月起平榆高速通行费收入已超过 2019 年同期

2020 年下半年平榆高速通行费收入（含税）与去年同期比较如下：

单位：万元

	2020 年	2019 年	2020 年/2019 年
7 月	4,664.14	6,231.30	74.85%
8 月	4,981.90	6,593.96	75.55%
9 月	6,256.36	5,894.13	106.15%
10 月	6,492.84	5,678.13	114.35%
11 月	6,734.58	5,849.89	115.12%
12 月	7,895.23	5,595.20	141.11%

受疫情影响，2020 年上半年平榆高速通行费收入低于去年同期。2020 年下半年国内经济开始复苏，平榆高速通行费收入逐月增长，自 2020 年 9 月份开始每月通行费已超过去年同期。

第 2 问：补充披露三年承诺期业绩存在高低变动的合理性，业绩承诺的可实现性

1、业绩承诺期业绩高低变动的原因为企业“三免三减半”企业所得税优惠政策影响。

根据《中华人民共和国企业所得税法实施条例》（中华人民共和国国务院令 第 512 号）、《企业所得税优惠政策事项办理办法》（国家税务总局公告 2015 年第 76 号），平榆公司于 2017 年 5 月 11 日按照上述规定向税务机关履行了备案手续，其企业所得税按照“三免三减半”优惠政策征收。根据（2016）年度“企业所得税优惠备案表”载明，平榆公司 2016 年至 2018 年免于征收企业所得税，2019 年至 2021 年减半按照 12.5%税率征收企业所得税。2022 年起，平榆公司企业所得税优惠政策到期，导致在预测承诺期内营业收入和利润总额增长的情形下，净利润存在高低变动。具体数据如下：

单位：万元

预测期	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入	67,808.05	69,851.07	71,667.56
利润总额	18,144.72	19,986.34	21,411.96

所得税率	12.50%	25%	25%
所得税	577.11	4,996.59	5,352.99
净利润	17,567.60	14,989.76	16,058.97

2、承诺期业绩具有可实现性

(1) 2020 年 7-12 月通行费收入已实现

2020 年 7-12 月平榆公司已实现通行费收入高于预测通行费收入，且高于 2019 年同期预测通行费收入，具体如下表所示：

单位：万元

年度	通行费收入（含税）
2019 年 7-12 月实际通行费收入	35,843
2020 年 7-12 月预测通行费收入	29,156
2020 年 7-12 月实际通行费收入	37,025

2020 年下半年，平榆高速通行费收入逐月上升。2020 年 7-12 月实际通行费收入已超过上年同期收入。

(2) 平榆公司未来业绩有较强的区位优势、区域经济、运输需求等方面的核心竞争力

平榆高速具有较强的区位优势、途经区域经济持续稳定增长、稳定的煤炭供需关系等核心优势，平榆公司具有长期盈利能力和持续经营能力。平榆公司核心竞争力详见本反馈意见回复之“问题 1”之“第 3 问”回复内容。

(3) 业绩承诺期毛利率指标与同行业上市公司、报告期相比较为合理

承诺期内，营业收入、营业成本及综合毛利率如下表所示：

单位：万元

年度	营业收入	营业成本	综合毛利率
2021 年	67,808.05	28,604.89	57.81%
2022 年	69,851.07	29,483.38	57.79%
2023 年	71,667.56	30,321.81	57.69%
2021-2023 年综合毛利率均值			57.76%

1) 承诺期毛利率与同行业上市公司综合毛利率比较

根据“申万行业类别（新）-交通运输-高速公路”类别分类，同行业 A 股上市公司共有 21 家，2019 年、2018 年综合毛利率情况如下：

序号	证券代码	证券名称	2019 年综合毛利率（%）	2018 年综合毛利率（%）
1	000429.SZ	粤高速 A	55.64	60.26
2	000548.SZ	湖南投资	61.57	59.38
3	000755.SZ	山西路桥	59.21	31.89
4	000828.SZ	东莞控股	66.51	65.24
5	000885.SZ	城发环境	57.92	59.59
6	000886.SZ	海南高速	58.74	59.19
7	000900.SZ	现代投资	15.29	14.56
8	001965.SZ	招商公路	42.95	44.93
9	600012.SH	皖通高速	56.81	56.76
10	600020.SH	中原高速	55.23	51.72
11	600033.SH	福建高速	62.69	61.17
12	600035.SH	楚天高速	41.15	35.38
13	600106.SH	重庆路桥	87.09	85.00
14	600269.SH	赣粤高速	35.80	37.09
15	600350.SH	山东高速	53.03	49.48
16	600368.SH	五洲交通	45.16	50.70
17	600377.SH	宁沪高速	54.59	54.11
18	600548.SH	深高速	43.43	50.78
19	601107.SH	四川成渝	38.94	37.66
20	601188.SH	龙江交通	48.98	50.91
21	601518.SH	吉林高速	53.86	63.51
均值			52.22	51.47

注：1、毛利率均值为除去最大值、最小值后的均值；

2、数据来源：Wind

除去最大值与最小值外，上述上市公司 2019、2018 年毛利率均值分别为 52.22% 及 51.47%，毛利率范围区间为 31.89%-66.51%。

平榆高速承诺期综合毛利率均值为 57.76%，在同行业毛利率区间范围内。承诺期毛利率均值略高于同行业上市公司均值，主要原因为：平榆公司业务收入基本全部来自高速公路通行费收入，而同行业上市公司大部分为多元化经营。高速公路运营业务毛利普遍高于其他业务，同行业上市公司多元化经营导致其毛利率低于平榆公司毛利率。平榆公司业绩承诺期毛利率较为合理。

2) 承诺期毛利率与报告期毛利率比较

项目	2020 年 1-9 月	2019 年度	2018 年度
综合毛利率	13.38%	59.31%	70.02%

平榆高速业绩承诺期毛利率平均为 57.76%，低于平榆公司 2018、2019 年度毛利率，业绩承诺期毛利率审慎合理。

(4) 平榆公司的主要成本预测合理

平榆公司主营业务成本分为变动成本与固定成本。固定成本主要为人工成本，本次依照平榆公司历史人员变动情况与《山西省人民政府关于改革国有企业工资决定机制的实施意见》中规定内容进行预测，预测期人工成本年均增长 2%，与主要营业业务收入平均增长基本保持一致。

变动成本主要包括特许经营权摊销成本以及其他变动成本。本次特许经营权摊销采用车流量法进行预测，符合交通行业惯例及会计估计的相关规定。预测期特许经营权摊销的计算过程详见本反馈意见回复之“问题 16”之“第 2 问”回复内容。其他变动成本主要依照历史期各成本占收入比重进行预测。业绩承诺期内主要成本构成如下：

项目	2021 年	2022 年	2023 年
固定成本（万元）	3,378.17	3,479.29	3,540.61
变动成本（万元）	25,226.72	26,004.09	26,781.20
固定成本占总成本比重	11.81%	11.80%	11.68%
变动成本占总成本比重	88.19%	88.20%	88.32%
高速公路经营权摊销占变动成本比重	84.75%	84.82%	84.90%

综上所述，根据业绩承诺期收入、成本的分析，平榆公司承诺期业绩具有可实现性。

第 3 问：补充披露疫情对标的资产经营的影响情况，并结合 2020 年业绩表现，充分评估疫情是否将继续对 2021 年业绩产生影响，在本次评估收入预测、交易估值中的考虑。

1、疫情对标的资产经营的影响情况

平榆公司的主营业务是运营管理平榆高速及相关配套设施,作业的主要场所为收费站、服务区、养护工区等区域。2020年初疫情爆发,为阻止疫情的快速传播,各地政府相继采取限制人流和物流等应对措施,期间交通量下降较为明显。此次疫情传播速度快、波及范围广,平榆公司作为平榆高速运输通道的运营者,在加派人手保障平榆高速通行安全的同时,鼓励人员减少不必要通行。平榆高速的通行量受到较大程度影响。

受疫情影响,2020年2月15日,交通运输部发布《关于新冠肺炎疫情防控期间免收收费公路车辆通行费的通知》,要求2月17日起至疫情结束期间所有收费公路免收车辆通行费。经国务院同意,自2020年5月6日零时起,经依法批准的收费公路恢复收费(含收费桥梁和隧道)。根据上述政策,平榆高速自2020年2月17日至2020年5月5日免征高速公路通行费,平榆公司通行费收入受到较大程度影响。

平榆高速已于2020年5月6日起恢复高速公路收费,平榆公司科学且有序地开展复工、复产工作。2020年下半年平榆高速交通量逐步恢复并超过2019年同期水平。

2、疫情对平榆高速通行费收入的影响

2019年、2020年平榆高速车辆通行费收入(含税)情况如下表所示:

项目	2020年度	2020年1-9月	2020年1-6月	2019年度
车辆通行费收入(万元)	46,234.39	25,297.98	9,395.57	75,684.27
通行费收入增长率	-38.33%	-56.80%	-76.42%	

注:1、2020年年度车辆通行费收入为未审数;

2、2020年1-6月、1-9月、2020年度通行费收入增长率为与2019年度同期对比结果。

根据上表可知,2020年1-6月、1-9月及2020年全年通行费收入较2019年同期分别下降76.42%、56.80%及38.33%。2020年上半年受疫情影响通行费收入下降76.42%,2020年下半年随着国内经济逐步恢复,年累计通行费收入较2019年同期下降幅度逐步缩小。2020年各季度通行费收入与2019年比较如下:

单位:万元

季度	2019年	2020年	2020年/2019年
第一季度	17,902.32	2,359.71	13.18%

第二季度	20,778.93	6,762.21	32.54%
第三季度	18,174.16	15,439.23	84.95%
第四季度	16,624.48	20,507.44	123.36%
合计	73,479.88	45,068.58	61.33%

3、本次评估收入预测、交易估值已充分考虑疫情影响，本次交易估值具备合理性

(1) 预测期营业收入合理

本次评估中各年收入预测情况如下：

	年度	通行费收入（万元）	收入增长率
实际收入	2019 年	73,479.88	-
	2020 年 1-6 月	9,121.92	-
预测收入	2020 年 7-12 月	28,306.80	-
	2021 年	67,198.06	-
	2022 年	68,917.48	2.56%
	2023 年	70,616.50	2.47%
	2024 年	72,349.51	2.45%
	2025 年	66,691.26	-7.82%
	2026 年	62,566.02	-6.19%
	2027 年	64,178.64	2.58%
	2028 年-2041 年	-	1.63%-2.51%

根据上表，在整个预测期内，除 2025 年和 2026 年通行费收入同比下降以外，通行费收入增长比例在 1.63%至 2.58%之间，增长率较为谨慎。

在本次评估过程中，收入预测已充分考虑 2020 年上半年疫情对平榆公司业绩的影响因素对预测期的影响，具体考虑如下：

1) 国家因疫情原因再次实行全国性高速公路免费政策的可行性较低。当前全国疫情形势已基本稳定，仅在局部地区出现散发病例和聚集性疫情。局部地区疫情已得到有效控制。

2) 2020 年下半年开始国内生产经营活动已逐步恢复正常，全国 GDP 2020 年一季度同比下降 6.8%，二季度增长 3.2%，三季度增长 4.9%，四季度增长 6.5%。全国 GDP 在第四季度已基本恢复至正常水平。2020 年下半年平榆高速交通量也已逐步恢复并超过 2019 年同期水平。

综上所述，本次评估预计未来国内新冠疫情形势继续保持总体稳定的态势，疫情预期不会对平榆公司的长期盈利能力产生重大不利影响。

(2) 预测期营业成本合理

2020 年 1-6 月，平榆公司发生与疫情相关的额外支出共计 15.14 万元，主要用于购买防护服、口罩、消毒水等防疫用品，对净利润的影响程度极小。在本次评估中，由于 2020 年 1-6 月平榆公司发生与疫情相关的支出规模极小，且预计未来国内疫情形势继续保持总体稳定的态势，因此本次成本预测中未单独预测疫情相关物品的支出。

综上所述，本次评估已充分考虑疫情对平榆公司报告期经营影响、国内疫情总体趋势，以及全国生产经营活动恢复情况，本次评估收入预测、交易估值审慎合理。山西省国资运营公司已于 2020 年 11 月 20 日就本次交易标的资产的评估结果出具文件，对评估结果予以备案。

中介机构核查意见

经核查，评估师认为：承诺期变动趋势与报告期不一致，主要是受东观收费站撤销、疫情和所得税税率变动等事件对各期间的业绩影响不同所致，业绩预测具备合理性。

业绩承诺期营业收入、营业成本预测合理，承诺期业绩具有可实现性。

本次评估已充分考虑疫情对平榆公司报告期经营影响、国内疫情总体趋势，以及全国生产经营活动恢复情况，本次评估收入预测、交易估值审慎合理。

第 6 题：

申请文件显示，标的资产向光大银行太原分行、光大信托、光大银行太原分行合计借款 441,000 万元，用于偿还山西省交通厅为建设平榆高速的银团贷款及前期垫款，标的资产均以其持有的平榆高速收费权及项下全部收益权提供质押担保，山西交通运输投融资集团有限责任公司（以下简称山西交融集团）提供

连带责任保证担保。因预测期内企业现金流完全能够覆盖债务还本付息，收益法评估未考虑平榆高速收费权及项下全部收益权被处置的情形。请你公司补充披露：1) 借款合同下剩余借款资金到位是否存在补充担保、质押等前置条件或潜在义务，借款用途是否受限，是否存在停贷抽贷风险，上述借款的本息偿付方式、预测期还本付息的计算依据和过程，与财务费用预测的匹配性。2) 标的资产资产中未担保资产的金额及占比，高速收费权及项下全部收益权质押对标的资产主营业务收入的影响，是否符合行业惯例，持续经营是否存在重大不确定性。4) 测算无法覆盖还本付息债务的营业净现金流量对应的预计车流量水平，评估未考虑下全部收益权被处置是否谨慎。请独立财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

第 1 问：借款合同下剩余借款资金到位是否存在补充担保、质押等前置条件或潜在义务，借款用途是否受限，是否存在停贷抽贷风险，上述借款的本息偿付方式、预测期还本付息的计算依据和过程，与财务费用预测的匹配性。

1、平榆公司向金融机构的借款情况

截至本反馈意见回复之日，平榆公司目前正在履行的重大借款合同如下：

序号	贷款金融机构	贷款合同金额	已提款金额	贷款期限	质押物	保证人
1	光大信托	40 亿元	40 亿元	2016.5.5 - 2041.5.4	平榆高速收费权及收益权	山西交融
2	光大银行	40.5 亿元	0.5 亿元	2016.5.5 - 2041.4.30	平榆高速收费权及收益权	山西交融
3	光大银行	7.22 亿元	3.6 亿元	2019.12.19- 2041.4.30	平榆高速收费权及收益权	山西交融

2、上述借款合同项下的剩余借款资金到位是否存在补充担保、质押等前置条件或潜在义务

上述借款合同已约定质押担保和保证担保责任，其中质押物为平榆高速收费权及收益权，连带责任担保人为山西交融。截止目前，相关质押手续办理完毕，

担保人已签署担保合同。上述借款合同中，放款条件为银行一般制式条款，未就补充担保、质押等前置条件或潜在义务做特殊约定。

2016 年，平榆公司先与光大银行太原分行商定合同金额 40.5 亿元借款（即借款合同 1），后因于光大银行表内贷款规模受限，实际提款 0.5 亿元，其余借款额度由光大信托通过借款合同 2 放款。因此，借款合同 1 与借款合同 2，借款用途相同、担保约定相同等条件相同；借款合同 1 的所剩 40 亿额度，平榆公司未再提款。平榆公司资金充裕，上述借款合同项下尚未提款的部分未来将不再提款。

3、上述借款合同项下的借款用途是否受限

根据借款合同以及对光大银行相关业务人员的访谈，上述借款用途限定为偿还平榆高速工程建设相关欠款。截至 2020 年 6 月 30 日，平榆高速工程建设相关欠款已支付完毕。

4、平榆公司目前向金融机构的存量借款是否存在停贷抽贷风险

（1）平榆公司未发生合同约定中可能提前还款的情形

借款合同中约定，在平榆公司未能按期偿付本息、未按照合同用途使用贷款、申请贷款的资料/陈述失真、经营情况恶化、未履行相关报备义务、质押财产贬值、发生其他可能影响到平榆公司财务状况和贷款安全的情形，以及出现其他违约行为且未能作出令金融机构满意的补救时，金融机构可能要求平榆公司立即偿还部分或全部本金、利息及其他应付款项。

截至本反馈意见回复之日，不存在相关金融机构要求平榆公司提前还款的情形。平榆公司正常履行借款合同，按期偿付本息，未发生合同约定中可能提前还款的情形。

（2）抵质押物不存在减值迹象

根据平榆公司报告期净利润等历史业绩指标以及本次评估预测情况，借款合同约定的抵质押物（平榆高速收费权及项下全部收益权）不存在减值迹象。根据中天运会计师出具的《审计报告》，截至 2020 年 9 月 30 日，质押财产即无形资产-特许经营收费权未计提减值准备。

(3) 平榆公司未来经营性现金流充裕，可以满足还本付息的要求

结合本反馈意见回复之“问题 2”的测算，未来平榆公司每年经营净现金流量能够覆盖目前金融机构借款所需的还本付息金额。

综上所述，平榆公司现有借款合同正常履行，预测未来经营性现金流充裕，金融机构的存量借款发生停贷、抽贷的可能性较小。

5、平榆公司还本付息安排、预测期还本付息的计算依据和过程，与财务费用预测的匹配性

借款合同明确约定了还本付息的时间和金额，平榆公司按照借款合同的约定按期还本付息。

在预计平榆公司未来无大额融资需要以及现有存量借款发生停贷、抽贷可能性较小的情况下，在本次评估中未来财务费用依据借款合同约定的利率以及现有存量借款本金偿付安排进行预测，预测过程如下：

单位：万元

项目	2020 年全年	2020 年 7-12 月	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
(A)期初累计借款本金	427,900.00	425,000.00	420,900.00	412,900.00	401,900.00	390,900.00	379,900.00
(B)本年度偿还的借款本金	7,000.00	4,100.00	8,000.00	11,000.00	11,000.00	11,000.00	11,000.00
(C=A-B)期末累计借款本金余额	420,900.00	420,900.00	412,900.00	401,900.00	390,900.00	379,900.00	368,900.00
(D)金融机构综合利率(%)	4.52%	4.52%	4.52%	4.52%	4.52%	4.52%	4.52%
(E=D*(A+C)/2)借款利息	19,186.50	8,331.64	18,846.50	18,416.50	17,919.00	17,421.50	16,924.00
(F=B+E)还本付息总额		12,431.64	26,846.50	29,416.50	28,919.00	28,421.50	27,924.00
项目	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年	2032 年
(A)期初累计借款本金	368,900.00	357,000.00	343,400.00	328,400.00	312,900.00	296,900.00	279,100.00
(B)本年度偿还的借款本金	11,900.00	13,600.00	15,000.00	15,500.00	16,000.00	17,800.00	11,000.00
(C=A-B)期末累计借款本金余额	357,000.00	343,400.00	328,400.00	312,900.00	296,900.00	279,100.00	268,100.00

(D)金融机构综合利率(%)	4.52%	4.52%	4.52%	4.52%	4.52%	4.52%	4.52%
(E=D*(A+C)/2)借款利息	16,405.75	15,828.25	15,180.25	14,489.00	13,775.25	13,009.75	12,356.75
(F=B+E)还本付息总额	28,305.75	29,428.25	30,180.25	29,989.00	29,775.25	30,809.75	23,356.75
项目	2033 年	2034 年	2035 年	2036 年	2037 年	2038 年	2039 年
(A)期初累计借款本金	268,100.00	243,600.00	217,700.00	190,800.00	158,900.00	127,000.00	95,100.00
(B)本年度偿还的借款本金	24,500.00	25,900.00	26,900.00	31,900.00	31,900.00	31,900.00	32,100.00
(C=A-B)期末累计借款本金余额	243,600.00	217,700.00	190,800.00	158,900.00	127,000.00	95,100.00	63,000.00
(D)金融机构综合利率(%)	4.52%	4.52%	4.51%	4.51%	4.51%	4.51%	4.51%
(E=D*(A+C)/2)借款利息	11,553.00	10,414.00	9,221.00	7,893.00	6,452.50	5,012.00	3,567.00
(F=B+E)还本付息总额	36,053.00	36,314.00	36,121.00	39,793.00	38,352.50	36,912.00	35,667.00
项目	2040 年	2041 年	2042 年				
(A)期初累计借款本金	63,000.00	30,900.00	-				
(B)本年度偿还的借款本金	32,100.00	30,900.00	-				
(C=A-B)期末累计借款本金余额	30,900.00	-	-				
(D)金融机构综合利率(%)	4.51%	4.51%					
(E=D*(A+C)/2)借款利息	2,117.50	696.38	-				
(F=B+E)还本付息总额	34,217.50	31,596.38	-				

本次财务费用预测与现有存量借款合同约定的本息偿付方式及利率具有匹配性。

第 2 问：标的资产中未担保资产的金额及占比，高速收费权及项下全部收益权质押对标的资产主营业务收入的影响，是否符合行业惯例，持续经营是否存在重大不确定性。

1、平榆公司未担保资产占总资产的比例

截至 2020 年 9 月 30 日，平榆公司以其无形资产中的收费经营权进行质押担保，其账面价值为 539,538.42 万元，占总资产的比例为 86.07%；未担保资产占平榆公司总资产的比例为 13.93%。

2、高速收费权及项下全部收益权质押对标的资产主营业务收入的的影响

(1) 高速收费权及项下全部收益权质押不会对平榆公司主营业务收入产生实质性影响

根据相关质押合同条款关键内容（如下表所示），对质押物形成限制的核心条款为未经质权人同意，平榆公司不得处分质押物。质权人实现质权的核心前提为平榆公司未按期足额履行主要借款合同项下债务。平榆公司自借款合同生效以来，正常履行还本付息义务，未出现借款合同、质押合同中涉及的违约情形，因此高速收费权及项下全部收益权质押对平榆公司主营业务收入不存在实质性影响。

质押物	质权人	对应借款合同编号	质押物的限制性内容	实现质权的主要条款
高速收费权及项下全部收益权	光大银行	《固定资产暨项目融资借款合同》 （编号：晋晋城固2016001）	合同有效期内，只要被担保债务尚未全部清偿完毕，除非得到质权人的书面同意，出质人不得进行下列行为： （1）转让或以其他方式处分质物或出质权利或其任何部分；（2）对质物或出质权利（除本合同下所设的质押之外）再行设置或同意设置任何其他质押或担保权益；（3）对质物或出质权利作出任何违反现行法律和法规的任何行为，或进行任何有可能影响或降低质权人在本合同项下的质押权益的任何行为	债务人在主合同到期后，未依约归还主合同项下债务本金、利息及其他费用，质权人有权以其认为合适的方式依法实现质权，包括但不限于直接变卖、拍卖、折价清偿
		《固定资产暨项目融资借款合同》 （编号：晋晋城固2019001）		
	光大信托	信托借款合同》 （编号：D2016148pygs0002-贷001）	质权存续期间，未经质权人书面同意，出质人不得以任何方式处分全部或部分质押财产。	债务人未按照主合同约定按期足额履行到期债务，质权人自行或委托有资格的拍卖公司或其他任何代理机构，以当时市场所能获取的价格，拍卖、转让或以其他方式处置质押财产的全部或任何部分

(2) 平榆公司有能力应对还本付息要求

1) 平榆公司资金较为充裕，自有现金流足以覆盖还本付息金额

未来平榆公司每年所产生的现金净流量完全能够覆盖所需还本付息金额。因此，平榆高速收费权及项下全部收益权被质押的情形不会对平榆公司的实际经营产生不利影响。未来营业净现金流量与借款还本付息总额对比情况如下：

单位：万元

项目	2020 年 7-12 月	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
营业净现金流量	29,872.83	55,180.33	51,208.45	52,719.63	54,071.97	48,766.57
还本付息总额	12,431.64	26,846.50	29,416.50	28,919.00	28,421.50	27,924.00
项目	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年
营业净现金流量	46,589.82	47,598.07	46,350.06	49,936.11	49,864.86	52,183.15
还本付息总额	28,305.75	29,428.25	30,180.25	29,989.00	29,775.25	30,809.75
项目	2032 年	2033 年	2034 年	2035 年	2036 年	2037 年
营业净现金流量	53,474.12	54,615.58	55,765.71	55,561.89	57,827.35	56,548.54
还本付息总额	23,356.75	36,053.00	36,314.00	36,121.00	39,793.00	38,352.50
项目	2038 年	2039 年	2040 年	2041 年	2042/12/24	
营业净现金流量	60,152.18	61,228.93	60,966.93	63,149.34	68,175.31	
还本付息总额	36,912.00	35,667.00	34,217.50	31,596.38	-	

2020 年 12 月，山西高速集团及下属子公司占用平榆公司的资金已经全部偿还，截至 2020 年末，平榆公司货币资金余额为 80,905.61 万元（未经审计），平榆公司资金较为充裕。

2) 山西交融集团对平榆公司承担连带担保责任

根据相关借款及担保合同，山西交融集团对平榆公司向金融机构借款承担连带担保责任。

3、同行业高速公路企业广泛存在将高速公路收费权质押融资的情况

经查询公开资料，四川成渝、深高速、中原高速、楚天高速、北新路桥、招商公路及吉林高速均存在将高速公路收费权用于质押融资的情况，具体情况如下：

上市公司简称	高速公路收费权质押融资情况
四川成渝	截至 2020 年 6 月 30 日，以账面价值 223.04 亿元的高速公路收费权进行质押融资

深高速	截至 2020 年 6 月 30 日，以账面价值 189.17 亿元的高速公路收费权进行质押融资
中原高速	截至 2020 年 6 月 30 日，其质押的高速公路收费权资产净值为 182.01 亿元
楚天高速	截至 2020 年 6 月 30 日，以账面价值 87.19 亿元的高速公路收费权进行质押融资
北新路桥	子公司在建的渝长高速扩能项目建成后，应将其届时享有的项目收费权及其项下全部收益提供质押担保
招商公路	子公司以沪渝高速公路特许经营权中的公路收费权作为质押取得了银行长期借款；子公司以湖北鄂东长江公路大桥特许经营权中的公路收费权作为质押取得了银行长期借款；子公司以亳阜高速公路特许经营权中的公路收费权作为质押取得了银行长期借款；子公司以渝黔高速公路特许经营权中的公路收费权作为质押取得了银行长期借款
吉林高速	吉林高速将其所拥有的长平高速公路车辆通行费收费权作为质押取得项目贷款

如上表所示，高速公路企业广泛存在将高速公路收费权用于质押融资的情况，符合行业惯例。

综上所述，高速收费权及项下全部收益权质押不会对平榆公司主营业务收入造成重大不利影响，符合行业惯例，平榆公司持续经营不存在重大不确定性。

第 4 问：测算无法覆盖还本付息债务的营业净现金流量对应的预计车流量水平，评估未考虑下全部收益权被处置是否谨慎。

在本次收益法预测的基础上，假设未来每年营业净现金流量与还本付息总额相等，在不考虑其他因素影响时，计算未来每年营业收入的金额（临界收入）及对应未来折标车流量。通行费收入（含税）及折标车流量临界值测算结果如下：

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
通行费收入（含税）（万元）	37,789.66	36,283.47	35,690.51	35,192.80	36,746.62	35,384.23
折 标 车 流 量 (pcu/d)	15,086.96	14,572.83	14,420.29	14,302.80	15,084.53	14,654.95
项目	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年	2032 年
通行费收入（含税）（万元）	36,576.22	40,251.96	37,367.16	39,222.50	38,588.40	30,250.20

折 标 车 流 量 (pcu/d)	15,166.07	16,708.44	15,527.10	16,314.19	16,067.65	12,608.67
项 目	2033 年	2034 年	2035 年	2036 年	2037 年	2038 年
通行费收入 (含 税) (万元)	44,467.58	44,712.51	46,613.55	48,911.29	50,013.70	45,716.02
折 标 车 流 量 (pcu/d)	18,552.88	18,672.64	19,484.15	20,464.77	20,945.90	19,163.53
项 目	2039 年	2040 年	2041 年	2042 年		
通行费收入 (含 税) (万元)	45,055.05	46,960.99	41,916.06	5,516.60		
折 标 车 流 量 (pcu/d)	18,903.12	19,719.53	17,616.29	2,366.01		

上述通行费收入 (含税)、折标车流量临界值及临界收入 (含税) 与本次收益法预测结果对比如下:

年份	收益法预测结果		临界值测算结果		占比	
	预测日均折 标车流量 (pcu/d)	预测收入 (含 税) (万元)	临界日均折 标车流量 (pcu/d)	临界收入 (含税) (万元)	临界折标车流量 /预测折标车流 量	临界收入 (含税) /预 测收入 (含 税)
2021	27,633	69,214	15,086.96	37,789.66	54.60%	54.60%
2022	28,510	70,985	14,572.83	36,283.47	51.11%	51.11%
2023	29,388	72,735	14,420.29	35,690.51	49.07%	49.07%
2024	30,286	74,520	14,302.80	35,192.80	47.23%	47.23%
2025	28,198	68,692	15,084.53	36,746.62	53.50%	53.49%
2026	26,690	64,443	14,654.95	35,384.23	54.91%	54.91%
2027	27,409	66,104	15,166.07	36,576.22	55.33%	55.33%
2028	28,129	67,765	16,708.44	40,251.96	59.40%	59.40%
2029	28,849	69,426	15,527.10	37,367.16	53.82%	53.82%
2030	29,568	71,087	16,314.19	39,222.50	55.18%	55.18%
2031	30,249	72,646	16,067.65	38,588.40	53.12%	53.12%
2032	30,929	74,204	12,608.67	30,250.20	40.77%	40.77%
2033	31,610	75,763	18,552.88	44,467.58	58.69%	58.69%
2034	32,291	77,322	18,672.64	44,712.51	57.83%	57.83%
2035	32,971	78,880	19,484.15	46,613.55	59.09%	59.09%
2036	33,629	80,374	20,464.77	48,911.29	60.85%	60.85%
2037	34,286	81,867	20,945.90	50,013.70	61.09%	61.09%
2038	34,944	83,360	19,163.53	45,716.02	54.84%	54.84%
2039	35,601	84,854	18,903.12	45,055.05	53.10%	53.10%

2040	36,258	86,347	19,719.53	46,960.99	54.39%	54.39%
2041	36,880	87,751	17,616.29	41,916.06	47.77%	47.77%
2042	37,501	87,437	2,366.01	5,516.60	6.31%	6.31%
合计	691,809	1,665,776	356,403.30	859,227.08	51.52%	51.58%

根据上述测算，在未来平榆公司营业收入、折标车流量为预测期营业收入、折标车流量 50%左右的极端情况下，平榆公司才会出现当年营业净现金流量无法覆盖当年还本付息总额的情况。本次评估未考虑全部收益权被处置的可能性是合理的。

中介机构核查意见

经核查，评估师认为：平榆公司借款合同正常履行，预测未来经营性现金流充裕，预计平榆公司未来无大额融资需要，现有存量借款被金融机构停贷、抽贷的风险较小；本次财务费用预测与现有存量借款合同约定的本息偿付方式及利率具有匹配性。

高速收费权及项下全部收益权质押不会对平榆公司主营业务收入造成重大不利影响，符合行业惯例，平榆公司持续经营不存在重大不确定性。

在未来平榆公司营业收入、折标车流量为预测期营业收入、折标车流量 50%左右的极端情况下，平榆公司才会出现当年营业净现金流量无法覆盖当年还本付息总额的情况。本次评估未考虑全部收益权被处置的可能性是合理的。

第 7 题：

申请文件显示，1) 2019 年较 2018 年车流量下降的部分原因具有持续性。2) 宏观及区域经济增长放缓，以及其他高速公路、铁路及城际轨道，可能导致车流量下降。3) 昔榆高速、黎霍高速建成通车后，可能对平榆高速公路带来一定分流影响和竞争风险。请你公司：1) 结合山西省同类型高速公路近年来车流量变化情况，补充披露最近三年该地区客运量、GDP 对区域内高速公路整体车流量的影响，高速公路规模是否趋于饱和，及对标的资产持续盈利能力的影响。2) 对

比分析报告期标的资产与上市公司运营榆和高速、交易对方旗下其他经营性高速公路的车流量、收费标准、年收入、维护成本、资产构成等情况，补充披露平榆高速的盈利水平。请独立财务顾问、评估师和律师核查并发表明确意见。

回复：

第1问：结合山西省同类型高速公路近年来车流量变化情况，补充披露最近三年该地区客运量、GDP对区域内高速公路整体车流量的影响，高速公路规模是否趋于饱和，及对标的资产持续盈利能力的影响。

1、山西省同类型高速公路近年来车流量变化情况

经查询交通运输部网站显示，交通运输部自2019年开始公开披露《高速公路车流量和货物运输量》的数据，目前尚未披露2020年数据，因此仅能查到2019年山西省高速公路车流量情况及较2018年的变化情况。2019年山西省高速公路客车流量17,284万辆，较2018年同期增长5.4%；货车流量11,529万辆，较2018年同期增长1.9%。根据上述数据可知，2019年全年客车流量、货车流量与2018年相比均有增长。

2、最近三年山西省客运量、GDP对区域内高速公路整体车流量的影响

(1) 最近三年山西省公路客运量、货运量

根据山西省统计年鉴，2017-2019年，山西省公路客运量有所下滑，但货运量持续增长，具体如下：

年份	公路客运量		公路货运量	
	数量（万人）	变动比例	数量（万吨）	变动比例
2017年	17,333	-	114,880	-
2018年	15,717	-9.32%	126,213	9.87%
2019年	14,009	-10.87%	127,961	1.38%

根据上述统计，近三年公路客运量呈持续下滑趋势，年下滑10%左右，对高速公路车流量有一定负面影响。但是，公路客运量仅指公路运输企业实际运输的旅客人数，不能反映私家车为主的小型客车流量，而小客车才是高速公路最主要

的客车类型。在小客车保有量不断增长的情况下，报告期内，山西省高速公路客车流量仍然实现了持续增长。

(2) 最近三年山西省 GDP 情况

	2017年	2018年	2019年
GDP（亿元）	14484.3	15958.1	17026.7

数据来源：山西省统计年鉴

最近三年山西省 GDP 持续增长，对区域内高速公路车流量的增长产生积极影响。

3、高速公路规模是否趋于饱和

(1) 山西省民用机动车保有量

根据山西省统计年鉴，2017-2019 年，山西省民用机动车保有量持续增长，数据如下：

年份	山西省民用机动车保有量		每百公里公路平均汽车数	
	数量（万辆）	同比增长（%）	数量（万辆）	同比增长（%）
2017年	589.6070	12.50	4127.3	11.88
2018年	649.5704	10.17	4532.1	9.81
2019年	707.6377	8.94	4904.5	8.22

随着地方经济的增长和居民收入水平的提高，山西省民用机动车保有量持续增长。截至 2019 年末，山西省民用机动车保有量已达 707.6377 万辆，同比增长 8.94%，其中私人汽车保有量为 639.6485 万辆，同比增长 8.91%，地区机动车保有量的增长有利于交通出行量的增长。最近三年每百公里公路平均汽车数持续增长，车辆对公路的通行需求持续增加。

(2) 平榆高速预测期通行量未达到饱和

平榆高速设计通行能力为 80,000pcu/d，对比特征年预测车流量如下表所示：

项目	2021 年	2024 年	2025 年	2030 年	2035 年	2040 年	2042 年
预测车流量 (pcu/d)	27,633	30,286	28,198	29,568	32,971	36,258	37,501

设计饱和流量(pcu/d)	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000
饱和度	0.35	0.38	0.35	0.37	0.41	0.45	0.47

根据上表，平榆高速预测期所有特征年服务水平均处于二级服务水平，车辆通行平榆高速基本不会出现拥挤感，预测期通行量远未达到饱和。

(3) 山西省高速公路路网建设规划前景

根据 2013 年山西省政府审议通过的《山西省高速公路网规划调整方案》，到 2020 年，山西省高速公路总里程达到 7258 公里。截至 2019 年底，山西省高速公路里程为 5711 公里，高速公路密度为 3.56 公里/百平方公里，60%的省级行政区域高速公路网密度落在 2-5 公里/百平方公里之间，山西省高速公路网密度全国排名 15 名平，排名居中。山西省高速公路网布局规划中的昔榆高速预计 2025 年建成通车，黎霍高速预计 2026 年建成通车，昔榆高速、黎霍高速、平榆高速覆盖了区域内县级以上区域，两两之间为太岳山腹地，新建高速公路所需成本较高。山西省“三纵十二横十二环”高速公路路网基本形成后，平榆高速所在区域内东西方向新建与平榆高速功能相同的高速公路可能性较低。且目前平榆高速服务水平远未达到上限，周边再增设功能相同高速公路可能性较小。

4、对标的资产持续盈利能力的影响

根据山西省政府工作报告，2017 至 2019 年，山西省经济增速连续 12 个季度保持在 6%以上，2020 年全省地区生产总值 1.765 万亿元，年均增长 5.5%。2021 年全省地区生产总值预计增长 8%。

综合来看，最近三年全国及山西省 GDP 增长稳定，山西省民用机动车保有量持续增长，有利于高速公路通行需求上升，有利于平榆公司持续盈利能力。

第2问：对比分析报告期标的资产与上市公司运营榆和高速、交易对方旗下其他经营性高速公路的车流量、收费标准、年收入、维护成本、资产构成等情况，补充披露平榆高速的盈利水平。

1、车流量的对比

除平榆高速外，交易对方旗下的经营性高速公路主要有吕梁环城高速公路（以下简称“吕环高速”），上市公司运营的经营性高速公路主要为榆和高速，报告期的断面车流量对比如下：

单位：辆次

	2020年1-9月	2019年	2018年	合计
吕环高速	1,869,474	2,772,298	3,040,144	7,681,916
榆和高速	3,179,323	3,785,204	4,209,533	11,174,059
平榆高速	2,705,059	4,269,990	5,273,574	12,248,623

注：断面车流量数据均为该段高速各统计点统计断面流量的算数平均值。

吕环高速收费里程 38.188 公里，起点位于方山县大武镇阎家山村西南，在大武枢纽与临离高速相接，终点位于离石区，与汾离高速相接。吕环高速于山西省吕梁市离石区周边建设，是山西省高速公路规划中“十二环”中的一环。

由上表可知，榆和高速与平榆高速车流量较为接近。平榆高速、榆和高速的车流量显著大于吕环高速。吕环高速为环绕吕梁市建设，与平榆高速、榆和高速地理位置相距较远，服务区域不同，因此车流量存在差异。

2、收费标准的对比

根据山西省交通运输厅、山西省发展和改革委员会、山西省财政厅关于贯彻落实山西省人民政府《关于同意调整我省高速公路车辆通行费收费标准的批复》的通知（晋交财发[2019]490号），山西省从2020年1月1日起，执行新的高速公路收费标准。吕环高速、榆和高速、平榆高速执行统一收费标准。

3、年收入及维护成本的对比

吕环高速、榆和高速和平榆高速年收入及单公里年收入情况如下表所示：

单位：万元

年收入	2020 年 1-9 月	2019 年	2018 年
吕环高速	9,477.93	20,686.42	24,321.15
榆和高速	38,140.11	88,439.40	86,716.00
平榆高速	24,729.64	73,742.17	95,877.33
单公里年收入	2020 年 1-9 月	2019 年	2018 年
吕环高速	248.19	541.70	636.88
榆和高速	481.64	1,116.83	1,095.06
平榆高速	297.71	887.75	1,154.23

注 1、平榆高速报告期年收入及榆和高速 2018 年、2019 年年收入经审计，其他数据未经审计；

注 2、吕环高速收费里程 38.188 公里；榆和高速收费里程 79.188 公里；平榆高速收费里程 83.066 公里。

总体来看，榆和高速、平榆高速年收入及单公里年收入较高，吕环高速年收入及单公里年收入较低。榆和高速、平榆高速收费里程接近，且为相连接的路段，榆和高速、平榆高速年收入及单公里年收入较为接近，吕环高速因收费里程较短，车流量较少，因此年收入及单公里年收入较低。

高速公路公司营业成本主要构成包括特许经营权摊销及维护成本。吕环高速、榆和高速和平榆高速维护成本及单公里维护成本如下表所示：

单位：万元

维护成本	2020 年 1-9 月	2019 年	2018 年
吕环高速	2,269.79	6,440.73	3,749.76
榆和高速	4,134.12	9,352.05	8,601.58
平榆高速	3,707.72	8,095.76	6,888.39
单公里维护成本	2020 年 1-9 月	2019 年	2018 年
吕环高速	59.44	168.66	98.19
榆和高速	52.21	118.10	108.62
平榆高速	44.64	97.46	82.93

注 1：维护成本=营业成本-特许经营权摊销

吕环高速维护成本最低，主要原因为收费里程最短。平榆高速单公里维护成本最低，优于吕环高速和榆和高速。

4、资产构成的对比

截至 2020 年 9 月 30 日，各高速公路无形资产占总资产比例均较高，其中，平榆高速无形资产占比略低于吕环高速、榆和高速水平，具体如下表所示：

2020 年 9 月 30 日	无形资产占比
吕环高速	96.52%
榆和高速	91.82%
平榆高速	86.17%

综上所述，平榆高速与榆和高速在流量、收入、成本等方面较为接近，经营情况优于吕环高速。差异的原因主要是服务区域不同，收费公里长度不同，道路状况不同。

中介机构核查意见

经核查，评估师认为：最近三年全国及山西省 GDP 增长稳定，山西省民用机动车保有量持续增长，有利于高速公路通行需求上升，有利于平榆公司持续盈利能力；平榆高速与榆和高速在车流量、收入、成本方面较为接近，并均优于吕环高速。

第 13 题：

申请文件显示，1) 标的资产存在 1 宗土地、47 处房产未办理不动产证书，分别占全部土地、房产的 0.32%、100%。2) 根据 2020 年 9 月山西省交通厅出具的函件，平榆高速及其附属设施已通过竣工验收。无证土地的账面价值为零。41 项无证房产的账面价值包含在无形资产-特许经营权中，6 项在固定资产-房屋及建筑物中列示。本次交易资产评估均未对无证土地、房产进行单独评估。3) 山

西高速集团承诺无论上述无证土地、房产是否办理了权属证书，标的资产均有权在平榆高速收费期限内使用。请你公司补充披露：1) 山西省交通厅出具函件确认竣工验收的范围是否明确包括上述无证土地及房产，竣工验收程序能否作为标的资产有权使用上述无证土地及房产的依据。2) 山西高速集团承诺在未办理权属证书的情况下标的资产仍有权使用相应不动产的法律依据。3) 部分房产的账面价值，以及包含在无形资产-特许经营权中的原因及合理性。4) 上述无证土地、房产是否存在影响标的资产正常经营或导致其受到行政处罚的风险，如有，请补充披露拟采取的有效应对措施。请独立财务顾问、律师及评估师核查并发表明确意见。

回复：

第 1 问：山西省交通厅出具函件确认竣工验收的范围是否明确包括上述无证土地及房产，竣工验收程序能否作为标的资产有权使用上述无证土地及房产的依据。

1、平榆公司占有、使用的尚未办理不动产权证书的国有建设用地使用权和房屋建筑物

(1) 平榆公司占有、使用的尚未办理不动产权证书的国有建设用地使用权

平榆公司占有并使用的 1 宗土地出让手续正在办理过程中，该宗地坐落于晋中市榆社县河峪乡鱼头村，面积约 18.59 亩，约合 12,393.33 平方米。该等土地使用权的面积占平榆公司占用、使用的全部土地的 0.32%。

(2) 平榆公司占有、使用的尚未办理不动产权证书的房屋建筑物

平榆公司占有并使用房屋建筑物，其用途均为确保平榆高速的正常通行的相关公路设施，目前尚未办理产权证书，具体情况如下：

序号	建筑物名称		坐落位置	建筑物用途	建筑面积(m ²)
1	平榆公司	监控中心	榆社县和峪乡	路段监控与办公	3058.00
2		宿舍楼	榆社县和峪乡	员工住宿	960.00
3		餐厅、会议室	榆社县和峪乡	员工就餐	832.00

4	总部	车库、库房	榆社县和峪乡	货物与车辆存放	839.70
5	云竹湖服务区	南区综合楼	榆社县云竹乡	超市、厕所、餐厅、住宿、办公	2017.00
6		北区综合楼	榆社县云竹乡	超市、厕所、餐厅、住宿、办公	2140.00
7		附楼	榆社县云竹乡	配发电、锅炉、水泵、厨房	444.00
8		南区加油站	榆社县云竹乡	加油	817.00
9		北区加油站	榆社县云竹乡	加油	817.00
10		南区汽修车间	榆社县云竹乡	汽车修理	152.00
11		北区汽修车间	榆社县云竹乡	汽车修理	152.00
12	分水岭收费站	主楼	武乡分水岭乡	收费站办公与员工住宿	2606.32
13		附楼	武乡分水岭乡	配发电、锅炉、水泵房	268.00
14		餐厅	武乡分水岭乡	员工就餐	312.00
15		养护楼	武乡分水岭乡	养护员工办公住宿	878.00
16		收费棚	武乡分水岭乡	收费岗亭遮挡棚	800.00
17		材料与机械库	武乡分水岭乡	养护材料与机械库房	1054.00
18		治超岗亭	武乡分水岭乡	治超办公室	29.25
19	平遥南区	南区综合楼	平遥县卜宜乡	超市、厕所、餐厅、住宿、办公	2164.00
20		北区综合楼	平遥县卜宜乡	超市、厕所、餐厅、住宿、办公	2164.00
21		附楼	平遥县卜宜乡	配发电、锅炉、水泵、厨房	444.00
22		南区加油站	平遥县卜宜乡	加油	817.00
23		北区加油站	平遥县卜宜乡	加油	817.00
24		南区汽修车间	平遥县卜宜乡	汽车修理	152.00
25		北区汽修车间	平遥县卜宜乡	汽车修理	152.00
26	云竹	主楼	榆社县和峪乡	收费站办公与员工住宿	1107.00

27	湖 收 费 站	附楼	榆社县和峪乡	收费站配发电、锅炉、水泵、厨房	339.00
28		收费棚	榆社县和峪乡	收费岗亭遮挡棚	768.00
29		治超岗亭	榆社县和峪乡	治超办公室	29.25
30	平 遥 南 收 费 站	主楼	平遥县段村乡	收费站办公与员工住宿	1086.00
31		附楼	平遥县段村乡	收费站配发电、锅炉、水泵、厨房	339.00
32		收费棚	平遥县段村乡	收费岗亭遮挡棚	1035.20
33		治超岗亭	平遥县段村乡	治超办公室	29.25
34	救 援 站	主楼	平遥宝塔山东口	救援人员办公住宿	406.00
35		附楼	平遥宝塔山东口	配发电、水泵房	216.50
36	地 上 风 机 房	风机房	宝塔山隧道 3 号风口	地上风机用房	395.40
37		配电室	宝塔山隧道 4 号风口	配套供电、配电房	263.00
38		值班室	宝塔山隧道 5 号风口	值班人员食宿	107.20
39	隧 道 变 配 电 站	北凹山 1#变电站	榆社隧道西口	10KV 变配电	176.80
40		北凹山 2#变电站	榆社隧道东口	10KV 变配电	176.80
41		紫金山开闭所	紫金山隧西口	双回路切换	169.06
42		宝塔山 1#变电站	平遥境内水磨头村	35KV 变配电	687.42
43		宝塔山 2#变电站	平遥境内石圪圪村	35KV 变配电	687.42
44	消 防 泵 房	榆社泵房	榆社隧道西口	隧道消防加压	77.00
45		紫金山泵房	紫金山隧西口	隧道消防加压	77.00
46		宝塔山泵房	宝塔山隧道东口	隧道消防加压	77.00
47	隧 道 附 房	宝塔山隧道应急楼	宝塔山隧道西口	隧道应急、救援用房	599.50
合计					33,735.07

其中除第 4、17、18、29、33 及 47 项外，其余房屋建筑物账面价值均包含在无形资产-特许经营权中。第 4、17、18、29、33 及 47 项房屋建筑物为平榆公司于经营性高速公路运营期内自建建筑物，截至 2020 年 9 月 30 日其账面价值已在固定资产-房屋及建筑物中列示，具体情况如下：

序号	建筑物名称	建筑物用途	建筑面积(m ²)	账面价值(万元)
4	车库、库房	货物与车辆存放	839.70	209.25
17	材料与机械库	养护材料与机械库房	1054.00	234.27
18	治超岗亭	治超办公室	29.25	37.80
29			29.25	
33			29.25	
47	宝塔山隧道应急楼	隧道应急、救援用房	599.50	256.13
	合计		2,580.95	737.45

2、山西省交通厅对平榆高速建设项目的竣工验收及其范围

(1) 高速公路建设项目竣工验收的依据

根据交通部《公路工程竣（交）工验收办法》，公路工程竣工验收是指综合评价工程建设成果，对工程质量、参建单位和建设项目进行综合评价。

(2) 平榆高速建设项目的竣工验收及其范围

2020 年 9 月 14 日，山西省交通厅作出《山西省交通运输厅关于同意汾阳至邢台高速公路平遥至榆社段建设项目通过竣工验收的函》（晋交建管函[2020]392 号），同意平榆高速建设项目通过竣工验收。

2020 年 10 月 13 日，山西省交通厅出具《证明》，再次确认平榆高速建设项目已经顺利通过竣工验收。

根据上述竣工验收文件及对山西省交通厅相关业务人员的访谈，山西省交通厅关于平榆高速建设项目的竣工验收包含了平榆高速的已办证和未办证的全部土地使用权、房屋建筑物。

(3) 竣工验收程序能否作为标的资产有权使用上述无证土地及房产的依据

如前所述，山西省交通厅的竣工验收范围包括平榆高速的全部未办证土地及房产，该等土地、房产均为平榆高速公路项目设施的组成部分。

根据《BOT 协议》，在特许经营期限内，平榆公司作为特许经营权人，有权运营、管理平榆高速及其所有相关设施（包括无证土地及房产），并有义务保证该等设施一直处于良好的技术和安全状态。

第 2 问：山西高速集团承诺在未办理权属证书的情况下标的资产仍有权使用相应不动产的法律依据。

1、尚未办理不动产权证的国有建设用地使用权

平榆公司占有并使用 1 宗尚未办理产权证书的土地，其面积占平榆公司占用、使用的全部土地面积的 0.32%。

根据《土地管理法》，县级以上人民政府自然资源主管部门有权责令未经批准占用土地的单位停止违反土地管理法律、法规的行为。2021 年 1 月 26 日，该宗土地所在的榆社县自然资源局出具了专项证明，确认该块土地挂牌出让之前的手续已办理完成，由于疫情原因尚无法开展竞拍，待条件允许后即开展土地竞拍工作；平榆公司可以按照目前的用途占有、使用该等地块，不属于重大违法行为，不会强制拆除该地块上的房屋建筑物。

平榆公司在履行国有建设用地使用权出让手续后，可以获得上述土地的使用权。鉴于，该等土地使用权的面积占平榆公司占用、使用的土地使用权的比例较小，且榆社县自然资源局已经出具了平榆公司按照目前的用途占有、使用该等地块，不属于重大违法行为，不会强制拆除该地块上的房屋建筑物的确认，上述地块尚未办理不动产权证不会对平榆公司的正常经营产生重大不利影响，不构成本次交易的实质性法律障碍。

2、尚未办理不动产权证书的房屋建筑物

(1) 平榆公司并不享有尚未办理不动产权证书的房屋建筑物的所有权，其所有权归国家所有

根据《BOT 协议》，在特许经营期满后，平榆公司需将平榆高速及其附属设施（含土地使用权）无偿移交山西省交通厅或其指定机构；在特许经营期内，平榆公司仅有占有/使用该等房屋建筑物、享有平榆高速收费权等收费公路权益的权利，并无对房屋建筑物的所有权。

根据《收费公路权益转让办法》（交通运输部、国家发展和改革委员会、财政部令〔2008〕第 11 号），收费公路权益转让，是指收费公路建成通车后，转让方将其合法取得的收费公路权益有偿转让的交易活动；转让双方依法转让公路收费权益，但是转让收费公路权益的公路、公路附属设施的所有权仍归国家所有。也即，即使未来平榆公司转让平榆公路收费权益，享有平榆高速相关的房屋建筑物所有权的主体也不会发生变更，仍为国家享有所有权。

(2) 平榆公司有权在特许经营期限内使用尚未办理不动产权证书的房屋建筑物

平榆公司实际投资建设了平榆高速尚未办理不动产权证书的房屋建筑物。根据《BOT 协议》，平榆公司有权经营平榆高速，在特许经营期限内，平榆公司有权使用平榆高速及其相关设施。

根据国务院《不动产登记暂行条例》，不动产登记由不动产所在地的县级人民政府不动产登记机构办理。截至本反馈意见回复之日，平榆公司已取得全部未取得不动产权证书的房屋建筑物所在地的县级人民政府出具的确认函，确认平榆公路相关附属设施权属清晰，平榆公司可以在高速公路特许经营期限内继续合法使用。

尚未办理不动产权证书的房屋建筑物系由平榆公司投资兴建，且已经获得了不动产所在地县级人民政府的确认；在特许经营期限内平榆公司有权使用上述房屋建筑物，使用上述房屋建筑物不会对平榆公司的正常经营产生重大不利影响，上述房屋建筑物未办理不动产权证不构成本次交易的实质性法律障碍。

第 3 问：部分房产的账面价值，以及包含在无形资产-特许经营权中的原因及合理性。

1、在固定资产科目列示的房产账面价值

截止 2020 年 9 月 30 日，在固定资产科目列示房产账面价值如下：

序号	建筑物名称	用途	建筑面积(M²)	截至 2020 年 9 月 30 日 账面价值（万元）
4	车库、库房	货物与车辆存放	839.7	209.25
8	治超岗亭	治超办公室	29.25	37.80
22			29.25	
33			29.25	
21	材料与机械库	养护材料与机械库房	1,054.00	234.27
47	宝塔山隧道应急楼	隧道应急、救援用房	599.50	256.13
合计			2,580.95	

除上述 6 处房产外，其余 41 处房屋建筑物账面价值均包含在无形资产-特许经营权中。

2、41 处房产包含在无形资产-特许经营权中的原因及合理性

根据《BOT 协议》，平榆公司占用的 41 处无证房产均委托山西省交通运输厅项目管理处代为建设，相关建设成本等已经包含在无形资产-特许经营权中，并未单独进行会计核算。上述 6 处单独列示于固定资产的房屋建筑物均由平榆公司自行出资建设。相关会计处理方式符合会计准则的规定，且符合同行业上市公司惯例。

根据《BOT 协议》，在特许经营期满后，平榆公司需将平榆高速及其附属设施（含土地使用权）无偿移交山西省交通厅或其指定机构；在特许经营期内，平榆公司仅有占有/使用该等房屋建筑物、享有平榆高速收费权等收费公路权益的权利，并无对房屋建筑物的所有权。

第4问：上述无证土地、房产是否存在影响标的资产正常经营或导致其受到行政处罚的风险，如有，请补充披露拟采取的有效应对措施。

1、尚未办理不动产权证书的国有建设用地使用权

平榆公司占有并使用 1 宗尚未办理产权证书的土地，其面积占平榆公司占用、使用的土地面积的 0.32%。

根据《土地管理法》，未经批准占用土地的，由县级以上人民政府自然资源主管部门责令退还占用的土地，可没收地上建筑物和其他设施，可以并处罚款。平榆公司占有并使用的该宗土地尚未办理产权证书，存在一定的行政处罚风险。

2021 年 1 月 26 日，该宗地所在的榆社县自然资源局出具了专项证明，确认平榆公司可以按照目前的用途占有、使用该等地块，不属于重大违法行为，不会强制拆除该地块上的房屋建筑物；该块土地挂牌出让之前的手续已办理完成，由于疫情原因尚无法开展竞拍，待条件允许后即开展土地竞拍工作。

鉴于上述未办理不动产权证的土地占平榆公司占用、使用的土地使用权的比例较小，榆社县自然资源局已经出具了平榆公司按照目前的用途占有、使用该等地块，不属于重大违法行为，不会强制拆除该地块上的房屋建筑物的确认，并且正在积极筹备土地使用权出让，上述地块尚未办理不动产权证不会对平榆公司的正常经营产生重大不利影响，不构成本次交易的实质性法律障碍。

2、尚未办理不动产权证书的房屋建筑物

平榆高速尚未办理不动产权证书的房屋建筑物，平榆公司并不享有所有权，所有权属于国家；且山西省交通厅已经就该等房屋建筑物进行了竣工验收，并已取得全部房屋建筑物所在地县级人民政府出具的确认函，确认平榆公路相关附属设施权属清晰，平榆公司可以在高速公路特许经营期限内继续合法使用。

基于上述，平榆公司占有、使用的国有建设用地使用权未办理不动产权证书，行政处罚风险较小，不会对平榆公司的正常经营产生重大不利影响，不构成本次交易的实质性法律障碍。

3、应对措施

就平榆公司尚未办理权属证书的国有土地使用权、房屋建筑物，山西高速集团承诺积极协助办理相关权证，并于 2020 年 12 月 7 日出具了《关于平榆高速土地、房产权属的承诺函》，主要内容如下：

(1) 关于尚未办理权属证书的国有土地使用权

山西高速集团将确保平榆公司在 2021 年 12 月 31 日前就上述土地办理权属证书。

(2) 关于尚未办理权属证书的房屋建筑物

山西高速集团将确保在高速公路及其附属设施办理不动产证书政策明确之日起三年内就平榆高速房屋建筑物办理权属证书。

(3) 损失赔偿

如平榆公司及平榆高速占有和使用的土地、房屋建筑物等高速公路设施，因任何原因导致其遭受包括但不限于赔偿、罚款、额外支出、利益受损、无法继续使用等实际损失的，山西高速集团将在相关损失发生之日起两个月内足额补偿平榆公司。

中介机构核查意见

经核查，评估师认为：平榆公司在履行国有建设用地使用权出让手续后，可以获得上述未办理权属证书土地的使用权。鉴于，该等土地使用权的面积占平榆公司占用、使用的土地使用权的比例较小，且榆社县自然资源局已经出具了平榆公司按照目前的用途占有、使用该等地块，不属于重大违法行为，不会强制拆除该地块上的房屋建筑物的确认，上述地块尚未办理不动产权证不会对平榆公司的正常经营产生重大不利影响，不构成本次交易的实质性法律障碍。

尚未办理不动产权证书的房屋建筑物系由平榆公司投资兴建，且已经获得了不动产所在地县级人民政府的确认；在特许经营期限内平榆公司有权使用上述房屋建筑物，使用上述房屋建筑物不会对平榆公司的正常经营产生重大不利影响，行政处罚风险较小，不构成本次交易的实质性法律障碍。

部分未包含在无形资产-特许经营权中建筑物系平榆公司自建，具有合理性。

第 14 题：

申请文件显示，2020 年 1 月 1 日起，平榆高速收费标准变更，客车收费标准基本维持现行标准不变，货车计费方式由计重收费统一调整为按车(轴)型收费。请你公司补充披露：1) 报告期客车车类、货车车型的分布情况，公路收费收入中按车类、车型分类的金额及占比。2) 预测期客车车类、货车车型的预测依据和合理性。3) 收费标准的变更对标的资产盈利能力的影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

第 1 问：报告期客车车类、货车车型的分布情况，公路收费收入中按车类、车型分类的金额及占比。

1、2020 年门架系统上线前

山西省内高速公路分车型数据主要依赖高速公路出入口收费站的收费数据。平榆高速全程没有设置主线收费站，其管理的收费站均为匝道收费站，但匝道收费站出入车辆占比小，其收入数据无法反映车型分布的整体情况。平榆高速以东，至山西与河北省界，存在主线收费站，即榆和高速省界收费站。该收费站记录的分车型数量可以在一定程度代表平榆高速的分车型分布情况。榆和高速各收费站按车型收取的通行费收入，也能够一定程度上反映平榆高速的分车型收入结构。

2、2020 年门架系统上线后

平榆高速上线了门架系统，新系统能够记录平榆高速分车型的业务数据。

3、车型分布及收入分布情况

报告期平榆高速客车车类、货车车型的分布情况，公路收费收入中按车类、车型分类的金额及占比如下表所示：

车 型	报告期客车车类、 货车车型的分布	报告期通行费收费收入按车类、 车型分类的金额（万元）	报告期收费收入按车类、 车型分类的占比（%）
--------	---------------------	-------------------------------	---------------------------

	2018	2019	2020年 1-6月	2018	2019	2020年 1-6月	2018	2019	2020年 1-6月
客1	24.06%	27.45%	42.10%	3,409.06	4,172.90	888.25	3.46%	5.51%	9.45%
客2	0.47%	0.49%	0.15%	103.20	114.10	5.09	0.10%	0.15%	0.05%
客3	0.26%	0.33%	0.52%	87.45	112.18	27.27	0.09%	0.15%	0.29%
客4	0.40%	0.43%	0.15%	184.30	200.74	13.27	0.19%	0.27%	0.14%
货1	5.01%	6.71%	5.03%	799.43	1,173.88	125.89	0.81%	1.55%	1.34%
货2	0.16%	0.16%	1.32%	40.60	33.17	64.67	0.04%	0.04%	0.69%
货3	2.23%	2.39%	1.47%	623.95	745.25	109.62	0.63%	0.98%	1.17%
货4	0.83%	0.78%	0.81%	353.92	383.45	89.66	0.36%	0.51%	0.95%
货5			0.25%			33.48			0.36%
货6	66.60%	61.26%	48.20%	92,900.44	68,748.60	8,038.37	94.31%	90.84%	85.55%
合计	100%	100%	100%	98502.34	75684.28	9,395.57	100%	100%	100%

注：1、2018 年和 2019 年，客车车类、货车车型以榆和高速省界收费站记录的车型比例替代；

2、2018 年和 2019 年，收入按车类、车型分类占比以榆和高速的通行费收入比例替代；收费收入按车类、车型分类的金额，为上述比例与平榆高速实际同行费收入之乘积；

3、2018 年和 2019 年，E 型车（5 轴货车）和 F 型（6 轴货车）的收费标准相同（计重收费），按一类型统计，上表中均计入 F 货；2020 年以后，收费标准不同，系统分别记录。

4、2020 年 1-6 月的数据来源于平榆高速门架系统。

尽管 2018 年和 2019 年的车型分布数据以榆和高速的相关数据进行替代，可能与实际数据存在一定差异，但通过上表仍然可以显示，报告期内，途径平榆高速的主要车型为特大型货车（货 6），流量占比基本在 50%以上，收入占比在 85%以上；其次占比较高的为小型客车（客 1），流量占比在 25%上下，收入占比在 5%上下。

第 2 问：预测期客车车类、货车车型的预测依据和合理性。

1、预测期客车车类、货车车型的预测依据

预测期客车车类、货车车型的主要预测过程和预测依据如下：

(1)流量机构在平榆高速附近设置 13 个观测点，分车型分别进行实地调查，调查时间为 24 个小时。从而获得了调查期内，客车车类、货车车型流量分布和来往方向等调查日基础数据。

(2) 结合项目影响范围内 G108、S102、S222、S221、S223 等国省道路上，由山西省公路局设置的观测站所统计的分车型历史统计数据及连续式观测站统计得到的相关月、周（日）不均匀系数，通过统计分析方法，可以将调查日实际车流量扩展至 2020 年全年分车型预测车流量。

(3) 结合对周边交通小区未来经济社会发展趋势分析、不同车型流量增长率与经济发展指标的弹性系数分析、未来路网结构等数据，借助交通流量预测专业软件（TransCAD）导出未来各期分车型车流量。

2、预测期客车车类、货车车型的合理性

(1) 根据流量预测报告，特征年度分车型构成如下：

平榆高速未来特征年车型构成

单位：%

车型比例	客 1	客 2	客 3	客 4	货 1	货 2	货 3	货 4	货 5	货 6	合计
2020	27.10	0.15	0.29	0.14	6.69	1.62	1.82	0.83	0.20	61.16	100
2021	29.87	0.46	0.26	0.35	6.28	1.58	2.19	0.77	0.60	57.66	100
2024	30.66	0.47	0.27	0.36	6.44	1.62	2.24	0.79	0.59	56.56	100
2025	33.15	0.51	0.30	0.39	6.96	1.75	2.43	0.85	0.62	53.04	100
2026	35.20	0.54	0.32	0.42	7.38	1.86	2.57	0.90	0.65	50.16	100
2030	36.16	0.55	0.33	0.43	7.58	1.91	2.64	0.93	0.64	48.83	100
2035	37.22	0.57	0.34	0.45	7.80	1.97	2.72	0.95	0.62	47.36	100
2040	38.18	0.58	0.35	0.47	7.99	2.02	2.79	0.98	0.60	46.04	100
2042	38.53	0.59	0.36	0.47	8.06	2.04	2.82	0.99	0.59	45.56	100

如上表所示，未来车型构成预测中，以货和客 1 为主的车型结构与报告期一致。从未来特征年度的车型比例变化来看，以货 6 为代表的货车占比逐渐下降，以客 1 为代表的客车占比逐渐增加，符合报告期的发展趋势。

(2) 2020 年 7 月-12 月，客车车类、货车车型实际分布如下：

车型	7-12月实际占比	2020年预测占比	差异
客1	30.97%	27.10%	3.87%
客2	0.19%	0.15%	0.04%
客3	0.38%	0.29%	0.09%
客4	0.31%	0.14%	0.17%
货1	6.23%	6.69%	-0.46%
货2	1.69%	1.62%	0.07%
货3	2.51%	1.82%	0.69%
货4	1.07%	0.83%	0.24%
货5	0.35%	0.20%	0.15%
货6	56.31%	61.16	-4.85%
合计	100.00%	100.00%	

如上表所示，2020 年 7-12 月的实际车型分布结构与预测车型结构接近。

第 3 问：收费标准的变更对标的资产盈利能力的影响。

根据山西省交通运输厅、山西省发展和改革委员会、山西省财政厅关于贯彻落实山西省人民政府《关于同意调整我省高速公路车辆通行费收费标准的批复》的通知（晋交财发[2019]490 号），山西省从 2020 年 1 月 1 日起，执行新的高速公路收费标准。新标准对货车的收费方式由计重变为车(轴)型收费，货车收费标准按照道路、500 米(含)以上隧道和桥梁、独立黄河大桥分别核定。道路及 500 米(含)以上桥隧货车收费标准。

考虑到 2020 年上半年通行量和通行费收入均受到疫情较大影响，因此，以 2019 年 7-12 月和 2020 年 7-12 月为例，比较分析以计重收费和车型收费两种情形下收费单价。

2019 年 7-12 月			
项目	通行费(万元)	通行量(辆)	均值(元/辆)
合计	35,125.83	2,058,071	170.67

2020 年 7-12 月			
项目	通行费(万元)	通行量 (辆)	均值 (元/辆)
合计	37,025.06	2,164,856	171.03

注：通行量为宝塔山、紫荆山、榆社三个隧道的实际观测统计数据的算数平均值

由上表可见，收费标准变更未对标的资产的盈利能力造成显著不利影响。

中介机构核查意见

流量机构对客车车类、货车车型的预测依据了实地调查数据、历史统计数据，并结合了对区域经济的分析、各车型增长率的弹性分析、路网结构分析等过程，预测依据具有合理性；2020 年货车以车型收费代替计重收费的政策变化未对标的资产盈利能力造成显著的不利影响。

第 16 题：

申请文件显示，1) 报告期各期末，标的资产的无形资产余额分别为 514,346.29 万元、492,912.61 万元和 545,457.78 万元，主要为收费经营权，占总资产的比例分别为 78.10%、75.47%和 86.62%。2) 报告期标的资产高速公路特许经营权的摊销方法为直线法，上市公司采用的摊销方法为车流量法。3) 标的资产将于 2020 年 7 月 1 日开始采用车流量法，依据广西文科出具的《流量预测报告》中预测标准总车流量，对高速公路特许经营权进行摊销，计算每标准车流量应摊销权额，计入营业成本。请你公司：1) 测算若报告期采用车流量法相较直线法对高速公路特许经营权进行摊销，对净利润是否构成重大影响。2) 补充披露预测期高速公路特许经营权摊销的计算过程。3) 补充披露若实际车流量与预测期内预测的车流量存在较大差异，特许经营权能否在经营期限内全部摊销完毕，是否存在无形资产无法足额摊销的风险，对盈利预测的影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

第 1 问：测算若报告期采用车流量法相较直线法对高速公路特许经营权进行摊销，对净利润是否构成重大影响。

1、报告期内平榆公司采用直线法摊销的原因

由于平榆高速的起点、终点没有主线收费站，造成平榆高速无法根据收费站进出口数据推断出断面分车型车流量。另外，结算中心每旬仅统计平榆公司应取得的拆分后收入，而未统计平榆高速全部交通量，导致平榆公司无法取得较为准确的分车型实际交通量数据用于计算无形资产摊销金额。因此，平榆公司在报告期内采用直线法对高速公路特许经营权进行摊销。

2、高速公路特许经营权车流量摊销方法

（1）以高速公路特许经营期内预测标准总车流量 T 与特许经营权入账价值 V 为基础，计算每标准车流量应摊销额 $c=V/T$ 。

（2）当会计年度（期间）实际车流量 A_i 大于或等于该年度（期间）预测车流量 P_i 时，按照会计年度（期间）的实际车流量与每标准车流量应摊销额计算特许经营权摊销额 $Y_i=A_i*c$ ；当会计年度（期间）实际车流量小于该年度（期间）预测车流量时，按照预测车流量与每标准车流量应摊销额计算特许经营权摊销额 $Y=P_i*c$ 。

（3）每 3-5 年将根据实际车流量重新预测剩余特许经营期间的车流量，并调整以后年度每标准车流量的摊销额。

3、报告期的测算

根据上述摊销方法，若测算报告期内车流量法的摊销结果，则需要（1）报告期内实际车流量数据；（2）报告期前 3-5 年或报告期内出具的车流量预测。由于不具备以上必要条件，因此无法合理测算报告期采用车流量法相较直线法对净利润的影响。

4、未来期间的摊销方法

2020 年 1 月 1 日全国门架系统启用后，平榆公司具备了取得较为准确的分车型实际交通量数据的条件。为与上市公司对高速公路特许经营权摊销方法保持一

致，平榆公司于 2020 年 7 月 1 日开始采用车流量法对高速公路特许经营权进行摊销。根据会计准则的要求，摊销方法的变化属于会计估计变更，应采用未来适用法，对标的公司报告期内财务状况和经营成果无影响。

第 2 问：补充披露预测期高速公路特许经营权摊销的计算过程。

预测期高速公路特许经营权采用车流量法摊销。步骤如下

1、计算每标准车流量的摊销额

根据本次《流量预测报告》，预测标准总车流量 $T=25350.57$ 万辆。截止 2020 年 6 月 30 日，特许经营权账面价值 $V=544,808.71$ 万元，计算每标准车流量应摊销额 $c=T/V=21.49$ 元/辆。

2、计算各期间摊销额

假定预测期内，实际车流量小于等于预测车流量，则根据上述摊销公式，各期摊销额 $Y_i=P_i*c$ ，其中 P_i 为流量预测报告中各期年标准车流量。

单位：万辆/万元

期间	期间折标车流量(P_i)	摊销金额(Y_i)
2020 年 7-12 月	445.45	9,573.07
2021	994.79	21,378.97
2022	1026.36	22,057.49
2023	1057.97	22,736.77
2024	1090.30	23,431.53
2025	1015.13	21,816.10
2026	960.84	20,649.40
2027	986.72	21,205.67
2028	1012.64	21,762.72
2029	1038.56	22,319.76
2030	1064.45	22,876.04
2031	1088.96	23,402.91

2032	1113.44	23,929.01
2033	1137.96	24,455.88
2034	1162.48	24,982.75
2035	1186.96	25,508.85
2036	1210.64	26,017.93
2037	1234.30	26,526.24
2038	1257.98	27,035.32
2039	1281.64	27,543.62
2040	1305.29	28,051.92
2041	1327.68	28,533.15
2042	1350.04	29,013.60
合计	25350.57	544,808.71

第3问：补充披露若实际车流量与预测期内预测的车流量存在较大差异，特许经营权能否在经营期限内全部摊销完毕，是否存在无形资产无法足额摊销的风险，对盈利预测的影响。

根据上述高速公路特许经营权车流量摊销方法，计算摊销所使用的车流量以实际车流量与预测车流量孰高为原则确定，不存在无形资产无法足额摊销的风险。

当实际车流量大幅高于预测期内预测的车流量时，当期实际摊销额将大幅高于盈利预测中的摊销额，特许经营权的摊销速度更快。根据流量预测报告，预测总收入 $R=1,645,565$ 万元，预测标准总车流量 $T=25350.57$ 万辆，计算可得预测期内单位标准车流量收入 $r=R/T=64.91$ 元/辆，大于每标准车流量应摊销额 $c=21.49$ 元/辆。因此，在此情形下标的公司实际盈利情况将好于盈利预测。

当实际车流量大幅小于预测期内预测的车流量时，当期实际摊销额仍等于盈利预测中的摊销额，特许经营权的摊销速度与预测一致。在此情况下，由于通行费收入将显著小于预测，而摊销金额不变，标的公司实际盈利情况将不及盈利预测。

本次评估中，收益法盈利预测中的预测车流量引用了广西交科出具的《流量预测报告》，并以此为基础计算特许经营权的各期摊销金额。实际车流量可能与预测存在差异，并可能进一步导致特许经营权的期间摊销金额与实际摊销额存在较大差异，对标的公司经营业绩造成不利影响，提请广大投资者关注标的资产特许经营权的摊销金额与预测结果存在差异的评估的相关风险。

中介机构核查意见

经核查，评估师认为：特许经营权的摊销方法属于会计估计范畴，会计估计变更应采用未来适用法；本次收益法评估中，盈利预测采用的特许经营权摊销方法合理；未来特许经营权实际摊销金额依据实际车流量与预测车流量孰高来计算，特许经营权能够在经营期限内全部摊销完毕，不存在无形资产无法足额摊销的风险；若实际车流量与预测期内预测的车流量存在较大差异，实际盈利情况会与盈利预测结果产生较大差异。

（本页无正文，为《北京中天华资产评估有限责任公司关于山西路桥股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易的一次反馈意见相关问题之专项核查意见》之签章页）

北京中天华资产评估有限
责任公司



法定代表人：

李晓红

李 晓 红

经办评估师：



韩 煜

韩 煜



王 逸 玮

王逸玮

二〇二一年二月 28 日