

中盛华资产评估有限公司关于上海证券交易所
《关于对广汇物流股份有限公司重大资产购买暨关
联交易报告书(草案)的审核意见函》(上证公函【2022】
0588 号)相关评估问题的回复意见

中盛华资产评估有限公司

二〇二二年六月二十二日



中盛华资产评估有限公司关于上海证券交易所
《关于对广汇物流股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书（草案）的审
核意见函》（上证公函【2022】0588 号）相关评估问题的回复意见

广汇物流股份有限公司：

中盛华资产评估有限公司（以下简称“中盛华评估公司”、“评估师”）接受广汇物流股份有限公司（以下简称“广汇物流”、“上市公司”或“公司”）的委托，并根据双方签订的资产评估委托合同，作为广汇物流本次重大资产购买暨关联交易的特聘评估师。

公司于 2022 年 5 月 30 日召开公司第十届董事会 2022 年第四次会议，审议通过了本次重大资产购买（以下简称“本次交易”）相关的议案，并于同日披露了本次交易相关文件。2022 年 6 月 10 日公司收到上海证券交易所上市公司管理一部下发的《关于对广汇物流股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书（草案）的审核意见函》（上证公函【2022】0588 号）（以下简称“《审核意见函》”）。中盛华评估公司作为公司本次交易的评估师，根据《审核意见函》的要求，就有关评估问题进行了认真分析和核查，出具了《中盛华资产评估有限公司关于上海证券交易所<关于对广汇物流股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书（草案）的审核意见函>（上证公函【2022】0588 号）相关评估问题的回复意见》（以下简称“本回复意见”）。

如无特别说明，本回复意见中的简称均与《广汇物流股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书（草案修订稿）》中的“释义”所定义的词语或简称具有相同的含义。

问题三、关于标的公司估值和财务情况

5、草案披露，标的资产采用收益法评估结果作为评估作价的依据，评估值41.76亿元，较账面净资产增值14.15%。在收益法预测标的公司营业收入时，始发量的运费收入按目前运价0.225元/吨公里测算，过货量运费按0.2元/吨公里测算，杂费按30元/吨测算。预测期内，红淖铁路线路始发量的增长较快；同时，将淖铁路预计2023年三季度完工，过货量自2024年开始大幅增长。请公司补充：（1）预测期和稳定期的划分情况及其依据；（2）标的公司的定价方式、近5年相关铁路运输单价的变化情况，并结合运输单价敏感性分析，说明运输单价按上述固定价格测算的主要依据及合理性；（3）结合红淖铁路的设计运载量、目前运载量和未来发展规划，说明红淖线路始发量预测期增长率测算的主要依据及合理性；（4）结合将淖铁路目前建设情况、未来承载运力、周边货源情况等，说明预测期过货量测算的关键参数、评估假设等及其合理性。请财务顾问和评估师发表意见。

一、问题答复

（一）预测期和稳定期的划分情况及其依据。

1、预测期和稳定期的划分情况

本次收益法评估中标的公司明确的预测期为2022年1月1日至2031年12月31日，自2032年进入稳定期，2032年以后各年均维持在2031年的收益水平。

2、预测期与稳定期的划分主要考虑以下因素

标的公司红淖铁路于2020年12月开始正式投产运行，2021年进入较快的增长阶段，预测至2031年12月31日均处于增长阶段。主要是因为：

（1）红淖铁路沿线煤炭资源丰富，矿产项目规模大、数量多，2022年-2024年红淖铁路周边部分企业完成技改及改扩建后，始发运量在2022年-2024年期间有较快的增长，在2025年-2029年进入稳健的增长期，2030年及以后年度始发运量维持在2029年始发量的水平，因此，随着部分煤矿产能核增，运量需求量有所增长；根据《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》（新政发[2022]57号）（以下简称《实施方案》），提出加快构建供应安全稳定、利用清洁高效、开发绿色智能的煤炭发展新格局，为确保国家能源安全

和能源绿色低碳转型、推动自治区经济高质量发展提供坚实可靠保障。《实施方案》全面加快推进新疆“十四五”新增产能 1.6 亿吨/年煤矿项目建设，充分释放煤炭先进优质产能，力争 2025 年全区煤炭产量达到 4 亿吨以上。因此，根据《实施方案》红淖铁路周边矿区煤炭产能将大幅增长，煤炭出疆运量需求量将大幅增加。

(2) 后续电气化建设完成投入使用后，运输效率有所提高。由于兰新线铁路为电气化重载铁路，红淖铁路目前采用内燃机车牵引，要接入兰新线铁路需要更换牵引机车，电气化建设完成后，实现全线电气化将提高运输效率。

(3) 将淖铁路通车，过货量将增长。预计 2023 年第三季度将淖铁路建成通车，过货量在 2023 年四季度-2024 年期间有较快的增长，2025 年至 2030 年进入稳健的增长期，2031 年后进入稳定期。

(4) 标的公司主要资产为铁路资产及配套附属设施，铁路建设项目由于前期投资金额较大，投资回收期较长，按标的公司的发展规划及项目可研报告，未来需要较长的时间使运能逐渐释放，逐步接近铁路资产的设计运能。

综上所述，标的公司 2022 年-2024 年收入和利润进入快速增长期，2025 年-2031 年进入稳健增长期，在预测期 2022 年-2031 年期间，主营业务收入、主营业务成本均随着运量的增长有所变动，直到 2032 年标的公司主营业务收入、主营业务成本均达到稳定态势。

(二) 标的公司的定价方式、近 5 年相关铁路运输单价的变化情况，并结合运输单价敏感性分析，说明运输单价按上述固定价格测算的主要依据及合理性。

1、标的公司的定价方式

(1) 定价获得有关部门批准

根据伊吾县发展和改革委员会于 2018 年 6 月出具《关于红淖线铁路运价申请的复函》：标的公司《关于红淖线铁路运价的申请》已收悉，按照国家和自治区相关规定，同意新疆红淖三铁路有限公司实行市场调节价 0.4 元/吨公里的运价。因此标的公司作为民营资本控股铁路，红淖铁路运价在不超过 0.40 元/吨公里范围内可自主定价。运杂费的定价根据双方协议规定的方式进行处理，遵循市场化定价原则。

(2) 定价参考周边铁路运价，价格公允

根据乌铁局于 2021 年 4 月发布的《乌鲁木齐局集团公司 2021 年实行特殊运价线路的执行运价率》，红淖铁路同类铁路运价如下表：

线名	线路性质	2021 年运价执行标准
乌将线	国铁控股合资铁路	整车货物 0.25 元/吨公里；
准东北线	国铁控股合资铁路	整车货物 0.25 元/吨公里；
奎北线	国铁控股合资铁路	整车货物 0.20 元/吨公里；
库俄线	国铁控股合资铁路	整车货物 0.25 元/吨公里；
哈罗线	国铁控股合资铁路	整车货物 0.25 元/吨公里；
临哈线	国铁控股合资铁路	整车货物 0.20 元/吨公里；
北阿线	地方铁路	整车货物 0.20 元/吨公里；
克塔线	克塔线百铁段为地方铁路	克塔线百铁段运价与克塔线国铁段一致，均执行国铁统一运价，里程通算。
阿准线	国铁控股合资铁路	整车货物 0.171 元/吨公里
图木舒克铁路	地方铁路	整车货物 0.171 元/吨公里

标的公司参考以上运价费率，始发量运费价格定为 0.225 元/吨公里，将过货量运费价格定为 0.20 元/吨公里，其中过货量运费价格主要是考虑到过货量运价需对比客户自将军庙-乌鲁木齐-红柳河与自将军庙-淖毛湖-红柳河确定，将军庙-乌鲁木齐-红柳河 1,078 公里，从该线路运输货物运费为 176.17 元/吨；而将军庙-淖毛湖-红柳河运距为 780 公里，按每吨产品费用相同倒推将淖铁路最高可接受运价为 $176.17 \div 780 = 0.226$ 元/吨公里，考虑到要具备价格吸引力及竞争力，运价下调 0.026 元按 0.20 元/吨公里测算，每吨产品经将军庙-淖毛湖-红柳河运费较经将军庙-乌鲁木齐-红柳河可降低 20.17 元。运杂费的定价根据双方协议规定的方式进行处理，遵循市场化定价原则，标的公司参考乌铁局执行的运杂费率为 14.56 元/吨的基础上考虑了相关快装系统运行成本费 10.00 元/吨、封仓堵漏成本费用 0.50 元/吨及合理盈利空间后，与周边企业协商的运杂费为 30 元/吨。

2、近 5 年相关铁路运输单价的变化情况

国家铁路局自 2000 年以来，煤炭运价（基价 1）从 8 元/吨提升至 2015 年的 18.6 元/吨，运价（基价 2）从 0.04 元/吨公里提升至 2015 年的 0.103/吨公里，距 2015 年最后一次调整后，近 6 年国家铁路局铁路运价未作调整，保持稳定态势。

3、运输单价变动对评估值影响的敏感性分析

单位：万元

变动项目	标准评估值	评估值	评估值变化金额（基于标准运价）	评估值增长率（基于标准运价）
运价：2022 年开始上浮 5%	450,171.00	535,307.00	85,136.00	18.91%

变动项目	标准评估值	评估值	评估值变化金额（基于标准运价）	评估值增长率（基于标准运价）
运价：2022 年开始上浮 10%	450,171.00	620,419.00	170,248.00	37.82%
运价：2022 年开始下浮 5%	450,171.00	361,891.00	-88,280.00	-19.61%
运价：2022 年开始下浮 10%	450,171.00	278,445.00	-171,726.00	-38.15%

通过对运输单价变动对评估值影响作敏感性分析，可看出运价对估值的影响较敏感。本次评估采用固定价格，主要考虑以下因素：

（1）定价的公允性及合理性

考虑到标的公司目前执行的定价未超过发改委批复的 0.40 元/吨公里的运价，同乌铁局实行特殊运价线路的执行运价率（0.20-0.25 元/吨公里）相比是一个公允的定价，周边企业对目前标的公司的运价都较为认可，该价格具备公允性和合理性。

标的公司定价在未超过发改委批复的 0.40 元/吨公里的运价范围内，具备自主定价的能力。标的公司在遵循市场商业化运营的同时，亦将最大程度保障股东的利益，运输价格是经过多方面考虑后决定的，不会随意调整价格破坏商业化运营或损害股东的利益，在国家和行业政策不变的情况下，标的公司将长期保持价格的稳定。

（2）标的公司作为哈密地区疆煤外运的重要通道，区位优势明显

红淖铁路所处淖毛湖区域，不仅是该地区煤炭等资源铁路运输出疆的唯一通道，且相比周边公路运输价格 0.35-0.5 元/吨公里，标的公司运价竞争优势明显；未来将淖铁路完工与红淖铁路联通后（将军庙-淖毛湖-红柳河），将军庙附近货物运距较兰新线（将军庙-乌鲁木齐-红柳河）缩短约 300 公里，直接缩短近 28% 的运输距离，同时缩短了 30% 的运输时间，大幅提升物流效率，且每吨产品经将军庙-淖毛湖-红柳河运费较经将军庙-乌鲁木齐-红柳河可降低约 20.17 元，经济效益极为明显。相比该区域的其他运输方式，红淖铁路在运输费用、运输距离、运输时间等方面都具有长期竞争优势，价格保持稳定具备坚实的基础。

（3）同行业运价的稳定

近 6 年国家铁路局铁路运价未作调整，价格保持稳定，可比公司西部创业（股票代码 000557）执行的物价局核定运价 0.19 元/吨公里近 5 年未做调整。

综上所述，虽然铁路运价变动容易受国家整个铁路运输行业整体的调控水平

的影响，以及运输单价变动对评估值的敏感性影响较大，但考虑到标的公司定价的公允性和合理性、区位竞争的长期优势以及同行业运价的稳定性等因素，本次评估出于谨慎性考虑将运输单价按固定价格测算，具备合理性。

（三）结合红淖铁路的设计运载量、目前运载量和未来发展规划，说明红淖线路始发量预测期增长率测算的主要依据及合理性。

1、红淖铁路的设计运载量及目前运载量

根据红淖铁路的《项目可行性报告》红淖铁路初期（2020年前）设计运量为3,900万吨，近期（2025年前）设计运载量为5,000万吨，远期（2035年）设计运量为10,300万吨。标的公司2021年实际完成运载量为1,179.37万吨。

2、标的公司未来发展规划

（1）标的公司发展背景

新疆红柳河至淖毛湖铁路项目是纳入《中长期铁路网规划（2008年调整）》的重点建设项目，该铁路线是哈密北部淖毛湖、三塘湖等矿区建设开发的重要基础设施，是一条以运煤为主的货运铁路，对哈密能源基地建设，提升新疆煤炭的战略地位，实施疆煤外运战略有促进作用。标的公司红淖线在“疆煤东运”中起到重要作用，新疆煤炭主要供应甘肃西部、青海和川渝地区。目前甘肃规划新建电厂7家，总装机规模804万千瓦，新增煤炭需求在2,360万吨左右。考虑川渝等地区煤炭资源开发条件，以及国家将继续关停整顿小型煤矿的政策，届时川渝地区煤炭供需缺口近1亿吨左右，标的公司市场前景广阔。

（2）标的公司发展规划

未来红淖铁路与将淖铁路连接后，向西可连接乌准铁路，向东可连接兰新线和临哈线等国家路网干线，进而打通新疆北部运输通道，有效解决准东矿区、三塘湖矿区和淖毛湖矿区煤炭等大宗商品运输问题，降低社会物流成本，并增强标的公司的市场竞争力。在此基础上，标的公司未来主要从以下方面进行发展规划：1）快速增加运能，启动电气化改造，并增加沿线会让站点数，增加列车开行密度；2）提升中远期运能，将淖线开通后，随着运量进一步增加，启动红淖复线的建设，将提升至15,000万吨/年；3）拓展上下游业务，在铁路沿线增加煤炭快装系统及专用线建设，增加装卸费收入；在下游积极拓展消费目的地枢纽产业园区建设，提升“疆煤外运”需求，目前初步计划在煤炭调入大省四川建设煤炭产

业园。

综上，标的公司近期目标将根据淖毛湖地区工业产品及农副产品运量增长情况适时推进项目电气化建设，实现铁路电气化运营，提升运力；中远期根据将淖铁路建成通车后带来的过货增量情况，启动项目复线建设，提升铁路运力，以及积极拓展消费目的地枢纽产业园区建设。

3、红淖铁路始发量预测期增长率测算的主要依据及合理性

以下为标的公司预测期始发运量的运输计划：

单位：万吨

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	2032年及以后年度
始发运量	1,396	1,715	2,112	2,279	2,413	2,547	2,681	2,815	2,815	2,815	2,815

其预测的主要依据及合理性如下：

(1) 周边企业运量需求旺盛

1) 目前可预计的始发运量

通过走访调研标的公司周边企业，对周边关联公司、外部公司的实际产能及外运需求量进行调查，结合标的公司与相关意向企业签订的运输框架协议，预测期内部、外部运量需求如下：

单位：万吨

公司类别	公司名称	产品	2022年	2023年	2024年	2025年及以后年度
内部关联公司	瓜州广汇能源经销有限公司	煤炭	874.00	874.00	907.00	923.00
	广汇能源股份有限公司伊吾分公司	煤炭	238.00	238.00	267.00	283.00
内部小计			1,112.00	1,112.00	1,174.00	1,206.00
外部公司	新疆绿斯特能源有限公司	煤炭	464.00	752.00	1,008.00	1,008.00
	新疆元昊新能源有限公司	煤炭	170.00	370.00	370.00	370.00
	新疆元瑞圣湖能源有限公司	煤炭	116.00	116.00	116.00	116.00
	新疆宣泰环保能源有限公司	煤炭	480.00	480.00	480.00	480.00
	伊吾疆纳新材料有限公司	煤炭	435.00	435.00	435.00	435.00
	新疆同顺源能源开发有限公司	煤炭	75.00	109.00	122.00	122.00
	哈密润达能源开发有限公司	煤炭	150.00	150.00	150.00	150.00
外部需求小计			1,890.00	2,412.00	2,681.00	2,681.00

外部可释放运量	284.00	603.00	938.00	1,073.00
始发运量需求合计	3,002.00	3,524.00	3,855.00	3,887.00

注：2025 年以后随着始发运量的逐步释放，2025 年-2029 年运量会持续增长，2030 年及以后进入稳定期。

关联公司瓜州广汇能源经销有限公司、广汇能源股份有限公司伊吾分公司 2023 年-2025 年运量有所增长，主要系上述关联公司的上游客户 2023 年-2025 年技改完成产能有所增长。外部公司中新疆绿斯特能源有限公司、新疆元昊新能源有限公司、新疆同顺源能源开发有限公司 2022-2024 年逐步完成技改及改扩建，始发运量在 2022 年-2024 年期间有较快的增长，在 2025 年-2029 年进入稳健的增长期，2030 年及以后年度始发运量维持在 2029 年始发量的水平。始发运量 2025 年开始以逐年递减的增长率增长，主要受目前运能的紧俏，以及 2025 年将淖铁路过货量的快速增长，为了在运力有限的情况下保证始发量和过货量能够顺利外运，因此会减少始发量的增加，未来始发量的增长率有所下降，据此，始发运量在 2025 年-2029 年进入稳健的增长期，2030 年及以后年度始发运量维持在 2029 年始发量的水平。

据此，2025 年至 2029 年标的公司预测期始发运量的运输量逐年增加，内部关联公司 2025 年至 2029 年运量需求量不变（优先满足内部需求），则 2025 年至 2029 年外部可释放运量也相应逐年增加。

除本次走访调研的上述公司外，标的公司周边其他公司由于受到各方面条件限制未能实现调研，但仍存在较大的运量需求，本次预测未考虑周边其他公司的运量。如调研的外部公司运量不及预期，则可用于满足周边其他公司外运需求，可以确保评估测算始发运量的可实现性。

2) 国家政策支持，进一步提升始发运量需求

根据《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》（新政发[2022]57 号）（以下简称《实施方案》），提出加快构建供应安全稳定、利用清洁高效、开发绿色智能的煤炭发展新格局，为确保国家能源安全和能源绿色低碳转型、推动自治区经济高质量发展提供坚实可靠保障。《实施方案》全面加快推进新疆“十四五”新增产能 1.6 亿吨/年煤矿项目建设，充分释放煤炭先进优质产能，力争 2025 年全区煤炭产量达到 4 亿吨以上。因此根据《实施方案》，红淖铁路周边矿区煤炭产能将大幅增长，煤炭出疆运量需求量将大幅增加。

(2) 铁路运输货车（车皮）加大投入量，有效提高运力

红淖铁路实际的承运量不仅取决于周边企业的运输需求，还受限于铁路的运输能力，特别是铁路运输货车（车皮）投入量。

1) 国家政策支持

新疆红柳河至淖毛湖铁路项目是纳入《中长期铁路网规划（2008 年调整）》的重点建设项目，是《中长期铁路网规划（2016 年）》中京津冀-西北通道的柳沟-三塘湖-将军庙线路的一部分，是国家进出疆铁路“一主两翼”战略北通道重要组成部分，具有国家战略属性。2020 年 5 月 17 日，中共中央、国务院发布《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》，其中提出：①提出加强现代物流服务体系；②加快北煤南运通道和大型煤炭储备基地建设；③强化资源能源开发地干线通道规划建设；④支持新疆加快丝绸之路经济带核心区建设；⑤形成西向交通枢纽和商贸物流。根据《新疆维吾尔自治区国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》有关能源、铁路建设领域的内容：①建设国家大型煤炭煤电煤化工基地，实施“疆电外送”“疆煤外运”、现代煤化工等重大工程；②抓好石油石化、煤炭煤化工等产业，推进产业基础高端化、产业链现代化，打造准东、哈密、吐鲁番能源化工产业集聚区；③加快交通枢纽中心建设，加快“公路、铁路、航空、信息”基础设施互联互通，推进丝绸之路经济带北、中、南通道建设。

综上所述，由于目前铁路运输车皮由铁路局统一调配，乌鲁木齐局相对其他铁路局车皮相对紧俏。因此预测期内，基于上述国家政策支持下，国家铁路局每年都在加大车皮的投入量，未来预计将持续增加红淖铁路运输货车的投入量，有效提升运力。

2) 全国铁路货车拥有量逐年稳定增长

通过中国国家铁路集团有限公司近 5 年统计公报数据显示，历年国家铁路公报机车、货车拥有量统计表如下：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
全国铁路机车拥有量（万台）	2.10	2.10	2.20	2.20	2.17
增量（万台）		0.00	0.10	0.00	-0.03
增长率		0.00%	4.76%	0.00%	-1.36%
国家铁路机车拥有量（万台）	2.10	2.10	2.10	2.10	2.09
增量（万台）		0.00	0.00	0.00	-0.01
增长率		0.00%	0.00%	0.00%	-0.48%
全国铁路货车拥有量（万辆）	79.90	83.00	87.80	91.20	96.60

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
增量（万辆）		3.10	4.80	3.40	5.40
增长率		3.88%	5.78%	3.87%	5.92%
国家铁路货车拥有量（万辆）	75.30	78.00	82.20	85.70	89.20
增量（万辆）		2.70	4.20	3.50	3.50
增长率		3.59%	5.38%	4.26%	4.08%

国家铁路机车拥有量占全国铁路的体量相对较大，机车近年增长较为平稳，主要原因为国铁近年电气化率逐步提高，增加电气化机车的同时，淘汰部分内燃机车，因此总体机车数量相对稳定。全国铁路货车拥有量近年都有所增长，且货车增长率较为稳定。从以上数据可以判断，近年随着铁路货运发送量逐年增长的趋势，全国铁路货车拥有量也逐年增长，全国铁路在货车紧俏的情况下，每年通过增加货车量来缓解货运发送量增长带来的运力问题。

3) 标的公司铁路货车装车量快速增长

标的公司近年铁路货车装车量统计如下表所示：

单位：万辆

	2020 年(含试运行)	2021 年	同期增长率
装车数量	12.56	17.23	37.20%
	2021 年一季度	2022 年一季度	
装车数量	3.77	4.65	23.36%

综上所述，在国家政策大背景的引导下，国家铁路局每年都在加大货车（车皮）的投入量，且当地乌铁局坚持运力向重点物资运输倾斜，对煤炭、化肥等重点物资实行优先安排运输计划、优先配置车辆、优先装车、优先挂运、优先卸车。未来预计将持续增加红淖铁路运输货车的投入量，提升运力增长。

（3）电气化建设完成及运输组织效率提升，助力运力增长

1) 电气化改造，提升运输效率及运力

后续电气化建设完成投入使用后，运输效率及牵引能力将有所提高。一方面，由于兰新线铁路为电气化重载铁路，红淖铁路目前采用内燃机车牵引，要接入兰新线铁路需要更换牵引机车，电气化建设完成后将实现全线电气化，有效提高运输效率；另一方面，电力机车牵引力显著高于内燃机车牵引，有效提升铁路的运力。

2) 运输组织效率提升，助力运力增长

标的公司经过 2021 年正常运行一年，相关运输组织、车辆调配、装卸车工

作逐渐熟练、效率提升，运力也将逐年释放，铁路公司通过运输组织的优化、运输效率的提高，也能提高货车（车皮）的周转速度，从而对运量的增长提供有力的支撑。

综上所述，综合考虑市场需求、货车（车皮）量、电气化建设及运输组织效率提升等因素后，红淖线路始发量逐渐增长，符合标的公司铁路发展规划，因此预测期增长率测算依据充分，具备合理性。

（四）结合将淖铁路目前建设情况、未来承载运力、周边货源情况等，说明预测期过货量测算的关键参数、评估假设等及其合理性。

以下为标的公司预测期过货量的预测情况：

单位：万吨

类别	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	2032年及以后年度
过货量	0.00	100	610	790	970	1,150	1,320	1,500	1,680	1,680	1,680

其预测的主要依据及合理性如下：

1、将淖铁路目前建设情况

将淖铁路于 2021 年 4 月 2 日正式开工建设，目前项目按计划有序正常建设，计划于 2023 年第三季度完工，并进入试运行调试期，对相关铁路进行调试及空缺验收，正式运营预计在 2023 年年末。

2、未来承载运力情况

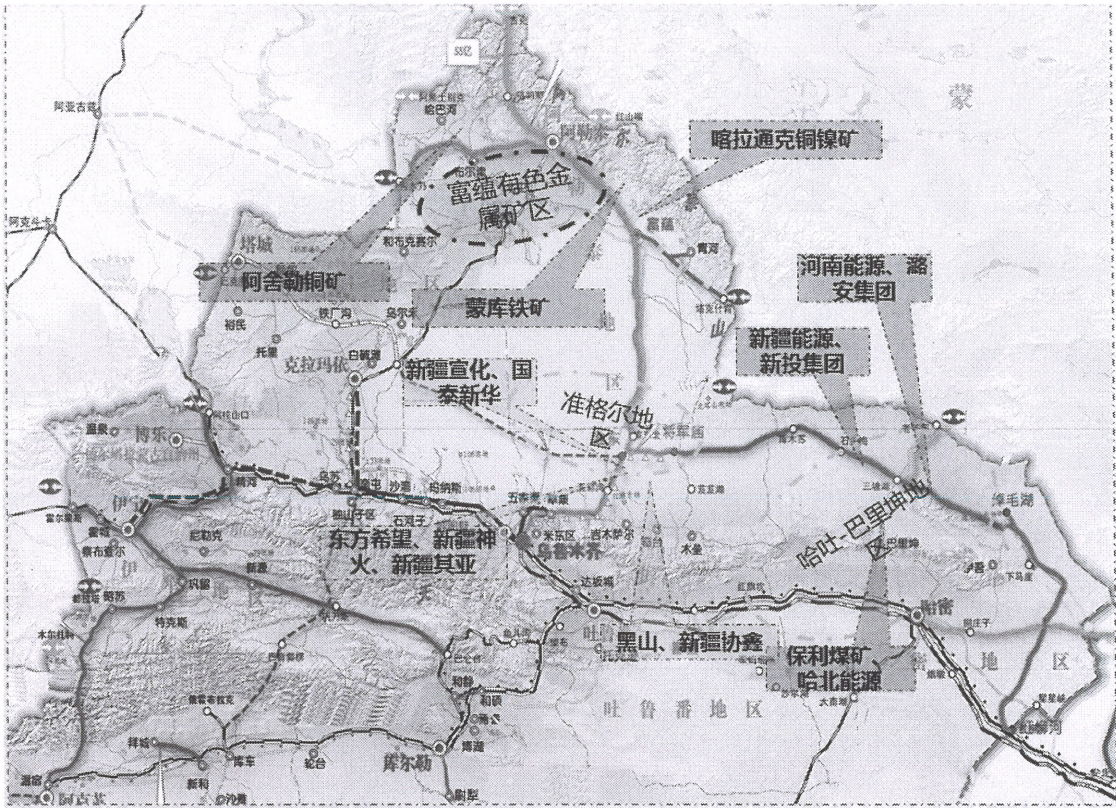
根据将淖铁路的《淖毛湖至将军庙线运量预测专题报告》，将淖铁路初、近、远期设计承载运力分别为 2,250 万吨、3,320 万吨、4,760 万吨。

3、周边货源充足

（1）将淖铁路周边企业及运输需求情况

将淖铁路途径准东、巴里坤、三塘湖等重要矿区，聚集了新疆神火、东方希望、新疆能源、新投集团等众多企业，以煤炭开采、煤电、煤化工、电解铝、多晶硅为主要产业，煤炭、化肥、氧化铝、电解铝、硅矿石等产品的运输需求很大。准东地区累计探明煤炭资源量约 2,136 亿吨，是国家级煤电、煤化工和煤电冶（氧化铝）基地，预计通过将淖铁路上车、红淖铁路的过货需求可达 850 万吨/年。

吐哈地区累计查明煤炭资源量约 1,407 亿吨，预计通过将淖铁路上车、红淖铁路的过货需求将达到 900 万吨以上。将淖铁路周边矿区如下图所示：



(2) 通过走访调研将淖铁路沿线企业，对外运需求量进行调查，外部运量需求如下：

单位：万吨/年

公司类别	公司名称	产品	2023 年	2024 年	2025 年及以后年度
外部公司	新疆宜化化工有限公司	尿素	30.00	30.00	30.00
		PVC	60.00	60.00	60.00
	新疆东方希望有色金属有限公司	电解铝	80.00	80.00	80.00
		氧化铝粉	80.00	80.00	80.00
		工业硅	20.00	45.00	45.00
		多晶硅	7.00	7.00	20.00
		石英石	60.00	90.00	90.00
		聚丙烯	-	80.00	80.00
	新疆神火煤电有限公司	电解铝	65.00	65.00	65.00
		氧化铝粉	80.00	80.00	80.00
	新疆其亚铝电有限公司	电解铝	80.00	80.00	80.00
		氧化铝粉	60.00	60.00	60.00
	新疆协鑫硅业科技有限公司	工业硅	10.00	20.00	20.00
		原料石英石、	30.00	60.00	60.00

公司类别	公司名称	产品	2023 年	2024 年	2025 年及以后年度
		木片			
		多晶硅	6.00	6.00	6.00
	哈密市和翔工贸有限责任公司 (巴里坤矿区别斯库都克露天煤矿、巴里坤矿区吉郎德露天煤矿)	煤炭	290.00	290.00	290.00
	新疆能源(集团)有限责任公司 (新疆哈密三塘湖矿区石头梅一号露天煤矿)	煤炭	500.00	500.00	500.00
	巴里坤县鑫源煤炭有限责任公司 (新疆哈密三塘湖矿区条湖三号矿井)	煤炭	120.00	120.00	120.00
需求合计			1,578.00	1,753.00	1,766.00
可释放过货量			100.00	610.00	790.00

注：2025 年以后随着运量的逐步释放，2025 年-2030 年过货量会持续增长，2031 年及以后进入稳定期。

上述公司中新疆东方希望有色金属有限公司：（1）、2024 年工业硅完成扩产能，石英石作为工业硅原料需求量同步有所增加；（2）、2024 年聚丙烯项目投产，聚丙烯外运需求增加；（3）、2025 年多晶硅项目完成扩产能；因此新疆东方希望有色金属有限公司 2024-2025 年运量需求有所增长。新疆协鑫硅业科技有限公司 2024 年工业硅完成扩产能，石英石作为工业硅原料需求量同步有所增加，运量需求有所增长。除本次走访调研的上述公司外，将淖铁路周边其他生产企业由于受到各方面条件限制未能实现调研，但依然存在较大的运量需求，本次预测未考虑周边其他生产企业的运量。如调研的外部公司过货运量不及预期，则可用于满足周边其他公司过货量外运需求，可以确保评估测算过货运量的可实现性。

4、结合上述问题，预测期过货量测算的关键参数、评估假设及其合理性

预测期过货量关键参数主要系将淖铁路所在沿线周边企业的实际产能和外运需求量；本次预测假设系将淖铁路能够按计划如期完工并开通运营，周边意向企业如期完成技改及改扩建，并按设计的产能正常生产；将淖铁路实际的承运量不仅取决于周边企业的运输需求，还受限于铁路的运输能力，特别是铁路运输货车（车皮）投入量。

综上所述，在考虑了将淖铁路 2023 年年末正式运营的基础上：（1）设计承载运力初期 2,250 万吨；（2）未来运营稳定后，过货量承载运力将维持在 1,700

万吨/年；（3）周边沿线企业需求旺盛，且运输需求可以覆盖过货量运载能力等因素下；（4）将淖铁路实际的承运量不仅取决于周边企业的运输需求，还受限于铁路的运输能力，特别是铁路运输货车（车皮）投入量。因此预测期过货量的预测是合理的。

二、评估师回复意见

经分析，评估师认为：

- 1、预测期和稳定期的划分合理，依据充分；
- 2、运输单价按上述固定价格测算的依据充分，具有合理性；
- 3、红淖线路始发量预测期增长率测算的依据充分，具有合理性；
- 4、将淖铁路预测期过货量测算的关键参数、评估假设等具有合理性。

6、草案披露，标的公司报告期内毛利率分别为 59.36%、47.08% 及 44.2%，高于同行业可比公司毛利率水平。同时，标的公司预测期毛利率仍处于较高水平。请公司：（1）结合行业竞争格局、业务模式、经营情况等，说明标的公司毛利率水平较高的原因及合理性；（2）毛利率在预测期维持在较高水平的依据。请财务顾问和评估师发表意见。

一、问题答复

（一）结合行业竞争格局、业务模式、经营情况等，说明标的公司毛利率水平较高的原因及合理性。

1、标的公司报告期及业绩对赌期间毛利率情况

单位：万元

标的公司评估毛利率				
项目	2021 年实际	2022 年预测	2023 年预测	2024 年预测
营业收入	100,408.36	121,728.69	157,714.34	226,868.54
营业成本	64,796.92	75,008.84	89,345.61	138,669.92
毛利率	35.47%	38.38%	43.35%	38.88%

2、竞争格局

红淖铁路地处新疆东北部伊吾淖毛湖地区，铁路全线长 435.6 公里。未来与将淖铁路连接后，将打通新疆北部运输通道，有效解决准东矿区、三塘湖矿区和

淖毛湖矿区煤炭等大宗商品运输问题，成为煤炭资源出疆的最优通道。淖毛湖地区煤炭资源丰富，周边煤矿企业及煤化工企业众多，该区域煤炭、煤化工产品外运的需求量巨大，红淖铁路相比公路运输在运价上具有较大竞争优势，周边企业对选择铁路运输意向较为迫切。未来新疆作为国家大型煤炭供应保障基地之一，随着“疆煤外运”的运输条件不断完善，会加强在煤炭储运体系建设中实现煤炭长距离运输“公转铁”。红淖铁路的开通为该地区降低社会综合物流成本，将资源优势转化为经济优势，加快当地经济社会稳定发展具有重要的意义。因此目前运能供不应求。

3、业务模式

标的公司通过委托运输管理模式为淖毛湖工业园区周边企业及铁路沿线企业提供运输服务。铁路运输具有高度集中、大联动的特点，需要不同铁路运输企业相互提供路网使用，运输一般实行集中统一指挥的运输调度组织模式。通过委托运输管理模式可以使红淖铁路与国铁路网无缝衔接，有利于保持路网结构完整，坚持运输集中统一指挥，提高运输效率和效益，该模式有效地控制了标的公司的运营成本。

4、经营情况

标的公司于2020年12月开始正式投产运行，2021年正常运行一年，在委托运输管理模式相关运输组织、车辆调配、装卸车工作逐渐成熟，运力也将逐年释放。收入在较快的增长的同时，成本费用也得到有效的控制。

2022年以来，标的公司积极应对市场环境的变化，统筹推进铁路运输产业建设及运营有序发展，保障生产经营。目前，标的公司主要业务生产经营均保持正常稳健发展态势。标的公司自2020年12月份正式运营以来，2021年完成运量1,179.37万吨，营业收入100,408.36万元，实现净利润4,536.91万元，经营活动现金流量净额为68,872.86万元。未来随着运量的逐步提升，标的公司盈利能力及现金流将进一步提升。

5、可比公司运费情况

标的公司的可比公司有：大秦铁路、西部创业、广深铁路、铁龙物流，由于上述可比公司所属铁路通车时间较早且为国有控股铁路，执行的国铁运价，定价相对较低，一般在0.13元/吨公里至0.19元/吨公里，如西部创业运费定价为0.19

元/吨公里。标的公司属于新建成的合资铁路，执行的运价费率定价 0.225 元/吨公里，与上述公司相比运价较高。且标的公司由于采用委托运营的模式，其成本为受托运营方乌铁局向标的公司收取的费用，主要执行中国国铁集团的价格标准，其运费成本与可比公司的国有控股铁路运费成本相差不大，因此，标的公司毛利率高于可比公司。

综上所述，标的公司毛利率与同行业相比较高，但基于上述分析毛利率具备合理性。

（二）毛利率在预测期维持在较高水平的依据

标的公司毛利率在预测期维持在较高水平主要是因为一方面是预测期的运输单价高于可比公司的执行运价；另一方面是预测期收入增长较快，固定成本及变动成本变动较小，未来收入的增速大于成本的增速，使毛利率在预测期有一定提高，维持在较高的水平。

二、评估师回复意见

经分析，评估师认为：

- 1、标的公司毛利率水平较高的主要原因系执行的运价高于可比公司，具有合理性；
- 2、毛利率在预测期维持在较高水平的依据充分。

7、草案披露，收益法预测期间费用时，由于标的公司近年未发生营业费用，故预测未考虑营业费用。请公司说明标的公司未来客户拓展计划、拓展渠道和方式，未考虑营业费用的原因及合理性。请财务顾问和评估师发表意见。

一、问题答复

请公司说明标的公司未来客户拓展计划、拓展渠道和方式，未考虑营业费用的原因及合理性。

标的公司通过实地走访调研的形式，对始发客户进行拓展和跟踪。根据《哈密新型综合能源基地总体规划》，淖毛湖产业区目前有 16 个项目具有确定性，总设计产能提质煤 2,285 万吨/年、油品 539 万吨/年、甲醇 110 万吨/年、其他化

工产品 190 万/年，另外还有煤炭（直接销售）超 2,000 万吨/年。上述项目将在十四五末带来超过 3,000 万吨/年的始发运量需求；另外条湖产业区、汉水泉产业区过货需求明确，条湖产业区、汉水泉产业区内的新疆能源、新疆国投、新投、保利等大型能源企业，因受制于运输瓶颈制约，原本对所获取的资源未开采或产量很低。红淖-将淖铁路通车后，可促使上述企业产量大幅提升。

标的公司未来始发及过货运输的主要客户为周边煤炭、煤化工企业及今后将淖铁路沿线的其他生产企业。由于红淖铁路所处淖毛湖地区，上游为三塘湖地区、巴里坤地区以及准东地区，以上地区煤炭资源丰富，周边煤矿企业、煤化工企业、电解铝等企业众多，经访谈及调研周边企业和政府部门，该区域煤炭、煤化工产品、电解铝等产品外运的需求量巨大，且红淖铁路相比公路运输在运价上具有较大竞争优势，周边企业对选择铁路运输意向较为迫切。

经走访及调研，周边企业对标的公司的运价都较为认可，目前主动寻求标的公司的潜在客户较多，市场供不应求。且根据《实施方案》全面加快推进新疆“十四五”新增产能 1.6 亿吨/年煤矿项目建设，充分释放煤炭先进优质产能，力争 2025 年全区煤炭产量达到 4 亿吨以上，未来标的公司的运能仍将长期保持供不应求的状态。在此市场供需状态下，未来在客户拓展方面标的公司无需投入人力和相关费用。本次评估未预测该项费用具有合理性。

二、评估师回复意见

经分析，评估师认为：

标的公司近年未发生营业费用，标的公司的运能也将长期保持供不应求的状态，未来在客户拓展方面标的公司不需要投入人力和相关费用，本次评估未预测该项费用具有合理性。

经办资产评估师：

