

北京中企华资产评估有限责任公司 对深圳证券交易所《关于对东莞发展控股股份有限 公司的关注函》相关问题的专项核查意见

深圳证券交易所：

根据贵所于 2023 年 8 月 16 日下发的《关于对东莞发展控股股份有限公司的关注函》（公司部关注函〔2023〕第 301 号）（以下简称“《关注函》”），北京中企华资产评估有限责任公司评估项目组对关注函中的问题进行了认真的研究、分析和核查，现就关注函中需要评估师核查并发表明确意见的问题回复如下：

问题一：公告显示，照洲投资参股的新照公司主要负责投资建设运营的惠常高速公路东莞段，本次交易使公司间接获得惠常高速东莞段 35%收益权。“惠常高速东莞段项目土地权属及手续不齐全的风险，项目用地暂未取得不动产权证，项目建设重要手续不齐全”。

（1）请你公司补充说明惠常高速公路东莞段土地权属及手续不齐、项目用地暂未取得不动产权证，项目建设重要手续不齐全的具体情况，尚需履行的审批程序，办理完成是否存在实质性障碍，是否存在纠纷，是否已经或可能对收费合规性造成影响，你公司是否在对照照洲投资和新照公司的评估过程中予以考虑，是否影响评估价格，并充分提示风险。请评估机构发表专项核查意见。

【回复】

一、惠常高速公路东莞段项目用地暂未取得不动产权证，项目建设重要手续不齐全的具体情况

（一）项目用地未取得不动产权证

根据广东省国土资源厅于 2006 年 9 月 7 日出具《关于惠常高速公路（东莞段）项目用地的预审意见》（粤国土资[预]函〔2006〕88 号），惠常高路公路东莞段项目拟用地 129.1011 公顷。目前惠常高路公路东莞段项目用地尚未取得不动产权证，尚需获得政府相关部门的批准。

1、存在的风险

惠常高速公路东莞段用地尚未取得不动产权证，土地权属可能存在争议，其他权利人可能会对项目的土地权属提出异议，导致土地产权不清晰，进而影响项目的价值；因未取得不动产权证，新照公司可能存在被土地主管机关实施行政处罚或被其他主管部门实施行政处罚的风险。由于项目年代久远，存在不动产权证补办难度较大、可能产生补办手续相关费用的风险。

2、风险分析

由于惠常高路公路东莞段用地已完成土地征收及地上物拆迁等前期工作，足额支付了征地拆迁补偿费用，实际履行了相关义务；同时该项目取得了政府部门关于投资核准、收费期限批复、试运营批复等，新照公司已实质使用该地块，该项目用地自收费以来未发生权属纠纷，且高速公路用地由于历史原因未办理相关产权证书是行业内比较常见的问题，未取得不动产权证不会对惠常高速公路东莞段项目造成重大不利影响。

目前不动产权证正在办理过程中，本次交易的价格考虑了产权瑕疵的风险，且交易对方及实际控制人已出具兜底承诺，具体见“（三）转让方出具的承诺”，以上风险不会对本次交易造成重大不利影响。

（二）项目建设重要手续不齐全

惠常高速公路东莞段项目前期已取得项目建设批复、项目初步设计批复，项目后期取得项目工程交工验收合格批复、环评批复、竣工决算批复、消防批复及质量鉴定报告等。因暂未取得不动产权证，导致暂未取得项目竣工验收鉴定书。

1、存在的风险

由于项目未办理整体竣工验收手续，存在被主管部门要求尽快完成整改、规范等风险，将可能对本项目的运营造成影响，从而影响本次投资收益。截至本回复出具之日，新照公司尚未收到交通主管部门要求责令改正的通知。

2、风险分析

该项目已实际完成竣工，2009年已获得广东省交通厅关于通车试运营的批复，现已实际运营14年，虽未取得竣工验收鉴定书，不会对项目运营产生实质性不利影响。目前不动产权证正在办理过程中，若解决了土地问题，则可以补办竣工验收。本次交易的价格考虑了该风险的影响，且交易对方及实际控制人已出具兜底承诺，具体见“（三）转让方出具的承诺”，以上风险不会对本次交易造成重大不利影响。

（三）转让方出具的承诺

本次交易的转让方鸿发集团及其简坚辉已向公司出具相关承诺，若因不动产权证等原因影响收费的，转让方需承担连带责任。此兜底承诺有效降低了因不动产权证缺失等带来的交易风险。鸿发集团及其简坚辉出具的承诺具体如下：

“若惠常高速公路项目在经营期内因任何手续文件或审批程序（包括但不限于立项、土地、环保、水土保持、安全、收费、交通等

审批手续)的缺失而被主管部门处罚或导致停运,因此对照洲投资和东莞控股所造成的全部直接或间接的损失由鸿发集团及其简坚辉(以下简称“连带责任人”)承担连带责任,照洲投资或东莞控股有权要求连带责任人中任一方或多方履行损害赔偿责任,连带责任人中任何一方均不得推诿或拒绝。”

二、是否已经或可能对收费合规性造成影响

(一) 惠常高速公路项目已取得的批复文件

2006年10月30日,原广东省发改委以《关于惠州惠东至东莞常平高速公路东莞段项目申请报告的核准意见》(粤发改交[2006]858号)文件,批准建设该项目,批准工程投资估算约12.5亿元(含建设期贷款利息)。

2009年2月1日,广东省人民政府办公厅以《关于惠常高速公路东莞段收费年限的复函》(粤办函〔2009〕35号)文件,批复了东莞市人民政府(东府〔2008〕107号)文件,同意了惠常高速公路东莞段收费期为25年(自该项目建成交工验收合格、通车收费之日起计算),即2009年9月28日至2034年9月27日。

2009年9月28日,东莞市交通局以《转发省交通厅关于惠州惠东至东莞常平高速公路东莞段工程交工验收报告备案意见的通知》(东交〔2009〕522号)文件,转发了广东省交通厅关于“同意惠州惠东至东莞常平高速公路东莞段交工验收质量等级暂定为合格,工程基本具备通车试运营条件,可以向社会开放交通”的审核意见。

综上所述,惠常高速公路东莞段收费公路的设立已经取得主管机关的批复。

(二) 收费的合规性分析

惠常高速公路东莞段收费公路的设立已经取得主管机关的批复。截至本回复出具之日，不动产权证书及相关手续正在办理过程中，惠常高速公路东莞段未出现收费合规障碍。未取得不动产权证书以及项目建设手续不齐全不会对惠常高速公路东莞段项目的收费合规性造成重大不利影响。

三、对照洲投资和新照公司的评估影响

由于该事项目前未影响照洲投资和新照公司正常经营，且未来如何处理、何时处理均有较大不确定性，因此本次评估未考虑该事项对评估结论的影响。

虽然评估结果未反映该事项的影响，但考虑到后续可能产生办证相关费用等，本次交易价格在评估结果的基础上调减了 3,218.67 万元。

四、评估机构专项核查意见

（一）评估过程是否考虑

关于惠常高速公路东莞段土地权属相关手续不齐、项目用地暂未取得不动产权证书的问题，并基于该事项就合规性以及预期处理与本项项目律师进行了沟通，该项目已获得《关于惠常高速公路（东莞段）项目用地的预审意见》（粤国土资[预]函〔2006〕88号）的用地预审批复、《关于惠州惠东至东莞常平高速公路东莞段设置收费站有关问题的复函》（粤办函〔2009〕306号）的收费批复以及《转发省交通厅关于惠州惠东至东莞常平高速公路东莞段工程交工验收报告备案意见的通知》（东交〔2009〕522号）的开放运营通知等批复文件，惠常高速公路虽然有土地权属相关手续不齐、项目用地暂未取得不动产权证书的问题，但上述产权瑕疵不会对其收费合规性造成影响，也不影

响项目正常运营，因此本次评估按照项目已经批复的运营期进行了收益法评估。由于截至评估报告日该事项尚无明确的解决方案，具体支出金额亦无法准确鉴定，因此本次评估对于该事项未来有可能产生的现金流出未进行考虑。

（二）是否影响评估价格

新照公司土地权属相关手续不齐、项目用地暂未取得不动产权证的问题不影响其收费合规性以及项目正常运营，因此不影响以公司持续经营假设为前提的评估结果。对于该事项对后续交易的影响，本次交易的转让方已出具相关承诺，若因不动产权证等原因影响收费的，转让方需承担连带责任。

问题二：公告显示，近两年一期，照洲投资营业收入均为 0；净利润分别为 4,004.68 万元、7,812.26 万元、4,181.59 万元，其中对联营企业和合营企业的投资收益分别为 6,692 万元和 5,598 万元；净资产分别为 25,496.75 万元、33,309.01 万元、36,723.47 万元。以 2022 年 12 月 31 日为评估基准日，照洲投资净资产账面价值为 33,309.01 万元，选用资产基础法的评估价值为 91,718.67 万元，增值额为 58,409.66 万元，增值率为 175.36%。增值率高主要由于其持有的新照公司股权评估价值为 243,403.17 万元，新照公司选用收益法作为评估结果，对应 35% 股权评估值为 85,191.11 万元，较照洲投资长期股权投资账面价值 26,781.54 万元，增值 58,409.57 万元。

（1）请就新照公司收益法评估的具体情况，包括营业收入、营业成本、费用、净利润、折现率、现金流量等主要参数的具体情况和评估依据、过程及合理性，并结合同行业可比公司经营情况，重点说明未来收益及现金流量测算的依据及合理性。结合上述情况进一步说

明本次新照公司收益法评估过程、评估结果，以及按实际净资产规模测算的评估增值率的合理性，本次评估是否审慎，是否存在损害上市公司利益的情形。

(2) 请结合问题(1)、问题(2)回复，说明新照公司选用收益法而照洲投资选用资产基础法的原因及合理性，照洲投资本次评估增值较高的原因及合理性，本次评估是否审慎，是否存在损害上市公司利益的情形。

请评估机构发表专项核查意见，请独立董事核实并发表明确意见。

【回复】

(1) 请就新照公司收益法评估的具体情况，包括营业收入、营业成本、费用、净利润、折现率、现金流量等主要参数的具体情况和评估依据、过程及合理性，并结合同行业可比公司经营情况，重点说明未来收益及现金流量测算的依据及合理性。结合上述情况进一步说明本次新照公司收益法评估过程、评估结果，以及按实际净资产规模测算的评估增值率的合理性，本次评估是否审慎，是否存在损害上市公司利益的情形。

新照公司收益法评估的具体情况及其合理性说明

(一) 根据新照公司2020年-2022年营业收入、成本等数据(其中2021年-2022年已经大华会计师事务所(特殊普通合伙)审计)，按收益法评估预测新照公司2023年-2034年营业收入、营业成本、费用、净利润、折现率、现金流量，具体情况如下：

单位：万元

项目	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	2032年	2033年	2034年1-9月	2034年9月27日
一、营业总收入	28,052.90	34,555.61	29,385.38	35,354.37	37,122.09	38,978.20	40,927.10	42,973.46	45,122.13	46,475.80	46,475.80	46,475.80	46,475.80	46,475.80	25,689.02	0
减：营业成本	10,470.93	10,169.69	9,953.01	11,904.63	12,481.34	13,282.41	10,147.11	10,235.60	10,328.05	10,395.75	10,420.82	10,446.65	10,473.25	7,704.22	11,503.43	0
税金及附加	200.2	139.5	117.7	139.01	145.38	152.06	159.08	166.44	174.18	179.05	179.05	179.05	179.05	179.05	101.28	0
销售费用	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
管理费用	50.56	48.86	43.21	45.5	46.1	46.71	47.34	47.97	48.62	49.28	49.96	50.65	51.35	52.07	39.05	0
二、营业利润	17,234.55	24,294.81	19,560.80	23,265.23	24,449.27	25,497.01	30,573.58	32,523.45	34,571.28	35,851.71	35,825.96	35,799.44	35,772.14	38,540.45	14,045.26	0
加：营业外收入	75.12	22.35	29.2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
减：营业外支出	60.89	0.23	0.03	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
三、利润总额	17,248.79	24,316.92	19,589.97	23,265.23	24,449.27	25,497.01	30,573.58	32,523.45	34,571.28	35,851.71	35,825.96	35,799.44	35,772.14	38,540.45	14,045.26	0
减：所得税费用	4,391.15	6,094.45	4,897.49	5,816.31	6,112.32	6,374.25	7,643.40	8,130.86	8,642.82	8,962.93	8,956.49	8,949.86	8,943.03	9,635.11	3,511.31	0
四、净利润	12,857.63	18,222.47	14,692.48	17,448.92	18,336.96	19,122.76	22,930.19	24,392.58	25,928.46	26,888.78	26,869.47	26,849.58	26,829.10	28,905.34	10,533.94	0
利息支出*(1-所得税率)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
五、息前税后净利润	12,857.63	18,222.47	14,692.48	17,448.92	18,336.96	19,122.76	22,930.19	24,392.58	25,928.46	26,888.78	26,869.47	26,849.58	26,829.10	28,905.34	10,533.94	0
加：折旧及摊销				6,145.11	6,144.21	6,144.21	6,144.21	6,144.21	6,144.21	6,144.21	6,144.21	6,144.21	6,144.21	6,144.21	3,347.77	0
减：资本性支出				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营运资金增加或减少				-1,852.23	-436.14	-603.14	2,333.38	-72.07	-75.33	-54.5	-18.67	-19.23	-19.8	37.86	0	0
加：其他(减项以“-”号填列)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
加：期末回收				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-3,459.18
六、自由现金净流量				25,446.27	24,917.31	25,870.10	26,741.01	30,608.86	32,148.00	33,087.49	33,032.34	33,013.02	32,993.11	32,215.25	10,533.94	-3,459.18
折现率年限				0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	5.5	6.5	7.5	8.5	9.5	10.5	11.37	11.74
七、折现率				6.30%	6.30%	6.30%	6.30%	6.30%	6.30%	6.30%	6.30%	6.30%	6.30%	6.30%	6.30%	6.30%
折现系数				0.97	0.91	0.86	0.81	0.76	0.71	0.67	0.63	0.59	0.56	0.53	0.5	0.49
八、各年净现金流量折现值				24,680.33	22,734.55	22,206.90	21,593.37	23,250.49	22,972.96	22,244.72	20,889.65	19,639.44	18,466.25	16,961.33	5,258.54	-1,688.08

（二）收益法中各参数的评估依据和过程：

1.收益期

根据广东省人民政府办公厅文件关于惠常高速公路东莞段收费年限的复函（粤办函[2009]35 号），惠常高速公路东莞段收费期为 25 年（自该项目建成交工验收合格、通车收费之日起计算）。项目于 2009 年 9 月 27 日通车，即收费期截至 2034 年 9 月 27 日。

2.营业收入的预测

惠常高速全线的年通行费收入按如下公式计算：

年通行费收入=总车流量×平均单位车收费价格×收费里程×年收费天数

（1）总车流量

总车流量按照历史年度实际运营情况以及未来经济恢复预期测算。2023 年车流量参考 2019 年的车流量水平以及 2023 年 1-4 月份实际车流量与 2019 年同期的差异修正原车流量水平进行预测，未来年度参考经济发展水平以及车辆保有量以每年 5%-3%的水平增长。

（2）未来年度收费标准

根据广东省交通厅、广东省物价局《关于常虎高速公路与惠常高速公路连接后车辆通行费收费标准的批复》（粤交费[2009]903 号）中的收费标准，车辆通行费收费标准为 0.6 元/标准车公里，车辆分为一至六类不同车型标准，分别以标准车的 1-3.5 倍收费系数收费。通过统计历史年度的总收入及总车流量，2020 年-2022 年不同车型平均每公里收费为 0.66 元，经对比分析，2020-2022 年一类车占比均为 82%，二类车占比均为 6%，车流量结构趋于稳定，因此本次年度收费标准参考历史年度不同车型每公里收费金额平均数 0.66 元。

（3）收费里程

根据广东省发展和改革委员会文件《关于惠州惠东至东莞常平高速公路东莞段项目申请报告的核准意见》（粤发改交〔2006〕858号）中的批复的 14.9 公路收费里程测算。

（4）年收费天数

按照 365 天计算。

3.营业成本的预测

营业成本分为付现成本和折旧摊销，付现成本包括征收业务成本、安全通讯监控成本、路桥养护成本、委托管理成本，本次参考历史年度支出水平以及未来经营预期测算；折旧摊销按照原始投资额以平均年限法（25 年期）预测：

（1）征收业务成本：征收业务成本主要为联网拆分手续费、水电费等。联网拆分手续费按照通行费金额的一定比例收取，本次预测参考最近两年平均水平测算；水电费支出比例各年略有波动，按照历史年度平均水平测算。

（2）安全通讯监控成本：安全通讯监控成本主要为监控机电设备日常故障修复及个别老旧设备的更换，项目支出主要根据对设备使用情况的鉴定，每年支出差异较大，本次预测参考以前年度平均支出水平，同时考虑高速公路使用年期增加维护成本提高，以 3%的增长率测算。

（3）路桥养护成本：路桥养护成本分为日常养护成本和专项养护成本，日常养护成本主要与车流量水平相关，一般车流量越大，道路不同程度的损耗越大，养护成本增加，本次日常养护成本按照未来年度车流量以及平均养护成本水平测算。专项养护成本一般为某一项

或某一专业的专项工程，具体支出依据道路实际使用情况的需要，本次预测参考以前年度平均支出水平，同时考虑高速公路使用年期增加维护成本提高，以 3%的增长率测算。

(4) 委托管理成本：惠常高速委托东莞市路桥投资建设有限公司常虎高速公路分公司进行日常管理，双方按年签订委托经营管理协议，管理内容主要包含人员管理、日常经营业务管理、通行费征收管理、路政管理、物业管理等，每年支出以合同约定为基础，参考人员以及日常管理实际支出水平做结算调整，本次预测参考最近两年实际支出水平确定。

(5) 折旧费用：折旧费用主要为路产资产的折旧成本，预测参考企业折旧政策，按照年限平均法以 25 年期测算。

4.税金及附加的预测

新照公司增值税按照收入的 3%简易征收，城市维护建设税、教育费附加、地方教育发展费适用税率分别为 7%、5%和 2%。营业税金及附加支出以增值税测算金额为基础按照占增值税的固定比率预测。

5.管理费用的预测

管理费用主要为管理人员成本、中介机构服务费以及办公费，本次预测人员成本参考历史年度平均支出水平的基础上考虑 2%的增长水平测算，其他成本按照历史年度平均水平预测。

6.预测期净利润

被评估单位适用 25%的企业所得税税率，按照以上预测公司 2023 年-2034 年 9 月的利润总额后扣减 25%的所得税费用确定预期净利润。

7. 营运资金增加额的预测

营运资金=调整后流动资产-调整后流动负债

流动资产和流动负债的主要调整事项包括其他流动资产等与正常经营无关的款项。

评估基准日后期间及未来年度的营运资金，通过测算历史年度的流动资产和流动负债科目的周转次数，参考平均周转次数来预测未来的流动资产和流动负债，从而测算未来的营运资金。

营运资金追加额=当期所需营运资金-期初营运资金

8. 现金流的确定

在预测净利润基础上，通过加回折旧摊销扣减资本性支出及营运资金追加额确定预测期经营现金流，其中关于期末资产回收金额，按照省政府粤办函〔2003〕369号文的批复，本项目为收费公路项目，具体收费方式、收费期限等按有关规定办理。收费期满后，所有路产及其附属设施不再作价无偿交由政府交通主管部门管理。因此本次期末不考虑资产的回收价值。

9. 折现率的确定

（1）无风险收益率的确定

国债收益率通常被认为是无风险的，因为持有该债权到期不能兑付的风险很小，可以忽略不计。根据 WIND 资讯系统所披露的信息，10 年期国债在评估基准日的到期年收益率为 2.8353%，本资产评估报告以 2.8353% 作为无风险收益率。

（2）权益系统风险系数的确定

被评估单位的权益系统风险系数计算公式如下：

$$\beta_L = [1 + (1 - t) \times D/E] \times \beta_U$$

式中： β_L ：有财务杠杆的权益的系统风险系数；

β_U ：无财务杠杆的权益的系统风险系数；

t：被评估单位的所得税税率；

D/E：被评估单位的目标资本结构。

根据被评估单位的业务特点，评估人员通过 WIND 资讯系统查询了 9 家沪深 A 股上市的高速公路相关公司 2022 年 12 月 31 日的 β_U 值，并取其平均值 0.3042 作为被评估单位的 β_U 值，具体数据见下表：

代码	股票代码&公司简称	D/E	β_U 值
000429.SZ	粤高速 A	0.4038	0.1709
000548.SZ	湖南投资	0.1579	0.3081
600012.SH	皖通高速	0.7249	0.562
600035.SH	楚天高速	1.3189	0.3735
600269.SH	赣粤高速	1.0241	0.287
600350.SH	山东高速	1.6352	0.1728
600377.SH	宁沪高速	0.7201	0.2535
600548.SH	深高速	1.7432	0.2417
平均值：		0.9392	0.3042

新照投资无付息债务，取 0.00 作为被评估单位的目标资本结构。

被评估单位评估基准日执行的所得税税率为 25%。

将上述确定的参数代入权益系统风险系数计算公式，计算得出被评估单位的权益系统风险系数。

$$\beta_L = [1 + (1 - t) \times D/E] \times \beta_U$$

(3) 市场风险溢价的确定

市场风险溢价是市场投资报酬率与无风险报酬率之差。其中，评估基准日市场投资报酬率以上海证券交易所和深圳证券交易所股票交易价格指数为基础，选取 1992 年至 2022 年的年化周收益率加权平均值综合分析确定。经测算，市场投资报酬率为 9.48%。无风险报酬率取评估基准日 10 年期国债的到期收益率 2.84%。市场风险溢价为 6.64%。

(4) 特定风险调整系数的确定

特定风险调整系数在分析公司的经营风险、市场风险、管理风险以及财务风险等方面风险及对策的基础上综合确定。结合被评估单位业务规模、历史经营业绩、行业地位、经营能力、竞争能力、内部控制等情形对企业风险的影响。以可比上市企业为参照显见被评估单位作为地方高速公路建设运营商，运营风险较小，因此个体风险取1.5%。

(5) 预测期折现率的确定

将上述确定的参数代入权益资本成本计算公式，计算得出被评估单位的权益资本成本。

$$K_e = R_f + \beta \times MRP + R_c$$
$$=6.30\%$$

(6) 计算加权平均资本成本

被评估单位无付息债务，加权平均资本成本与权益资本成本一致，即 $R=K_e=6.30\%$

(三) 预测合理性解释

(1) 收入

新照公司 2019 年-2022 年车流量及收入数据如下：

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
全年通车天数（天）	365	287	365	365
平均单价（每公里）	0.66	0.65	0.68	0.65
主线高速公路的长度（公里）	14.90	14.90	14.90	14.90
主线车流量（日）	105,868	97,704	93,242	82,844
主线通行费收入（元）	381,303,545	270,164,895	344,962,233	293,709,681

历史年度收入呈现下降主要原因系：不同时点的阶段性封路以及人员流动减少均会导致车流量的下降，2023 年恢复正常通行后，按照 2023 年 1-4 月的通行数据，车流量已恢复到 2019 年正常年份的

93%，因此本次预测 2023 年车流量整体参考 2019 年的 93%测算，未来车流量预测趋势一方面参考区域经济的发展程度，由于东莞市为珠江三角洲东岸中心城市，惠常高速的连接线常虎高速是宁波至东莞高速公路的重要组成部分，也是东莞市“五横五纵五连”高速公路网的第三横、第三纵，串联了大湾区珠江两岸、深穗莞惠四大城市，是湾区城市互联互通的重要通道。其车流量受整体经济繁荣程度影响明显，广东省 2012-2022 年 10 年 GDP 平均增速为 6.6%，2023 年上半年增速 5.0%；另一方面，地区机动车保有量的上升对于该区域车流量也具有直接影响，2019-2022 年广东地区机动车保有量增长率分别为 7.9%、8.9%以及 7.6%，因此，通过上述分析，本次预测 2025 年-2028 年车流量以每年 5%的增长率预测，2029 年增长率 3%，2029 年之后不再增长，符合当地经济发展水平，具有合理性。

收费标准、收费里程均有符合规定的政府批文，后续执行按照政府文件规定执行，具有合理性。

（2）主营成本支出

从预测方式，本次主营成本预测主要通过分析成本性质以及其影响因素进行判断，由于高速公路本身的运营性质，企业 2019-2022 年固定成本和变动成本占比分别为 98%和 2%。从发生性质判断，征收业务成本主要为联网拆分手续费，一般按照通行费金额的一定比例收取，因此属于变动成本，本次参考其最近两年平均水平测算。除此之外的安全通讯监控成本、路桥养护成本、委托管理成本以及折旧费用从性质上均属于固定成本，由于公司经营相对成熟，安全通讯监控成

本、路桥养护成本、委托管理成本每年都有稳定的支出，本次预测参考以前年度平均支出水平预测，折旧按照年限平均法以 25 年期测算。

从数据呈现：公司 2019-2022 年收入和毛利率水平如下：

年份/项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
收入（万元）	41,723.31	28,052.90	34,555.61	29,385.38
毛利率	75%	63%	71%	66%

由于公司固定成本占比较大，因此一般在收入较高年份，毛利随之增加。基于以上各类成本测算，预测期收入和毛利率水平如下：

年份/项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年
收入（万元）	35,354.37	37,122.09	38,978.20	40,927.10	42,973.46	45,122.13
毛利率	66%	66 %	66 %	75%	76%	77%

年份/项目	2029 年	2030 年	2031 年	2032 年	2033 年	2034 年 1-9 月
收入（万元）	46,475.80	46,475.80	46,475.80	46,475.80	46,475.80	25,689.02
毛利率	78%	78%	78%	77%	83%	55%

通过数据可知，毛利率随着收入的增加整体呈现上升趋势，2023 年-2025 年毛利水平与 2022 年持平，2027 年-2032 年在历史年度正常年份 2019 年的毛利水平上增长 2%-3%，2033 年由于折旧已提完，成本减少，毛利大幅上升；2034 年由于仅有 9 个月收益期，且最后一期需要进行交付前大修，车流量预期较低，收入下降，同时大修成本作为费用化在成本中支出，导致毛利下降。综上分析，主营成本从预测方式和数据结果呈现均具有合理性。

（3）税金及附加

新照公司增值税按照收入的 3% 简易征收，本次按照企业实际缴税规则预测，预测期税金及附加占收入比例与最近两年基本持平，具有合理性。

年份/项目	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
税金及附加/收入	0.40%	0.40%	0.39%	0.39%	0.39%	0.39%	0.39%
年份/项目	2028年	2029年	2030年	2031年	2032年	2033年	2034年 1-9月
税金及附加/收入	0.39%	0.39%	0.39%	0.39%	0.39%	0.39%	0.39%

(4) 管理费用

新照公司管理费用人员费用、中介机构服务费、办公费用及其他，成本支出稳定，未来预测人员成本参考历史年度平均支出水平的基础上考虑 2% 的增长水平测算，其他成本按照历史年度平均水平预测，管理费用占收入比例随着收入的增加呈现下降趋势，整体具有合理性。

项目	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
管理费用/收入	0.19%	0.14%	0.15%	0.13%	0.12%	0.12%	0.12%	0.11%
项目	2028年	2029年	2030年	2031年	2032年	2033年	2034年 1-9月	
管理费用/收入	0.11%	0.11%	0.11%	0.11%	0.11%	0.11%	0.15%	

(5) 营运资金

本次营运资金采用周转率方式进行测算，参考最近 2-3 年各流动资产和流动负债周转率水平，由于高速公路属于现金收费，应收账款周转较快，应付账款存在一定的账期，因此形成负数追加，经测算，历史年度及预测期营运资金占收入比例如下：

项目	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
营运资金/收入	-7.61%	-9.12%	-12.87%	-13.44%	-14.35%	-7.94%	-7.73%
项目	2028年	2029年	2030年	2031年	2032年	2033年	
营运资金/收入	-7.53%	-7.43%	-7.47%	-7.51%	-7.56%	-7.47%	

预测期 2023 年-2025 年由于存在大修成本的支出，因此营运资金负数占比较高，2026 年-2033 年与历史年度占比基本一致，营运资

金预测具有合理性。

(6) 折现率

本次预测折现率水平为 6.3%，预测折现率基于上市公司数据计算，按照上市公司数据表现，行业整体 β 较低，行业随着资本市场波动的幅度较小，行业波动风险小，折现率较小符合行业特点。同时就高速公路本身经营的特点而言，属于稳定回报类型，经营风险较小，同时有一定的公共事业性质，收益整体偏低。本次 2024 之后车流量预测平均增长率不到 3%，公司未来经营风险小，折现率较低符合公司实际经营情况；

(7) 同类交易案例对比分析

评估人员对高速公路公司的运营模式、运营规模、财务风险、交易背景等方面进行了分析，选择国内 2021 年以来公开披露、未确认交易失败、有公开信息可供参考的高速公路公司股权交易案例做对比分析，最终选择了与本次较为接近的 3 个案例作为本次评估的基础案例，具体如下表所示：

金额单位：人民币万元

	案例 1	案例 2	案例 3
交易标的名称	广西梧州岑梧高速公路有限公司	广西全兴高速公路发展有限公司	湖南道岳高速公路实业有限公司
购买方	广西五洲交通股份有限公司	广西五洲交通股份有限公司	新创建(广东)投资有限公司
交易类型	股权转让	股权转让	股权转让
首次披露日期	2022/6/28	2022/6/28	2023/1/6
评估基准日	2022/3/31	2022/3/31	2022/8/31
剩余收费年限	13.99	16.47	16.33
交易进度	完成	完成	完成
交易股比	16.80%	34.00%	60.00%
交易总价	2,385.60	51,850.00	55,570.00
折合 100%股权	14,200.00	152,500.00	92,616.67

交易价格			
------	--	--	--

高速公路行业属于资本密集型、高折旧摊销、高财务杠杆行业，采用 EV/EBITDA 比率估值可以使不同资本结构的企业在这一指标下更具有可比性，同时剔除了折旧摊销非付现成本的影响，可以更准确的反映公司价值。

根据 $EV/EBITDA = (\text{股权价值} + \text{带息债务} - \text{货币资金}) / (\text{利润总额} + \text{财务费用} + \text{折旧摊销})$ ，及公开信息获取的交易案例的财务数据，计算得出 3 个可比交易案例的企业价值倍数（EV/EBITDA 比率），如下表所示：

	案例 1	案例 2	案例 3
交易标的名称	广西梧州岑梧高速公路有限公司	广西全兴高速公路发展有限公司	湖南道岳高速公路实业有限公司
EV/EBITDA	7.63	9.33	12.27

通过对比分析，结合高速公路行业内公司的运营模式及特点，新照公司与可比交易案例在运营模式、财务风险、交易背景等方面具有较强可比性，但考虑到高速公路公司大多属于在其运营管理的高速公路剩余收费年限的有限年期内经营，经营期限的长短对企业价值的高低存在影响，故我们采取对各可比交易案例所运营管理高速公路的剩余收费年限进行打分，并对 EV/EBITDA 比率进行修正的方式，消除这些差异。修正前后 EV/EBITD 比率如下：

项目	案例 1	案例 2	案例 3
修正前 EV/EBITD	7.63	9.33	12.27
修正系数	0.9901	0.9804	0.9804
修正后 EV/EBITD	7.55	9.15	12.03
修正后平均 EV/EBITD	9.58		

本次取可比交易案例的修正后平均 EV/EBITD 均值 9.58 作为标的股权的价值比率，以此计算标的股权在基准日的市场价值，过程如下：

评估基准日新照公司 100%股权估值:	金额单位: 人民币万元
新照公司评估基准日财务数据 (□~□):	
利润总额□	19,589.96
财务费用□	-
折旧及摊销□	6,167.58
带息债务□	-
货币资金□	4,572.44
新照公司评估基准日 EBITDA□=□+□+□	25,757.55
企业价值倍数 (EV/EBITDA 比率) □	9.58
新照公司企业价值 (EV) □=□*□	246,686.48
新照公司 100%股权价值□=□-□+□	251,258.93

通过对比同行业交易案例,新照公司 100%股权价值为 251,258.93 万元,与收益法结论 243,403.16 万元相差 7,855.77 万元,差异率为 3.13%,可以验证收益法估值具有合理性。

本次收益法评估结论较账面价值增值额为 169,682.88 万元,增值率为 230.17%。评估增值是由于收益法结果基于未来净现金流量的折现,惠常高速的整体车流量较好,形成稳定现金流入,成本支出相对固定,预计净现金流量现值高于资产的投资成本,符合高速公路运营特点,具有合理性。本次评估过程审慎,不存在损害上市公司利益的情形。

(3) 请结合问题 (1)、问题 (2) 回复,说明新照公司选用收益法而照洲投资选用资产基础法的原因及合理性,照洲投资本次评估增值较高的原因及合理性,本次评估是否审慎,是否存在损害上市公司利益的情形。请评估机构发表专项核查意见,请独立董事核实并发表明确意见。

一、新照公司选用收益法而照洲投资选用资产基础法的原因及合理性

根据资产评估执业准则——资产评估方法 (中评协〔2019〕35 号),第十条资产评估专业人员选择和使用收益法时应当考虑收益法

应用的前提条件：（一）评估对象的未来收益可以合理预期并用货币计量；（二）预期收益所对应的风险能够度量；（三）收益期限能够确定或者合理预期。

新照公司历史年度持续盈利，未来收益期限明确，高速公路收费里程和收费标准均有可执行的批复文件，未来收益可以合理预期并用货币计量，预测期内不确定性风险较小，收益所对应的风险能够度量，因此适合采用收益法。

照洲投资无实际经营业务，公司主要作为新照公司的投资平台，利润来源于新照公司的股东分红，2019年、2021年、2022年新照公司向照洲投资分红6300万元、10506.72万元、9065.08万元，2021及2022年连续两年无营业收入，公司未来收益无法合理预期，因此不适合采用收益法。由于公司仍在正常经营，基准日相关资产负债已经审计，资产负债余额清晰，适合采用资产基础法进行评估。

二、照洲投资本次评估增值较高的原因及合理性

照洲投资的评估增值主要来源于长期股权投资新照公司估值增值，照洲投资对长期股权投资新照公司采用权益法核算，账面价值为历史投资成本以及后续权益调整，本次对新照公司采用收益法评估，是基于其预期收益资本化，由于新照公司预测现金流较好，风险稳定，因此预期收益折现后估值高于股东投资成本，形成较高增值，新照公司预测现金流的合理性见问题（2）相关解释，通过前述分析，本次评估合理审慎，不存在损害上市公司利益的情形。

三、评估机构专项核查意见

新照公司历史年度持续盈利，未来收益期限明确，未来收益可以合理预期并用货币计量，因此适合采用收益法；且新照公司由于预期

收益折现后估值高于股东投资成本，形成较高增值。照洲投资无实际经营业务，利润来源于新照公司的股东分红，2021 及 2022 年连续两年无营业收入，公司未来收益无法合理预期，因此不适合采用收益法；同时由于其相关资产负债已经审计，资产负债余额清晰，适合采用资产基础法进行评估。照洲投资的评估增值主要来源于长期股权投资新照公司估值增值。本次评估过程、评估方法、评估结论等合理审慎，不存在损害上市公司利益的情形。

问题三：公告显示，本次交易价格以评估基准日 2022 年 12 月 31 日评估价值 91,718.67 万元为基础，剔除 2023 年度照洲投资向鸿发集团、简坚辉分红 30,000 万元，考虑项目风险等因素交易标的股权的对价拟定为 58,500.00 万元，同时转让方对于照洲投资的应收股利债权为 18,890.58 万元（按账面价值），合计标的股权及标的债权的价格不超过 7.74 亿元。2022 年 12 月 31 日，照洲投资货币资金余额为 4.65 万元。

(1) 请结合评估基准日后才分红的情况，补充说明你公司对照洲投资和新照公司评估时是否考虑大额分红对评估结果和交易价格造成的影响及具体情况，进一步说明本次交易价格是否合理、公允，是否存在损害上市公司利益的情形。请评估机构发表专项核查意见，请独立董事核实并发表明确意见。

【回复】

一、大额分红对评估结果造成的影响及具体情况

本次评估以 2022 年 12 月 31 日为基准日，评估报告出具时间为 2023 年 4 月 30 日，照洲投资召开股东会分红决议时间为 2023 年 7 月 3 日，评估机构出具报告时无法预期期后分红的具体金额和方式，

因此本次评估未考虑报告日后大额分红对评估结果的影响。

二、大额分红对交易价格造成的影响及具体情况

新照公司经营惠常高速公路东莞段，目前处于成熟运营期，现金流量能覆盖其成本，并不需要股东出资等，因而照洲投资大额分红也不会影响新照公司经营情况，对其未来现金流不会有负面影响。新照公司采用收益法评估，在不影响未来现金流的情况下，新照公司的评估值不受大额分红的影响。

由于照洲投资无实际经营业务，主要持有新照公司 35%的股权，本次大额分红虽减少照洲投资净资产，但并不会影响其正常经营。照洲投资采用资产基础法核算，在新照公司估值不受影响的情况下，其长期股权投资账面值亦不会受影响，但由于大额分红直接减少了净资产，照洲投资的交易价格需相应调减股东全部权益价值，即照洲投资对应的股权评估价为 91,718.67 万元减去 3 亿元，经协商最终确定为 5.85 亿元。

由于本次大额分红形成了上市公司对照洲公司 1.88 亿的应收股利债权，上市公司将根据新照公司及照洲投资未来发展情况，逐年收回，不影响新照公司的经营情况。

综上，交易双方充分考量分红事项对交易的影响，分红金额最终体现在交易价格中，因此本次交易价格公允、合理，不存在损害上市公司利益的情形。

三、评估机构专项核查意见

由于照洲投资无实际经营业务，主要持有新照公司 35%的股权，本次大额分红虽减少照洲投资净资产，但并不会影响其正常经营。照洲投资采用资产基础法评估，评估结果是基于被评估单位于评估基准

日资产及负债的价值进行判断，期后大额分红不影响公司正常经营，同时对于公司资产及负债在基准日的价值无直接影响。

新照公司经营惠常高速公路东莞段，目前处于成熟运营期，本次采用收益法测算，高速公路具有现金收费的特点，有稳定的净现金流量流入，且账面保有 4572.44 万货币资金，因此不需要通过股东补充资金，其股东照洲投资大额分红也不会影响新照公司正常经营，对其未来现金流不会产生负面影响。

由于分红决议为 2023 年 7 月 3 日签署，本次评估报告出具时间为 2023 年 4 月 30 日，截至报告出具日无法预期期后分红的具体金额和方式，本次估值中不包含分红导致的现金流出，照洲投资的交易价格需相应调减因分红导致的股东权益价值的减少。

问题四、公告显示，“目前鸿发集团、简坚辉所持照洲投资股权，照洲投资持有的新照公司 35%股权除因融资事项被全部质押给银行外，交易标的不涉及重大争议、诉讼或仲裁事项，不存在查封、冻结等”。

(1) 请你公司补充说明对照洲投资和新照公司评估时是否考虑上述情况造成的影响及具体情况。请评估机构发表专项核查意见。

【回复】

一、质押对照洲投资和新照公司评估的影响

本次质押未影响公司正常经营，也没有导致财产的强制执行，因此本次评估在持续经营假设下对照洲投资股东全部权益市场价值进行评估，未考虑股权质押对评估结论的影响。

新照公司评估时由于照洲投资仅为新照公司参股股东，不参与公司日常经营，因此其参股股东形成的股权质押对新照公司经营无实质

性影响，本次未考虑股权质押对其评估结论的影响。

二、评估机构专项核查意见

照洲投资评估时已关注该质押事项，由于本次股权质押到基准日为止未影响公司正常经营，也没有导致财产的强制执行，因此本次评估在持续经营假设下对照洲投资股东全部权益市场价值进行评估，未考虑股权质押对评估结论的影响。同时已在评估报告特别事项中对质押情况进行了披露。

新照公司评估时由于照洲投资仅为新照公司参股股东，不参与公司日常经营，因此其参股股东的实际控制人形成的股权质押对新照公司经营无实质性影响，本次未考虑质押对其评估结论的影响。

（以下无正文，为《北京中企华资产评估有限责任公司对深圳证券交易所《关于对东莞发展控股股份有限公司的关注函》相关问题的专项核查意见》的签章页）

北京中企华资产评估有限责任公司

资产评估师：

资产评估师：

二零二三年八月二十二日