证券简称:粤高速A、粤高速B 证券简称:000429、200429 公告编号:2020-062

广东省高速公路发展股份有限公司
关于深圳证券交易所《关于对广东省高速公路发展股份有限公司的重组问询函》的回复公告

本公司及董事会全体成员保证信息披露内容的真实、准确、完整,没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

2020年12月3日,公司收到深圳证券交易所《关于对广东省高速公路发展股份有限公司的重组问询函》(非许可类重组问询函〔2020〕第14号)(以下简称"《问询函》")。公司及相关中介机构对有关问题进行了认真分析,并对《重大资产购买暨关联交易报告书(草案)》(以下简称"重组报告书")进行了修订和补充,现对《问询函》中提及的问题回复如下:

除特别说明外,本回复所述的词语或简称与重组报告书中释义所定义的词语或简称具有相同的含义。

(一)关于方案

1. 报告书显示,公司评估采用收益法、市场法进行评估,并采用收益法评估值作为最终评估结论,评估增值率为233.09%。请你公司说明:

(1)本次评估增值的原因及合理性,并结合主要参数的选择过程和依据、近期市场可比交易分析论证本次交易定价的公允性与合理性。

(2)广惠高速2015年至2019年营业收入平均同比增长率5.68%与评估期内2020年至2029年平均同比增长率超10%,说明差异的原因及合理性。

请独立财务顾问和资产评估机构核查并发表明确意见。

回复:

(一)本次评估增值的原因及合理性,并结合主要参数的选择过程和依据、近期市场可比交易分析论证本次交易定价的公允性与合理性。

1、本次评估主要参数的选择过程及依据

根据中水致远资产评估有限公司出具的《广东省高速公路有限公司拟转让广东广惠高速公路有限公司股权所涉及的广东广惠高速公路有限公司股东全部权益价值资产评估报告》(中水致远评报字[2020]第010146号),本次资产评估报告选用收益法评估结果作为评估结论,收益法评估的主要评估参数明细如下:

单位:万元

序号	项目/年度	2020年9-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年1月1日-11月8日	2029年11月8日
1	一、营业收入	71,001.59	225,175.35	247,736.51	270,047.97	294,469.32	313,906.22	342,294.57	326,625.13	160,245.81	137,619.48	
1	其中:主营业务收入	69,960.19	222,284.47	244,845.63	268,383.50	292,804.85	312,241.75	340,630.10	325,046.60	159,770.87	137,027.18	
2	其他业务收入	1,041.40	2,890.88	2,890.88	1,664.47	1,664.47	1,664.47	1,664.47	1,578.53	474.94	592.30	
3	二、营业成本	30,432.20	70,772.96	76,677.62	80,711.55	86,023.73	87,002.21	51,932.07	51,534.93	10,862.59	10,881.35	
4	其中:主营业务成本	30,310.69	70,408.43	76,313.09	80,347.02	85,659.20	86,637.68	51,567.54	51,947.28	10,859.88	10,881.35	
5	其他业务成本	121.51	364.53	364.53	364.53	364.53	364.53	364.53	587.65	2.71	-	
6	税金及附加	487.90	1,091.72	1,168.39	1,173.18	1,256.16	1,322.21	1,418.68	1,351.67	707.27	608.76	
7	销售费用	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
8	管理费用	1,244.64	2,854.92	2,974.81	3,098.35	3,193.07	3,361.13	3,478.73	3,295.2	1,692.77	1,731.11	
9	研发费用	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
10	财务费用	383.37	980.64	626.64	298.52	38.08	20.00	20.00	20.00	18.00	15.00	
11	加:其他收益	138.54	415.63	415.63	415.63	415.63	34.64	-	-	-	-	
12	投资收益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
13	公允价值变动收益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
14	资产减值损失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
15	资产处置收益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
16	三、营业利润	38,592.02	149,890.74	166,704.68	185,182.00	204,913.91	222,236.31	285,445.09	270,423.31	146,965.18	124,383.26	
17	加:营业外收入	229.56	386.00	386.00	386.00	386.00	386.00	386.00	338.77	128.66	109.98	
18	减:营业外支出	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
19	四、利润总额	38,821.58	150,276.74	167,090.68	185,568.00	205,299.91	222,621.31	285,831.09	270,762.08	147,093.84	124,493.24	
20	减:所得税费用	9,867.66	38,416.79	43,069.37	47,805.35	52,724.26	57,285.56	72,143.43	68,376.01	36,794.42	31,141.49	
21	五、净利润	28,953.92	111,859.95	124,021.31	137,762.65	152,575.65	165,335.75	213,687.66	202,386.07	110,299.42	93,351.75	
22	加:折旧	15,088.13	48,332.83	54,025.83	56,170.62	62,085.68	63,618.68	27,914.44	28,216	1,502.59	1,446.60	
23	摊销	37.62	121.24	109.72	99.43	106.86	124.17	144.39	179.35	199.16	314.92	
24	借款变动	-	-9,520.00	-8,000.00	-8,568.00	-2,141.00	-	-	-	-	-	
25	不涉及现金流的成本	117.35	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
26	递延所得税负债的转回	-92 3.13	-3,309.18	-4,291.02	-5,315.35	-6,378.14	-7,224.01	688.82	688.82	6,364.34	1,263.17	
27	减:追加运营资金	-	-23 7.39	5.50	-25.06	55.93	23.63	69.00	-90.82	-1,343.53	152.79	
28	减:不涉及现金流的收入	1,053.13	1,053.13	1,053.13	1,053.13	1,053.13	672.14	637.50	637.50	-	-	
29	减:资本性支出	1,042.48	900.00	900.00	900.00	900.00	900.00	900.00	900.00	300.00	300.00	
30	加:期末营运资金收回	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-11,331.38	
31	六、股权自由现金流量	42,400.30	145,769.10	163,576.92	180,221.28	204,336.19	220,259.09	241,828.81	230,129.2	119,409.44	95,923.65	-11,331.38
32	1、年折现率	9.14%	9.11%	9.08%	9.06%	9.05%	9.05%	9.05%	9.05%	9.05%	9.05%	9.05%
34	2、折现期	0.17	0.83	1.83	2.83	3.83	4.83	5.83	6.83	7.83	8.76	9.19
35	3、折现系数	0.9855	0.9298	0.8524	0.7816	0.7168	0.6573	0.6027	0.5527	0.5068	0.4677	0.4507
36	4、股权自由现金流量折现值	41,786.72	135,541.38	139,438.70	140,864.60	146,458.78	144,769.91	145,153.40	127,193.49	60,521.00	44,864.12	-5,107.11
37	5、累计股权自由现金流量折现值	41,786.72	177,328.10	316,766.39	457,631.39	604,090.18	748,860.08	894,013.48	1,021,206.97	1,081,727.97	1,126,592.09	1,121,484.98
38	6、股权自由现金流量的折现值评估值	1,121,484.98	7.加:企业溢余及非经营性净资产								65,919.58	
39	8、企业股东全部权益价值评估值										1,187,404.56	
40	账面净资产	356,484.84	评估增值			830,919.72	评估增值率			233.09%		
41	市场法评估值	1,182,617.97	收益法比市场法增值			4,786.59	收益法较市场法增值率			0.40%		

本次拟收购的标的公司属于高速公路行业。行业内对该类公司的评估中,其车流量及通行费收入评估主要依靠专业咨询机构出具的交通量预测与收入分析报告,运营及维护成本的评估主要依靠标的公司实际情况及未来运营预算规划。因此,标的公司主要评估参数的选取依据如下:

(1)营业收入

广惠高速的车流量以及通行费收入的评估主要引用华杰工程咨询有限公司出具的《广惠高速公路交通量及收费收入预测报告》。华杰工程咨询有限公司具有公路业务的工程咨询单位甲级资信证书,评估机构通过了解其交通量和收入预测的工作程序、方法和预测模型等,确信其出具的报告可以满足评估业务的需要。

(2)营业成本

高速公路行业公司营业成本主要包括养护成本、营运成本、折旧等。

1)养护成本

养护成本结合道路的实际状况,综合考虑日常养护成本、专项养护成本。包括日常保洁、路基工程、路面工程、桥涵工程、交通安全设施、绿化日常养护、房建维护等。评估机构依据其养护部门编制并经上级部门同意的养护计划进行测算。

2)营运管理费用

营运费用可以分为工资性费用和日常营运成本两类。工资性费用主要的依据是员工工资平均增长水平;日常营运成本包括办公费、车辆使用费、保险费、联网费用等。评估机构依据标的公司联网费用收费标准、保险合同、预算等进行测算。

3)折旧

本次评估中的折旧主要依据为广惠高速的折旧政策。

(3)期间费用

1)管理费用

管理费用主要为组织和管理生产经营活动而发生的各项费用,主要包括工资性费用、折旧和摊销、行政办公等费用。工资性费用主要的依据为员工工资平均增长水平,折旧摊销主要依据为广惠高速的折旧摊销政策,行政办公等费用主要包括办公、车辆使用、会议、差旅等费用,评估机构依据标的公司预算进行测算。

2)财务费用

财务费用为广惠高速筹集所需资金等而发生的利息支出,债务偿还为广惠高速按照借款合同约定的各预测年度应偿还的借款本金。评估机构依据标的公司借款合同进行测算。

(4)折现率

本次折现率围股东权益资本成本采用资本资产定价模型(CAPM)计算确定:

$$R_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + \varepsilon$$

对于该资本资产定价模型公式中涉及的各参数确定过程如下:

1)无风险报酬率

评估机构选取了交易所交易中,按年付息、且剩余年限在5年以上的中、长期记账式国债的到期收益率进行定期追踪研究,并结合市场变化情况与无风险报酬率之间的差异决定是否进行合理调整。无风险报酬率的取值为3.14%。

2)公司系统风险系数βe

βe为衡量公司系统风险的指标。

根据企业的业务特点,评估师通过查询上市公司资讯信息,查询了同行业上市公司的数据,最终选择了拟合度较高的上市公司作为可比公司进行相关测算,经查询万得数据可比公司βu平均值为0.6898。

将上述数据代入下述公式计算得出本次所用的企业风塔值:

$$\beta_e = \beta_u \times \left(1 + (1-t)\times \frac{D}{E}\right)$$

其中:D/E取被评估单位实际资本结构,T为企业所得税税率,被评估单位执行的所得税为25%,计算企业各年风塔值。

3)市场风险溢价(Rm-Rf)

(Rm-Rf)为市场风险溢价,即通常指股市指数平均收益率超过平均无风险收益率的部分。长期以来,评估机构对国内市场的市场风险进行了长期研究跟踪和应用,目前对国内的市场风险溢价采用7%。

4)特定风险调整系数α

由于测算风险系数时选取的相关数据取自可比公司,与可比上市公司相比,结合企业特点、抗风险能力等因素,本次对特定风险调整系数取值为1%。

5)将上述数据代入下述公式得出折现率

$$R_{WACC} = R_d \times \frac{D}{E} + R_e \times \left(\frac{E}{D+E}\right) + \alpha$$

各年折现率计算结果如下:

	2020年9-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年1月1日-11月8日
折现率	9.14%	9.11%	9.08%	9.06%	9.05%	9.05%	9.05%	9.05%	9.05%	9.05%

2、评估增值率较高的原因及合理性

(1)广惠高速评估增值率较高的原因及合理性

1)本次评估评估结论采用收益法结果,收益法评估结果相较历史成本可能会形成增值

企业价值评估中的收益法,是指将预期收益资本化或者折现,确定评估对象价值的评估方法,即从企业的未来获利能力角度考虑,反映了被评估单位未来年度的综合获利能力。

而账面价值反映的是资产的历史成本,如果被评估高速公路公司未来年度具有较强的持续盈利能力、财务状况良好,评估值可能会相对于其账面价值形成较大评估增值。

2)广惠高速建设时间较早,导致广惠高速初始投资成本及资本金投入较低

广惠高速公路1999年开工建设,2003年建成通车,建设时间距评估基准日已超过20年,项目建设造价水平较后期建设的高速公路项目更低,其初始投资成本及资本金投入均较低,导致广惠高速净资产水平相对较低。而对不同高速公路项目进行评估时,其收费标准均较为统一,导致不同时期建设的高速公路可能存在评估增值率差异较大的情形。

3)良好的区位优势与发展前景为广惠高速未来交通量与盈利能力增长提供保障

由于高速公路占用的土地具有不可移动性,导致了高速公路行业有着较强的地域性和个别性。因此即使两条高速公路的等级、里程完全相同,也会由于其所处的地理位置不同,造成走廊经济、自然环境存在差异,导致不同区域之间的高速公路的车流量可能存在较大差异。

①广惠高速区位优势明显

借助粤港澳大湾区区位优势,广惠高速公路是交通运输部规划的国家重点公路第十五横山尾至云南清水河公路的重要路段,是广东省规划的干线公路中的重要组成部分,也是广州通往粤东地区的交通大动脉。广惠高速公路使广州、惠州、汕头、粤东地区联成一体,进一步完善了珠三角东部地区的干线公路网,加强了广州对粤东地区的辐射力度,促进了粤东山区的经济发展。

广惠高速公路全长153.08公里,起点位于广州萝岗,途经广州增城、惠州博罗、惠州市惠城区、惠阳区,终点位于惠东县凌坑。沿线与广州北二环高速公路、北三环高速公路、增从高速公路、莞深高速公路、惠河高速公路、深汕高速公路、常(平)惠(东)高速公路(规划)及G324国道等连接成网。在粤港澳大湾区发展日益提速的背景下,广州市、惠州市人口总量较大、经济发展较快。作为珠三角干线公路之一,广惠高速公路地理位置优越,区位优势明显,所连接地区经济的快速发展为广惠高速提供稳定的需求增长。

②广惠高速公路近年来实际交通车流量增长稳定、盈利状况良好

基于自身优越的地理位置及良好的运营能力,广惠高速近年来实际交通车流量表现平稳,盈利状况良好。报告期内,如不考虑2020年疫情原因导致的收费公路免收通行费政策因素外,广惠高速公路日均交通车流量和通行费收入处于持续攀升态势,盈利水平不断增强,根据华杰工程咨询有限公司出具的《广惠高速公路交通量及收费收入预测报告》显示,2004-2019年收入年均增长率可达9.15%,历史增长较为可观。随着2020年新冠疫情得到控制,自高速公路恢复收费以来,2020年6月至10月广惠高速日均通行费收入同比增长率分别为11.93%、9.99%、5.30%、9.25%和14.88%,通行费收入平均增长率已恢复至10%以上,未来收入具有较高的增长空间。

综上,由于广惠高速建成时间较早、建设成本较低,导致净资产水平相对较低,加之所处地理位置优越,近年来收费收入持续增加,未来仍有较大增长潜力,因此,在收益法评估下,广惠高速本次评估增值率具有一定的合理性。

(2)近期同行业可比案例分析

根据中水致远出具的中水致远评报字[2020]第010146号《广东省高速公路有限公司拟转让广东广惠高速公路有限公司股权所涉及的广东广惠高速公路有限公司股东全部权益价值资产评估报告》,于评估基准日2020年8月31日,广惠高速股东全部权益价值评估值为1,187,404.56万元,与账面净资产356,484.84万元相比评估增值830,919.72万元,增值率233.09%,市盈率为11.84倍。

根据公开披露的信息,高速公路行业近年来可比收购交易案例情况如下:

单位:万元

序号	收购方	收购项目名称	净资产	评估值	增值率	基准日上一会计年度净利润	对应市盈率(倍)
1	招商公路(001965.SZ)	中信基建投资有限公司和中信兴业投资宁波有限公司拟出售其所持重庆中信渝黔高速公路有限公司股权项目	98,149.87	199,154.48	102.91%	16,391.25	12.15
2	招商公路(001965.SZ)	中信基建投资有限公司拟出售其所持重庆成渝高速公路有限公司股权项目	64,243.98	222,133.99	245.77%	57,009.18	3.90
3	五洲交通(600368.SH)	广西交通投资集团有限公司拟转让持有广西岑罗高速公路有限责任公司8.32%股权评估项目	81,377.48	109,765.81	34.88%	7,350.78	14.93
4	山东高速(600350.SH)	山东高速拟股权收购所涉及湖北武荆高速公路发展有限公司股东全部权益价值	94,167.63	461,063.77	389.62%	10,147.45	45.44
5	楚天高速(600035.SH)及湖北交投建设集团有限公司	中国葛洲坝集团公路运营有限公司拟股权转让涉及的湖北大广北高速公路有限责任公司股东全部权益价值	116,324.02	318,330.91	173.66%	708.66	449.20
6	深高速	深圳高速公路股份有限公司拟股权收购事宜所涉及的深圳龙大高速公路有限公司股东全部权益价值	14,538.42	52,303.66	259.76%	7,217.58	7.25

注1:表中的净资产及评估值均为被收购项目100%股权对应的净资产及评估值;

注2:市盈率=评估值/交易上一年度净利润;

注3:由于广惠高速近年持续盈利且净利润持续增长,为提高交易案例与广惠公司的可比程度,在可比交易案例的选取中将评估基准日当年或上一会计年度净利润为负值的交易案例予以剔除;

按照本次评估结果,广惠高速增值率233.09%,对应市盈率11.84倍,对比上表可以看出,本次广惠高速评估增值率处于合理区间的,对应的市盈率相对交易案例处于低位。因此结合可比交易案例分析定价合理。

(二)广惠高速历史期营业收入增长率与预测期增长率差异原因及合理性分析

1、评估期车流量及通行费收入预测方法介绍

根据广惠高速的实际情况,车流量评估机构采用"四阶段法"进行预测。首先,对路段所处区域的经济社会、交通运输现状和发展趋势进行分析研究,根据经济社会发展趋势与特点及其与交通运输的相关关系,预测区域交通运输量生、吸引总需求,进行交通生成预测;随后,根据交通出行特点研究区域发生、吸引总需求在区域间的具体分布;随后,进一步考虑路段所处区域内其他运输方式的规划建设时序和特点,预测各种运输方式的分担情况,进行交通方式分配;最后,根据路段所处区域未来高速公路路网规划进行交通量分配,得到本项目交通量预测结果。规划的新建项目建成后,将改变区域路网,区域交通需求将重新进行分配,并且在1-2年内达到新的平衡,随后各条路交通量恢复正常增长。

2、广惠高速2015年至2019年营业收入增长率与预测期增长率存在差异的原因及合理性

(1)广惠高速2015年至2019年车流量受周边路网通车影响,分流影响已基本集中显现完毕

从历史期来看,广惠高速2015年至2019年营业收入平均同比增长率5.68%,较预测期营业收入平均同比增长率较低,主要原因系2015-2019年期间,广惠高速所在区域路网发生较大变化,惠大高速、潮惠高速、北三环高速、从莞深高速等高速相继通车,对广惠高速形成阶段性的分流影响。2015年至2019年,广惠高速收费收入统计及当年收费影响因素具体情况如下:

年份	通行费收入(万元)	同比增幅(%)	主要影响因素
2015年	170,627	12.79	
2016年	174,293	2.15	1、惠大高速2015年12月通车,分流东段车流; 2、汕湛高速揭博段2015年12月30日通车,增加了广州至潮汕地区竞争线路,影响较大。
2017年	187,640	7.66	1、潮惠高速2016年底全线贯通,分流东段经凌坑转深汕线车流; 2、入口拒超的严格实施和非现场执法工作的全面铺开,对货车流量比例较高的广惠路段造成较大影响。
2018年	188,409	0.41	北三环二期2018年1月29日通车,分流西段车流,对全年收入影响较大。
2019年	197,466	4.81	1、从莞深高速惠州段2019年1月28日通车,与北三环二期构成共同影响,分流效应持续(路网逐步稳定); 2、武深高速新博段、仁新段2018年12月28日通车,与博深高速形成北上通道,分流原东西走向车流,影响较大。

根据高速公路行业特点,通常以上新建项目对被评估路段的分流影响将于1-2年内集中显现,并且随着路网的持续完善,分流道路车流量将出现一定反弹及回升,后续年度车流量增幅普遍将在分流后的低位水平上出现一定提升。

从预期期来看,结合《广东省高速公路网规划(2020-2035年)》及相关规划,经分析,在广惠高速运营期间内,仅有规划中的莞番高速建成通车将对广惠高速造成分流影响,总体影响相对较小。而随着2015年至2019年涉及的分流影响因素的逐步消除,在预测期内2015年至2019年营业收入增长率对车流量预测的参考价值相对有限。车流量评估机构综合考虑广惠高速近期交通量和收费收入的实际情况以及广东省高速公路网规划等情况,作为广惠高速未来5-10年的交通量及收入增长率的参考因素。

(2)广惠高速近期车流量仍处于快速增长阶段

2015年至2019年,广惠高速全段断面交通量统计情况如下表:

年份	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	5年平均增长率
北二环至小金口段	44,564	48,368	57,099	59,162	63,291	9.2%
小金口至凌坑段	20,146	18,133	23,609	26,131	30,163	5.7%
全线平均	37,736	39,453	44,459	46,695	50,788	7.7%
同比增长	-	4.6%	12.7%	5.0%	8.8%	-

结合上表数据,2015年至2019年,广惠高速的路段平均交通量稳定增长,因使2018年受北三环通车分流影响,广惠高速平局车流量仍保持5.0%的增长率,并且在2019年广惠高速增长率已恢复至8.8%。整体来看,2015年至2019年,广惠高速平均交通量平均增长率达7.7%,若剔除路网变化导致交通量分流造成的影响,广惠高速依然处于需求快速增长时期。2020年,广惠高速周边路网未发生重大变化,车流量较为稳定。自恢复收取通行费收入以来,2020年6月至10月广惠高速日均通行费收入同比增长率分别为11.93%、9.99%、5.30%、9.25%和14.88%,通行费收入平均同比增长率已恢复至10%以上。

期间	日均通行费收入(万元/日)	同比增幅(%)
5月6-31日	617	-
6月	618	11.93%
7月	658	9.99%
8月	678	5.30%
9月	647	9.25%
10月9-20日	642	14.88%

根据《广东省高速公路网规划(2020-2035年)》,考虑到在预测期内,广惠高速周边路网较为稳定,其仍是广州与惠州之间的主要高速通道。随着粤港澳大湾区建设的逐步推进,大湾区影响力越发扩大,惠州与广州之间的交流亦将越发频繁。作为广州与惠州间主要的高速通道,广惠高速将承担该通道内大部分的交通量上涨,在预测期内营业收入平均同比增长率高于2015年至2019年营业收入平均同比增长率具有合理性。

3、双方已签订业绩承诺与补偿协议,保护中小股东利益

上市公司与省高速已签订《盈利补偿协议》,约定业绩补偿方案。双方同意,本次重大资产重组的业绩补偿期限为本次重大资产重组实施完毕当年度及之后2个年度。若在补偿期限内,广惠高速任一会计年度末的累积实现净利润数未达到累积预测净利润数的,省高速将按照约定以现金进行补偿。以上措施有利于保障上市公司及广大股东的利益,降低收购风险。

(三)独立财务顾问核查意见

经核查,独立财务顾问中金公司认为:1、本次评估标的公司采用收益法评估,评估方法及评估参数的选择基于标的资产的性质与特点,标的公司评估增值情况及评估参数的选择均具备合理性。2、考虑到广惠高速建设时间较早导致其净资产水平相对较低、优越的区位优势与发展前景可保障未来交通量与盈利能力增长,在收益法评估下广惠高速评估增值率较高具有合理性。同时,对比同行业可比收购案例,广惠高速估值增值率水平处于合理区间,评估作价具有合理性及公允性。3、广惠高速历史期营业收入增长率较低主要由历史期路网变化造成的分流影响导致。在预测期内,广惠高速周边路网较为稳定,广惠高速仍将是广州与惠州之间的主要高速通道,考虑到随着粤港澳大湾区建设的逐步推进,惠州与广州之间的交流亦将越发频繁,作为两地主要通道,广惠高速预测期营业收入增长率高于往年同期具有合理性。

(四)资产评估机构核查意见

经核查,资产评估机构中水致远认为:1、本次评估标的公司采用收益法评估,评估方法及评估参数的选择基于标的资产的性质与特点,标的公司评估增值情况及评估参数的选择均具备合理性。2、考虑到广惠高速建设时间较早导致其净资产水平相对较低、优越的区位优势与发展前景可保障未来交通量与盈利能力增长,在收益法评估下广惠高速评估增值率较高具有合理性。同时,对比同行业可比收购案例,广惠高速估值增值率水平处于合理区间,评估作价具有合理性及公允性。3、广惠高速历史期营业收入增长率较低主要由历史期路网变化造成的分流影响导致。在预测期内,广惠高速周边路网较为稳定,广惠高速仍将是广州与惠州之间的主要高速通道,考虑到随着粤港澳大湾区建设的逐步推进,惠州与广州之间的交流亦将越发频繁,作为两地主要通道,广惠高速预测期营业收入增长率高于往年同期具有合理性。

2. 报告书显示,根据《广东省高速公路网规划(2020-2035年)》,广东省将以"十二纵八横两环十六射"为主骨架,七十条加密线和联络线为补充,形成以珠江三角洲为核心,沿海城市、港口、机场和铁路枢纽为重点,支撑粤港澳大湾区深度合作发展、引领东西两翼及沿海经济带发展、快捷通达周边省区的高速公路网络。到2035年,全省高速公路总里程达到约15,000公里。同时,《广东省高速公路网规划(2020-2035年)》对重点城市、重点发展轴、重点地区高速公路网进行加密和完善,在"广州、深圳"、"广深港澳科技创新走廊"、"珠江三角洲地区"、"汕头、潮江"、"粤东粤西粤北地区"新增高速公路47条,约2,185公里。

(二)《广东省高速公路网规划(2020-2035年)》新增规划路线对广惠高速的分流与替代情况

广惠高速公路全长153.08公里,起点位于广州萝岗,途经广州增城、惠州博罗、惠州市惠城区、惠阳区,终点位于惠东县凌坑,是连接广州和惠州的高速大动脉,在粤港澳大湾区内具有重要地位。

考虑到广惠高速收费期限将于2029年到期,本次评估中交通量预测机构结合《广东省高速公路网规划(2020-2035年)》及相关规划就周边公路网规划对广惠高速的分流影响进行了分析。经分析,在广惠高速运营期间内,仅有规划中的莞番高速与广惠高速平行,具有一定替代性,其建成通车将对广惠高速造成分流影响,其具体影响如下:

《广东省高速公路网规划(2020-2035年)》规划布局中的"十二纵八横两环十六射"主骨架中,其"十二纵八横两环十六射"中"十六射"中"五射:广州南沙至河源龙川"线路中,目前正在规划的莞番高速线路走向存在与广惠高速平行的情形。

莞番高速东接河惠莞高速公路惠州段,横跨整个东莞市,依次途经桥头、谢岗、常平、横沥、东坑、大朗、寮步、松山湖、大岭山、厚街、沙田11个镇街(园区),终于沿江高速,西连南沙大桥,采用双向六车道高速公路标准建设,设计速度100km/h,全长约64.48公里,计划于2025年建成通车。

从功能定位来看,莞番高速与广惠高速同属于珠三角地区东西向的通道之一,同时也是东莞与惠州直连的快速通道,与广惠高速功能有部分重叠;从线路走向上来看,莞番高速线路走向基本与广惠高速平行,线路位置位于东莞市区南部至惠州市区南侧,能有效吸引东莞市和惠州市之间的交通需求。综合来看,莞番高速(河惠莞高速)与广惠高速走向基本平行,全段通车后东莞至惠州将新增一条高速通道,届时会对广惠高速东莞至惠州段的交通需求产生一定的分流影响。

目前东莞前往惠州的高速公路通道主要有广惠高速和甬莞高速通道两条。其中,甬莞高速通道里程略短,但由于甬莞高速车流量较大,日常运行较为拥堵,通行不畅,目前东莞至惠州的交通需求仍会有部分通过广惠高速通行。

根据相关规划信息初步统计测算,待莞番高速全线贯通后,东莞至惠州通道情况如下:

通道	组成道路	里程(公里)	时间(小时)	收费(元)
广惠高速通道	珠三角环线高速+广惠高速	100.6	1.8	49元
莞番高速通道	珠三角环线高速+莞番高速	78.7	1.5	约35元
甬莞高速通道	珠三角环线高速+甬莞高速	95.4	2.0	43元

通过上表数据,待未来莞番高速全线贯通后,从东莞到惠州的通行距离将缩短至79公里,通行时间将缩短至1.5小时左右,同时收费也将进一步降低10元左右。莞番高速在东莞至惠州通道内,对广惠高速具有一定竞争力,将会分流一定交通量。同时,由于莞番高速与广惠高速基本平行,沿途的中短途出行车辆也将受到分流影响。

根据上述分析及广惠高速实际情况,交通量预测机构根据"对于长距离的出行,平行高速分流的比例较高,对于短距离的出行,平行高速分流的比例较低"的分流原则,测算莞番高速通车对广惠高速各段客车的分流比例约为1.2%-2.9%,货车的分流比例约为0.9%-3.7%,主要影响为广惠高速北三环至汝湖站段落。

基于上述分析测算,交通量预测机构认为,2025年,受到莞番高速的通车影响,广惠高速交通量增长有所放缓,但由于分流的比例和涉及路段有限,预计2025年北三环至石湾段交通量绝对数增长率下滑至7.47%,石湾至小金口段同比增长率下滑至5.31%,小金口至凌坑段由于不在影响区内,交通量仍保持正常增长,增长率为8.01%。

综上,本次评估中已充分考虑《广东省高速公路网规划(2020-2035年)》中规划路段对广惠高速替代及分流情况的影响,相关分流因素对评估值的影响已在评估结果中予以充分、合理考虑。

(三)独立财务顾问核查意见

经核查,独立财务顾问中金公司认为:《广东省高速公路网规划(2020-2035年)》相关内容涉及对广惠高速的分流及可替代高速公路的规划,相关评估机构已在评估中就涉及的分流及替代因素充分考虑,并已充分体现在本次评估定价中。

(四)资产评估机构核查意见

经核查,资产评估机构中水致远认为:《广东省高速公路网规划(2020-2035年)》相关内容涉及对广惠高速的分流及可替代高速公路的规划,相关评估机构已在评估中就涉及的分流及替代因素充分考虑,并已充分体现在本次评估定价中。

3. 报告书显示,广惠高速2018年度、2019年度和2020年1-8月分别实现营业收入185,565.82万元、194,374.58万元和86,535.81万元。请你公司说明广惠高速2020年1-8月营业收入大幅下滑的具体原因,导致业绩下滑的原因是否具有持续性,并就业绩大幅下滑进行风险提示;同时说明评估定价是否充分考虑业绩大幅下滑原因及其产生的影响。请独立财务顾问和资产评估机构核查并发表明确意见。

回复:

(一)广惠高速2020年1-8月营业收入大幅下滑主要系由于新冠肺炎疫情的影响

1、新冠疫情下收费公路免收通行费政策的出台使得广惠高速营业收入下降

2020年1-8月广惠高速分月车流量、通行费收入及同比变化情况如下表所示:

单位:万辆、万元

时间	2020年车流量		2020年通行费收入	
	各月数据	同比增长率	各月数据	同比增长率
1月至4月	-	-	12,042.04	-72.31%
5月	557.78	1.17%	16,043.76	7.57%
6月	682.66	18.84%	18,534.82	12.74%
7月	749.96	16.12%	19,918.68	7.12%
8月	800.60	16.88%	21,028.34	5.09%
合计	-	-	87,567.64	-22.81%

注1:通行费收入为含税收入。

注2:根据交通运输部统一部署,2020年1月1日0时起,取消全国高速公路省界收费站,启动新的收费模式,由于系统迁移过渡,2020年1-4月无完整交通量统计数据。2020年5月交通量为恢复收费后的统计数据。

新冠疫情下公路免收通行费政策导致了1-8月广惠高速业绩的大幅下滑。2020年2月15日交通运输部发布了《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》,要求自2月17日零时起至疫情防控工作结束,全国收费公路免收车辆通行费。2020年4月28日交通运输部《关于恢复收费公路收费的公告》(交通运输部公告2020第25号)确定于5月6日零时起恢复高速公路收费。因此,相较于2019年1-8月,2020年广惠高速收费期减少了79天,营业收入出现大幅下滑。

2、广惠高速业绩受疫情因素的影响与同行业上市公司一致

新冠疫情使得公路行业上市公司业绩均显著下滑,广惠高速可比公司2020年1-6月及2019年1-6月通行业务收入情况如下表所示:

单位:万元

公司名称	2020年1-6月	2019年1-6月	同比增长
粤高速A	60,864.22	144,933.07	-58.01%
招商公路	143,511.65	266,224.10	-46.09%
现代投资	38,235.80	91,000.61	-57.98%
东莞控股	27,823.97	62,046.59	-55.16%
皖通高速	72,223.17	137,408.24	-47.44%
深高速	127,408.40	220,429.90	-42.20%
赣粤高速	78,968.22	307,311.73	-74.30%
四川成渝	88,924.00	203,079.80	-56.21%
楚天高速	50,769.01	77,378.98	-34.39%
五洲交通	30,860.50	55,201.76	-44.10%
福建高速	69,027.24	135,201.41	-48.94%
龙江交通	16,989.20	33,251.75	-48.91%
中原高速	200,134.86	326,935.03	-38.78%
吉林高速	16,673.68	56,130.60	-70.29%
湖南投资	4,492.81	8,758.91	-48.71%
宁沪高速	266,835.11	483,545.79	-44.82%
山东高速	206,937.77	329,191.51	-37.14%
山西路桥	13,189.24	26,282.15	-49.82%
均值	84,103.83	164,684.00	-50.18%
中值	64,945.73	136,304.83	-48.81%
广惠高速	46,620.62	74,837.57	-37.70%

根据上表,同行业上市公司2020年上半年通行业务收入均有大幅下滑,较上年同比下降均值为50.18%,因此广惠高速业绩受疫情因素的影响与同行