

现代投资股份有限公司

关于对深圳证券交易所重组问询函回复的公告

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

现代投资股份有限公司（以下简称“现代投资”、“上市公司”或“公司”）于2018年5月10日收到深圳证券交易所《关于对现代投资股份有限公司的重组问询函》（许可类重组问询函[2018]第11号）（以下简称“问询函”），公司就深圳证券交易所反馈意见进行了逐项落实，并制作完成了问询函的回复，同时按照问询函的要求对《现代投资股份有限公司发行股份及支付现金购买资产预案》（以下简称“重组预案”）等文件进行了补充和完善。现对问询函所涉问题的回复内容公告如下：

如无特殊说明，本公告中简称与《重组预案》中的简称具有相同含义。

一、关于方案

（一）预案显示，2016年1月1日，公司实际控制人由湖南省交通厅变更为湖南省国资委，本次交易对方湘轨控股为湖南省国资委全资控股。请你公司按照《上市公司重大资产重组管理办法》第十三条的规定补充披露本次交易是否构成重组上市及相关判断依据，请财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

1、本次交易不构成重组上市

2015年12月，湖南省人民政府办公厅出具《湖南省人民政府办公厅关于将省交通运输厅管理的20家企业分别移交管理、委托监管或依法退出的通知》（湘政办函[2015]183号），将湖南省交通运输厅管理的现代投资股份有限公司（高速

总公司持有的 27.19%的股权)移交湖南省国资委管理,从 2016 年 1 月 1 日起执行,公司实际控制人由省交通厅变更为湖南省国资委。

本次交易标的资产与上市公司在控制权发生变更前一个会计年度(即 2015 年)的财务指标对比如下:

单位:万元

项目	资产总额	营业收入	净利润	资产净额
标的资产 2017 年末/度 (未经审计)	1,219,192.90	41,806.42	-14,847.91	421,460.45
交易金额	440,272.36	-	-	440,272.36
孰高值	1,219,192.90	-	-	440,272.36
上市公司 2015 年末/度 (经审计)	1,869,701.54	651,614.08	57,963.52	706,389.30
标的资产(或交易金额) /上市公司	65.21%	6.42%	-25.62%	62.33%
《重组管理办法》规定的 重组上市标准	100%	100%	100%	100%
是否达到重组上市标准	否	否	否	否

注:标的资产 2017 年净利润为扣除非经常性损益前后孰高值。

此外,本次交易是上市公司控制权变更后首次向湖南省国资委收购资产,本次交易拟发行股份 37,900 万股,本次交易董事会(第七届董事会第二十三次会议)决议前一个交易日上市公司已发行股份 151,782.83 万股,本次发行股份占比 24.97%,未达到 100%。

因此,本次交易不构成《重组管理办法》第十三条规定的重组上市。

2、补充披露情况

上述相关内容已在修订后的重组预案“重大事项提示”之“四、本次交易不构成重组上市”以及“第一节交易概述”之“七、本次交易不构成重组上市”中补充披露。

3、独立财务顾问核查意见

经核查,独立财务顾问认为:

本次交易购买的资产总额、资产净额占上市公司控制权变更前一会计年度经

审计合并财务报告期末资产总额、资产净额比例未达到 100%；购买的资产最近一个会计年度营业收入、净利润占上市公司控制权发生变更前一个会计年度经审计合并营业收入、净利润的比例未达到 100%；为购买资产发行的股份占上市公司首次向收购人购买资产的董事会决议前一个交易日股份的比例未达到 100%。本次交易不构成《重组管理办法》第十三条规定的重组上市。

(二) 预案显示, 本次交易业绩承诺期间为 2018 年至 2023 年, 其中第一阶段业绩承诺期间为 2018 年当年, 湘轨控股承诺标的公司 2018 年实现扣非后净利润不低于-5,435.52 万元, 应补偿金额的计算公式为: 应补偿金额=2018 年承诺净利润-2018 年末实际实现净利润, 该差额是因全国性收费公路法律、政策发生重大变化等原因导致的情况除外。另外, 本次交易设置业绩奖励条款。

1、请你公司补充披露上述条款是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第三十五条及《上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》第八条的规定, 是否有利于保障公司及中小股东利益。请财务顾问核查并发表明确意见。

2、请你公司明确“全国性收费公路法律、政策发生重大变化”的内容及范围, 是否包括特定时限免费通行、特定车辆减免等情形, 并明确如何计量“全国性收费公路法律、政策发生重大变化”对标的资产业绩产生的影响。

回复:

1、业绩承诺补偿条款符合相关法律法规, 有利于保障公司及中小股东利益

标的公司主要资产长韶娄高速公路于 2014 年 12 月 31 日建成通车, 尚未达到盈利状态, 预计 2018 年净利润为 594.02 万元, 但扣非后净利润预计仍为负, 由于业绩承诺需以扣非后的净利润为依据, 将无法适用《上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》第八条关于利润承诺与补偿的规定, 故本交易业绩承诺与补偿分为 2018 年、2019-2023 年两个阶段进行:

(1) 第一阶段业绩补偿

如标的公司 2018 年当年实现净利润数未达到承诺净利润的, 则由湘轨控股以现金方式向上市公司补偿差额部分。

应补偿金额的计算公式为：应补偿金额=2018 年承诺净利润-2018 年末实际实现净利润。

(2) 第二阶段业绩补偿

2019 年至 2023 年期间，如标的公司截至当期期末累计实现净利润数小于截至当期期末累计承诺净利润（“累计”指从 2019 年开始累计），则湘轨控股应于每年期末对上市公司履行补偿义务。

当期应补偿金额的计算公式为：当期应补偿金额=（截止当期期末累计承诺净利润-截止当期期末累计实现净利润）/2019 年至 2023 年期间承诺净利润总和*标的资产交易对价-已补偿总金额。

(3) 资产减值补偿

经双方协商确认，在业绩补偿届满时，双方共同聘请第三方中介机构对标的资产进行资产减值测试，在业绩补偿期最后一个年度专项审核报告出具后 30 个工作日内出具资产减值测试报告，湘轨控股应在资产减值测试报告出具日后 30 个工作日内履行相应的补偿义务。

经减值测试，若标的资产期末减值额>已补偿金额（包括已补偿股份金额和现金金额），则湘轨控股应另行对上市公司进行补偿，应补偿金额=期末减值额-在业绩承诺期内因实际净利润不足承诺净利润已支付的补偿额。

湘轨控股应首先以股份方式向上市公司补偿期末减值额与已补偿金额之间的差额部分，不足部分以现金支付。

(4) 关于每股收益摊薄的填补措施

根据公司与湘轨控股签署的《购买资产协议》，湘轨控股承诺标的资产股权所对应的 2018 年、2019 年、2020、2021、2022 年和 2023 年拟实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润数分别为-5,435.52 万元、672.13 万元、6,208.80 万元、14,693.29 万元、18,743.46 万元和 23,121.40 万元。

若标的资产能够实现上述各年度的预测净利润数，公司每股收益将在本次重组完成后的盈利预测补偿期间内得到提升；如上述标的股权实际实现净利润数低

于上述预测净利润数，交易对方将按照《购买资产协议》的相关规定进行补偿，以填补即期回报。

2、业绩奖励条款符合相关法律法规，有利于保障公司及中小股东利益

业绩奖励的设置是双方基于公平交易和市场化原则，经过磋商后达成的结果，符合中国证监会《关于并购重组业绩奖励有关问题与解答》的规定，业绩奖励的设置依据充分，奖励金额设置合理。本次奖励方案合理控制了奖励金额规模，并确保只有标的公司实际盈利超过承诺净利润后方可执行，从而保障上市公司股东权益不受到损害。

根据《关于并购重组业绩奖励有关问题与解答》的规定：“1、业绩奖励安排应基于标的资产实际盈利数大于预测数的超额部分，奖励总额不应超过其超额业绩部分的 100%，且不超过其交易作价的 20%。2、上市公司应在重组报告书中充分披露设置业绩奖励的原因、依据及合理性，相关会计处理及对上市公司可能造成的影响。”

根据现代投资与交易对方签订的《资产购买协议》约定，如果标的公司在 2019 年至 2023 年度实现的累计净利润合计超过湘轨控股在上述期间承诺的净利润，上市公司将对业绩承诺方进行奖励。奖励金额为累计实现净利润与承诺净利润之差额的 20%，但总奖励金额不得超过交易对价的 20%。业绩奖励在最后一个考核年度结束且该年度的《专项审核报告》出具后三十个工作日内以现金方式支付。与业绩奖励相关的税费应由湘轨控股承担。

因此，奖励安排符合《上市公司重大资产重组管理办法》、《上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》等法律法规，有利于保护保障公司及中小股东利益。

3、“全国性收费公路法律、政策发生重大变化”的内容及范围

“全国性收费公路法律、政策发生重大变化”，指《公路法》、《收费公路管理条例》等相关法律、政策中涉及收费公路核心内容，如收费公路收费期限、收费标准以及重大节假日免费通行、鲜活农产品运输车辆免费通行等的重大变更导致高速公路收费大幅下降的情况，但对于现行规定下的节假日特定车辆减免，已

经体现在本次车流量预测及收益法评估中。

关于“全国性收费公路法律、政策发生重大变化”的计量，对于涉及收费期限类政策变更，可根据历史数据对比得出日均收益情况，结合具体变更天数，推算其对整体业绩影响；对于涉及重大节假日免费类政策变更，可根据免费期间高速公路管理部门后台数据分析得出具体减免金额，推算出其对业绩的影响。

4、补充披露情况

上述相关内容已在修订后的重组预案“第六节 发行股份情况”之“一、本次发行股份方案”之“（六）业绩承诺及补偿措施”以及“第六节发行股份情况”之“一、本次发行股份方案”之“（七）业绩奖励”中补充披露。

5、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

本次交易采用收益法作为定价参考依据，上市公司已经与交易对方就标的资产 2018-2023 年实际盈利数不足利润预测数情况签订了明确可行的补偿协议，并提出了填补每股收益的具体措施。本次交易考虑到标的公司 2018 年预测的扣除非经常性损益后净利润为负，制定了两阶段业绩补偿方案，股份补偿覆盖本次交易全部发行股份数量，不足部分将以现金补偿。

本次重组业绩奖励的安排是基于标的公司实际盈利数大于业绩承诺数的超额部分，奖励金额为超额业绩部分 20%且不超过本次交易作价 20%，业绩奖励的设置是交易双方基于公平交易和市场化原则，经过磋商后达成的结果。

本交易业绩承诺补偿及业绩奖励条款符合《上市公司重大资产重组管理办法》、《上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》等法律法规，有利于保护保障公司及中小股东利益。

（三）预案显示，长韶娄高速公路主线于 2014 年 12 月 31 日通车，截止目前已通车近三年半，但标的资产 2016 年和 2017 年分别亏损 9927.03 万元和 1.48 亿元，并且 2018 年预测扣非后净利润仍亏损 5435.52 万元。请你公司补充披露本次交易是否有利于增加上市公司持续盈利能力，是否符合《上市公司重大资

产重组管理办法》第四十三条、《关于首发及再融资、重大资产重组摊薄即期回报有关事项的指导意见》的相关规定，请财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

1、本次交易有利于增加上市公司持续盈利能力

(1) 本次交易对上市公司盈利能力的影响

上市公司目前在运营的高速公路共 5 条，基本情况如下表所示：

项目	收费期限	经营起始日	经营到期日	里程（公里）
潭衡高速	20 年	2000-12-26	2020-12-25	118.33
衡耒高速	20 年	2004-01-01	2023-12-31	50.52
长永高速	30 年	1994-12-28	2024-12-27	26.46
长潭高速	30 年	1998-10-01	2028-09-30	44.76
溆怀高速	30 年	2013-12-30	2043-12-29	91.78
合计	-	-	-	331.85

上述除溆怀高速为 2013 年新建通车外，其余 4 条高速公路均为成熟路产，每年能为上市公司创造稳定的利润回报。其中，潭衡高速为公司目前最核心的路产，2017 年公路里程占比 35.66%、收入占公司主营业务收入比重为 43.26%，毛利润占公司主营业务毛利润比重为 46.25%，系上市公司主要盈利来源之一，该条高速公路的收费经营权期限即将在 2020 年 12 月到期（剩余收费期限仅剩不到 3 年）。同时，衡耒高速、长永高速的收费经营权亦将分别于 2023 年和 2024 年到期，剩余收费期限仅剩 6 年和 7 年，届时上市公司将面临业绩下滑的风险。

本次交易标的资产长韶娄高速公路的收费经营期为自 2015 年起 30 年，预计将于 2020 年以后逐步进入成熟期。上市公司通过本次交易，可有效缓解潭衡高速收费权在 2020 年到期对上市公司带来的业绩压力，从而提升可持续发展能力。

因此，本次交易有利于增强上市公司的持续盈利能力。

(2) 标的资产未来盈利能力具备较好的成长性

1) 车辆通行费收入预测情况

根据湖南省交通规划勘察设计院有限公司出具的《湖南省长沙至韶山至娄底高速公路交通量及收费收入预测咨询报告》初稿，长韶娄高速未来通行费收入预测情况如下：

单位：万元

年份	主线	韶山支线	通行费收入合计
2018	50,318	1,027	51,345
2019	59,363	1,172	60,536
2020	69,572	1,338	70,910
2021	85,399	1,462	86,861
2022	92,291	1,597	93,889
2023	99,721	1,746	101,467

长韶娄高速车辆通行费收入预计将保持稳定持续增长，2018年将开始盈利，预计实现净利润594.02万元（扣除非经常性损益前）。2019年以后随着通行费收入的不断增加，标的资产盈利能力将稳步提升，持续给上市公司贡献利润。随着长韶娄高速公路逐渐进入盈利成熟期，将显著增强上市公司盈利能力，有效缓解上市公司所属高速公路收费权即将到期带来的业绩压力，提升上市公司可持续发展能力。

2) 交易对方对长韶娄公司业绩进行承诺

现代投资与湘轨控股签署了《购买资产协议》，湘轨控股对长韶娄公司2018-2023年的业绩承诺为相关年度扣除非经常性损益后的净利润不低于-5,435.52万元、672.13万元、6,208.80万元、14,693.29万元、18,743.46万元、23,121.40万元。最终的承诺净利润以本次交易的《资产评估报告》中载明的预测净利润数为依据由交易双方另行签署补充协议确定。

若标的资产能够实现上述各年度的预测净利润数，上市公司的盈利能力和每股收益将在本次重组完成后得到提升；如上述标的股权实际实现净利润数低于上述预测净利润数，交易对方将按照《购买资产协议》的相关规定对上市公司进行补偿，以填补即期回报。

综上，本次交易有利于增强上市公司的持续盈利能力。

2、本次交易符合《上市公司重大资产重组管理办法》第四十三条的相关规

定

(1) 本次交易有利于提高上市公司资产质量、改善财务状况、增强持续盈利能力

上市公司主营高速公路经营管理，目前公司运营的潭衡高速、衡耒高速、长永高速、长潭高速、溆怀高速剩余收费期限分别为3年、6年、7年、11年和26年，公司面临较大的持续发展压力。

本次交易标的资产长韶娄高速收费期限至2044年，未来具有良好的长期盈利能力，将进一步扩大上市公司主业规模和长期盈利能力，有利于上市公司增强长期持续盈利能力。

(2) 本次交易有利于上市公司减少关联交易和避免同业竞争，增强独立性

1) 关于关联交易

本次交易前，上市公司与标的公司之间不存在关联关系和关联交易。同时，交易对方已就后续可能产生的关联交易事项出具承诺如下：

“①本次交易完成后，本承诺人在作为现代投资的股东期间，本承诺人及本承诺人控制的其他公司、企业将尽量减少并规范与现代投资及其控制的其他公司、企业之间的关联交易。

②本次交易完成后，本承诺人对于无法避免或有合理原因而发生的与现代投资及其控制的其他公司、企业之间的关联交易，本承诺人及本承诺人控制的其他公司、企业将遵循市场原则以公允、合理的市场价格进行，根据有关法律、法规及规范性文件的规定履行关联交易决策程序，依法履行信息披露义务和办理有关报批程序，不利用股东地位损害现代投资及其他股东的合法权益。

③本次交易完成后，本承诺人不会利用拥有的现代投资股东权利操纵、指使现代投资或长韶娄公司的董事/执行董事、监事、高级管理人员，使得现代投资及其控制的其他公司、企业以不公平的条件，提供或者接受资金、商品、服务或者其他资产，或从事任何损害现代投资的行为。

④本次交易完成后，本承诺人对于无法避免或有合理原因而发生的与现代投

资之间的关联交易，将遵循市场原则以公允、合理的市场价格进行交易，根据有关法律、法规及规范性文件的规定履行关联交易决策程序。

本承诺人若违反上述承诺，将承担因此给现代投资及其股东、控制的其他公司、企业造成的一切损失。”

因此，本次交易不会导致新增潜在关联交易。

2) 关于同业竞争

①高速总公司与上市公司的同业竞争情况

高速总公司是上市公司的第一大股东，持有公司 27.19%的股权。其主营业务包括高速公路及沿线的建设和经营、基础设施、高速公路沿线房地产开发、筑路工程机械及配件等。

根据高速公路行业的特性及国内通行的收费公路两点间车辆通行费收入归较短路径所得的拆账原则，只有等级相同、起点、终点相同或相似、路线走向基本平行且间隔较近的公路之间才会产生同业竞争。本次交易前，上市公司第一大股东高速总公司及其控股子公司拥有的高速公路和上市公司的公路之间不存在起点和终点相同，并且在较近距离内几乎平行的情况。因此，本次交易前高速总公司与上市公司不存在同业竞争。

长韶娄高速公路东起自长沙市湘江新区，接长潭西线高速公路，经长沙、湘潭、娄底 3 市的岳麓区、宁乡县、韶山市、湘乡市、娄星区、涟源市 6 个县、市，全线收费里程为 141.004 公里。高速总公司及其控股子公司拥有的高速公路、桥梁不存在符合以上情况的竞争性路段。因此，本次交易完成后高速总公司与上市公司亦不存在同业竞争。

为进一步避免和消除本次重组完成后的同业竞争，维护上市公司及其中小股东合法权益，高速总公司做出承诺如下：

“一、本公司承诺将减少在中国境内及境外直接或间接从事任何在商业上对标的公司及上市公司或其下属全资或控股子公司业务构成竞争或可能构成竞争的业务或活动；本公司促使本公司下属全资、单独或与他人联合控股或能够形成实际控制的子公司、企业或其他经济组织减少在中国境内及境外直接或间接从事

任何在商业上对标的公司及上市公司或其下属全资或控股子公司主营业务构成竞争或可能构成竞争的业务或活动。

二、本次交易完成后，如因政策调整等不可抗力原因导致本公司及本公司下属全资、单独或与他人联合控股或能够形成实际控制的子公司、企业或者其他经济组织将来从事的业务与标的公司及上市公司或其下属全资或控股子公司之间的同业竞争可能构成或不可避免时，则本公司及本公司下属全资、单独或与他人联合控股或能够形成实际控制的子公司、企业或者其他经济组织将及时转让或终止上述业务；如标的公司及上市公司或其下属全资或控股子公司进一步要求受让上述业务，则在同等条件下本公司应将上述业务优先转让于标的公司及上市公司或其下属全资或控股子公司。”

②湘轨控股与上市公司的同业竞争情况

本次交易的交易对方湘轨控股主要负责湖南省内国家铁路、磁浮快线、城际铁路以及其他轨道交通的投资建设及相关业务，长韶娄公司为湘轨控股下属唯一高速公路投资、运营主体，湘轨控股及其关联方与现代投资、长韶娄公司不存在同业竞争问题。

为进一步避免和消除本次重组完成后的同业竞争，维护上市公司及其中小股东合法权益，交易对方湘轨控股做出承诺如下：

“一、本公司及本公司下属全资、单独或与他人联合控股或能够形成实际控制的子公司、企业或其他经济组织目前未从事与标的公司及上市公司或其各下属全资或控股子公司主营业务存在任何直接或间接竞争的业务或活动。

二、本公司承诺不在中国境内及境外直接或间接从事任何在商业上对标的公司及上市公司或其下属全资或控股子公司业务构成竞争或可能构成竞争的业务或活动；本公司促使本公司下属全资、单独或与他人联合控股或能够形成实际控制的子公司、企业或其他经济组织不在中国境内及境外直接或间接从事任何在商业上对标的公司及上市公司或其下属全资或控股子公司主营业务构成竞争或可能构成竞争的业务或活动。

三、如因政策调整等不可抗力原因导致本公司及本公司下属全资、单独或与

他人联合控股或能够形成实际控制的子公司、企业或者其他经济组织将来从事的业务与标的公司及上市公司或其下属全资或控股子公司之间的同业竞争可能构成或不可避免时，则本公司及本公司下属全资、单独或与他人联合控股或能够形成实际控制的子公司、企业或者其他经济组织将及时转让或终止上述业务；如标的公司及上市公司或其下属全资或控股子公司进一步要求受让上述业务，则在同等条件下本公司应将上述业务优先转让于标的公司及上市公司或其下属全资或控股子公司。”

综上所述，本次交易不会导致上市公司新增同业竞争。

3) 关于独立性

本次交易完成后，上市公司在业务、资产、财务、人员、机构等方面将继续保持独立，符合证监会关于上市公司独立性的相关规定。

为保证上市公司在业务、资产、财务、人员、机构等方面的独立性，各交易对方已出具关于保持上市公司独立性的相关承诺。

(3) 上市公司最近一年财务会计报告被注册会计师出具无保留意见审计报告

经核查，上市公司 2017 年度财务报告已经天职国际审计，并出具了标准无保留意见的审计报告（天职业字[2018]3385 号）。

(4) 上市公司及其现任董事、高级管理人员不存在因涉嫌犯罪正被司法机关立案侦查或涉嫌违法违规正被中国证监会立案调查的情形

上市公司及其现任董事、高级管理人员不存在因涉嫌犯罪正被司法机关立案侦查或涉嫌违法违规正被中国证监会立案调查的情形。

(5) 上市公司本次交易所购买的资产产权完整，能在约定期限内办理完毕权属转移手续

对于标的公司土地房屋产权等权属证书瑕疵，交易对方已出具相关承诺。根据标的公司工商资料及交易对方出具的相关承诺，除上述情形外，交易对方所持标的公司股权权属清晰，不存在被质押、冻结或其他权利行使受到限制的情形，

相关股权的过户不存在法律障碍。

根据上市公司与交易对方签署的《购买资产协议》，在上市公司领取中国证监会核准本次重组的核准文件后的 60 日内，交易对方应将其所持有的标的公司股权过户到上市公司名下。

综上所述，本次交易符合《重组管理办法》第四十三条的要求。

3、本次交易符合《关于首发及再融资、重大资产重组摊薄即期回报有关事项的指导意见》的相关规定

(1) 本次重组对公司主要财务指标的影响

本次交易实施完成后，公司净资产规模将增加，总股本亦相应增加。从公司长期发展前景看，有利于提高公司的综合能力，维护上市公司股东的利益。

1) 主要假设及说明

①假设国内外宏观经济环境、公司及下属子公司所处行业情况以及国内金融证券市场未发生重大不利变化；公司生产经营、财务状况等亦未发生重大变化；

②假设本次发行股份购买资产发行的股份数量为 379,000,000 股；

③假设本次交易在 2018 年 9 月 30 日实施完毕，该完成时间仅用于计算本次交易对每股收益指标的影响，最终以中国证监会核准并发行完成时间为准；

④假设上市公司 2018 年经营业绩（不考虑长韶娄公司的并表收益）与 2017 年保持一致，即按照上市公司 2018 年可实现归属于母公司股东的净利润（不考虑长韶娄公司的并表收益）为 86,493.23 万元、扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润（不考虑长韶娄公司的并表收益）为 74,227.84 万元；假设长韶娄公司 2018 年可实现预测净利润 594.02 万元、扣除非经常性损益后的预测净利润-5,435.52 万元；

⑤在预测 2018 年末总股本和基本每股收益计算时，仅考虑本次交易对总股本的影响，公司当前不存在可转换债券、认股权证等稀释性潜在普通股的情况。

项目	2018 年预测（交易前）	2018 年预测（交易后）
总股本（股）	151,782.83	189,682.83
归属于上市公司股东的净利润（万元）	86,493.23	86,641.73

扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润（万元）	74,227.84	72,868.96
总股本加权平均数（股）	151,782.83	161,257.83
基本每股收益（元/股）	0.5698	0.5373
扣除非经常性损益后的基本每股收益（元/股）	0.4890	0.4519

2) 对公司主要指标的影响

基于上述假设和说明，本次重组对公司每股收益影响的初步测算如下：

在上述假设成立的前提下，本次交易后，预计上市公司 2018 年基本每股收益将由 0.5698 元/股下降到 0.5373 元/股，扣除非经常性损益后的基本每股收益将由 0.4890 元/股下降到 0.4519 元/股。因此，本次交易完成后上市公司存在即期每股收益被摊薄的情况。

针对上述情况，公司已在《预案》中进行了重大风险提示。

(2) 董事会选择本次重组的必要性和合理性分析

1) 现有路产即将进入到期高峰，上市公司面临业绩压力

上市公司主要从事高速公路收费业务，目前在运营的高速公路共 5 条，基本情况如下表所示：

项目	收费期限	经营起始日	经营到期日	里程（公里）
潭衡高速	20 年	2000-12-26	2020-12-25	118.33
衡耒高速	20 年	2004-01-01	2023-12-31	50.52
长永高速	30 年	1994-12-28	2024-12-27	26.46
长潭高速	30 年	1998-10-01	2028-09-30	44.76
溆怀高速	30 年	2013-12-30	2043-12-29	91.78
合计				331.85

上述除溆怀高速为 2013 年新建通车外，其余 4 条高速公路均为成熟路产，每年能为上市公司创造稳定的利润回报。其中，潭衡高速为公司目前最核心的路产，2017 年公路里程占比 35.66%、收入占公司主营业务收入比重为 43.26%，毛利润占公司主营业务毛利润比重为 46.25%，系上市公司主要盈利来源之一，

该条高速公路的收费经营权期限即将在 2020 年 12 月到期（收费期限仅剩不到 3 年）。同时，衡耒高速、长永高速的收费经营权亦将分别于 2023 年和 2024 年到期，剩余收费期限仅剩 6 年和 7 年，届时上市公司将面临业绩下滑的风险。因此，上市公司需要进一步增加公路资产，确保公司长期稳定发展。

2) 有利于上市公司增强主业，奠定持续发展的基础

本次交易标的长韶娄高速公路，东起长沙，途径湘潭，西至娄底，收费里程 141.004 公里，实现长沙、韶山、娄底三市之间的直接连通；同时，长韶娄高速连接国家高速公路京港澳复线、二广高速公路、长株潭环线、“3+5”城市群环线等多条高速公路，整合“长沙、花明楼、灰汤、韶山”名城名人名泉旅游资源，沿线车辆通行需求巨大。

本次交易后，上市公司将经营和管理更多高速公路资产，运营里程将由 331.85 公里提升至 472.85 公里，高速公路里程大幅提升。有助于本公司实现路网覆盖湖南全省、路产贯通纵向和横向的布局，进一步提升公司在湖南省高速公路行业中的地位。同时，长韶娄高速于 2014 年 12 月 31 日正式通车，收费经营期 30 年，预计将于 2020 年以后逐步进入成熟期，上市公司通过本次交易，可有效缓解潭衡高速收费权在 2020 年到期对上市公司带来的业绩压力，从而提升可持续发展能力。

(3) 公司应对本次重组摊薄即期回报采取的措施

为应对因本次交易可能出现的本次重组后公司即期每股收益被摊薄的情形，维护广大投资者的利益，降低即期回报被摊薄的风险，增强对股东利益的回报，公司采取了多种措施填补即期回报：

1) 盈利预测承诺与补偿

根据公司与湘轨控股签署的《购买资产协议》，湘轨控股承诺标的资产股权所对应的 2018 年、2019 年、2020、2021、2022 年和 2023 年拟实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润数分别为-5,435.52 万元、672.13 万元、6,208.80 万元、14,693.29 万元、18,743.46 万元和 23,121.40 万元。

若标的资产能够实现上述各年度的预测净利润数，公司每股收益将在本次重

组完成后的盈利预测补偿期间内得到提升；如上述标的股权实际实现净利润数低于上述预测净利润数，交易对方将按照《购买资产协议》的相关规定进行补偿，以填补即期回报。

2) 进一步加强内部控制，提升经营业绩

本次交易完成后，公司将积极推动内部协同和资源共享。将进一步优化治理结构、加强内部控制，完善并强化投资决策程序，合理运用各种融资工具和渠道，控制资金成本，提升资金使用效率，在保证满足公司业务发展对流动资金需求的前提下，节省公司的各项费用支出，全面有效地控制经营和资金管控风险。

3) 严格执行利润分派政策

本次重组完成后，公司将根据中国证监会《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》（证监发[2012]37号）、《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》（证监会公告[2013]43号）以及《公司章程》等相关规定，结合公司的实际情况，广泛听取投资者尤其是独立董事、中小股东的意见和建议，强化对投资者的回报，严格执行利润分配政策，增加分配政策执行的透明度，更好地维护公司全体股东及投资者利益。

4) 不断完善公司治理，为公司发展提供制度保障

公司将严格遵循《公司法》、《证券法》及《上市公司治理准则》等法律、法规和规范性文件的要求，不断完善公司治理结构，确保股东能够充分行使权利；确保董事会能够按照法律、法规和公司章程的规定行使职权，作出科学、迅速和谨慎的决策；确保独立董事能够认真履行职责，维护公司整体利益，尤其是中小股东的合法权益；确保监事会能够独立有效地行使对董事、经理和其他高级管理人员及公司财务的监督权和检查权，为公司发展提供制度保障。

(4) 公司董事、高级管理人员根据中国证监会相关规定，对公司填补回报措施能够得到切实履行作出如下承诺：

“（一）承诺忠实、勤勉地履行职责，维护公司和全体股东的合法权益；

（二）承诺不得无偿或以不公平条件向其他单位或者个人输送利益，也不得

采用其他方式损害公司利益；

（三）承诺对本人职务消费行为进行约束；

（四）承诺不得动用公司资产从事与本人履行职责无关的投资、消费活动；

（五）承诺在自身职责和权限范围内，全力促使公司董事会或者提名与薪酬委员会制定的薪酬制度与公司填补回报措施的执行情况相挂钩；

（六）如果公司拟实施股权激励，承诺在自身职责和权限范围内，全力促使公司拟公布的股权激励行权条件与公司填补回报措施的执行情况相挂钩；

（七）承诺严格履行本人所作出的上述承诺事项，确保公司填补回报措施能够得到切实履行。如果承诺人违反本人所作出的承诺或拒不履行承诺，承诺人将按照《指导意见》等相关规定履行解释、道歉等相应义务，并同意中国证券监督管理委员会、深圳证券交易所和中国上市公司协会依法作出的监管措施或自律监管措施；给公司或者股东造成损失的，承诺人愿意依法承担相应补偿责任。”

上述填补即期回报措施及相关承诺主体的承诺等事项已形成议案经上市公司第七届董事会第二十三次会议审议通过，并将提交股东大会表决。

综上，本次交易符合《关于首发及再融资、重大资产重组摊薄即期回报有关事项的指导意见》的相关规定。

4、补充披露情况

上述相关内容已在修订后的重组预案“第一节交易概述”之“九、本次交易符合《重组管理办法》等相关规定”，“第八节、本次交易对上市公司的影响”之“二、本次交易对上市公司盈利能力影响的分析”中补充披露。

5、独立财务顾问机构核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

本次交易有利于上市公司增强持续经营能力，有利于提高上市公司资产质量、改善财务状况、增强持续盈利能力，有利于上市公司规范和减少关联交易、避免同业竞争、增强独立性。符合《上市公司重大资产重组管理办法》第四十三

条、《关于首发及再融资、重大资产重组摊薄即期回报有关事项的指导意见》的相关规定。

(四) 请你公司按照《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号——上市公司重大资产重组》(以下简称“《26 号准则》”)在“重大事项提示部分”披露本次交易对上市公司股权结构的影响,并补充披露未来六十个月上市公司是否存在维持或变更控制权、调整主营业务的相关安排、承诺、协议等,如存在,应当详细披露主要内容。

回复:

1、本次交易对上市公司股权结构的影响,未来六十个月上市公司维持或变更控制权、调整主营业务的相关安排、承诺、协议

(1) 本次发行股份前后上市公司股权结构的变化

本次重组拟发行股份 379,000,000 股,本次交易前后上市公司股权结构变化如下:

序号	股东名称	本次交易前		本次交易后	
		持股数量(股)	持股比例 (%)	持股数量(股)	持股比例 (%)
1	高速总公司	412,666,971	27.19	412,666,971	21.76
2	华北高速	106,867,207	7.04	106,867,207	5.63
3	中央汇金资产管理有限责任公司	48,180,150	3.17	48,180,150	2.54
4	绿地金融投资控股集团有限公司	45,000,000	2.96	45,000,000	2.37
5	通辽市蒙古王工贸有限公司	30,745,767	2.03	30,745,767	1.62
6	白国义	19,526,800	1.29	19,526,800	1.03
7	内蒙古蒙古王销售管理有限公司	15,338,684	1.01	15,338,684	0.81
8	嘉实基金-农业银行-嘉实中证金融资产管理计划	14,300,694	0.94	14,300,694	0.75
9	广发基金-农业银行-广发中证金融资产管理计划	13,466,034	0.89	13,466,034	0.71
10	银华基金-农业银行-银华中证金融资产管理计划	13,446,750	0.89	13,446,750	0.71

前 10 大股东小计	719,539,057	47.41	719,539,057	37.93
湘轨控股			379,000,000	19.98
其他股东	798,289,277	52.59	798,289,277	42.09
总计	1,517,828,334	100.00	1,896,828,334	100.00

本次交易前，高速总公司持有本公司 412,666,971 股股份，占总股本比例为 27.19%，是本公司的第一大股东，湖南省国资委为本公司实际控制人。本次交易完成后，以发行股份上限 379,000,000 股计算，高速总公司持股比例将变更为 21.76%、仍为本公司第一大股东，湘轨控股将持有本公司 19.98% 的股份、为本公司第二大股东，由于湘轨控股系湖南省国资委持股 100% 的子公司，湖南省国资委仍将成为本公司实际控制人。

(2) 未来六十个月上市公司不存在变更控制权、调整主营业务的相关安排、承诺、协议

本次交易后，高速总公司仍为本公司的第一大股东，湖南省国资委仍为本公司实际控制人，本公司将继续从事、经营原有主营业务不变，未来六十个月亦不存在变更控制权、调整主营业务的相关安排、承诺、协议。

(3) 湘轨控股关于不谋求上市公司第一大股东地位的承诺

为进一步确保上市公司控制权的稳定，湘轨控股出具了《关于不谋求上市公司第一大股东地位的承诺函》，主要内容如下：

“一、本次重组完成后 36 个月内，本公司承诺不通过所持有上市公司股份主动谋求上市公司第一大股东地位；

二、本次重组完成后 36 个月内，本公司不以任何方式直接或间接增持上市公司股份但因上市公司以资本公积转增股本等被动因素增持的除外)，也不与上市公司其他主要股东及其关联方、一致行动人之间签署一致行动协议或达成类似协议、安排等其他任何方式谋求上市公司第一大股东或控股股东；

三、本次重组完成后 36 个月内，本公司不通过接受委托、征集投票权、协议安排等任何方式扩大在上市公司的股份表决权。”

因此，本次交易不会导致上市公司第一大股东和实际控制人的变更。

2、补充披露情况

上述相关内容已在修订后的重组预案“重大事项提示”，“第六节本次发行股份情况”之“二、本次发行股份前后上市公司股权结构的变化”，“第八节本次交易对上市公司的影响”之“四、本次交易对上市公司股权结的影响”中补充披露。

(五) 预案显示，湘轨控股于本次交易中取得的上市公司自股份上市之日起 36 个月内不得转让，自锁定期满后分四期解禁。请你公司补充披露湘轨控股每年累积可解锁股份比例与其已履行完毕的业绩承诺比例（即当期累积已实现业绩占总承诺业绩的比例）是否匹配；如每年累积可解锁股份比例高于其已履行完毕的业绩承诺比例，请进一步说明相关解锁安排是否合理，每年预留限售股份比例是否足够，是否影响后续业绩承诺的履行和业绩补偿、减值测试的实施，如是，请修改股份限售承诺并调整解锁安排。

回复：

1、股票解锁安排与业绩承诺比例相匹配，具备合理性

湘轨控股取得的上市公司股份，自股份上市之日起 36 个月内不得转让。同时，为保证本次重组盈利预测补偿承诺的可实现性，湘轨控股于本次交易所获股份自 36 个月届满后，按照以下安排分期解禁：

(1)自股份上市之日起 36 个月届满，且标的公司已足额兑现 2019 年和 2020 年累积净利润承诺数或湘轨控股支付了当期应补偿金额之日起，湘轨控股可解锁相应股份，计算方式为：

当期可解锁股份数=2019 年和 2020 年累计承诺净利润数/2019 年至 2023 年累计承诺净利润数总和×本次发行股份数－当期应补偿股份数。（若计算后当期可解锁股份数小于 0，则不解锁）

(2) 自股份上市之日起 36 个月届满，且标的公司已足额兑现 2021 年累积净利润承诺数或湘轨控股支付了当期应补偿金额之日起，湘轨控股可解锁相应股份，计算方式为：

当期可解锁股份数=2021年承诺净利润数/2019年至2023年累计承诺净利润数总和×本次发行股份数－当期应补偿股份数。（若计算后当期可解锁股份数小于0，则不解锁）

（3）自股份上市之日起36个月届满，且标的公司已足额兑现2022年累积净利润承诺数或湘轨控股支付了当期应补偿金额之日起，湘轨控股可解锁相应股份，计算方式为：

当期可解锁股份数=2022年承诺净利润数/2019年至2023年累计承诺净利润数总和×本次发行股份数－当期应补偿股份数。（若计算后当期可解锁股份数小于0，则不解锁）

（4）自股份上市之日起36个月届满，且标的公司已足额兑现2023年累积净利润承诺数或湘轨控股支付了当期应补偿金额之日起，湘轨控股可解锁剩余股份，计算方式为：

当期可解锁股份数=2023年承诺净利润数/2019年至2023年累计承诺净利润数总和×本次发行股份数－当期应补偿股份数。（若计算后当期可解锁股份数小于0，则不解锁）

相应股份解禁后按照中国证监会及深圳证券交易所的有关规定执行。如湘轨控股在盈利承诺期内未实现业绩承诺，则在对上市公司进行业绩补偿时不受上述股份锁定的限制。

即湘轨控股每年可解锁股份需同时满足以下条件方可解锁：

（1）自股份上市之日起36个月届满；

（2）当期可解锁股份数=截至当年累计承诺净利润数/2019年至2023年累计承诺净利润数总和×本次发行股份数－当期应补偿股份数。（若计算后当期可解锁股份数小于0，则不解锁）

根据以上安排，业绩承诺方每年累积可解锁股份比例不高于其已履行完毕的业绩承诺比例，可解锁股份比例与其已履行完毕的业绩承诺比例相匹配，不会影响后续业绩承诺的履行和业绩补偿、减值测试的实施。

2、补充披露情况

上述相关内容已在修订后的重组预案“第六节发行股份情况”之“一、本次发行股份方案”之“（五）锁定期安排”中补充披露。

（六）预案显示，本次交易标的资产预估值为 440,272.36 万元，其中发行股份支付 208,829.00 万元，剩余 231,443.36 万元以现金方式补足。你公司拟采用自有资金或自筹资金来支付上述现金部分。你公司 2018 年一季度报告显示，公司货币资金余额为 20.49 亿元。请你公司结合公司货币资金和资产负债率补充披露是否存在短期偿债风险，是否会影响公司日常经营运作。

回复：

1、本次收购不会导致上市公司面临短期偿债风险，不会影响公司日常经营运作

截至 2018 年 3 月 31 日，现代投资账面货币资金余额 20.49 亿元，除去日常经营及大有期货等下属公司保证金需求，可随时动用而不影响日常经营运作的资金 10.5 亿元，需要通过负债方式筹集约 12.5 亿元收购资金。

假设上市公司于 2017 年 12 月 31 日借入 12.5 亿元（利率参照五年期基准贷款利率 4.9%），并通过发行股份及支付现金的方式完成购买长韶娄公司 100% 股权，以长韶娄公司 2017 年 12 月 31 日未经审计净资产值作为其可变现净资产公允价值，交易价格超过可变现净资产公允价值部分计入现代投资合并资产负债表商誉。则交易后模拟上市公司的资产负债情况及偿债指标如下（未经审计）：

单位：万元

项目	本次交易前 2017 年 12 月 31 日实际数	本次交易后 2017 年 12 月 31 日备考数
流动资产	638,678.34	646,808.28
非流动资产	1,661,124.31	2,784,555.82
资产总计	2,299,802.65	3,431,364.10
流动负债	731,378.94	844,776.39
非流动负债	682,941.02	1,492,276.02
负债合计	1,414,319.96	2,337,052.41
资产负债率	61.50%	68.11%
流动比率	0.87	0.77

速动比率	0.74	0.65
------	------	------

本次交易完成后，上市公司资产负债率由 61.50% 上升至 68.11%，流动比率、速动比率均有所下降，上市公司总体债务规模可控。根据年报披露，上市公司 2017 年财务费用主要为利息支出构成，本次收购将增加每年 6,125 万元利息支出，以 2017 年模拟计算，上市公司财务费用将从 4.65 亿元增至 5.26 亿元。上市公司 2017 年归母净利润 8.65 亿元，经营活动产生的现金流量净额 6.42 亿元，足以覆盖上述财务费用（高速公路行业利润及现金流情况较稳定，非不可抗力因素一般不会出现大幅变动）。

上述测算已经保留了日常经营所必须的资金，此外，上市公司拥有中国银行、农业银行、工商银行等 10 余家银行授信余额超过 30 亿元，以及在中国银行间市场交易商协会注册的超短期融资券额度余额 38 亿元，可以随时动用，故本次交易不会影响上市公司日常经营运作。

2、补充披露情况

上述相关内容已在修订后的重组预案“第八节本次交易对上市公司的影响”之“六、本次交易对上市公司资产负债结构的影响”中补充披露。

（七）请你公司按照《26 号准则》第七条第（七）项补充披露本次发行股份购买资产所发行股份市场参考价的选择依据及理由。

回复：

1、本次发行股份购买资产所发行股份市场参考价的选择依据及理由

（1）定价原则

根据《重组管理办法》第四十五条规定：上市公司发行股份的价格不得低于市场参考价的 90%。市场参考价为本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前 20 个交易日、60 个交易日或者 120 个交易日的公司股票交易均价之一。

上市公司通过与交易对方之间协商，兼顾各方利益，确定本次发行价格采用定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价作为市场参考价，并以该市场参考价 90% 作为确定发行价格的基础。

(2) 发行价格

本次发行股份购买资产的定价基准日为本公司审议本次重组首次董事会决议公告日，即第七届董事会第二十三次会议决议公告日。上市公司定价基准日前 20 个交易日、前 60 个交易日和前 120 个交易日股票交易均价具体情况如下表所示：

项目	定价基准日前 20 个交易日均价	定价基准日前 60 个交易日均价	定价基准日前 120 个交易日均价
股票交易均价（元/股）	6.12	6.19	6.79
股票交易均价之 90%（元/股）	5.51	5.58	6.12

基于上市公司股票停牌前收盘价，经交易各方友好协商，确定本次发行股份购买资产的发行价格为定价基准日前 20 个交易日股票交易均价的 90%，即 5.51 元/股。

以定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价作为市场参考价能够兼顾上市公司及各交易对方利益，且符合《重组管理办法》第四十五条规定，该市场参考价具备合理性。

定价基准日至发行日期间，上市公司如有派息、送股、资本公积金转增股本等除息除权事项，本次发行价格亦将作相应调整。

(3) 发行股份市场参考价的选择依据及理由

1) 符合《重组管理办法》的规定

根据《重组管理办法》第四十五条，上市公司发行股份的价格不得低于市场参考价的 90%。市场参考价为本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前 20 个交易日、60 个交易日或者 120 个交易日的公司股票交易均价之一。

交易均价的计算公式为：董事会决议公告日前若干个交易日公司股票交易均价 = 决议公告日前若干个交易日公司股票交易总额 / 决议公告日前若干个交易日公司股票交易总量

本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前 20 个交易日、60 个交易日或者 120 个交易日的公司股票交易均价如下表所示：

项目	定价基准日前 20 个交易日均价	定价基准日前 60 个交易日均价	定价基准日前 120 个交易日均价
股票交易均价（元/股）	6.12	6.19	6.79
股票交易均价之 90%（元/股）	5.51	5.58	6.12

本次交易以本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前 20 个交易日均价作为市场参考价，上市公司向交易对方发行股票价格为市场参考价的 90%，符合《重组管理办法》的规定。

2) 本次发行股份价格是交易双方平等协商的结果

本次交易有助于增强现代投资的核心竞争力和持续经营能力，提升长期盈利能力，保障上市公司全体股东利益。该发行价格是公司与交易对方本着兼顾各方利益、积极促进各方达成交易意向的原则，在综合考虑本次交易拟购买资产的经营情况与所处行业特点、交易对方的合理预期及上市公司停牌期间股票市场波动等因素的基础上，经双方友好协商的结果，有利于双方达成合作意向和本次交易的成功实施。

3) 本次交易的定价方案严格按照法律法规的要求履行相关程序

本次交易的定价方案严格按照法律法规履行相关程序以保护上市公司及中小股东的利益。本次交易的定价方案已经上市公司董事会审议通过，独立董事发表了同意意见，并将提请股东大会审议，严格履行法定程序，保障上市公司及中小股东的利益。

综上，本次发行股份定价方法符合《重组管理办法》等相关规定并严格按照法律法规的要求履行相关程序。充分考虑了上市公司及标的资产的内在价值、未来预期等因素，并经双方平等协商，有利于保障各方利益和本次交易的成功实施。因此，选择以董事会决议公告日前 20 个交易日上市公司股票交易均价作为本次交易的市场参考价具有合理性。

2、补充披露情况

上述相关内容已在修订后的重组预案“第六节发行股份情况”之“一、本次发行股份方案”之“（三）定价原则、发行价格”中补充披露。

二、关于交易对手方

(一) 请你公司补充披露湘轨控股及其主要管理人员是否最近五年内受过行政处罚、刑事处罚、或者涉及与经济纠纷有关的重大民事诉讼或者仲裁。若是，请你公司补充披露处罚机关或者受理机构的名称、处罚种类、诉讼或者仲裁结果，以及日期、原因和执行情况。

回复：

1、湘轨控股及其主要管理人员最近五年内受到行政处罚、刑事处罚、或者涉及与经济纠纷有关的重大民事诉讼或者仲裁的情况

截至重组预案签署之日，湘轨控股及其主要管理人员最近五年内不存在受到行政处罚、刑事处罚、或者涉及与经济纠纷有关的重大民事诉讼或者仲裁的情况。

湘轨控股及其主要管理人员已就最近五年是否受过行政处罚、刑事处罚、或者涉及与经济纠纷有关的重大民事诉讼或者仲裁作出如下声明与承诺：

“1、本司（本人）最近五年内不存在重大违法违规事项，亦未受过行政处罚或者刑事处罚。

2、本司（本人）不存在因违反国家产业政策和有关环境保护、土地管理、反垄断等法律和行政法规的规定而受到重大处罚的情形。

3、本司（本人）不存在因涉嫌犯罪正被司法机关立案侦查或涉嫌违法违规被中国证监会等行政主管部门立案调查之情形。

4、本司（本人）不存在涉及与经济纠纷有关的重大民事诉讼或者仲裁之情形。”

2、补充披露情况

上述相关内容已在修订后的重组预案“第三节交易对方基本情况”之“合法合规情况”中补充披露。

(二) 请你公司补充披露湘轨控股及其主要管理人员最近五年的诚信情况，包括但不限于：交易对方及其主要管理人员未按期偿还大额债务、未履行承诺、

被中国证监会采取行政监管措施或受到证券交易所纪律处分的情况等。

回复：

1、湘轨控股及其主要管理人员最近五年的诚信情况

截至重组预案签署之日，湘轨控股及其主要管理人员最近五年不存在未按期偿还大额债务、未履行承诺、被中国证监会采取行政监管措施或受到证券交易所纪律处分的情况。

湘轨控股及其主要管理人员已就最近五年的诚信情况作出如下声明承诺：

“1、本司（本人）最近五年不存在未按期偿还大额债务、未履行承诺的情形。

2、本司（本人）最近五年不存在被中国证监会采取行政监管措施或受到证券交易所纪律处分的情况。”

2、补充披露情况

上述相关内容已在修订后的重组预案“第三节交易对方基本情况”之“八、合法合规情况”中补充披露。

三、关于交易标的

（一）预案显示，长韶娄存在特许经营手续不完善的风险，正在协商正式特许经营权协议的相关事宜。另外，长韶娄大部分土地及全部房屋权属证明文件正在办理中。

1、请你公司补充披露未取得土地权属证明文件土地的面积和账面金额及分别占其占用的所有土地的比例，未取得房屋权属证明文件的房屋面积和账面金额及分别占其所有房产的比例。

2、请你公司补充披露上述特许经营权及土地、房屋权属手续办理进展、预期办毕时间。若前述手续不能及时办理完毕，要求公司补充披露是否会对长韶娄生产经营构成重大影响以及具体明确的应对措施。

3、请你公司结合上述情况补充披露是否符合《上市公司重大资产重组管理

办法》第十一条第（四）项及《关于规范上市公司重大资产重组若干问题的规定》第四条的相关要求，请财务顾问发表核查意见。

回复：

1、未取得土地权属证明文件土地的面积和账面金额及分别占其占用的所有土地的比例，未取得房屋权属证明文件的房屋面积和账面金额及分别占其所有房产的比例。

（1）土地权属证明文件办理情况

截至预案出具日，长韶娄公司占有和使用的土地共 26 宗，面积合计为 904.50 万平方米。其中已办证的土地 2 宗，面积为 50.83 万平方米，土地办证率 5.62%（按面积）；尚未办证的土地 24 宗，面积为 853.67 万平方米，占土地总面积的 94.38%。

长韶娄公司对土地价值没有单独核算，根据高速公路行业特点，均并入无形资产-特许经营权中进行核算。

（2）房屋权属证明文件办理情况

截至预案出具日，长韶娄公司占有和使用的房产共计 16 宗，建筑面积合计为 6.15 万平方米，全部房产权属证明文件均尚在办理当中。

长韶娄公司对房产价值没有单独核算，根据高速公路行业特点，均并入无形资产-特许经营权中进行核算。

2、上述特许经营权及土地、房屋权属手续办理进展、预期办毕时间。若前述手续不能及时办理完毕，是否会对长韶娄生产经营构成重大影响以及具体明确的应对措施。

（1）特许经营权手续办理进展、预期办毕时间

高速公路行业的经营模式为具有经营性公路资产的企业通过对取得特许经营权的高速公路进行综合开发经营、提供高速公路各种服务，并对其运营的高速公路进行养护、维修、路政及交通安全管理以保证高速公路的通行质量，并按照行业监管部门制定的收费标准对过往车辆收取车辆通行费来回收投资并获取效

益的模式。

根据湖南省人民政府办公厅于 2014 年 12 月 17 日出具的《湖南省人民政府办公厅关于长韶娄高速公路设站收费有关事项的复函》(湘政办函[2014]143 号),长韶娄高速公路,收费期限为 30 年,从 2014 年 12 月 30 日起至 2044 年 12 月 29 日止,特许经营期内由湖南省长韶娄高速公路有限公司负责经营管理。

为进一步完善标的公司特许经营权益,标的公司拟与相关主管部门签署正式的特许经营协议。目前,标的公司积极与相关主管部门沟通特许经营协议签署事宜,但由于特许经营协议签署涉及程序复杂等原因,截至本回复出具之日,相关手续尚在办理完善过程中,预计将在本次重组草案披露前完成特许经营协议的正式签署。

由于签署特许经营协议不涉及长韶娄高速收费期限以及收费标准调整,不会对长韶娄公司生产经营构成重大影响。

(2) 土地、房屋权属手续办理进展、预期办毕时间

1) 土地使用权情况

截至预案出具日,长韶娄公司占有和使用的土地共 26 宗,面积合计为 904.50 万平方米。其中已办证的土地 2 宗,面积为 50.83 万平方米,土地办证率 5.62% (按面积);尚未办证的土地 24 宗,面积为 853.67 万平方米,占土地总面积的 94.38%。

针对上述未办证土地,长韶娄公司正在有序开展土地权证的办理工作,目前已完成相关土地地籍测绘并向国土部门提交了办证申请材料。预计本次重组草案披露前,将争取完成大部分主线用地的土地权证办理,并就全部未办证土地取得由土地主管部门出具的权属证明文件;同时,长韶娄公司后续亦将积极推进土地权证办理工作,预计将在 3 年内完成全部土地权证的办理。

2) 房产情况

截至本预案出具日,长韶娄公司占有和使用的房产共计 16 宗,建筑面积合计为 6.15 万平方米,全部房产权属证明文件均尚在办理当中。

长韶娄公司占用或使用的房产主要是高速公路附属设施，由于相关主管部门政策、制度不统一等历史原因，导致相关房产尚未办理产权证书：

①根据《湖南省高速公路管理条例》的相关规定，高速公路相关项目报批、报建、交工以及竣工验收均是湖南省交通运输厅作为主管部门进行管理与监督。基于以上规定与实践操作，长韶娄公司于 2010 年 10 月向湖南省交通运输厅上报《关于申请审批长韶娄高速公路施工图设计文件的请示》，2010 年 11 月，湖南省交通运输厅作出《关于长韶娄高速公路施工图设计文件的批复》，长韶娄公司根据湖南省交通运输厅的相关批复对长韶娄高速公路主线、支线、匝道及附属设施进行开工建设，并于 2014 年年底完工。2014 年 12 月至 2016 年，由省交通运输厅对长韶娄高速公路进行交工验收。

②根据《城市房屋权属登记管理办法》的第十六条：“新建的房屋，申请人应当在房屋竣工后的 3 个月内向登记机关申请房屋所有权初始登记，并应当提交用地证明文件或者土地使用权证、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、施工许可证、房屋竣工验收资料以及其他有关的证明文件。”而长韶娄高速公路建设是经省交通运输厅统一批复，统一验收，对于附属设施并未有单独的建设用地许可、建设工程许可与施工许可。鉴于此，长韶娄高速公路附属设施无法依据《城市房屋权属登记管理办法》进行登记。

③长韶娄高速公路按照《湖南省高速公路管理条例》的相关规定已经履行完备相关手续，符合相关规定。而《城市房屋权属登记管理办法》并未对高速公路附属设施这一特殊资产进行规定，从而导致长韶娄高速公路的附属设施一直未能办理产权证书。

目前，长韶娄公司正积极与相关主管部门沟通协调办理附属设施权证的相关事宜，同时湘轨控股已出具承诺：将推动长韶娄公司在 3 年内完成相关房产权证的办理。

(3) 土地、房屋权属手续不能及时办理完毕，对长韶娄生产经营的影响以及具体明确的应对措施。

1) 对长韶娄生产经营的影响

长韶娄公司占用的土地均为长韶娄高速公路项目使用，相关用地均已取得国土部等土地主管部门的用地批复，并经省政府批准办理了土地征用等手续；长韶娄公司相关房产已按照《湖南省高速公路管理条例》的相关规定已经履行完备相关手续，符合相关规定。

因此，长韶娄公司部分相关土地、房产未取得权属证书，预计不会对公司的生产经营产生重大不利影响。

2) 应对措施

就长韶娄公司占有和使用的土地、房产中尚未完成取得权属证书的情况，湘轨控股承诺：

“①长韶娄公司现占用的土地、房产权属清晰，长韶娄公司可合法占有并使用；

②确保长韶娄公司在取得相关土地、房产权证之前继续有效占有并使用相关土地，并且不会因此受到实质性不利影响；

③本公司将协助长韶娄公司在条件允许的情况下尽快完成土地、房产的权属登记手续，加快推进办证进度，于本次重大资产重组完成之日（指现代投资发行股份及支付现金所购买资产过户实施完毕之日）起3年内完成办理相关土地、房产权属登记手续；

④如因相关土地、房产存在第三人主张权利或其他权属纠纷等情形影响到长韶娄公司对该等土地、房产的使用，本公司将及时、足额补偿长韶娄公司因此遭受的包括但不限于赔偿、罚款、支出、利益受损等实际损失。

如有违反上述承诺情形，将承担由此引起的一切法律责任。”

3、上述情况是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第十一条第（四）项及《关于规范上市公司重大资产重组若干问题的规定》第四条的相关要求

（1）本次交易符合《上市公司重大资产重组管理办法》第十一条第（四）项的相关要求

《上市公司重大资产重组管理办法》第十一条第（四）项规定：本次交易所

涉及的资产权属清晰，资产过户或者转移不存在法律障碍，相关债权债务处理合法。

本次交易标的资产为长韶娄公司 100% 股权，长韶娄公司为合法设立、有效存续的公司，标的资产权属清晰，不存在限制或者禁止转让的情形，不存在其他质押、权利担保或其它受限制的情形，在相关法律程序和先决条件得到适当履行和满足的情形下，标的资产的过户不存在法律障碍。

本次交易拟购买资产为标的公司的全部股权，不涉及债权债务的处理，原由标的公司享有和承担的债权债务在交割日后仍然由标的公司享有和承担。

综上，本次交易所涉及的资产权属清晰，资产过户或者转移不存在法律障碍，相关债权债务处理合法，符合《上市公司重大资产重组管理办法》第十一条第(四)项的相关要求。

(2) 本次交易符合《关于规范上市公司重大资产重组若干问题的规定》第四条的相关要求

1) 本次交易拟购买标的资产为股权类资产，标的公司涉及的立项、环保、行业准入、用地、规划、建设施工等有关报批事项已在《现代投资股份有限公司发行股份及支付现金购买资产预案》中披露。本次交易涉及的报批事项和尚需呈报批准的程序，公司已在《现代投资股份有限公司发行股份及支付现金购买资产预案》中披露，并对可能无法获得批准的风险作出特别提示。

2) 本次重组的标的资产为长韶娄公司 100% 的股权，交易对方湘轨控股合法持有标的资产的完整权利，该等股权上不存在抵押、质押、查封、冻结等限制或禁止转让情形；不存在股东出资不实或者影响其合法存续的情况。

3) 本次交易完成后，公司实际控制人仍为湖南省国资委，本次交易不会导致公司控制权变更。公司通过本次重组所购买的标的资产拥有独立完整业务体系，能够独立自主地进行生产经营活动；有利于提高公司资产的完整性，有利于公司在人员、采购、生产、销售、知识产权等方面保持独立。

4) 本次交易有利于公司改善财务状况、增强持续盈利能力，有利于公司突出主业、增强抗风险能力，不影响公司独立性。交易对方湘轨控股已作出关于减

少和规范关联交易、保持上市公司独立性及避免同业竞争的承诺。

综上所述，本次交易符合《重组若干规定》第四条的要求。

4、补充披露情况

上述相关内容已在修订后的重组预案“重大风险提示”之“一、与本次交易相关的风险”之“（七）标的公司特许经营手续不完善风险”、“第四节交易标的基本情况”之“二、主要资产权属、对外担保及主要负债情况”之“（一）主要资产的权属状况”、“第一节交易概述”之“九、本次交易符合《重组管理办法》等相关规定”中补充披露。

5、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

本次交易所涉及的资产权属清晰，资产过户或者转移不存在法律障碍，相关债权债务处理合法，符合《上市公司重大资产重组管理办法》第十一条第（四）项的相关要求。

上市公司董事会已按照《重组若干规定》第四条的要求对相关事项作出审慎判断并记录于董事会决议记录中，本次交易符合《重组若干规定》第四条的要求。

（二）预案显示，长韶娄高速公路主线已通车近三年半，但标的资产 2016 年和 2017 年分别亏损 9927.03 万元和 1.48 亿元，并且 2018 年预测扣非后净利润仍亏损 5435.52 万元。此外，由于潭邵高速于 2016 年进行大修，长韶娄高速车辆通行费收入较 2015 年呈现大幅增长，而潭邵高速于 2016 年 11 月完成大修并通车后，长韶娄高速公路车流量回归至正常水平，通行费收入较 2016 年有所下降。评估预测标的资产自 2019 年起开始盈利。请你公司结合上述情况及同行业可比公司运营情况补充披露自 2019 年开始盈利的原因及其合理性。

回复：

1、标的公司 2018 年开始盈利的原因

（1）标的公司收入预测

长韶娄公司 2015、2016、2017 年分别实现营业收入 23,291.18 万元、46,418.31 万元、41,806.42 万元（以上数据尚未经审计），根据湖南省交通规划勘察设计院有限公司出具的《湖南省长沙至韶山至娄底高速公路交通量及收费收入预测咨询报告》，长韶娄高速 2018、2019 年预测车流量及通行费收入情况如下：

单位：万元

年份	主线流量 (ved/d)	主线通行费收入	韶山支线流量 (ved/d)	韶山支线通行 费收入	通行费收 入合计
2018	18,324	50,318	3,571	1,027	51,345
2019	20,987	59,363	4,078	1,172	60,536

注：上述通行费收入为未扣除增值税的收费金额。具体预测参数和方法参见第（三）题回复。

（2）标的公司主要成本费用预测

长韶娄公司营业成本主要包括一线人员及临聘职工工资及福利、职工“五险一金”、无形资产摊销、联网服务费、专项工程支出、小修养护、路面养护、设备维修、检测费等，营业成本支出相对稳定，可预测性较好，根据收益法评估预测，长韶娄公司 2018、2019 年的预测营业成本分别为 18,038.59 万元、20,912.11 万元。

长韶娄公司为修建长韶娄高速先后向国家开发银行、北京银行借入 71 亿元人民币借款，截至 2017 年 12 月 31 日借款余额 69.9 亿元，根据收益法评估预测，2018、2019 年发生的利息支出分别为 37,057.27 万元、34,988.45 万元。

（3）标的公司将于 2018 年开始盈利

根据标的资产与长沙市政府签署的辅道工程协议，长韶娄公司在 2018 年将收到长沙市政府支付的辅道工程投资回报款项，长韶娄公司 2018 年预计将实现扣非前净利润 594.02 万元，开始实现盈利。

按照收益法评估结果，标的公司在 2019 年实现的通行费收入可以覆盖当年的主要营业成本及利息费用支出，届时标的公司扣非后净利润将达到 672.13 万元。

2、标的资产 2016 年收入大幅增长的原因

潭邵高速为 G60 沪昆高速湘潭市至邵阳市路段，2016 年 5 月至 11 月潭邵高速大修，期间长韶娄高速为主要分流路线，使长韶娄高速 2016 年 5 月至 11 月的车辆通行费收入增至 329,313,399.73 元，比 2015 年同期增长 125.27%。潭邵高速于 2016 年 11 月完成大修并通车，长韶娄高速公路车流量回归至正常水平。

3、同行业可比高速公路通车后收入增长情况

(1) 现代投资（000900）

2012 年现代投资通过公开竞购取得湖南省溆怀高速公路建设开发有限公司 100% 股权。溆怀高速公路于 2013 年 12 月 30 日建成通车，2014-2017 年营业收入年均复合增长率为 26.64%，各年营业收入变动情况如下：

单位：万元

年度	营业收入	营业收入增长率
2014 年	9,772.34	
2015 年	15,476.20	58.65%
2016 年	17,597.93	13.51%
2017 年	19,847.89	12.79%

(2) 皖通高速（600012）

皖通高速下属宁宣杭高速公路于 2013 年 9 月通车，起自宣城市，终点与临（安）千高速公路相接。根据皖通高速 2013-2017 年年报，通车后 4 年营业收入的复合增长率为 74.20%（由于 2013 年通车时间只有一个月，故剔除了该年数据），各年营业收入变动情况如下：

单位：万元

年度	营业收入	营业收入增长率
2014 年	1,558.67	
2015 年	2,753.72	76.67%
2016 年	5,362.93	94.75%
2017 年	8,240.02	53.65%

(3) 中原高速（600020）

中原高速下属郑尧高速于 2007 年 12 月 21 日正式通车，北起郑州，终点至尧山风景区和中原大佛景区。根据中原高速 2008-2012 年年报，郑尧高速

2008-2012年5年复合增长率为30.41%（由于2007年通车时间只有10天，故剔除了该年数据），各年营业收入变动情况如下：

单位：万元

年度	营业收入	营业收入增长率
2008年	16,153.54	
2009年	23,027.61	42.55%
2010年	35,031.97	52.13%
2011年	39,407.13	12.49%
2012年	46,725.49	18.57%

按照长韶娄高速的车流量预测及评估结果，长韶娄高速2018年通行费收入较2017年增长19.24%，2019年预测收入较2018年增长17.90%，2015年至2019年五年的复合增长率为26.04%，低于郑尧高速通车以后五年营业收入复合增长率，并低于溱怀高速、宁宣杭高速通车以后四年营业收入的复合增长率，长韶娄公司本次营业收入预测符合谨慎原则，结合长沙市岳麓区辅道工程投资回报因素，2018年开始实现扣非前盈利、2019年实现扣非后盈利具备合理性。

4、补充披露情况

上述相关内容已在修订后的重组预案“第八节本次交易对上市公司的影响”之“二、本次交易对上市公司盈利能力影响的分析”中补充披露。

（三）预案显示，长韶娄营业收入根据《湖南省长沙至韶山至娄底高速公路交通量及收费收入预测咨询报告》（以下简称“咨询报告”）进行预测。

1、请你公司补充披露上述报告中的主要指标，包括但不限于预测交通量、通行费收入及其预测依据，结合前述指标补充披露标的资产评估预测营业收入的依据及其合理性。

2、请你公司对比咨询报告和长韶娄高速公路建设时出具的可研报告的具体情况，说明截至目前长韶娄高速公路实际经营情况是否发生重大变化，以咨询报告的相关指标作为营业收入的评估依据是否合理。

3、请财务顾问就上述事项进行核查并发表明确意见。

回复：

1、咨询报告主要指标，包括但不限于预测交通量、通行费收入及其预测依

据

湖南省交通规划勘察设计院有限公司为交通量预测研究专业机构，该设计院对湖南省长沙至韶山至娄底高速公路进行了交通量及通行费预测并出具了《湖南省长沙至韶山至娄底高速公路交通量及收费收入预测咨询报告》初稿。

预测交通量、通行费收入等主要指标情况及其预测依据如下：

(1) 交通量预测

1) 预测特征年确

以 2017 年为基年，以 2018 年（评价初年）、2020 年、2025 年、2030 年、2035 年、2040 年、2044 年（评价末年）为预测特征年进行预测。

2) 未来路网

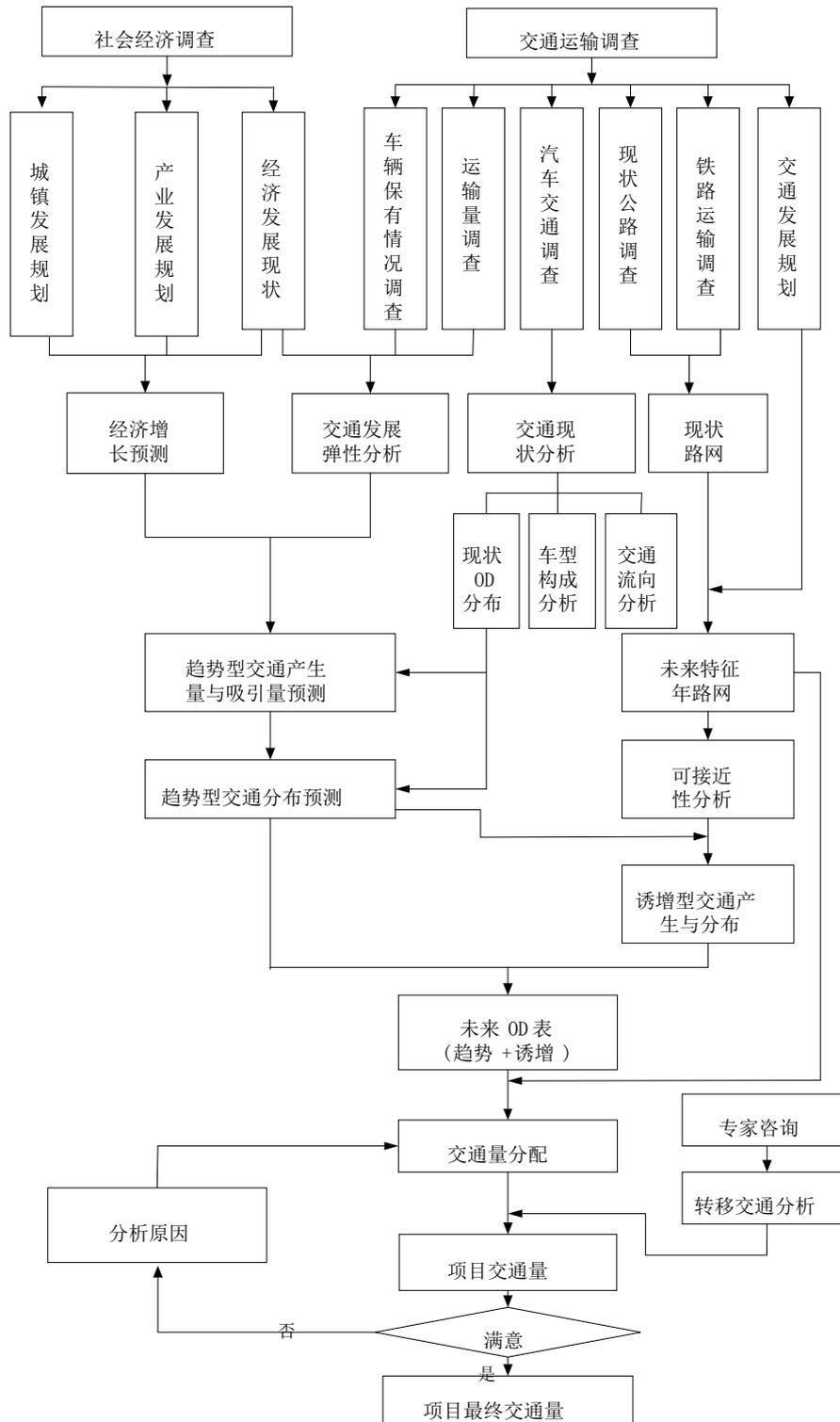
根据《湖南省高速公路网规划（修编）》（2017.1），湖南省高速公路网规划修编的目标：湖南省高速公路网规划布局可以归纳为“七纵七横”，总规模约 8622 公里。其中纵向主线约 3614 公里，横向主线约 2964 公里，其它高速公路约 2044 公里。按行政等级分，国家高速公路 5333 公里，省级高速公路 3289 公里。继续推进高速公路建设，实现所有县市区 30 分钟上高速公路，实现相邻市州之间以高速公路直接连通。

从省域范围来看，在未来路网中，本项目属湖南省横向高速通道“四横”的重要组成部分，与通道密切相关的横向通道为“五横”沪昆通道（上海至昆明高速公路）。

3) 交通量预测方法概述

本报告采用以 OD 表为基础的“四阶段预测法”进行交通量预测。即首先预测项目所在地区的社会经济发展，在此基础上进行交通生成和交通分布的预测，根据交通分布预测结果，采用随机用户平衡法进行交通分配预测。

交通量预测总体思路如下图所示。



4) 交通量预测结果

综上所述，路段交通量预测结果见下列表格。

单位：pcu/d

路段	里程 (km)	2017 (基年)	2018	2020	2025	2030	2035	2040	2044
长韶娄高速									
起点-岳麓	1.853	6,769	7,792	10,390	16,922	23,595	28,138	30,983	31,771
岳麓-赤江 枢纽	0.555	10,807	12,266	15,603	24,993	33,995	40,848	44,696	45,093
赤江枢纽- 金凤	11.414	26,747	29,961	38,289	58,710	79,212	93,755	95,792	98,114
金凤-道林 (长湘)	3.134	29,242	33,908	46,441	71,413	96,616	113,882	115,995	118,945
道林(长 湘)-花明楼	10.386	24,625	28,748	39,911	62,799	93,285	108,173	110,854	110,663
花明楼-韶 山枢纽	7.596	22,450	26,063	35,786	56,211	84,190	97,795	104,571	106,765
韶山枢纽- 金石	15.354	19,418	22,830	31,211	53,090	80,221	94,730	101,845	104,155
金石-灰汤	9.893	18,609	22,207	30,372	51,583	78,130	92,300	99,284	101,507
灰汤-翻江	21.213	16,205	20,009	27,898	47,242	72,254	85,505	92,134	94,067
翻江-益娄 枢纽	1.032	15,719	19,516	27,505	46,497	71,303	84,381	91,005	92,888
益娄枢纽- 娄底	15.96	15,719	19,229	26,311	44,698	61,541	72,000	76,992	79,322
娄底-桥头 河	14.742	12,850	15,751	21,624	36,986	50,902	59,629	63,905	65,883
桥头河-终 点	12.698	11,129	13,606	18,585	32,071	44,120	51,746	55,539	57,211
合计	125.83	18,005	21,400	29,177	48,159	69,790	82,031	87,064	88,971
韶山支线									
起点-终点	14.942	3,395	3,770	4,914	7,644	9,765	11,525	13,382	14,762

注：与长韶娄通道紧密相关的宁乡至韶山高速公路、涟源龙塘至新化琅塘高速公路和怀化至芷江高速公路将在 2021 年前建成通车。

(2) 通行费收入预测

1) 计算公式

通行费收入按下式计算：

$$\text{年通行费收入} = \sum \text{各车型交通量} \times \text{收费标准} \times \text{收费里程} \times \text{收费天数}$$

2) 收费标准

长韶娄高速的收费标准依据《湖南省人民政府办公厅关于长韶娄高速公路设站收费有关事项的复函》（湘政办函[2014]143号）和《湖南省人民政府办公厅关于长沙至韶山至娄底高速公路东延综合立交枢纽通车收费有关事项的复函》（湘政办函[2017]121号）的规定执行。

由于对载货汽车采用计重收费，收费额由车辆的计重质量和超限率及收费标准决定，而要准确的预测未来车辆的计重质量和超限率是很困难的。因此本报告根据现有计重收费的统计数据计算各型货车的平均收费费率。

综上所述，确定各类车型的平均收费标准见下表，且在预测期内不考虑变动。

车型类别	一型客车 7座以下	二型客车 8-19座	三型客车 20-39座	四型客车 40座以上
收费标准(元/km)	0.5	0.8	1.1	1.3
车型类别	小货 2t 以下	中货 2t-7t	大货 7t-20t	列车 20t 以上
收费标准(元/km)	0.45	1.36	1.83	2.24

3) 通行费收入计算

根据上述交通量预测结果，同时考虑节假日的免费因数，计算长韶娄高速车流量和通行费收入，详见下列表格。

单位：万元

年份	主线	韶山支线	通行费收入合计
2018	50,318	1,027	51,345
2019	59,363	1,172	60,536
2020	69,572	1,338	70,910
2021	85,399	1,462	86,861
2022	92,291	1,597	93,889
2023	99,721	1,746	101,467
2024	107,749	1,908	109,657

年份	主线	韶山支线	通行费收入合计
2025	116,423	2,086	118,510
2026	125,382	2,190	127,572
2027	135,061	2,299	137,361
2028	145,522	2,414	147,936
2029	109,781	1,774	111,555
2030	169,055	2,661	171,716
2031	174,667	2,749	177,416
2032	180,480	2,840	183,320
2033	186,502	2,934	189,436
2034	192,741	3,032	195,773
2035	199,204	3,133	202,337
2036	201,566	3,227	204,793
2037	203,962	3,324	207,287
2038	206,395	3,424	209,819
2039	208,863	3,527	212,391
2040	211,368	3,634	215,002
2041	212,467	3,723	216,191
2042	213,616	3,815	217,431
2043	214,812	3,909	218,721
2044	216,052	4,006	220,058
合计	4,188,334	70,955	4,259,289

2、标的资产评估预测营业收入的依据及其合理性

本次评估对上述预测报告中采用的预测模型、预测假设及参数选取情况进行了审核与分析，对免费车、计重政策、收费期等重要情况进行了了解和匹配，认为其出具的报告可以满足评估业务的需要。因此，本次评估对营业收入的预测直接将上述报告的通行费收入预测结论折算为不含税收入确定，营业收入预测依据充分、合理。

3、对比咨询报告和长韶娄高速公路建设时出具的可研报告的具体情况，说明截至目前长韶娄高速公实际经营情况是否发生重大变化，以咨询报告的相关指标作为营业收入的评估依据是否合理。

2010年2月，湖南省交通勘察设计所出具了《湖南省长沙经韶山至娄底高速公路工程可行性研究报告》（以下简称“可研报告”），基于当时的交通量状况、路网规划、收费政策等，对长韶娄高速公路预计通车后25年的交通量和通行费收入进行了预测，为长韶娄高速公路项目修建提供了有效的参考依据。

目前，距离该可研报告出具时间已超过8年，自可研报告出具以来，我国经济取得了飞速的发展，湖南省相关路网规划已有较大调整，高速公路收费政策亦发生了变化。长韶娄高速公路已于2014年12月31日建成通车并运行3年多时间，项目实际运行情况和面临的环境较可研报告预测情况均发生了较大变化。

基于此，为更加真实准确对长韶娄高速公路未来的交通量和通行费收入进行评估，公司聘请了湖南省交通规划勘察设计院有限公司对长韶娄高速公路进行了交通量及通行费预测并于2018年1月出具了《湖南省长沙至韶山至娄底高速公路交通量及收费收入预测咨询报告》（以下简称“咨询报告”）初稿。

可研报告和咨询报告主要对比情况如下：

（1）预测方法相同

可研报告和咨询报告均采用《公路建设项目交通量分析与预测方法》（交通运输部，2010年）要求的“四阶段”预测法进行交通量预测。

（2）采用的基础数据不同

1) 可研报告于2010年2月完成，是以2009年11月4日区域内相关省道、县道和部分高速收费站的OD调查数据为基础进行预测，实际运行情况与预测情况存在较大的差异：

①根据可研报告的2017年预测结果，长韶娄高速主线交通量16,418pcu/d、韶山支线交通量13,326pcu/d；而2017年实际发生的交通量分别为主线18,005pcu/d、韶山支线3,395pcu/d，分别为预测值的109.7%和25.5%。

②根据可研报告，2013年-2017年预测的交通量平均增长率为8.08%。

因长韶娄没有设立观测站，咨询报告根据高速公路联网数据为基础推算出2017年交通量，但2015和2016年没有联网数据。我们查阅了与长韶娄相关高速，如S70娄怀高速和G5513长张高速2015-2017年交通量增长情况：S70娄怀高速与长韶娄高速对接形成新的长沙至怀化通道，2015年-2017年交通量年均增

长 20.6%；G5513 长张高速是长沙市西部的重要出口，2015 年-2017 年交通量年均增长 20.1%。同时，长韶娄高速通车以来的收费收入，2015 年-2017 年年均增长 33.94%。

无论是相关高速公路的交通量增速，还是长韶娄高速公路自身收入增速，均大大高于可研报告预测数。

2) 咨询报告是以长韶娄高速通车后，最新年份的高速公路联网数据即实际运行的交通量数据为基础，从而消除了这一部分误差，更为符合长韶娄高速交通量实际情况。

(3) 功能定位不同

可研报告以 2009 年《湖南省高速公路网规划》为基础。将原有“长花灰韶”一级公路提升为长韶娄高速，定位为长沙至娄底之间的一条次要干线公路。

咨询报告以 2017 年《湖南省高速公路网规划》为基础。长韶娄高速将继续西延至芷江，使长韶娄高速成为长沙至娄底至怀化至芷江（至贵州）的跨省主要干线公路，比沪昆高速的行驶里程更短，其中长沙至怀化缩短里程 70.5 公里，可取代沪昆高速成为长沙通往西南部各地区的主干线。

因此，咨询报告预测的交通量要大于可研报告预测的交通量。

(4) 收费政策不同

由于货车采用计重收费，因此，可研报告根据湖南省的计重收费标准拟定长韶娄高速的货车收费标准，且考虑年均增长 3%，每 5 年调整一次的调价方案。

咨询报告以 2017 年长韶娄高速实际发生的收费标准为准，且未来不考虑调价因素。

(5) 预测期限不同

可研报告拟定长韶娄高速公路的运营评价期为 25 年，即 2013 年-2038 年。

咨询报告以《湖南省人民政府办公厅关于长韶娄高速公路设站收费有关事项的复函》湘政办函[2014]143 号和《湖南省人民政府办公厅关于长沙至韶山至娄底高速公路东延综合立交枢纽通车收费有关事项的复函》（湘政办函[2017]121 号）确定的运营收费期为准，预测期为 2018 年-2044 年。

综上所述，由于可研报告出具时间已较长，截至目前长韶娄高速公路实际运行

情况和面临的环境较可研报告预测情况均发生了较大变化,而咨询报告是以长韶娄高速公路通车后的实际运行情况并结合最新的路网规划、收费政策等因素后测算确定,因此以咨询报告的相关指标作为营业收入的评估依据是合理的。

4、补充披露情况

上述相关内容已在修订后的重组预案“第五节交易标的预估情况”之“三、标的资产预估过程”之“(三)收益法预估主要参数取值及其依据”之“1、营业收入预测”中补充披露。

5、独立财务顾问核查意见

经核查,独立财务顾问认为:

本次交易交通量和通行费收入预测聘请的湖南省交通规划勘察设计院有限公司具有相关咨询资质,具备独立性,其交通量和通行费收入预测所选择的模型、假设前提和主要参数选择合理,交通量和通行费收入预测结果合理公允,以该通行费收入预测结果作为评估预测营业收入的预计合理。

(四) 预案显示,长韶娄营业成本主要包括人工成本、设备维修和检测、联网服务费和通行费、无形资产摊销以及专项工程支出,请你公司补充披露上述各项营业成本的具体预测情况及依据,与报告期水平是否存在重大差异。并结合报告期水平及同行业可比公司水平补充披露标的公司评估预测毛利率的合理性。

回复:

1、营业成本的具体预测情况及依据,与报告期水平是否存在重大差异

长韶娄营业成本主要包括一线人员及临聘职工工资及福利、职工“五险一金”、无形资产摊销、联网服务费、专项工程支出、小修养护、路面养护、设备维修、检测费等。

(1) 历史营业成本分析

通过对企业历史营业成本明细项的分析,历史成本如下:

序号	项目	2015年	2016年	2017年
1	人工成本	1,081.01	1,701.55	1,822.55

序号	项目	2015年	2016年	2017年
2	福利费	206.85	196.99	273.06
3	无形资产摊销	6,637.65	13,163.96	11,909.25
4	联网技术服务费	259.42	337.85	278.41
5	小修、路面养护	587.43	491.03	566.27
6	交通安全设施	116.58	50.00	90.00
7	专项工程支出			2,741.02
8	高速公路运营保险费			89.58
9	水电费	306.53	307.52	392.34
10	其他费用	1,054.89	495.03	787.14
合计		10,250.37	16,743.93	18,949.63
占营业收入比		44.01%	36.07%	45.33%

注：2017年专项工程支出较大，系由于长韶娄高速公路沿线在2017年6、7月遭遇罕见的暴雨洪水，导致沿线大面积边坡垮塌，公司投入大量资金进行全面修复。

(2) 营业成本预测依据

长韶娄营业成本主要包括一线人员及临聘职工工资及福利、职工“五险一金”、无形资产摊销、联网服务费、专项工程支出、小修养护、路面养护、设备维修、检测费等。

1) 人工成本：考虑到2018年宗兴互通通车，增加一个收费站，2018和2019年根据岗位配备相应人数。长韶娄高速未来随着车流量的增长，预计2020-2021年每年需增加一线人员10人。2022年-2044年按2021年职工人数，未来不考虑变化。工资标准根据历史年度人均工资水平，未来年度按3%-2%（前期按3%每年增长，2033年以后按2%每年增长）的年均增长率进行预测。福利费和社会保险根据企业目前实际交纳情况及当地政府规定的缴费比例预测；

2) 设备维修、检测费：按历史金额占收入平均比例及未来收入预测；

3) 联网服务费以通行费收入为基数，按收入的0.67%估算；

4) 无形资产摊销：评估人员结合账面无形资产原值，以及尚可使用年限，按工作量法（车流量法）摊销，高速公路大修支出在大修后预计尚可使用年限内按工作量法摊销；

5) 专项工程支出：根据长韶娄公路实际情况，参照省内其他高速公路的支出水平，按 2018 年 5 万元/km 估算，2019-2028 年度逐年增长 15%-20%。2029 年大修及大修后第一年、第二年（因保修因素），不考虑专项工程支出。因未来不再考虑大修支出，2032 年按 10 万元/km 估算，2033-2036 年度逐年增长 10%。2037 年进行一次大的中修按 150 万元/km 估算，2038 年按 10 万元/km 估算，以后年度逐年增长 30%；

6) 小修养护、路面养护及其他成本费用：预测根据 2017 年度的金额为基础，未来按每年增长 5%来确定未来各年各项费用的金额。

(3) 营业成本预测具体情况

序号	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
1	人工成本	1,912.05	2,137.40	2,282.51	2,434.41	2,507.44	2,582.66
2	福利费-食堂伙食	357.19	397.45	419.49	442.51	455.78	469.45
3	无形资产摊销	13,182.42	15,541.88	18,205.55	22,300.65	24,104.96	26,050.58
4	联网技术服务费	333.99	393.77	461.26	565.02	610.73	660.03
5	小修、路面养护	594.58	624.31	655.53	688.30	722.72	758.86
6	交通安全设施	94.50	99.23	104.19	109.40	114.87	120.61
7	专项工程支出	703.86	809.44	930.85	1,070.48	1,231.06	1,415.71
8	高速公路运营保险费	94.06	98.76	103.70	108.89	114.33	120.05
9	水电费	411.96	432.55	454.18	476.89	500.73	525.77
10	其他费用	353.98	377.31	418.78	456.55	474.55	502.89
合计		18,038.59	20,912.11	24,036.05	28,653.09	30,837.17	33,206.61
占营业收入比		36.19%	35.58%	34.91%	33.98%	33.83%	33.71%

续表

序号	项目	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
1	人工成本	2,660.14	2,739.95	2,822.14	2,906.81	2,994.01	3,083.83
2	福利费-食堂伙食	483.54	498.04	512.99	528.37	544.23	560.55
3	无形资产摊销	28,153.40	30,426.16	32,752.77	35,265.95	37,981.14	28,640.62
4	联网技术服务费	713.30	770.89	829.84	893.51	962.30	725.65
5	小修、路面养护	796.80	836.64	878.47	922.39	968.51	1,016.94

6	交通安全设施	126.64	132.97	139.62	146.60	153.93	161.63
7	专项工程支出	1,628.07	1,953.69	2,344.42	2,813.31	3,375.97	
8	高速公路运营保险费	126.05	132.35	138.97	145.92	153.21	160.87
9	水电费	552.06	579.66	608.65	639.08	671.03	704.58
10	其他费用	533.02	565.06	598.34	633.71	671.33	634.85
合计		35,773.03	38,635.41	41,626.20	44,895.65	48,475.67	35,689.53
占营业收入比		33.60%	33.58%	33.61%	33.67%	33.75%	32.95%

续表

序号	项目	2030年	2031年	2032年	2033年	2034年	2035年
1	人工成本	3,176.35	3,271.64	3,369.79	3,437.18	3,505.93	3,576.05
2	福利费-食堂伙食	577.37	594.69	612.53	624.78	637.28	650.02
3	无形资产摊销	49,649.26	51,297.35	53,004.51	54,772.95	56,604.98	58,503.03
4	联网技术服务费	1,116.99	1,154.06	1,192.47	1,232.26	1,273.47	1,316.17
5	小修、路面养护	1,067.79	1,121.18	1,177.23	1,236.10	1,297.90	1,362.80
6	交通安全设施	169.71	178.19	187.10	196.46	206.28	216.60
7	专项工程支出			1,407.72	1,548.49	1,703.34	1,873.68
8	高速公路运营保险费	168.92	177.36	186.23	195.54	205.32	215.58
9	水电费	739.81	776.80	815.64	856.43	899.25	944.21
10	其他费用	753.92	787.00	821.61	857.81	895.68	935.31
合计		57,420.11	59,358.29	62,774.84	64,957.99	67,229.43	69,593.45
占营业收入比		34.44%	34.46%	35.27%	35.32%	35.37%	35.43%

续表

序号	项目	2036年	2037年	2038年	2039年	2040年
1	人工成本	3,647.57	3,720.52	3,794.93	3,870.83	3,948.24
2	福利费-食堂伙食	663.02	676.28	689.81	703.61	717.68
3	无形资产摊销	59,213.08	59,934.15	60,666.39	61,409.91	62,164.88
4	联网技术服务费	1,332.15	1,348.37	1,364.84	1,381.57	1,398.56
5	小修、路面养护	1,430.94	1,502.48	1,577.61	1,656.49	1,739.31
6	交通安全设施	227.43	238.80	250.74	263.27	276.44
7	专项工程支出	2,061.04	21,115.80	1,407.72	1,830.04	2,379.05
8	高速公路运营保险费	226.36	237.68	249.57	262.04	275.15
9	水电费	991.42	1,040.99	1,093.04	1,147.69	1,205.08

10	其他费用	969.81	1,005.91	1,043.68	1,083.19	1,124.54
合计		70,762.82	90,820.99	72,138.31	73,608.63	75,228.91
占营业收入比		35.59%	45.13%	35.41%	35.70%	36.04%

续表

序号	项目	2041年	2042年	2043年	2044年
1	人工成本	4,027.21	4,107.75	4,189.91	4,273.71
2	福利费-食堂伙食	732.03	746.67	761.61	776.84
3	无形资产摊销	62,508.60	62,867.36	63,240.35	63,626.79
4	联网技术服务费	1,406.29	1,414.36	1,422.75	1,431.45
5	小修、路面养护	1,826.28	1,917.59	2,013.47	2,114.14
6	交通安全设施	290.26	304.77	320.01	336.01
7	专项工程支出	3,092.76	4,020.59	5,226.77	6,794.80
8	高速公路运营保险费	288.90	303.35	318.52	334.44
9	水电费	1,265.33	1,328.60	1,395.03	1,464.78
10	其他费用	1,165.46	1,208.43	1,253.52	1,300.84
合计		76,603.12	78,219.47	80,141.93	82,453.79
占营业收入比		36.50%	37.05%	37.74%	38.59%

综上，标的公司成本预测系参照历史成本、综合考虑未来增长因素后测算确定，与报告期水平不存在重大差异，成本预测合理。

2、结合报告期水平及同行业可比公司水平，分析标的公司评估预测毛利率的合理性。

(1) 标的公司报告期毛利率水平

根据未经审计财务报表，报告期内，标的公司2016年、2017年毛利率分别为63.93%和54.67%。

(2) 同行业毛利率水平

同行业A股上市公司2016年、2017年毛利率情况如下：

证券代码	证券简称	2017年毛利率(%)	2016年毛利率(%)
600106.SH	重庆路桥	89.81	88.43
600368.SH	五洲交通	78.12	79.01
600377.SH	宁沪高速	73.04	73.28

证券代码	证券简称	2017年毛利率(%)	2016年毛利率(%)
000828.SZ	东莞控股	67.72	66.12
601188.SH	龙江交通	64.32	63.87
601518.SH	吉林高速	64.03	66.31
600350.SH	山东高速	62.99	66.30
600012.SH	皖通高速	61.26	57.89
600033.SH	福建高速	61.19	66.69
600035.SH	楚天高速	61.03	65.38
000429.SZ	粤高速 A	60.50	55.31
001965.SZ	招商公路	56.81	58.36
000900.SZ	现代投资	55.18	55.93
600020.SH	中原高速	54.52	56.46
600269.SH	赣粤高速	52.47	50.62
601107.SH	四川成渝	51.12	57.59
600548.SH	深高速	50.52	49.37
000548.SZ	湖南投资	45.00	48.71
平均		61.64	62.53

数据来源：上述毛利率为上市公司路桥相关业务毛利率，依据上市公司年报整理。

(3) 评估预测毛利率

标的公司评估预测毛利率情况如下：

年度	毛利率
2018年	63.80%
2019年	64.40%
2020年	65.10%
2021年	66.00%
2022年	66.20%
2023年	66.30%
2024年	66.40%
2025年	66.40%
2026年	66.40%
2027年	66.30%
2028年	66.20%
2029年	67.00%
2030年	65.60%
2031年	65.50%
2032年	64.70%
2033年	64.70%

2034 年	64.60%
2035 年	64.60%
2036 年	64.40%
2037 年	54.90%
2038 年	64.60%
2039 年	64.30%
2040 年	64.00%
2041 年	63.50%
2042 年	62.90%
2043 年	62.30%
2044 年	61.40%
平均	64.54%

如上所述，标的公司评估预测毛利率平均水平 64.54%，与报告期中 2016 年毛利率水平和同行业 A 股上市公司平均毛利率水平较为接近，评估预测毛利率水平合理。

3、补充披露情况

上述相关内容已在修订后的重组预案“第五节交易标的预估情况”之“三、标的资产预估过程”之“（三）收益法预估主要参数取值及其依据”之“2、营业成本预测”中补充披露。

（五）预案显示，长韶娄收益法评估预测折现率为 9.7%，请你公司结合标的公司所处行业情况、自身经营风险及近期可比交易情况补充披露标的公司收益法评估折现率选取的合理性。

回复：

1、折现率的确定

根据收益额与折现率匹配的原则，采用国际通行的权益资本成本定价模型（CAPM）确定折现率，计算模型如下：

$$\text{即： } Re = Rf + \beta \times ERP + Rs$$

其中：Re 为股权回报率；Rf 为无风险回报率；β 为风险系数；ERP 为市场风险超额回报率；Rs 为公司特有风险超额回报率

(1) 对比公司的选取

我们初步采用以下基本标准作为筛选对比公司的选择标准：

对比公司近三年经营为盈利公司；

对比公司必须为至少有两年上市历史；

对比公司所从事的行业或其主营业务为高速公路行业，或者受相同经济因素的影响，并且主营该行业历史不少于 2 年。

根据上述三项原则，我们利用 Wind 数据系统进行筛选，最终选取了以下 7 家上市公司作为对比公司。对比公司股票价格波动率与沪深 300 指数波动率 t 检验统计数据如下：

序号	对比公司名称	股票代码	自由度 (n-2)	T 检验统计量	t 检验结论
1	中原高速	600020.SH	58	8.02	通过
2	深高速	600548.SH	58	12.08	通过
3	现代投资	000900.SZ	58	5.13	通过
4	宁沪高速	600377.SH	58	3.43	通过
5	粤高速 A	000429.SZ	58	5.26	通过
6	赣粤高速	600269.SH	58	6.21	通过
7	皖通高速	600012.SH	58	7.96	通过

(2) 确定无风险收益率

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。

我们在沪、深两市选择从评估基准日到国债到期日剩余期限超过 10 年期的国债，并计算其到期收益率，取所有国债到期收益率的平均值作为本次评估无风险收益率，详见《国债到期收益率计算表》。

我们以上述国债到期收益率的平均值 4.06% 作为本次评估的无风险收益率。

(3) 市场风险溢价的确定

由于国内证券市场是一个新兴而且相对封闭的市场，一方面，历史数据较短，

并且在市场建立初期投机气氛较深，市场波动幅度很大；另一方面，目前国内对资本项目下的外汇流动仍实行较严格的管制，因此直接通过历史数据得出的市场风险溢价可信度不高。而在成熟市场中，由于较长的历史数据，市场总体的股权风险溢价可以直接通过分析历史数据得到，国际上新兴市场的风险溢价通常也可以采用成熟市场的风险溢价进行调整确定。市场风险溢价计算式如下：

市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家风险补偿额

式中：成熟股票市场的基本补偿额取 2017 年 12 月美国股票与国债的算术平均收益差 5.08%；国家风险补偿额取 0.81%。

则： $MRP=5.08\%+0.81\%=5.89\%$

(4) 确定对比公司相对于股票市场风险系数 β (Levered β)。

β 被认为是衡量公司相对风险的指标。投资股市中一个公司，如果其 β 值为 1.1 则意味着其股票风险比整个股市平均风险高 10%；相反，如果公司 β 为 0.9，则表示其股票风险比股市平均低 10%。因为投资者期望高风险应得到高回报， β 值对投资者衡量投资某种股票的相对风险非常有帮助。

目前国内 Wind 资讯公司是一家从事于 β 的研究并给出计算 β 值的计算公式的公司。本次评估我们是选取该公司公布的 β 计算器计算对比公司的 β 值，股票市场指数选择的是沪深 300 指数，选择沪深 300 指数主要是考虑该指数是国内沪深两市第一个跨市场指数，并且组成该指数的成份股是各行业内股票交易活跃的领头股票。选择该指数最重要的一个原因是我们在估算国内股票市场 ERP 时采用的是沪深 300 指数的成份股，因此在估算 β 值时需要与 ERP 相匹配，因此应该选择沪深 300 指数。

本次评估选取了中原高速、深高速、现代投资、宁沪高速、粤高速 A、皖通高速和赣粤高速 7 家交通运输板块的上市公司作为可比公司，通过 Wind 证券投资分析系统，查询出上述公司截止到评估基准日的 60 个月有财务杠杆的 β 系数，

通过公式： $\beta_i = (1 + (1 - T) \times D/E) \times \beta_U$ (β_i 为有财务杠杆的风险系数， β_U 为无财务杠杆的风险系数)，将各可比公司的有财务杠杆 β 系数转换成无财务杠杆的 β 系数，以该无财务杠杆的 β 系数为基础，根据行业的平均资本结构折算为被评估企业的有财务杠杆风险系数，作为此次评估的 β 值。

经计算，无财务杠杆的 β 系数平均为 0.4974，根据行业平均财务杠杆计算的企业有财务杠杆的 β 系数为 0.8357。

采用行业平均财务杠杆的原因：

长韶娄评估基准日的有息负债是 727,866.11 万元，按照银行贷款合同约定还款，每年的资本结构是变化的。

由于企业各年度有息负债处于变化过程中，评估机构认为：在企业经营现金流的形成并未出现任何实质变化的前提下，仅仅因企业各年度有息负债占比的不同即导致其各年度折现率有较大变化，并不符合行业的估值理念以及资本市场的行情趋势；通常采用上市公司的平均资本结构可以有效规避因各年度有息负债变化导致折现率变化进而对评估结果产生较大影响。从目前的折现率的计算结果来看已经体现了高现金流、低风险的行业特点。评估人员按照企业还款进度计算各年度实际的资本结构，测算出的各年度折现率变化较大，总的测算结果高于目前的评估结果。即如果采用企业各年度实际的资本结构计算折现率，则长韶娄的股东全部权益价值较采用上市公司的平均资本结构计算的股东全部权益价值有一定提高。

综上，评估机构认为，在评估报告中采用上市公司的平均资本结构作为企业的目标资本结构符合谨慎性原则，也符合行业的估值理念以及资本市场的行情趋势。

(5) 估算公司特有风险收益率 R_s

采用资本定价模型一般被认为是估算一个投资组合 (Portfolio) 的组合投资

回报率，资本定价模型不能直接估算单个公司的投资回报率，一般认为单个公司的投资风险要高于一个投资组合的投资风险，因此，在考虑一个单个公司或股票的投资收益时应该考虑该公司的针对投资组合所具有的全部特有风险所产生的超额回报率。

目前国际上将公司全部特有风险超额收益率进一步细化为公司规模溢价（Size Premium） RP_s 和特别风险溢价 RP_u ，即：

$$R_s = RP_s \pm RP_u$$

其中公司规模溢价 RP_s 为公司规模大小所产生的溢价，主要针对小公司相对大公司而言，由于其规模较小，因此对于投资者而言其投资风险相对较高。

我们按超额收益率 RP_s 与总资产的自然对数和总资产报酬率 ROA 进行二元一次线性回归分析，得到如下结论：

$$RP_s = 3.73\% - 0.717\% \times \ln(S) - 0.267\% \times ROA \quad (R^2 = 93.14\%)$$

其中： RP_s ：公司规模超额收益率；

S ：公司总资产账面值（按亿元单位计算）；

ROA ：总资产报酬率；

\ln ：自然对数。

根据以上结论，我们将被评估企业的总资产账面价值以及按此总资产计算的被评估企业的总资产报酬率分别规模代入上述回归方程即可计算被评估企业的规模超额收益率 RP_s 。

公司特别风险溢价 RP_u 指的是企业相对于同行业企业的特定风险，个别风险主要有：（1）企业所处经营阶段；（2）历史经营状况；（3）主要产品所处发展阶段；（4）企业经营业务、产品和地区的分布；（5）公司内部管理及控制机制；（6）管理人员的经验和资历；（7）对主要客户及供应商的依赖；（8）财务风险。

经综合分析，我们取公司特有风险超额收益率(R_s)为 0.69%。

(6) 计算现行股权收益率

将恰当的数据代入 CAPM 公式中，我们就可以计算出对被评估单位的股权期望回报率 9.7%。

2、标的公司收益法评估折现率选取的合理性分析

1) 如上所述，本次标的公司收益法评估折现率系采用国际通行的权益资本成本定价模型，综合考虑了行业可比公司情况、标的公司自身经营情况等因素后计算确定，折现率的计算、选取过程合理；

2) 自 2010 年以来，高速公路行业上市公司成功实施的重大资产重组（收购高速公路资产）案例中，采用股权现金流模型评估的案例有两家，具体折现率情况见下表：

上市公司	标的资产	评估基准日	收益预测模型	股权现金流折现率
山东高速	山东高速公路运营管理有限公司 100% 股权	2010-6-30	股权现金流	9.92%
粤高速 A	广东省佛开高速公路有限公司 25% 股权、广州广珠交通投资管理有限公司 100% 股权	2015-3-31	股权现金流	10.90%

从上表可以看出，本次评估中选取的折现率为 9.70%，与 2011 年山东高速可比交易采用的折现率较为接近，折现率的选取合理。

3、补充披露情况

上述相关内容已在修订后的重组预案“第五节交易标的预估情况”之“三、标的资产预估过程”之“（三）收益法预估主要参数取值及其依据”之“13、折现率预测”中补充披露。

(六) 预案显示，2017 年 11 月，湘轨控股与长韶娄签订《债权转股权协议》，将湘轨控股对长韶娄享有的 24.50 亿元债权确认作价 24.50 亿元转为湘轨控股对长韶娄的股权出资长韶娄公司的注册资本由 2 亿元变更为 26.50 亿元。

1、请你公司补充披露本次交易的交易对方是否属于符合《国务院关于积极

稳妥降低企业杠杆率的意见》等相关文件规定、国家发改委和银监会等相关部委认可的市场化债转股实施机构。并说明本次交易是否符合市场化债转股相关政策的各项要求。

2、请你公司补充披露债转股中相关股权的估值、交易价格，并与本次评估值或交易价格进行比较，详细说明差异原因，并说明进行债转股的原因及合理性。

回复：

1、本次债转股不属于《意见》规定的市场化银行债权转股权

湘轨控股此次债转股所涉及的债务，系长韶娄高速公路建设期间，湘轨控股给予标的资产的工程建设借款。

标的公司原股东湖南省公路建设投资有限公司2013-2017年共持有长韶娄公司债权2,737,802,407.52元，其中：借款本金2,416,856,698.53元，利息320,945,708.99元。主要用于湖南长韶娄高速公路有限公司公路建设资金投入。根据湖南省公路建设投资有限公司与湖南长韶娄高速公路有限公司签订的《集团内部借款协议》中约定，借款利率按同期五年期贷款基准利率执行。

2017年10月，湖南省公路建设投资有限公司将其持有的标的公司100%股权无偿划转至湘轨控股，同年10月，湖南省公路建设投资有限公司（系湖南轨道交通控股集团有限公司全资子公司）、湖南轨道交通控股集团有限公司、湖南长韶娄高速公路有限公司签署《债权债务转让协议》，湖南省公路建设投资有限公司将所持有湖南长韶娄高速公路有限公司的债权及利息2,450,000,000.00元转让给湖南轨道交通控股集团有限公司，《债权债务转让协议》中的债务期限与利率保持与《集团内部借款协议》不变。债权转让后，湖南省公路建设投资有限公司还持有湖南长韶娄高速公路有限公司债权金额28,780.24万元。

湘轨控本次债转股的目的为补充项目资本金、降低标的资产的负债率，减少财务风险及财务费用负担，提高标的资产的可持续发展能力以及财务稳健性。

故湘轨控股对长韶娄公司的债转股不属于《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》规定的市场化银行债权转股权情形。

2、债转股所涉及的债务估值情况

根据《湖南轨道交通控股集团有限公司拟进行债权转股权所涉及其持有的湖南长韶娄高速公路有限公司债权价值评估项目资产评估报告(中瑞评报字【2017】120731048号)》，截至2017年11月30日，湘轨控股持有长韶娄公司债权资产账面值为24.50亿元，评估值为24.50亿元。

2017年11月，湘轨控股与长韶娄公司签订《债权转股权协议》，将湘轨控股对长韶娄公司享有的24.50亿元债权确认作价24.50亿元转为湘轨控股对长韶娄公司的股权出资，转股价格为每注册资本一元，长韶娄公司的注册资本由2亿元变更为26.50亿元。

3、债转股的原因及合理性

交易对方债转股所涉及的债务，系长韶娄高速公路建设期间，湘轨控股给予标的资产的工程建设借款，该借款利率按同期五年期贷款基准利率执行。标的资产债转股前资产负债率达到84.17%，本次债转股完成后，标的资产的资产负债率下降至65.28%，本次债转股主要为降低标的资产的负债率，减少财务风险及财务费用负担，提高标的资产的可持续发展能力以及财务稳健性。

此外，由于长韶娄高速公路实际投资超过了立项可研报告核定的概算金额，根据《国务院关于固定资产投资项目试行资本金制度的通知》、《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》等法律法规，湘轨控股亦需要对标的公司追加权益投资以符合固定资产项目资本金要求，本次债转股完成后，标的公司资本金比例已符合上述法规要求。

4、债转股未对标的公司股权进行评估

债转股前，由于湘轨控股持有长韶娄公司100%股权，债转股时仅对用于出

资的债权进行评估，并按照每注册资本一元进行出资，长韶娄公司的注册资本由 2 亿元变更为 26.50 亿元。本次交易选用收益法对长韶娄公司进行评估，预估值为 440,272.36 万元，其评估对象为长韶娄公司全部股东权益，与前次债转股中债权的评估不具有可比性。

5、补充披露情况

上述相关内容已在修订后的重组预案“第十节其他重要事项说明”之“五、关于标的公司债转股事项的说明”中补充披露。

(七) 预案显示，截至 2017 年 12 月 31 日，长韶娄公司贷款余额 69.9 亿元。请你公司根据不同贷款主体分别披露贷款条件、贷款利率、还款期限、还款方式，贷款时是否存在相关抵押和担保事项。

回复：

1、国家开发银行银团 66 亿元贷款

2010 年 12 月 21 日，由国家开发银行牵头工商银行、农业银行、招商银行、华夏银行组成银团向标的公司提供 66 亿元贷款，贷款期限至 2033 年 12 月 30 日共计 23 年，贷款用途为长韶娄高速公路项目建设，贷款利率按照中国人民银行同期人民币贷款基准利率执行，贷款合同前五年给予下浮 10% 优惠利率。还款计划如下：

年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
还款金额（万元）	500	1,000	2,000	2,000	4,000	4,000	8,000
年份	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
还款金额（万元）	8,000	16,000	16,000	20,000	20,000	30,000	30,000
年份	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
还款金额（万元）	40,000	40,000	60,000	80,000	80,000	100,000	98,500

标的公司以长韶娄高速公路车辆通行费收费权及其项下全部收益作为本贷款的质押担保，此外，公路投公司承诺，如果长韶娄公司自身通行费收入不足以偿还贷款，公路投以其掌握的省级交通建设资金进行补贴还款。

截至 2017 年 12 月 31 日，上述贷款余额 650,500.00 万元。

2、国家开发银行 4 亿元贷款

2013 年 11 月 26 日，国家开发银行向标的公司提供 4 亿元贷款，贷款期限至 2033 年 12 月 20 日，贷款用途为长韶娄高速公路项目建设，贷款利率按照中国人民银行同期人民币贷款基准利率执行。还款计划如下：

年份	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
还款金额（万元）	500	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	2,000
年份	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
还款金额（万元）	2,000	2,000	2,000	2,000	3,000	3,000	3,000
年份	2030	2031	2032	2033			
还款金额（万元）	3,000	4,000	4,000	4,500			

标的公司以长韶娄高速公路车辆通行费收费权及其项下全部收益作为本贷款的质押担保，公路投公司承诺，如果长韶娄公司自身通行费收入不足以偿还贷款，公路投以其掌握的省级交通建设资金进行补贴还款。

截至 2017 年 12 月 31 日，上述贷款余额 38,500.00 万元。

3、北京银行 1 亿元贷款

2017 年 06 月 21 日，北京银行与标的公司签署借款合同，向标的公司提供 1 亿元授信额度，贷款期限为标的公司首次提款起 1 年，并在最后到期日前一次性还清，合同利率为提款前一工作日北京银行总行公布的贷款基础利率（LPR）加 5 个基点，贷款用途为补充流动资金。上述贷款由公路投公司提供连带责任保证担保。

标的公司于 2017 年 7 月提取了上述贷款 1 亿元，截至 2017 年 12 月 31 日贷款余额一亿元。

4、补充披露情况

上述相关内容已在修订后的重组预案“第四节交易标的基本情况”之二、“主要资产权属、对外担保及主要负债情况”之“（三）主要负债情况”中补充披露。

（八）预案显示，根据标的资产与长沙市政府签署的辅道工程协议，长韶

娄公司在 2018 年将收到长沙市政府支付的辅道工程投资回报款项，该款项将作为非经常性损益。请你公司根据协议补充披露该投资回报款的具体金额、年限、是否具有可持续性，截至目前标的资产已经收到回报款项的金额，并报备上述协议。

回复：

1、拟签订辅道工程协议的背景

根据长沙市人民政府办公厅《关于长韶娄高速公路起点段建设有关问题的会议纪要》（长府阅[2012]143 号），长韶娄高速起点段（即岳麓区段）采用“高速+辅道”模式建设，辅道部分投资由长沙市政府负责。辅道工程由长韶娄公司先垫资建设，垫资金额以工程竣工验收并经审计认定为准，项目建成后即移交给长沙市政府，长沙市政府就上述垫资款项对长韶娄公司予以补偿，补偿金额包括垫资成本和每年 8% 的投资回报。

岳麓区辅道工程于 2016 年 2 月建成通车，2017 年 7 月完成交工验收，而后长韶娄公司与长沙市政府就垫资款结算金额进行协商沟通，并推进办理竣工验收和审计工作。截至目前，双方已就垫资的工程建设成本结算金额基本达成一致，垫资总额为 88,768.18 万元。

2、投资回报款的具体金额、年限及回款情况

根据上述“长府阅[2012]143 号”会议纪要的意见，并经双方初步沟通，预计长沙市政府将于 2018 年 12 月 31 日前一次性支付辅道工程垫资款及其回报，投资回报计算期间为 2015 年 7 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日，投资回报率按 8% 每年计算。截至 2017 年 12 月 31 日，辅道工程垫资款及其投资回报金额合计 106,521.81 万元，预计 2018 年度投资回报金额 8,521.74 万元（最终具体金额以双方签署的协议为准）。该辅道工程回报为一次性收入，不具有可持续性。

截至目前，长韶娄公司尚未收到长沙市政府支付的投资回报款。双方就辅道工程协议的具体条款尚在进行沟通协商，预计将在本次重组草案披露前完成辅道工程协议的正式签署，并在 2018 年 12 月 31 日前收回辅道工程垫资款及其回报金额。

3、辅道工程协议报备情况

目前，长韶娄公司与长沙市政府之间尚未完成辅道工程协议的正式签署，待协议正式签署后，将在披露本次重组草案时向深交所报备相关协议。

4、补充披露情况

上述相关信息已在修订后的重组预案“第四节交易标的基本情况”之“四、交易标的的有关情况说明”之“(四) 岳麓区辅道工程协议情况”中补充披露。

(九) 请你公司补充披露长韶娄高速公路所经区域是否存在其他可替代的高速公路，如存在，请列表说明各高速公路车流量、收费情况，并说明近五年的发展走势。

回复：

1、长韶娄高速公路所经区域是否存在其他可替代的高速公路

根据高速公路行业的特性，不同区域的高速公路相互之间不具有可替代性，而相邻的高速公路有利于区域路网的完善，提升高速公路的车流量和通行收入，亦不存在替代关系。因此，只有起点、终点相同或相似、路线走向基本平行且间隔较近的高速公路之间才会存在替代性。

长韶娄高速起点位于赤江枢纽互通与长潭西线高速公路相接，依次向西经歧山、壶天、小碧、桥头河，终点到龙塘互通与二广高速公路相连，线路经长沙市岳麓区、宁乡市、韶山市、湘乡市、娄星区、涟源市六县市区。目前，不存在与长韶娄高速的起点和终点相同，并且在较近距离内几乎平行的高速公路情况，因此不存在可替代的高速公路。

2、补充披露情况

上述相关内容已在修订后的重组预案“第四节交易标的基本情况”之“三、标的公司主营业务发展情况”之“(一) 长韶娄公司的业务概况”之“1、主营业务概况”中补充披露。

(十) 预案显示，长韶娄存在聘用临聘职工的情形，请你公司补充披露上述临时职工的聘用方式，临聘职工人员占比，是否属于劳务派遣，是否符合《劳

务派遣暂行规定》。

回复：

1、长韶娄公司临聘职工情况

长韶娄公司临聘职工主要为在公司本部及各收费站、服务区后勤保障人员，由于此类员工人数较多，流动性相对较大，且对工作技能要求相对较低，其与人力资源外包公司签署劳务合同，属于劳务派遣员工。

截止 2017 年 12 月 31 日，长韶娄公司共有员工总数 333 人，其中编制内人员 263 人，劳务派遣人员 70 人，劳务派遣员工占用工总量的 21.02%。

2、是否符合《劳务派遣暂行规定》

根据《劳务派遣暂行规定》第四条规定：用工单位应当严格控制劳务派遣用工数量，使用的被派遣劳动者数量不得超过其用工总量的 10%。前款所称用工总量是指用工单位订立劳动合同人数与使用的被派遣劳动者人数之和。

针对上述情况，长韶娄公司已在积极推进规范整改工作，预计将于 2018 年底前完成整改，使被派遣劳动者数量符合《劳务派遣暂行规定》等相关法律法规。

就长韶娄公司办理劳务派遣事宜，交易对方湘轨控股已出具如下承诺：

“本公司将督促长韶娄公司尽快规范劳务派遣事宜，加快处理进度，确保长韶娄公司劳务派遣比例降至法律规定比例，并且不会因此受到实质性不利影响；若因劳务派遣不规范导致被起诉、被行政机关行政处罚造成损失的，本公司将及时、足额补偿长韶娄公司因此遭受的包括但不限于赔偿、罚款、支出、利益受损等实际损失。如有违反上述承诺情形，将承担由此引起的一切法律责任。”

3、补充披露情况

上述相关内容已在修订后的重组预案“第四节交易标的基本情况”之“四、交易标的的有关情况说明”之“（五）人员情况”中补充披露。

（十一）预案显示，长韶娄存在现金收款的情形。请你公司补充披露现金收款的相关流转流程、内控具体措施以及内控措施是否有效。请财务顾问核查

并发表明确意见。

回复：

1、现金收款相关流程及内部控制

(1) 现金收款相关流程

公司的通行费收费除 ETC 外，均采用现金收款方式，现金收费及相应内部控制流程如下：

1) 收费

长韶娄高速公路纳入了湖南省联网收费系统，公司下辖各收费站的收费系统均由湖南省高速公路管理局统一提供，当车辆通过收费闸口时，系统自动识别、计算收费并打印收费票据，收费员据系统数据收费并将票据递交车主，然后放行。

公司收费员实行四班三倒制，当班收费员下班前清理点现金，编制日报表，将现金与日报表交该站点票证员、出纳交接，票证员和出纳对现金、日报表以及收费系统自动统计的该班次收费结算表金额三者核对一致后，对账款相符情况在日报表上予以签字确认，如短款，由收费班补足，如长款，撕手工票注销，同时将款项存入站点保险库。

2) 解款

一日终了，由票证员从收费系统打印该日《收费员缴款报告》，出纳将该日实收现金金额与《收费员缴款报告》中“申报收费额”合计金额核对一致；

收费站出纳清点完拟缴存日（三个班次汇总）现金后，填写现金缴款单，并于每日上午交银行押送车至指定银行，同时提交填写好的现金缴款单，银行工作人员将收到的解缴现金与相应现金缴款单金额核对一致后存入公司账户。

站点出纳及票证员每日将解缴款金额等信息上报公司总部（长韶娄收费管理群），公司总票证员将每日上报数据与收费系统公司总部端相应统计数据进行核对，如发现异常、及时反馈处理；财务部核对每日上报数据相应款项到账情况，如发现异常、及时反馈处理。

3) 记账

收费站出纳每日登记现金日记账，每月末编制当月收费汇总月报表，汇总月报表经票证员和站长复核签字确认后，将汇总报表和相应现金缴款单上交财务部，公司出纳逐笔勾对银行对账单流水是否正确，并据此进行账务处理。另外，财务部会不定期对收费站出纳现金日记账进行突击检查，看是否与《收费员缴款报告》相应内容相符。

(2) 现金收款内控制度

针对通行费的收取，长韶娄公司制定了《收费管理办法》、《收费站通行费银行解款管理办法》，明确了现金收款、解款的流程及相关内控措施，主要内容摘要如下：

1) 《收费管理办法》

“第二十六条解款应遵守下列规则：

(一) 收费员必须在解款室各自清点钱、票，班长和值班站长（或站稽查）必须在现场监督，除公司领导及公司稽查人员外，其他闲杂人员不得进入解款室。

(二) 收费员将钱清点完后上交出纳员或银行收款员，做到票、钱、卡复核无误并认真履行签字手续。

(三) 遵守“短款补齐，长款上缴、撕票注销”的原则，严禁私分公款。

(四) 严禁采取任何方式核对数据和采取不正当手段平帐。

第二十七条收费时，零钞的兑换和备用金的提取，必须在摄像头的监督下进行，零钞的兑换需报监控。

第二十八条收费亭内 100 元面额钞票必须及时入箱；50 元面额钞票只允许留 10 张用于找零。

第二十九条收费员收费时应检查钞票真伪，解款清点时如发现假钞，由收费员本人承担赔偿责任。

第三十八条稽查办法

(一) 亭查：清点当班收费员票、款、卡是否相符；

(三) 抽查：对已归存的票卡抽查核对，复验票卡是否相符，操作记录是否规范。”

2) 《收费站通行费银行解款管理办法》

“第二条押运车辆到达收费站广场，当班班长将押运车辆号牌通过亭内对讲机报监控中心进行验证并登记，并通过手持对讲机通知值班站长（稽查员）准备解款。

第三条值班站长（稽查员）接到广场通知后，在办公楼门口等待押运车辆，引导押运员带入到解款室外等候，同时，对押运车辆的车牌号及押运人员的身份进行核对确认，监控中心进行视频监控。

第四条值班站长（稽查员）作为监督方，协同出纳员（票证员）进入金库提取钱箱到解款室，在关闭好金库门后再通知押运人员到解款室进行钱箱交接，以上三方要在《长韶娄收费站解款登记表》上签名登记，值班站长每周不少于一次监督解款。

第五条出纳（票证）员在收到银行通行费的回执单后立即在“专属 QQ 群”向财务部进行报备，财务部对回执单信息进行审核。

第七条财务部加强对收费站资金监管，每季度不低于一次对各收费站的备用金和押款流程执行情况进行抽检，每月对解款结果情况进行通报，纳入文明站考核。”

(3) 内控措施的有效性

自 2014 年 12 月 31 日长韶娄高速公路通车运营至今，现金收款内部控制执行有效，未发生舞弊和其他重大损失事故。

2、补充披露情况

上述相关内容已在修订后的重组预案“第四节交易标的基本情况”之“三、标的公司主营业务发展情况”之“（五）报告期内标的公司的业务发展情况”之“2、报告期前主要客户情况”之“（2）现金收款相关内部控制及其有效性”中

补充披露。

3、独立财务顾问核查意见

核查程序：

(1) 对通行费收费方式、收费及解款流程以及相应内部控制情况进行了解，访谈相关管理人员并获取相关收费管理制度文件。

(2) 对上述了解到的现金收款流程及相应内部控制情况进行测试

1) 检查公司对日收费、解款情况的控制

①获取部分收费站某日三个班次的班次收费日报表，检查是否有站点出纳和票证员对当班次表款核对一致后的签字确认；

②获取《分入口分车型日报表》、《收费员缴款报告》，将《分入口分车型日报表》、《收费员缴款报告》金额与当日银行现金缴款回单、以及当月银行对账单流水进行核对，检查三者金额是否一致，是否在经公司总票证员及财务部每日复核监控后仍存在不相符的异常情况。

2) 检查收费记账准确性的控制

①抽查银行对账单流水，检查公司出纳是否对收费款入账情况进行了逐笔勾对；

②抽查通行费款项入账凭证，检查记账金额与后附现金缴款单金额是否一致，检查记账凭证是否经财务主管复核。

(3) 分析公司收费票据管理是否到位

由于长韶娄高速公路纳入了湖南省联网收费系统，公司下辖各收费站的收费系统均由湖南省高速公路管理局统一提供，公司对该系统无修改权限，故由该系统自动识别记录的车型和自动计算生成的收费金额等信息无法人为修改，应为真实准确的，公司据此系统数据收取的通行费款项金额亦相应准确。

经核查，独立财务顾问认为：

长韶娄公司关于通行费现金收款的相关流转流程及其相应内部控制设计合

理，并得到有效执行。

(十二) 预案显示，本次交易标的预估值为 440,272.36 万元。

1、请你公司补充披露本次估值报告所需履行的审议/审批程序，是否需国资审批及相关依据。如是，请说明目前进展及合规性。

2、请你公司补充披露交易标的预估值的具體过程，主要参数的选择过程和依据。

3、结合可比公司及可比交易估值，交易标的对应市值、净资产价值、最近三年增资和股权转让估值和交易价格等因素，详细分析交易标的预估值的合理性，是否有利于保护上市公司及中小股东利益。

回复：

1、本次估值报告所需履行的审议/审批程序，目前进展及合规性

本次交易标的资产交易作价拟以收益法评估结果为依据确定，评估报告将需要提交国有资产监督管理部门进行备案。目前截止预案出具日，正式评估报告尚未出具，预案中以标的资产预评估结果为依据初步确定交易作价，交易方案已取得了国有资产监督管理部门的原则性同意，相关程序合法合规。

2、交易标的预估值的具體过程

(1) 资产基础法预估过程

1) 流动资产

①货币资金

包括现金、银行存款，通过现金盘点、核实银行对账单、银行函证等，以核实后的价值确定评估值。

②应收账款

在核实无误的基础上，根据每笔款项可能收回的数额确定评估值。应收湖南省高速公路建设开发总公司款项可以全都能收回的，按全部应收款额计算评估值。

③预付账款

根据所能收回的相应货物形成资产或权利的价值确定评估值。预付账款的全部款项能够收回相应货物或权利的，按核实后的账面值作为评估值。

④其他应收款

在核实无误的基础上，根据每笔款项可能收回的数额确定评估值。对于有充分理由相信全都能收回的，按全部应收款额计算评估值；对于很可能收不回部分款项的，在难以确定收不回账款的数额时，借助于历史资料和现场调查了解的情况，具体分析数额、欠款时间和原因、款项回收情况、欠款人资金、信用、经营管理现状等，按照账龄分析法，估计出这部分可能收不回的款项，作为风险损失扣除后计算评估值；对于有确凿证据表明无法收回的，按零值计算。

2) 设备类资产

根据各类设备的特点、评估价值类型、资料收集情况等相关条件，主要采用成本法评估。对于部分购置年代较早的车辆和电子设备，按照评估基准日的二手市场价格确定评估值。

成本法计算公式如下：

评估值=重置全价×综合成新率

① 重置全价的确定

A、对于需要安装的设备，重置全价一般包括：设备购置价、运杂费、安装调试费等；

B、对于不需要安装的设备，重置全价一般包括：设备购置价和运杂费。设备重置全价计算公式如下：

需要安装的设备重置全价=设备购置价+运杂费+安装调试费

不需要安装的设备重置全价=设备购置价+运杂费

卖方承担运费的设备重置全价=设备购置价

a、设备购置价

对于大型关键设备，主要是通过查阅设备的订货合同、发票，查询《2017年机电产品报价手册》中设备价格或向生产厂家咨询评估基准日含税市场价格，或参考评估基准日近期同类设备的价格确定购置价；对于小型设备主要是通过查询评估基准日的市场报价信息确定购置价；对于没有市场报价信息的设备，主要是通过参考同类设备的购置价确定。

b、运杂费

根据设备生产厂商与设备使用单位的运距、设备体积大小、设备的重量、价值以及所用交通工具等因素视具体情况综合确定。对于设备购置价中已包含运杂费的，不再单独考虑运杂费。

$$\text{设备运杂费}=\text{设备购置费}\times\text{运杂费率}$$

c、安装调试费

安装工程费是指设备安装调试费用和基础费，若设备购置价中包含安装工程费，则不再单独考虑。否则参考《资产评估常用数据与参数手册》计算，公式如下：

$$\text{安装工程费}=\text{设备购置价}\times\text{安装工程费率}$$

C、对于车辆重置全价的确定

选取参照当地汽车交易市场评估基准日的最新市场报价及成交价格资料并综合考虑车辆购置附加税和其他费用后予以确定，其计算公式如下：

$$\text{车辆重置全价}=\text{购置价}+\text{购置价}/1.17\times\text{购置税税率}+\text{牌照费}$$

购置税率为 10%(1.6 升及以下排量的车辆购置税为 7.5%)。

D、电子设备重置全价的确定

被评估电子设备类资产因不需要安装，且都是本地购置，故重置全价一般包括：设备购置价。电子设备重置全价计算公式如下：

$$\text{电子设备重置全价}=\text{设备购置价}$$

② 综合成新率的确定

A、在估算设备成新率时，根据各种设备自身特点及使用情况，综合考虑设备的经济寿命、技术寿命估算其尚可使用年限。

对于主要设备，采用综合分析法；即以使用年限法为基础，再考虑设备的利用、负荷、维护保养、原始制造质量、工作环境、故障率等情况，进而估算该设备的成新率。

B、对于车辆，主要采用理论成新率和评估人员现场勘察修正值综合确定。

综合成新率=理论成新率×40%+现场鉴定成新率×60%

a、理论成新率的确定

根据最新《机动车强制报废标准规定》中规定，以车辆行驶里程、使用年限两种方法根据孰低原则确定理论成新率（其中对无强制报废年限的车辆采用尚可使用年限法）。计算公式如下：

年限法成新率（无强制报废年限）=尚可使用年限/（已使用年限+尚可使用年限）×100%

年限法成新率（有强制报废年限）=（规定使用年限-已使用年限）/规定使用年限×100%

行驶里程成新率=(经济行驶里程-已行驶里程)/经济行驶里程×100%

理论成新率=MIN(使用年限成新率，行驶里程成新率)

b、现场勘查修正值的确定

通过评估人员向操作人员或管理人员进行调查等方式，对车辆的实际技术状况、维修保养情况、原车制造质量、实际用途、使用条件等进行了解，并现场勘察车辆的外观、结构是否有损坏，发动机是否正常，电路是否通畅，制动性能是否可靠，是否达到尾气排放标准等勘察情况，在理论成新率的基础上作出现场勘查修正值。

综合成新率=理论成新率×40%+现场鉴定成新率×60%

C、对于电子设备等小型设备，主要依据其经济寿命年限来确定其综合成新

率；计算公式如下：

$$\text{年限法成新率} = (\text{经济寿命年限} - \text{已使用年限}) / \text{经济寿命年限} \times 100\%$$

3) 无形资产

评估原值=评估重置单价×建筑面积；评估净值=评估原值×成新率%。

①重置单价的构成

重置单价包括下列四项内容：

A、综合工程造价：包括土建、水卫、电照工程费及各种取费。

B、前期工作费及其他费用：包括建设单位管理费、勘察设计费、工程监理费等。具体详见下表：

建设工程相关费率及税率调查表

项目	取费基数	取费标准	文件文号	
前期 工作 费及 其他 费用	建设单位管理费	综合工程造价×0.2%	0.20%	财建[2002]394号
	勘察设计费	综合工程造价×1.95%	1.95%	计价格[2002]10号
	工程监理费	综合工程造价×1.2%	1.20%	湘监协(2016)2号
	环境影响评价费	综合工程造价×0.01%	0.01%	计价格[2002]125号
	可行性研究费	综合工程造价×0.03%	0.03%	计价格[1999]1283号
	招投标代理服务费	综合工程造价×0.02%	0.02%	计价格[2002]1980号
	工程造价咨询服务费	综合工程造价×1.1%	1.10%	湘价服(2017)81号
	施工图设计审查费	综合工程造价×0.008%	0.008%	湘价服(2012)76号
小计	综合工程造价	4.52%		

房屋和构筑物前期工程及其他费用=综合工程造价×4.52%。

C、资金成本：假定资金在建设期内均匀投入，其计算公式为：资金成本=(综合工程造价+其他费用)×现行贷款利率×1/2×建设期

D、应扣除增值税：应扣除增值税=建安综合造价包含的增值税+前期费用及其他中包含的增值税=建安综合造价(含税)/1.11×11%+(前期费用及其他-建设单位管理费-政府行政性收费)/1.06×6%；

重置单价=综合工程造价+前期工作费及其他费用+资金成本-应扣除增值税

由于被评估单位实行增值税简易征收，本次评估不扣减增值税。

4) 负债

负债为流动负债和非流动负债，具体包括应付账款、应付职工薪酬、应交税费、其他应付款、应付利息、一年内到期的非流动负债、长期借款、预计负债和其他非流动负债。

资产评估专业人员根据企业提供的各项目明细表，对账面值进行了核实，同时对截至现场清查日负债的支付情况进行了调查核实，对于截至现场清查日的大额款项寄发了询证函，本次评估以核实后的账面值或根据其实际应承担的负债确定评估值。

(2) 收益法预估过程

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。

收益法常用的具体方法包括股利折现法和现金流量折现法。

股利折现法是将预期股利进行折现以确定评估对象价值的具体方法，通常适用于缺乏控制权的股东部分权益价值评估。

现金流量折现法通常包括企业自由现金流折现模型和股权自由现金流折现模型。

根据被评估单位所处行业，经营模式，资本结构、发展趋势等综合分析，本次收益法评估采用股权自由现金流折现法，并采用股权自由现金流折现模型，该模型的计算公式如下：

股东全部权益价值=经营性资产价值+溢余资产评估值+非经营性资产（-负债）评估值，

1) 经营性资产价值

经营性资产是指与被评估单位正常生产经营相关的，且企业自由现金流量预测所涉及的资产与负债。经营性资产价值的计算公式如下：

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_{n+1}}{r(1+r)^n}$$

式中：P——经营性资产价值；

i——预测年度；

r——折现率；

R_i——第 i 年权益自由现金流量；

n——预测期年限；

R_{n+1}——第 i 年后权益自由现金流量；

①收益期和预测期

根据湖南省人民政府办公厅下发的湘政办函（2014）143号文件，长韶娄收费权经营期限从2014年12月31日起至2044年12月30日，经营期限为30年，收益预测按剩余期限27年估算。

②预测期企业自由现金流量

根据本次选取的评估模型，预期收益采用企业营业活动产生的权益自由现金流量。

权益自由现金流量=净利润+折旧及摊销+新增债务-债务本金偿还额-营运资本增加额-资本性支出+期末回收资产

净利润=营业收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用-所得税

③折现率

根据收益额与折现率匹配的原则，采用国际通行的权益资本成本定价模型（CAPM）确定折现率，计算模型如下：

即： $Re = Rf + \beta \times ERP + Rs$

其中：Re为股权回报率；Rf为无风险回报率；β为风险系数；ERP为市场风险超额回报率；Rs为公司特有风险超额回报率

2) 溢余资产价值

溢余资产指与企业收益无直接关系的、超过企业经营所需的多余资产。经核实，企业的溢余资产为辅道工程回款。

3) 非经营性资产净值

非经营性资产及负债价值按资产基础法确定评估值。

3、收益法预估主要参数选择过程及其依据

(1) 营业收入预测

1) 未来通行费收入预测

湖南省交通规划勘察设计院有限公司为交通量预测研究专业机构，该设计院对湖南省长沙至韶山至娄底高速公路进行了交通量及通行费预测并出具了《湖南省长沙至韶山至娄底高速公路交通量及收费收入预测咨询报告》初稿。本次评估对上述预测报告中采用的预测模型、预测假设及参数选取情况进行了审核与分析，对免费车、计重政策、收费期等重要情况进行了了解和匹配，认为其出具的报告可以满足评估业务的需要。本次评估中对交通量及通行费收入的预测引用该报告的结论，营业收入的预测直接将上述报告的通行费收入预测结论折算为不含税收入确定。

① 交通量预测

A、预测特征年

以 2017 年为基年，以 2018 年（评价初年）、2020 年、2025 年、2030 年、2035 年、2040 年、2044 年（评价末年）为预测特征年进行预测。

B、未来路网

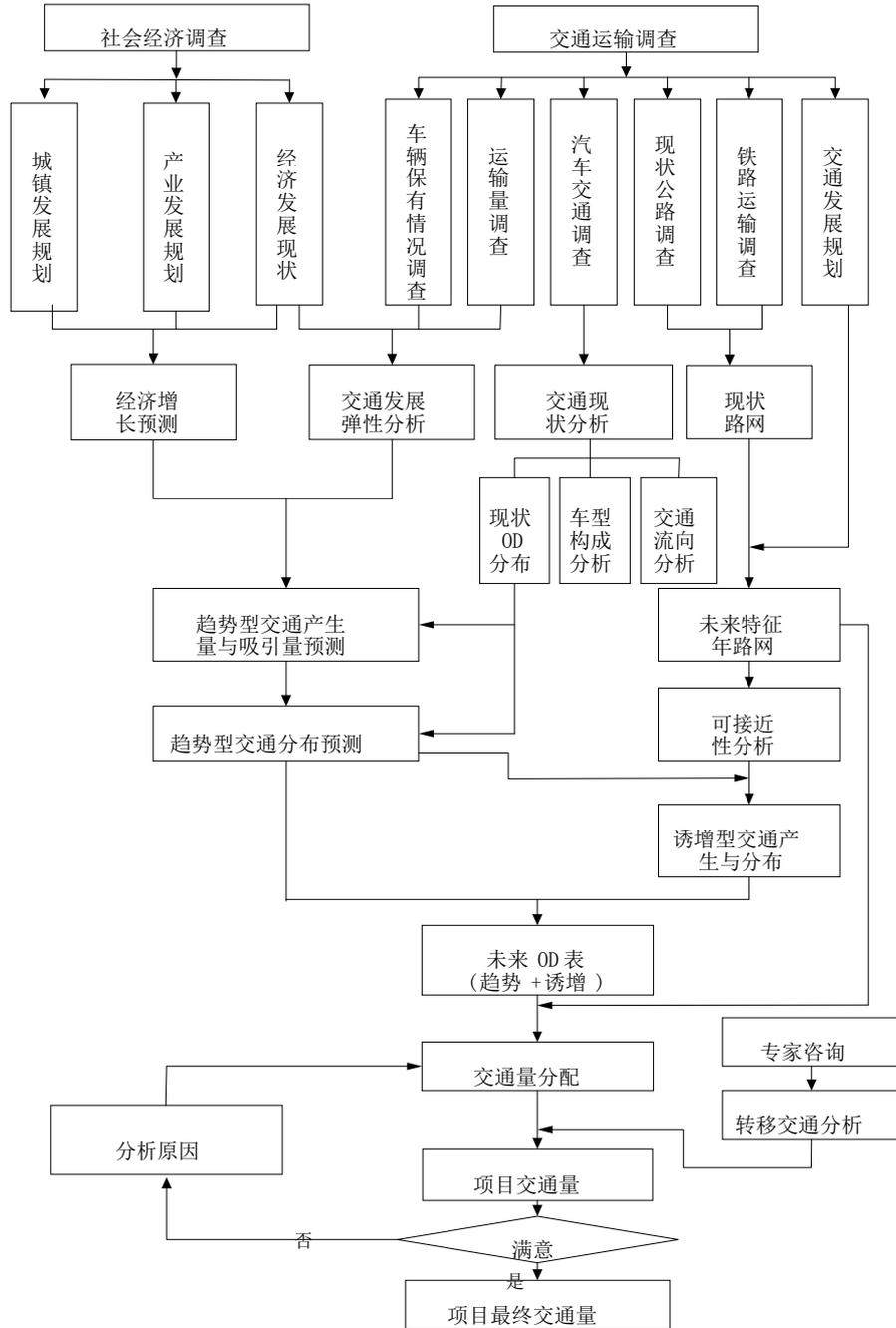
根据《湖南省高速公路网规划（修编）》（2017.1），湖南省高速公路网规划修编的目标：湖南省高速公路网规划布局可以归纳为“七纵七横”，总规模约 8622 公里。其中纵向主线约 3614 公里，横向主线约 2964 公里，其它高速公路约 2044 公里。按行政等级分，国家高速公路 5333 公里，省级高速公路 3289 公里。继续推进高速公路建设，实现所有县市区 30 分钟上高速公路，实现相邻市州之间以高速公路直接连通。

从省域范围来看，在未来路网中，本项目属湖南省横向高速通道“四横”的重要组成部分，与通道密切相关的横向通道为“五横”沪昆通道（上海至昆明高速公路）。

C、交通量预测方法概述

本报告采用以 OD 表为基础的“四阶段预测法”进行交通量预测。即首先预测项目所在地区的社会经济发展，在此基础上进行交通生成和交通分布的预测，根据交通分布预测结果，采用随机用户平衡法进行交通分配预测。

交通量预测总体思路如下图所示。



D、交通量预测结果

综上所述，可确定交通量预测结果。

② 通行费收入预测

A、计算公式

通行费收入按下式计算：

$$\text{年通行费收入} = \sum \text{各车型交通量} \times \text{收费标准} \times \text{收费里程} \times \text{收费天数}$$

B、收费标准

长韶娄高速的收费标准依据《湖南省人民政府办公厅关于长韶娄高速公路设站收费有关事项的复函》（湘政办函[2014]143号）和《湖南省人民政府办公厅关于长沙至韶山至娄底高速公路东延综合立交枢纽通车收费有关事项的复函》（湘政办函[2017]121号）的规定执行。

由于对载货汽车采用计重收费，收费额由车辆的计重质量和超限率及收费标准决定，而要准确的预测未来车辆的计重质量和超限率是很困难的。因此本报告根据现有计重收费的统计数据计算各型货车的平均收费费率。

综上所述，确定各类车型的平均收费标准见下表，且在预测期内不考虑变动。

车型类别	一型客车 7座以下	二型客车 8-19座	三型客车 20-39座	四型客车 40座以上
收费标准(元/km)	0.5	0.8	1.1	1.3
车型类别	小货 2t 以下	中货 2t-7t	大货 7t-20t	列车 20t 以上
收费标准(元/km)	0.45	1.36	1.83	2.24

C、通行费收入计算

根据上述交通量预测结果，同时考虑节假日的免费因数，计算长韶娄高速车流量和通行费收入。

2) 未来其他业务收入预测

历史年度其他业务收入包括广告位和工棚租赁，高速公路广告经营权在2017年已转让给湖南省公路建设投资有限公司。工棚租赁是在公路施工阶段租给施工队形成的收入，以后年度无此项收入。因此，不预测其他业务收入。

（2）营业成本预测

长韶娄营业成本主要包括一线人员及临聘职工工资及福利、职工“五险一金”、无形资产摊销、联网服务费、专项工程支出、小修养护、路面养护、设备维修、检测费等。

1) 人工成本：考虑到 2018 年宗兴互通通车，增加一个收费站，2018 和 2019 年根据岗位配备相应人数。长韶娄高速未来随着车流量的增长，预计 2020-2021 年每年需增加一线人员 10 人。2022 年-2044 年按 2021 年职工人数，未来不考虑变化。工资标准根据历史年度人均工资水平，未来年度按 3%-2%（前期按 3% 每年增长，2033 年以后按 2% 每年增长）的年均增长率进行预测。福利费和社会保险根据企业目前实际交纳情况及当地政府规定的缴费比例预测；

2) 设备维修、检测费：按历史金额占收入平均比例及未来收入预测；

3) 联网服务费以通行费收入为基数，按收入的 0.67% 估算；

4) 无形资产摊销：评估人员结合账面无形资产原值，以及尚可使用年限，按工作量法（车流量法）摊销，高速公路大修支出在大修后预计尚可使用年限内按工作量法摊销；

5) 专项工程支出：根据长韶娄公路实际情况，参照省内其他高速公路的支出水平，按 2018 年 5 万元/km 估算，2019-2028 年度逐年增长 15%-20%。2029 年大修及大修后第一年、第二年（因保修因素），不考虑专项工程支出。因未来不再考虑大修支出，2032 年按 10 万元/km 估算，2033-2036 年度逐年增长 10%。2037 年按 150 万元/km 估算，2038 年按 10 万元/km 估算，以后年度逐年增长 30%。；

6) 小修养护、路面养护及其他成本费用：预测根据 2017 年度的金额为基础，未来按每年增长 5% 来确定未来各年各项费用的金额。

（3）税金及附加预测

公司税金及附加指城建税及教育费附加。增值税执行 3% 简易征收率，其中：城建税税率 7%，教育费附加 5%。房产税、土地使用税、水利建设基金、残疾人就业保障金根据企业目前实际交纳情况及当地政府规定的缴费比例预测。

（4）管理费用预测

长韶娄管理费主要包括管理员工资及福利、职工“五险一金”、折旧、劳保费，以及物业管理费、差旅费、办公费、业务招待费等。

1) 直接人工成本：考虑到 2018 年宗兴互通通车，增加一个收费站，根据岗位配备相应人数，2020 年-2044 年不考虑人员增长。工资标准根据前三年年人均工资水平，未来年度按 3%-2%（前期按 3% 每年增长，2030 年以后按 2% 每年增长）的年均增长率进行预测。福利费和社会保险根据企业目前实际交纳情况及当地政府规定的缴费比例预测；

2) 折旧：长韶娄固定资产折旧年限分类如下：运输设备 5 年，机电设备 5-10 年，电子设备 3-5 年，净残值率为 5%。评估人员结合账面固定资产原值，以及尚可使用年限，分别计算各类资产折旧金额。

3) 其他成本：包括劳保费、物业管理费、差旅费、办公费、业务招待费等。预测根据 2017 年度的金额为基础，未来按每年增长 5% 来确定未来各年各项费用的金额。

（5）财务费用预测

财务费用是指企业为筹集生产经营所需资金等而发生的费用，包括应当作为期间费用的利息支出（减利息收入）以及相关的手续费等。

本次预测根据贷款合同规定的利率和相关决议决定的还款安排来计算每年的财务费用。

（6）所得税预测

根据上述对收入、成本和费用的预测，可以得到预测期每年的利润总额，按照企业执行的所得税率 25% 计算所得税。

（7）折旧与摊销

固定资产折旧包括存量资产（含更新）折旧部分，对固定资产按直线法计提折旧，对于无形资产摊销按工作量法（车流量法）摊销。

（8）辅道工程回款预测

根据与当地政府签署的辅道补偿方案中约定的还款进度及金额确定。

（9）资本性支出

资本性支出包括存量资产的更新改造支出、新增资产的资本投入和新增资产的更新改造支出。

企业的资本性支出为维持现有经营规模而必须追加的投资，如公路、桥梁的大修及配套设施维护支出、机械设施和车辆等，根据不同使用年限计算追加投资的更新等。

长韶娄基准日欠付工程款根据工程合同约定及公司的付款计划进行预测。

高速公路一般在运行 10-15 年后需进行路面大修。参照湖南省其他高速公路大修费支出标准和长韶娄高速路面的实际情况，假设 2029 年进行大修，大修支出为 98,540.40 万元。

（10）新增营运资金预测

营运资金的预测，一般根据企业最近几年每年营运资金占用占营业收入的比例进行分析和判断，在历史平均比例水平基础上结合企业目前及未来发展加以调整。通过计算一个资金周转周期内所需的资金，确定每年企业营运资金需求量及营运资金占营业收入的比例。根据预测被评估企业未来付现成本以及年资金周转次数预估年营运资金需求量，确定年营运资金的占用。

（11）新增债务及偿还债务预测

公司于评估基准日负息负债为 727,866.11 万元，其中长期借款 684,000.00 万元，短期借款 10,000.00 万元，一年内到期的非流动负债 5,000.00 万元，湖南省公路建设投资有限公司借款 28,866.11 万元。公司计划于 2018 年新增短期借款 30,000.00 万元，新增长期借款 32,300.00 万元，偿还湖南省公路建设投资有限公司借款 28,866.11 万元。根据与银行约定的还款计划及金额安排债务归还。公司计划 2029 年和 2030 年大修期间分别与银行借款 63,000.00 万元和 17,000.00 万元，根据现金流情况安排债务归还。

（12）期末回收资产预测

期末回收价值具体包括营运资金的回收、固定资产残余值的回收等。

根据《收费公路权益转让办法》规定：“第三十五条：受让方依法拥有转让期限内的公路收费权益，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。”和“第三十六条：收费公路权益转让合同约定的转让期限届满，转让收费公路权益的公路、公路附属设施以及服务设施应当处于良好的技术状态，由国家无偿收回，由交通运输主管部门管理。”因此，收费期满仅考虑回收营运资金，不再考虑与公路收费权益相关的资产回收价值。

（13）折现率预测

根据收益额与折现率匹配的原则，采用国际通行的权益资本成本定价模型（CAPM）确定折现率，计算模型如下：

$$\text{即： } R_e = R_f + \beta \times \text{ERP} + R_s$$

其中： R_e 为股权回报率； R_f 为无风险回报率； β 为风险系数；ERP 为市场风险超额回报率； R_s 为公司特有风险超额回报率

1) 对比公司的选取

我们初步采用以下基本标准作为筛选对比公司的选择标准：

对比公司近三年经营为盈利公司；

对比公司必须为至少有两年上市历史；

对比公司所从事的行业或其主营业务为高速公路行业，或者受相同经济因素的影响，并且主营该行业历史不少于 2 年。

根据上述三项原则，我们利用 Wind 数据系统进行筛选，最终选取了以下 7 家上市公司作为对比公司。对比公司股票价格波动率与沪深 300 指数波动率 t 检验统计数据如下：

序号	对比公司名称	股票代码	自由度 (n-2)	T 检验统计量	t 检验结论
1	中原高速	600020.SH	58	8.02	通过

序号	对比公司名称	股票代码	自由度 (n-2)	T 检验统计量	t 检验结论
2	深高速	600548.SH	58	12.08	通过
3	现代投资	000900.SZ	58	5.13	通过
4	宁沪高速	600377.SH	58	3.43	通过
5	粤高速 A	000429.SZ	58	5.26	通过
6	赣粤高速	600269.SH	58	6.21	通过
7	皖通高速	600012.SH	58	7.96	通过

2) 确定无风险收益率

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。

我们在沪、深两市选择从评估基准日到国债到期日剩余期限超过 10 年期的国债，并计算其到期收益率，取所有国债到期收益率的平均值作为本次评估无风险收益率，详见《国债到期收益率计算表》。

我们以上述国债到期收益率的平均值 4.06% 作为本次评估的无风险收益率。

3) 市场风险溢价的确定

由于国内证券市场是一个新兴而且相对封闭的市场，一方面，历史数据较短，并且在市场建立初期投机气氛较深，市场波动幅度很大；另一方面，目前国内对资本项目下的外汇流动仍实行较严格的管制，因此直接通过历史数据得出的市场风险溢价可信度不高。而在成熟市场中，由于较长的历史数据，市场总体的股权风险溢价可以直接通过分析历史数据得到，国际上新兴市场的风险溢价通常也可以采用成熟市场的风险溢价进行调整确定。市场风险溢价计算式如下：

市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家风险补偿额

式中：成熟股票市场的基本补偿额取 2017 年 12 月美国股票与国债的算术平均收益差 5.08%；国家风险补偿额取 0.81%。

则：MRP=5.08%+0.81%=5.89%

4) 确定对比公司相对于股票市场风险系数 β (Levered β)。

β 被认为是衡量公司相对风险的指标。投资股市中一个公司，如果其 β 值为 1.1 则意味着其股票风险比整个股市平均风险高 10%；相反，如果公司 β 为 0.9，则表示其股票风险比股市平均低 10%。因为投资者期望高风险应得到高回报， β 值对投资者衡量投资某种股票的相对风险非常有帮助。

目前国内 Wind 资讯公司是一家从事于 β 的研究并给出计算 β 值的计算公式的公司。本次评估我们是选取该公司公布的 β 计算器计算对比公司的 β 值，股票市场指数选择的是沪深 300 指数，选择沪深 300 指数主要是考虑该指数是国内沪深两市第一个跨市场指数，并且组成该指数的成份股是各行业内股票交易活跃的领头股票。选择该指数最重要的一个原因是我们在估算国内股票市场 ERP 时采用的是沪深 300 指数的成份股，因此在估算 β 值时需要与 ERP 相匹配，因此应该选择沪深 300 指数。

本次评估选取了中原高速、深高速、现代投资、宁沪高速、粤高速 A、皖通高速和赣粤高速 7 家交通运输板块的上市公司作为可比公司，通过 Wind 证券投资分析系统，查询出上述公司截止到评估基准日的 60 个月有财务杠杆的 β 系数，通过公式： $\beta_i = (1 + (1 - T) \times D/E) \times \beta_U$ (β_i 为有财务杠杆的风险系数， β_U 为无财务杠杆的风险系数)，将各可比公司的有财务杠杆 β 系数转换成无财务杠杆的 β 系数，以该无财务杠杆的 β 系数为基础，根据行业的平均资本结构折算为被评估企业的有财务杠杆风险系数，作为此次评估的 β 值。

经计算，无财务杠杆的 β 系数平均为 0.4974，根据行业平均财务杠杆计算的企业有财务杠杆的 β 系数为 0.8357。

采用行业平均财务杠杆的原因：

长韶娄评估基准日的有息负债是 727,866.11 万元，按照银行贷款合同约定还款，每年的资本结构是变化的。

由于企业各年度有息负债处于变化过程中，评估机构认为：在企业经营现金流的形成并未出现任何实质变化的前提下，仅仅因企业各年度有息负债占比的不同即导致其各年度折现率有较大变化，并不符合行业的估值理念以及资本市场的行情趋势；通常采用上市公司的平均资本结构可以有效规避因各年度有息负债变

化导致折现率变化进而对评估结果产生较大影响。从目前的折现率的计算结果来看已经体现了高现金流、低风险的行业特点。评估人员按照企业还款进度计算各年度实际的资本结构，测算出的各年度折现率变化较大，总的测算结果高于目前的评估结果。即如果采用企业各年度实际的资本结构计算折现率，则长韶娄的股东全部权益价值较采用上市公司的平均资本结构计算的股东全部权益价值有一定提高。

综上，评估机构认为，在评估报告中采用上市公司的平均资本结构作为企业的目标资本结构符合谨慎性原则，也符合行业的估值理念以及资本市场的行情趋势。

5) 估算公司特有风险收益率 R_s

采用资本定价模型一般被认为是估算一个投资组合（Portfolio）的组合投资回报率，资本定价模型不能直接估算单个公司的投资回报率，一般认为单个公司的投资风险要高于一个投资组合的投资风险，因此，在考虑一个单个公司或股票的投资收益时应该考虑该公司的针对投资组合所具有的全部特有风险所产生的超额回报率。

目前国际上将公司全部特有风险超额收益率进一步细化为公司规模溢价（Size Premium） R_{Ps} 和特别风险溢价 R_{Pu} ，即：

$$R_s = R_{Ps} \pm R_{Pu}$$

其中公司规模溢价 R_{Ps} 为公司规模大小所产生的溢价，主要针对小公司相对大公司而言，由于其规模较小，因此对于投资者而言其投资风险相对较高。

我们按超额收益率 R_{Ps} 与总资产的自然对数和总资产报酬率 ROA 进行二元一次线性回归分析，得到如下结论：

$$R_{Ps} = 3.73\% - 0.717\% \times \ln(S) - 0.267\% \times ROA \quad (R^2 = 93.14\%)$$

其中： R_{Ps} ：公司规模超额收益率；

S ：公司总资产账面值（按亿元单位计算）；

ROA：总资产报酬率；

Ln：自然对数。

根据以上结论，我们将被评估企业的总资产账面价值以及按此总资产计算的被评估企业的总资产报酬率分别规模代入上述回归方程即可计算被评估企业的规模超额收益率 RPs。

公司特别风险溢价 R_{Pu} 指的是企业相对于同行业企业的特定风险，个别风险主要有：（1）企业所处经营阶段；（2）历史经营状况；（3）主要产品所处发展阶段；（4）企业经营业务、产品和地区的分布；（5）公司内部管理及控制机制；（6）管理人员的经验和资历；（7）对主要客户及供应商的依赖；（8）财务风险。

经综合分析，我们取公司特有风险超额收益率(R_s)为 0.69%。

6) 计算现行股权收益率

将恰当的数据代入 CAPM 公式中，我们就可以计算出对被评估单位的股权期望回报率 9.7%。

（14）溢余资产价值

溢余资产指与企业收益无直接关系的、超过企业经营所需的多余资产。经核实，企业的溢余资产为辅道工程回款。

（15）非经营性资产净值

非经营性资产及负债价值按资产基础法确定评估值。

4、结合可比公司及可比交易估值，交易标的对应市值、净资产价值、最近三年增资和股权转让估值和交易价格等因素，详细分析交易标的预估值的合理性，是否有利于保护上市公司及中小股东利益。

（1）最近三年与交易、增资或改制相关的评估或估值情况

长韶娄公司最近三年内曾进行过 1 次股权转让和 1 次增资。

1) 最近三年股权转让情况

序号	转让时间	转让方	受让方	转让出资额	转让价格
----	------	-----	-----	-------	------

				(万元)	(万元)
1	2017年10月	公路投公司	湘轨控股	20,000.00	无偿划转

2) 最近三年增资情况

序号	增资时间	增资方	增资价格(万元)	定价方式
1	2017年12月	湘轨控股	245,000.00	注册资本

3) 本次评估值与前次股权转让与增资的差异说明

①2017年10月股权转让差异说明

2017年10月,公路投公司将其持有的长韶娄公司100%的股权无偿划转给湘轨控股。

股权转让前,湘轨控股持有公路投公司100%的股权,公路投公司持有长韶娄公司100%的股权。本次股权转让系湘轨控股基于对集团业务构架的整体考虑,而做出的集团内部股权结构调整,因此通过股权无偿划转的方式进行。

②2017年12月增资

2017年12月,湘轨控股与长韶娄公司签订债转股协议,将湘轨控股对长韶娄公司享有的24.50亿元债权全部转化为湘轨控股对长韶娄公司的股权出资,长韶娄公司的注册资本由2亿元变更为26.50亿元。由于前述增资为原股东增资,不引进新股东,因此以1元/注册资本作为增资价格确定依据。

(2) 标的公司与同行业上市公司估值对比分析

由于标的公司报告期尚处于亏损,因此以市净率进行对比分析,国内从事高速公路运营业务的A股上市公司较多,其市净率情况如下:

序号	证券代码	证券简称	市净率 PB
1	000429.SZ	粤高速 A	1.93
2	000548.SZ	湖南投资	2.01
3	000828.SZ	东莞控股	2.10
4	000900.SZ	现代投资	1.14
5	001965.SZ	招商公路	2.18
6	200429.SZ	粤高速 B	1.35
7	600012.SH	皖通高速	2.00
8	600020.SH	中原高速	1.13

序号	证券代码	证券简称	市净率 PB
9	600033.SH	福建高速	1.16
10	600035.SH	楚天高速	1.52
11	600106.SH	重庆路桥	1.19
12	600269.SH	赣粤高速	0.82
13	600350.SH	山东高速	1.08
14	600368.SH	五洲交通	1.36
15	600377.SH	宁沪高速	2.16
16	600548.SH	深高速	1.46
17	601107.SH	四川成渝	0.91
18	601188.SH	龙江交通	1.37
19	601518.SH	吉林高速	1.52
平均值			1.49
长韶娄公司			1.04

注 1：同行业上市公司数据来源为 Wind 资讯；同行业上市公司市净率为截至 2017 年 12 月 29 日市净率（LF）

注 2：标的公司市净率=交易对价/标的公司截至 2017 年 12 月 31 日所有者权益

（3）本次交易作价与可比交易作价水平对比分析

近年国内上市公司收购高速公路相关行业标的公司的交易案例有限，可比交易案例具体情况如下：

上市公司	标的资产	评估基准日	基准日账面价值 (万元)	交易价格 (万元)	市净率 PB
粤高速	佛开公司 25% 股权	2015-3-31	78,985.62	96,827.50	1.23
	广珠交通 100%股权	2015-3-31	58,755.16	230,364.56	3.92
山东高速	高速运管公司 100%股权	2010-6-30	421,057.81	717,067.52	1.70
	潍莱公司 51% 股权	2010-6-30	17,704.15	34,115.36	1.93
可比交易市净率平均值					2.19
可比交易市净率区间					1.23~3.92
现代投资	长韶娄公司 100%股权	2017-12-31	421,460.45	440,272.36	1.04

综上所述，本次交易以预估值为基础的交易价格对应的市净率为 1.04 倍，显著低于行业平均水平和类似交易估值水平，表明本次交易的预估作价较为谨

慎，有利于保护上市公司全体股东，尤其是中小股东的合法权益。

5、补充披露情况

上述相关内容已在修订后的重组预案“第五节交易标的预估情况”之第一段、“第五节交易标的预估情况”之“三、标的资产预估过程”中补充披露。

（以下无正文）

（本页无正文，为《现代投资股份有限公司关于对深圳证券交易所重组问询函回复的公告》的盖章页）

现代投资股份有限公司

2018年5月25日