

五矿证券有限公司关于上海证券交易所
《关于对广汇物流股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书（草案）的审
核意见函》（上证公函【2022】0588号）之核查意见

上海证券交易所上市监管一部：

广汇物流股份有限公司（以下简称“广汇物流”、“上市公司”或“公司”）于2022年5月30日召开公司第十届董事会2022年第四次会议，审议通过了本次重大资产购买暨关联交易（以下简称“本次交易”）相关的议案，并于同日披露了本次交易相关文件。2022年6月10日公司收到贵部下发的《关于对广汇物流股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书（草案）的审核意见函》（上证公函【2022】0588号）（以下简称“《审核意见函》”）。五矿证券有限公司（以下简称“独立财务顾问”、“五矿证券”）作为广汇物流本次交易的独立财务顾问，组织中介机构对有关问题进行了认真分析和核查，出具了《五矿证券有限公司关于上海证券交易所<关于对广汇物流股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书（草案）的审核意见函>之核查意见》（以下简称“本核查意见”）。

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

问题一、关于交易方案

1、草案披露，公司拟以现金 41.76 亿元购买关联方广汇能源持有的标的公司 92.77%股权，并于协议生效日起 36 个月内支付完毕。收购完成后，标的公司对广汇能源的 19.22 亿元其他应付款将由公司在协议生效日起 24 个月内偿付；同时，公司将按照相关投资合同约定承接广汇能源回购国开发展基金所持标的公司剩余 2.8 亿元出资的义务（前期已由广汇能源回购 3 次），并在业绩承诺期内由公司提供等额资产抵押物置换广汇能源对上述协议的担保。截至 2021 年末，广汇能源为标的公司银行贷款提供的担保余额合计 22.42 亿元，公司承诺向广汇能源提供反担保，同时承诺提前偿还银行贷款，并在业绩承诺期内解除广汇能源的担保义务。此外，公司因 2021 年收购广汇集团持有的格信投资尚有 9 亿余元未支付。

截至 2022 年一季度末，公司货币资金余额 18.38 亿元，一年内到期的非流动负债 6.06 亿元，长期借款 4.23 亿元。本次交易完成后，公司资产负债率将大幅提升，每年产生高额的利息费用将影响公司的经营业绩。请公司补充：（1）标的公司对广汇能源的其他应付款形成原因、款项用途、借款期限、利息约定等，说明协议生效后由公司在 24 个月内偿付的原因及合理性；（2）国开发展基金投资背景及原因、投资金额、协议主要内容、历次回购和剩余股权回购的价格及定价依据、相关会计处理等，广汇集团及广汇能源为投资协议提供担保的原因及合理性，并说明标的公司其他股东是否存在类似回购情形，相关股权权属是否清晰；（3）标的公司由广汇能源提供担保的银行贷款具体金额、借款期限及利率、主要用途，说明公司出具承诺在业绩承诺期届满前提前偿还相关银行贷款的合理性；（4）说明公司分期支付收购价款的具体安排、原因及合理性，与交易对方的业绩承诺是否匹配，是否充分保障上市公司利益；（5）结合公司目前生产经营、财务状况、现金流量、融资能力及渠道，说明本次交易资金来源及资金成本、对上述大额债务的还款安排、是否有能力偿还大额的有息负债，量化分析对上市公司可能产生的财务费用和偿债压力，并说明是否会对公司生产经营和财务状况产生重大不利影响，是否有利于增强公司持续经营能力。请财务顾问和会计师对上述事项发表意见。

一、问题答复

(一) 标的公司对广汇能源的其他应付款形成原因、款项用途、借款期限、利息约定等，说明协议生效后由公司在 24 个月内偿付的原因及合理性。

1、其他应付款明细

标的公司对广汇能源的其他应付款具体明细如下表所示：

单位：元

关联方名称	款项内容	2021 年 12 月 31 日	2020 年 12 月 31 日	款项用途
广汇能源股份有限公司	统借统贷本金、利息及贷款相关服务费	1,087,819,606.22	857,160,140.34	项目建设资金
广汇能源股份有限公司	资金拆借及利息	834,108,443.00	662,990,735.01	项目建设资金
广汇能源股份有限公司伊吾分公司	代收代支运费	43,118.50	-	代收代支运费
合计		1,921,971,167.72	1,520,150,875.35	-

2、其他应付款形成的原因

标的公司所属资产红淖铁路项目于 2012 年 3 月份开工建设，铁路全长 435.6 公里，为全国首条国网规划、国标设计、国家批准、民企控股、民资兴建、联合运营的地方资源性铁路，是铁道部落实“国务院新 36 条”的民营项目示范工程。项目实际完成投资约 92 亿元，项目建设资金来源主要为资本金、银团贷款及企业自筹资金等。因项目投资规模较大，投资项目前期尚未投产且未产生稳定经营现金流，自身融资能力相对有限，为支持其红淖铁路项目的建设和正常经营，广汇能源向标的公司所属资产红淖铁路项目主要通过以下 2 种方式有偿提供了必要的资金支持：一是取得银行贷款通过统借统贷方式进行资金的调拨拆借；二是通过广汇能源自有经营资金进行有偿拆借。另外标的公司取得的银团贷款自 2017 年下半年开始进入还款期，为保障其正常归还银团贷款本息和解决资金缺口，广汇能源向标的公司提供拆借资金用于归还银团贷款本息及补充部分生产经营资金。

3、借款期限及利率约定

标的公司资金拆借系根据资金使用计划向控股股东广汇能源申请拆借资金，广汇能源根据资金情况取得银行贷款，并通过银行统借统贷方式及自有经营资

金方式进行资金的调拨拆借，因标的公司红淖铁路刚投入运营未产生稳定经营现金流，无法足额覆盖借款资金。标的公司根据实际经营资金情况进行归还，故资金拆借未约定固定期限，随借随还，统借统贷的期限按照金融机构的协议约定期限执行。统借统贷利率根据与金融机构的协议约定和实际取得的相应贷款利率执行，报告期内利率范围为 3.30%-7.00%；非统借统贷利率根据协议约定按 5.05%（年息）计算执行；代收代支运费未计算利息。

4、偿付安排

标的公司对广汇能源的其他应付款系母公司对子公司生产经营建设的资金支持形成。广汇物流已出具承诺，标的公司对广汇能源的 19.22 亿元其他应付款将由广汇物流提供资金支持，在标的资产交割前全部偿还，以保障标的资产交割后不会构成对广汇能源的资金占用，还款安排具有合理性。

（二）国开发展基金投资背景及原因、投资金额、协议主要内容、历次回购和剩余股权回购的价格及定价依据、相关会计处理等，广汇集团及广汇能源为投资协议提供担保的原因及合理性，并说明标的公司其他股东是否存在类似回购情形，相关股权权属是否清晰。

1、投资背景及原因、投资金额

为贯彻落实国务院稳增长拉动经济增长的决策部署，国家开发银行成立了国开基金，主要支持国家确定的重点领域项目建设，采用项目资金本金方式解决重点项目的资金需求。新疆红柳河至淖毛湖铁路项目符合国开基金基础设施建设政策，标的公司积极响应与落实相关部委金融创新政策。为进一步加快推进标的公司铁路建设发展，拓宽标的公司对外融资渠道，有效降低标的公司资金成本，标的公司、广汇能源与国开基金签订投资合同。2016年2月29日标的公司取得国开基金现金人民币4亿元增资款，由广汇能源每两年按照协议约定的实际投资额为定价基础回购标的的股权4,000万元。

2、协议主要内容

2016年2月，国开基金、广汇能源、标的公司三方签订了《国开发展基金投资合同》，由国开基金注资4亿元，占铁路公司注册资本10%。投资款用于红

淖铁路建设，合同约定每两年由广汇能源回购国开基金股权 4,000 万元，由标的公司以尚未回收的投资额为基础，每年向国开基金按 1.2% 的年收益率支付收益。每笔回购完成后，铁路公司将 4,000 万元实收资本由国开基金调整至广汇能源并办理工商变更。

3、历次回购和剩余股权回购的价格及定价依据

截至本回复出具日，广汇能源已进行了 3 次回购并已办理工商变更手续，已累计回购 1.2 亿元，其中 2018 年 2 月已回购 4,000 万元，2020 年 2 月已回购 4,000 万元，2022 年 2 月已回购 4,000 万元。根据投资合同的约定，每次股权回购的价格及剩余股权回购价格均为每 1 元注册资本的价格为 1 元。历次回购和剩余股权回购的具体明细如下表所示：

序号	回购交割日	标的股权转让对价（万元）	备注
1	2018 年 2 月 28 日	4,000.00	已完成回购
2	2020 年 2 月 28 日	4,000.00	已完成回购
3	2022 年 2 月 28 日	4,000.00	已完成回购
4	2024 年 2 月 28 日	4,000.00	尚未开始回购
5	2026 年 2 月 28 日	4,000.00	尚未开始回购
6	2028 年 2 月 28 日	4,000.00	尚未开始回购
7	2030 年 2 月 28 日	4,000.00	尚未开始回购
8	2032 年 2 月 28 日	4,000.00	尚未开始回购
9	2034 年 2 月 28 日	4,000.00	尚未开始回购
10	2036 年 2 月 28 日	4,000.00	尚未开始回购
合计		40,000.00	-

4、相关会计处理

（1）标的公司个别报表层面的会计处理

标的公司仅负有每年向国开基金公司支付约定的固定回报的义务，该项固定回报以尚未回收的投资额为基础，按 1.2% 的年度收益率计算支付，但不负有未来向国开基金支付投资本金的义务，对投资本金回购的义务完全属于广汇能源，因此，根据《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》对金融负债的规定，在标的公司个别报表层面，在收到国开基金投入的 4 亿元投资款时，将其确认为一项权益（实收资本）；并将未来 20 年内累计应支付的投资收益，即合同所约定向国开基金公司支付的固定回报的金额确认为一项长期负债，按

照实际利率 1.2%折现，以折现后现值作为负债的初始计量金额，同时冲减资本公积、资本公积不足冲减的部分冲减留存收益。将预计未来付款额现值与所需偿付金额之间差额计入未确认融资费用，后续将各期确认之融资费用在相应的会计期间计入在建工程或财务费用。

根据合同相关约定，标的公司个别报表层面账务处理如下：

A、收到国开基金投资款：

借：银行存款

 贷：实收资本

B、将未来累计应支付的投资收益确认为一项金融负债：

借：资本公积-资本溢价

 未分配利润-其他

 未确认融资费用

 贷：长期应付款

C、每年将未确认融资费用进行摊销：

借：在建工程/财务费用

 贷：未确认融资费用

（2）合并报表层面会计处理

在广汇能源合并报表层面，已完整体现该业务的“名股实债”的经济实质，即收到国开基金投资款时将其计入为一项初始本金为 4 亿元、期限为 20 年（但要求分期偿还）、年利率（名义利率）为 1.2%的长期应付款。

5、广汇集团提供担保的原因及合理性、其他股权权属是否清晰

广汇集团提供担保的原因为国开基金为保障对标的公司的投资款项安全收回，要求广汇集团提供的担保。广汇能源作为投资合同中的回购义务方，广汇集团系广汇能源的控股股东，为其履行投资合同项下的回购义务提供担保具有合理性。标的公司其他股东不存在回购协议，相关股权权属清晰并已做工商登记。

（三）标的公司由广汇能源提供担保的银行贷款具体金额、借款期限及利率、主要用途，说明公司出具承诺在业绩承诺期届满前提前偿还相关银行贷款

的合理性。

截至 2021 年 12 月 31 日，标的公司由广汇能源提供担保的银行贷款具体金额、借款期限及利率、主要用途情况如下表所示：

单位：万元

债权人		担保方	借款余额	借款期限	担保期限	借款利率	借款用途
银团贷款	中国进出口银行新疆分行	广汇能源、广汇集团	80,000.00	2014 年 9 月 25 日至 2025 年 9 月 24 日	2015.11.17 ~2027.09.24	参考 LPR 定价的浮动利率	用于新疆红淖三铁路有限公司新疆红柳河至淖毛湖铁路项目建设
	中国银行新疆分行	广汇能源、广汇集团	75,390.44		2014.12.12 ~2027.09.24		
	中国银行新疆分行	广汇能源、广汇集团	37,747.75		2016.03.30 ~2027.09.24		
	中国进出口银行新疆分行	广汇能源、广汇集团	21,434.23		2016.05.30 ~2027.09.24		
	新疆天山农村商业银行	广汇能源、广汇集团	1,950.66		2015.09.14 ~2027.09.24		
国家开发银行新疆分行	广汇能源、广汇集团	7,700.00	2016 年 2 月 24 日至 2024 年 2 月 23 日	2016.02.24 ~2026.02.23	中国人民银行公布的同期限档次人民币贷款基准利率基础上上浮 10%，借款利率随中国人民银行公布的同期限档次人民币贷款基准利率的调整而调整。	用于新疆红柳河至淖毛湖铁路项目建设	
合计			224,223.08	-	-	-	-

公司出具承诺在业绩承诺期届满前提前偿还相关银行贷款主要是为了在业绩承诺期届满前解除广汇能源对标的公司贷款的担保，偿还后标的公司仍会根据资金需求、银行授信等情况重新向银行等金融机构进行借款，并由广汇物流及广汇集团提供担保，因此上述提前偿还安排具有合理性。

（四）说明公司分期支付收购价款的具体安排、原因及合理性，与交易对方的业绩承诺是否匹配，是否充分保障上市公司利益。

广汇物流已与交易对方广汇能源签订了《支付现金购买资产协议之补充协议》，将收购价款分期支付安排进行了调整，调整后的支付安排如下：

“(1) 自《支付现金购买资产协议》生效之日起 15 个工作日内，广汇物流向广汇能源支付交易对价的 5%；

(2) 自《支付现金购买资产协议》生效之日起 6 个月内，广汇物流向广汇能源支付交易对价的 20%；

(3) 自《支付现金购买资产协议》生效之日起 12 个月内，广汇物流向广汇能源支付交易对价的 10%；

(4) 自《支付现金购买资产协议》生效之日起 24 个月内，广汇物流向广汇能源支付交易对价的 30%；

(5) 自《支付现金购买资产协议》生效之日起 36 个月内，广汇物流向广汇能源支付交易对价的 35%。”

因交易对方存在业绩承诺，为业绩承诺及相应补偿条款的执行提供有利保障，本次交易采用分期支付收购价款的方式。上述分期支付价款的安排与业绩承诺的期限相匹配，均为 3 年，扣除自《支付现金购买资产协议》生效之日起 6 个月内支付的款项外，《支付现金购买资产协议》生效之日起 12 个月内、24 个月内、36 个月内支付的价款逐年递增，与业绩承诺的净利润金额逐年递增相匹配，有利于保障上市公司利益。

(五) 结合公司目前生产经营、财务状况、现金流量、融资能力及渠道，说明本次交易资金来源及资金成本、对上述大额债务的还款安排、是否有能力偿还大额的有息负债，量化分析对上市公司可能产生的财务费用和偿债压力，并说明是否会对公司生产经营和财务状况产生重大不利影响，是否有利于增强公司持续经营能力。

公司目前生产经营情况良好，截至 2022 年一季度末，公司货币资金余额 18.38 亿元，资金余量较为充裕。一年内到期的非流动负债余额 6.06 亿元，长期借款余额 4.23 亿元，短期借款余额 0.20 亿元，其他流动负债余额 3.04 亿元。扣除合同负债影响后，公司资产负债率为 48.33%，净负债率为负，现金短债比为 2.94，公司财务状况较为稳健。公司最近 2 年的财务状况及现金流量情况如下表：

单位：元

项目	2021 年	2020 年
货币资金	1,820,193,943.95	2,597,729,188.64
流动资产	7,976,527,549.18	11,677,381,759.71

总资产	14,916,393,362.19	18,090,579,047.04
流动负债	7,010,347,267.27	7,907,698,030.10
总负债	8,879,446,502.93	10,094,260,079.10
营业收入	3,317,352,544.83	4,394,432,384.15
净利润	587,182,084.42	845,467,717.88
经营活动现金净流量	1,335,379,199.15	1,684,851,233.49

从上表可知，公司财务状况良好，经营活动现金流较好，账面货币资金余额充足。本次交易价款拟使用自有资金支付 12 亿元，通过银行贷款支付约 30 亿元，公司已与金融机构洽谈对接并取得《贷款意向书》。按照借款 30 亿元，年利率 4.45% 进行测算，每年将产生约 1.33 亿元的利息费用。本次交易价款分期支付，公司将优先使用自有资金，自有资金不足时再向银行借款支付。根据公司与银行初步沟通，用于支付本次交易对价的银行借款均为 7 年期的长期借款，短期内无较大偿债压力。后续公司除使用自身的经营累积现金流偿还相关有息负债外，还将通过以下途径偿还：

1、公司所属资产美居物流园部分楼座因政府规划调整，被列入乌鲁木齐旧城改造范围而被征收。按照公司与政府签订的补偿协议，2021 至 2025 年（暂定建设期），公司每年可获得 1.67 亿现金补偿（停工停业损失）；另外随着补偿资产的逐步交付，公司还将陆续获得乌鲁木齐核心地段合计面积不低于 61.93 万平米且估值不低于 54.13 亿元的商业资产，用于补偿公司被征收部分的资产，公司可根据资金需求选择部分资产出售获取现金流。

2、公司控股股东广汇集团近年来财务较为稳健，负债率不断下降，可以为公司支付本次交易价款及后续有息负债的偿还提供充分保障。广汇集团已就本次交易做出承诺：“截止 2022 年 3 月，广汇集团在多家金融机构的授信额度总计为 1,329.56 亿元，其中已使用授信额度为 825.98 亿元，未使用授信额度为 503.58 亿元。若本次重大资产重组的并购资金审批未能如期下达，广汇集团将为公司筹措相应的资金，确保本次交易在收购资金来源方面不会对重组进度造成重大不利影响”。

3、按照本次交易方案，交易对方广汇能源为标的公司 2022 年度、2023 年度以及 2024 年度的业绩进行承诺，标的公司上述三年扣除非经常性损益后净利润分别不低于 1.59 亿元、3.51 亿元和 4.96 亿元。经测算，预计标的公司 2022 年、2023 年、2024 年经营性现金流量不低于 6.23 亿元、7.78 亿元、11.66 亿元，将为公司后续有息负债偿还提供资金来源。

综上所述，用于支付本次交易对价的银行借款，每年将产生约 1.33 亿元的利息费用，公司 2021 年的净利润为 5.87 亿元，标的公司业绩承诺的 2022 年度、2023 年度和 2024 年度扣除非经常性损益后净利润分别不低于 1.59 亿元、3.51 亿元和 4.96 亿元，将产生的年利息费用占上市公司 2021 年净利润 22.66%，占标的公司 2022 年度、2023 年度和 2024 年承诺净利润的比例分别为 83.65%、37.89% 和 26.81%。根据分期支付安排，2022 年、2023 年实际需要向银行进行借款的金额将小于 30 亿元，实际将产生的利息费用小于 1.33 亿元，因此相关借款利息占本次交易完成后上市公司（包含标的公司）的净利润比例较小，不会对上市公司生产经营和财务状况产生重大不利影响，将有利于增强公司持续经营能力。

二、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、标的公司对广汇能源的其他应付款形成原因，主要为广汇能源向标的公司所属资产红淖铁路项目通过以下 2 种方式有偿提供必要的资金支持形成：一是取得银行贷款，通过统借统贷方式进行资金的调拨拆借；二是通过公司自有经营资金进行有偿拆借。标的公司资金拆借系根据资金使用计划向控股股东广汇能源申请拆借资金，广汇能源根据资金情况取得银行贷款后，通过银行统借统贷方式及自有经营资金方式进行资金的调拨拆借，因标的公司红淖铁路刚投入运营未产生稳定经营现金流，无法足额覆盖借款资金，根据实际经营资金情况进行归还，故资金拆借未约定固定期限，随借随还，统借统贷的期限按照与金融机构的协议约定期限执行。统借统贷利率根据与金融机构的协议约定按照历年实际取得的相应贷款利率执行，本报告期内利率范围为 3.30%-7.00%；非统借统贷利率根据协议约定按 5.05%（年息）计算执行；代收代支运费未计算利息。标的公司对广汇能源的其他应付款系母公司对子公司生产经营建设的资金支持形成，广汇物流已出具承诺，标的公司对广汇能源的 19.22 亿元其他应付款将由广汇物流提供资金支持，在标的资产交割前全部偿还，以保障标的资产交割后不会构成对广汇能源的资金占用，还款安排具有合理性。

2、广汇集团提供担保的原因为国开基金为保障对标的公司的投资款项安全收回，要求广汇集团提供的担保。广汇能源作为投资合同中的回购义务方，广汇集团系广汇能源的控股股东，为其履行投资合同项下的回购义务提供担保具

有合理性。标的公司其他股东不存在回购协议，相关股权权属清晰并已做工商登记。

3、上市公司出具承诺，在业绩承诺期届满前提前偿还相关银行贷款，主要是为了在业绩承诺期届满前解除广汇能源对标的公司贷款的担保。偿还后标的公司仍会根据资金需求、银行授信等情况重新向银行等金融机构进行借款，并由广汇物流及广汇集团提供担保，因此相关提前偿还安排具有合理性。

4、因交易对方存在业绩承诺，为业绩承诺及相应补偿条款的执行提供有利保障，本次交易采用分期支付收购价款的方式，上述分期支付价款的安排与业绩承诺的期限相匹配，均为 3 年，扣除自《支付现金购买资产协议》生效之日起 6 个月内支付的款项外，《支付现金购买资产协议》生效之日起 12 个月内、24 个月内、36 个月内支付的价款逐年递增，与业绩承诺的净利润金额逐年递增相匹配，有利于保障上市公司利益。

5、根据分期支付安排，2022 年、2023 年实际需要向银行进行借款的金额将小于 30 亿元，实际将产生的利息费用也将小于 1.33 亿元，因此相关借款利息占本次交易完成后上市公司（包含标的公司）的净利润的比例较小，不会对上市公司生产经营和财务状况产生重大不利影响，有利于增强公司持续经营能力。

2、草案披露，交易对方广汇能源为标的公司 2022 年度、2023 年度以及 2024 年度的业绩进行承诺，标的公司上述三年扣除非经常性损益后净利润分别不低于 1.59 亿元、3.51 亿元和 4.96 亿元。其中，对于 2022 年或 2023 年累计实现净利润低于承诺数但不低于承诺数 80%情形的，约定了暂免支付业绩补偿款的约定。请公司说明上述暂免支付约定的原因及合理性，是否符合重组办法及相关规定的要求。请财务顾问和律师发表意见。

一、问题答复

请公司说明上述暂免支付约定的原因及合理性，是否符合重组办法及相关规定的要求。

根据经交易双方协商一致并签署的《业绩承诺及补偿协议之补充协议》，交易双方已取消《业绩承诺及补偿协议》第 4.4 条关于暂免支付的安排，其他条款保持不变。

综上所述，双方已取消暂免支付的相关约定，符合《上市公司重大资产重组管理办法（2020 修正）》及相关规定的要求。

二、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

交易双方签署《业绩承诺及补偿协议之补充协议》后，取消了暂免支付约定，符合《上市公司重大资产重组管理办法（2020 修正）》及相关规定的要求。

问题二、关于标的公司经营模式和独立性

3、草案披露，标的公司主要从事煤炭的铁路运输业务，员工人数共计 43 人，人均管理资产规模 2.16 亿元。标的公司将铁路设备设施运输管理相关业务主要委托给铁道运营公司管理，并向其他铁路系统公司采购牵引服务、车辆使用及维修服务。请公司补充：（1）标的公司的具体采购模式，牵引服务、固定委托管理服务、车辆使用及维修服务的主要内容、采购量的确定方式、双方权利义务、定价政策及依据、价格的公允性等；（2）标的公司 43 名员工的具体工作分工，与受托单位的配合及差异，说明如此数量的员工与公司的资产规模、业务发展是否相匹配；（3）说明标的公司是否具有完整的业务体系，委托管理模式是否会造成其业务独立性、资产完整性的重大瑕疵。请财务顾问和会计师发表意见。

一、问题答复

（一）标的公司的具体采购模式，牵引服务、固定委托管理服务、车辆使用及维修服务的主要内容、采购量的确定方式、双方权利义务、定价政策及依据、价格的公允性等。

标的公司的具体采购模式为根据公司采购需求寻找相关服务方，进行技术方案交流，初步筛选符合公司需求的供应商，再进行招标或者竞争性谈判确定最终供应商。牵引服务、固定委托管理服务、车辆使用及维修服务的主要内容、采购量的确定方式、双方权利义务、定价政策及依据等具体如下：

1、牵引服务

A、主要内容：红淖线机车牵引服务。

B、采购量的确定方式：①机车牵引服务费清算单价（含税，税率 6%）为 441.6 元/万总重吨公里。②作业量= [每月红柳河交出重车发送吨+(实装车辆自重×2)]/10000×运输计费里程。机车牵引服务费用=单价×作业量。

C、标的公司的权利义务：按协议约定时间支付相应款项，每逾期一日支付，乌铁局及其下属单位有权要求标的公司支付未付款万分之五的违约金。

D、乌铁局及其下属单位的权利义务：提供牵引服务，应于当月 15 日前出

具等同数额的增值税专用发票。如迟延开具发票，每逾期一日乌铁局及其下属单位承担未付款万分之五的违约金，标的公司有权在当月结算费用中扣除。

E、定价政策及依据：参照市场价格，双方谈判确定。

2、固定委托管理服务

A、主要内容：（1）运输组织管理；（2）运输设施管理；（3）运输移动设备管理；（4）运输安全管理；（5）铁路用地管理；（6）统计管理；（7）其他。

B、采购量的确定方式：按合同约定确定年度总费用，全线电气化设备维护管理费用为 23,539,042.00 元（大写：贰仟叁佰伍拾叁万玖仟零肆拾贰元整），扣除该部分费用后，年度委托管理费用暂定总额：89,960,958.00 元（大写：捌仟玖佰玖拾陆万零玖佰伍拾捌元整），对 2021 年度到发量超过 1,000 万吨以上部分，按照 3 元/吨单价，增加乙方委托管理费用，以后年度由双方重新商定并签订补充协议。根据补充协议，委托管理费在不同的月度发运量条件下货车周转效率低于约定标准则需对委托管理费进行调减。

C、标的公司的权利义务：（1）负责办理红淖铁路合法运营的所有手续；（2）对受托管理事项进行监督检查；（3）对乌铁局及其下属单位主要委派人员的任免有建议权，对委派人员的考核有参与权；（4）提供铁路运输的用品用具和技术资料等；（5）按时足额支付委托运输管理费用及其他约定费用；（6）审核乌铁局及其下属单位提出的红淖铁路设备维修整治等建议，并应及时予以答复，足额落实资金，确保运输安全；（7）制定年度运输计划；（8）配合乌铁局及其下属单位完成相关的统计工作；（9）向乌铁局及其下属单位提供委托管理铁路用地的相关资料；（10）负责与外部电网建立供用电关系，与地方供水单位建立供水关系，发生的水、电等费用由标的公司承担。

D、乌铁局及其下属单位的权利义务：（1）对受托业务、设施、设备承担相应的管理责任、安全责任；（2）在受托范围内，行使运输组织及调度指挥权；（3）及时向标的公司提出设备整治、维修等建议。在标的公司履行相关程序后，同等条件下，优先委托乌铁局及其下属单位组织实施；（4）对更新改造管理项目的管理，并在项目竣工后，将相关资料转标的公司；（5）负责受托管理范围内运输设施设备的日常管理和养护维修，由于管理不善造成损坏时，应积极修复。标的公司对乌铁局及其下属单位由于管理不善造成的损失，保留追诉和索

赔的权利；（6）与标的公司共同制定年度运输计划；（7）完成相关的统计工作，管理相关统计数据资料，定期代标的公司上报至国铁集团，并向标的公司提供有关统计数据，负责配合标的公司做好协调国家、国铁集团及地方政府临时性统计相关工作；（8）未经标的公司同意，不得利用标的公司设备设施和资源从事与委托运输管理无关的其他活动。不得以买卖、抵押、挪作他用等方式处置受托运输管理的相关资产；（9）对受托管理的铁路用地进行管理；（10）做好受托范围内的消防、环保等工作。

E、定价政策及依据：通过公开招标确定。

3、货车占用费

A、主要内容：发运单位使用国铁集团提供敞车，按国铁集团规定缴纳货车占用费。

B、数量确定方式：根据实际使用量确定数量。

C、标的公司的权利义务：认真履行国铁集团、乌铁局的相关规章、制度及乌铁局货运部门的相关要求、规定，同时需积极配合乌铁局及其下属单位结算货车占用费。

D、乌铁局及其下属单位的权利义务：对进入新疆红淖三铁路有限公司辖区内车辆的货车占用费计算应准确无误，并于次月 15 日前将货车占用费计算报表提供给标的公司，同时积极配合标的公司做好货车占用费计算报表的核对。

E、定价政策及依据：按国铁集团规定执行，定价为 5.7 元/小时。

4、车辆维修费

A、主要内容：空敞车在进入红淖线之前在柳园或哈密维修点进行维修作业，发运单位支付维修费用。

B、数量确定方式：根据实际运输量确定数量。

C、标的公司的权利义务：及时缴纳车辆维修费。

D、乌铁局及其下属单位的权利义务：对空敞按照相关作业规范进行维修作业。

E、定价政策及依据：通过公开招标确定，定价为 19.8 元/万吨公里。

综上所述，牵引服务费的定价为参考市场价协商确定，单价为 441.6 元/万

总重吨公里，神信专用铁路机车的单价为 473.7 元/万总重吨公里，单价不存在明显差异。委托管理费、车辆维修费的定价通过公开招标确定，货车占用费的定价按照国铁集团的统一规定确定，因此上述服务均定价公允。

(二) 标的公司 43 名员工的具体工作分工，与受托单位的配合及差异，说明如此数量的员工与公司的资产规模、业务发展是否相匹配。

标的公司 43 名员工的具体工作分工，与受托单位的配合情况如下表：

部门名称	团队（岗位）名称	编制人数	简要职责	与乌铁局直接对接业务事项
管理层	董事长	1	负责公司经营方向的把控及方针目标的制定，组织制定公司年度生产经营计划，监督检查计划的实施。	协调各部门与乌铁局业务事项。
	总经理兼党委书记	1	负责公司全面经营管理工作，组织实施公司年度工作计划的落实。党委书记兼纪委书记，负责日常政务、党群、人力资源及监督“三重一大”等工作，分管综合办公室。	协调各部门与乌铁局业务事项。
	副总经理	1	协助总经理工作，分管公司生产经营工作。	协调各部门与乌铁局业务事项。
	财务总监	1	负责公司经费计划安排，财务管理、收入支出的管理，各类经费往来的清算等工作，分管财务部。	协调各部门与乌铁局业务事项。
小计		4		
安全生产调度部	部长	1	全面负责生产调度部工作。	协调乌铁局哈密货运中心请车事宜。
	生产调度工程师	2	负责深入现场了解生产情况，掌握红柳线保留车辆、货场装车情况、白石湖东的快装系统装车情况、封堵作业等主要环节，使各单位做到均衡生产。及时掌握请车和承认车的情况，做好现场监督管理工作；负责货运业务的督导检查及货运业务的协调统计、收入统计工作。	每日 16 时向乌铁局哈密货运中心提报运输计划，每日与淖毛湖货运中心对接实际发车情况并进行统计。
	安全工程师	1	负责铁路公司及铁路沿线、货场外包保安的安全工作督导检查及日常安全活动的开展，并与相关部门业务对接。	
	货运统计、分析人员	3	协助生产调度工程师工作并负责核对快装维护费、核对封仓堵漏费用、淖毛湖装卸费，核对机车牵引费及国铁运费。	每日与乌铁局哈密货运中心核对国铁运费并提示及时支付国铁运费预付款，每月与哈密机务段核对机车牵引费并出具对账单。
	货运调度员	2	负责集装箱货场货运业务的督导检查及安全生产。	与淖毛湖货运协调装车及发车。

部门名称	团队(岗位)名称	编制人数	简要职责	与乌铁局直接对接业务事项
	小计	9		
工程部	部长	1	全面负责工程部工作。	
	工程师	5	负责项目计划管理工作。组织编制建设项目年度建议计划, 下达年、季度、月度计划, 检查、考核计划执行情况, 提出年度调整计划建议; 负责项目统计管理工作, 建立统计台账, 编制统计分析、报送工程统计报表; 参与组织竣工决算工作; 负责工程土建、桥涵等施工管理及质量监督工作; 编制电力设备安装施工方案及施工技术; 负责相关发电设备运行的技术督导工作; 分析和处理电力设备安装、调试、检修和改造中的技术问题; 负责接触网和电力线路运行检修与施工、变配电所运行检修及电气设备试验、铁路电气设备运行与维护等工作。	
	小计	6		
运营管理部	部长	1	全面负责运营管理部工作。	与乌铁局对接核对各种经营数据。
	运管人员	4	对各类经营数据进行研究分析论证, 拟定经营长远规划及年度计划分解等工作; 负责各种经营数据的收集、整理、汇总, 与乌铁局进行业务对接。负责所需物资设备招采业务。负责公司资产的发放登记、统计及管理工作。	
	小计	5		
物资管理部	部长	1	全面负责物资设备部管理工作。	
	物资管理人员	3	负责四电物资设备器材需求计划的拟制及招采技术问题的把关等; 负责公司管理区域日常的水电暖及生活设施管理维修等工作; 负责物资设备器材的出入库管理及保管工作。	
	小计	4		
综合办公室	主任	1	全面负责综合办公室工作。	
	行政人事人员	3	负责公司日常行政事务性工作等; 负责公司员工餐厅及接待外联工作; 负责办公楼、宿舍楼、绿化、清洁、车辆管理服务保障等工作; 负责公司人力资源、团建等工作; 负责公司各类档案资料的收集整理入库, 负责档案室工作。	
	厨师、司机等	7	负责食堂伙食、餐饮调剂及饮食安全、负责食堂配菜打杂餐厅卫生等工作, 负责车辆安全驾驶及车辆的养护。	
	小计	11		
	部长	1	全面负责财务部工作。	

部门名称	团队（岗位）名称	编制人数	简要职责	与乌铁局直接对接业务事项
财务部	财务人员	3	负责总账、预算、税务等工作；负责物资、设备及器材采购及库存情况的盘存核算；负责复核机车牵引费、车辆维修费、封仓堵漏费用等各项成本并负责成本核算及货运出纳资金回拢的跟踪管理等；负责公司日常资金收付、银行结算、往来结算及财务档案整理等工作。	
	小计	4		
	合计	43		

从上表可知，标的公司日常经营过程中主要负责事项有：1、安全生产调度及与乌铁局进行对接相关事项；2、项目工程管理；3、项目设备物资管理以及内部人力管理；4、项目财务核算等工作。其余经营管理事项，如运输组织管理、运输设施管理、运输安全管理、运输数据统计等与铁路运输相关的专业服务委托乌铁局管理。铁路建设一般前期投资金额较大，投资建成后运营期需要的人员数量较少，且标的公司采取委托乌铁局提供铁路运输相关的专业服务的模式，因此，标的公司员工数量与标的公司的资产规模、业务发展相匹配。

（三）说明标的公司是否具有完整的业务体系，委托管理模式是否会造成其业务独立性、资产完整性的重大瑕疵。

标的公司主营业务为依托已投资建成的红淖铁路沿线提供铁路运输服务，其拥有红淖铁路及相关资产的产权，独立面向红淖铁路沿线的铁路运输市场，自主决定铁路运输业务所需的相关服务采购及供应商选取，因此标的公司具有完整的业务体系。

铁路行业具有线路联网、设备联动、作业联劳的特点，委托管理有利于更好地发挥铁路局运输资源配置优势，合理组织运输生产、提高运输效率效益、确保运输安全有序。委托运输管理模式是我国铁路运输专线运营的特点，也是行业惯例做法（如京沪高铁亦采用委托运输管理模式），实践中提升了铁路的运输质量和效率，提高了运能承载量，同时保障铁路运输安全，上述事项并不影响标的公司业务独立性。

委托管理模式仅为标的公司将日常经营过程中的运输组织管理、运输设施管理、运输安全管理、运输数据统计等铁路运输相关的专业服务环节委托至乌铁局，并非将标的公司生产经营管理委托至乌铁局，标的公司拥有生产经营、

业务开展的自主决策权及业务独立性，因此标的公司的委托管理模式不会造成其业务独立性、资产完整性的重大瑕疵。

二、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、牵引服务费的定价为参考市场价协商确定，单价为 441.6 元/万总重吨公里，神信专用铁路机车的单价为 473.7 元/万总重吨公里，单价不存在明显差异。委托管理费、车辆维修费的定价通过公开招标确定，货车占用费的定价按照国铁集团的统一规定确定，因此上述服务均定价公允。

2、标的公司主要负责安全生产调度及与乌铁局进行对接、工程管理、设备物资管理以及内部人力管理、财务核算等。运输组织管理、运输设施管理、运输安全管理、运输数据统计等铁路运输相关的专业服务委托乌铁局管理。铁路建设一般投资较大，投资建成后运营期需要的人员数量较少，且标的公司采取委托乌铁局提供铁路运输相关的专业服务的模式，因此公司员工数量与公司的资产规模、业务发展相匹配。

3、标的公司具有完整的业务体系。委托管理模式仅为标的公司将运输组织管理、运输设施管理、运输安全管理、运输数据统计等铁路运输相关的专业服务委托至乌铁局，并非将标的公司生产经营管理委托给乌铁局，标的公司拥有生产经营、业务开展的自主决策权及业务独立性，因此标的公司的委托管理模式不会造成其业务独立性、资产完整性的重大瑕疵。

4、草案披露，标的公司主要为淖毛湖矿区周边企业及铁路沿线企业提供运输服务。报告期内，广汇能源及其关联方与标的公司的关联交易占同期营业收入的比例分别为 100%、99.89%，关联交易占比及客户集中度高。本次重组后将导致公司新增大额日常关联交易。请公司补充：（1）结合铁路资产所处位置、周边矿产企业情况、铁路自身承载运力情况等，说明报告期关联客户集中的原因及合理性、关联交易的定价政策及公允性，是否对广汇能源及其关联方产生重大依赖；（2）说明本次交易是否有利于上市公司在业务、资产、财务等方面与实际控制人及关联方保持独立，是否符合重组办法相关规定；（3）结合标的公司未来发展规划、煤炭行业变化、新客户拓展情况等，说明公司将采取何种有效措施减少对关联客户的依赖，增强业务独立性。请财务顾问、会计师和律师发表意见。

一、问题答复

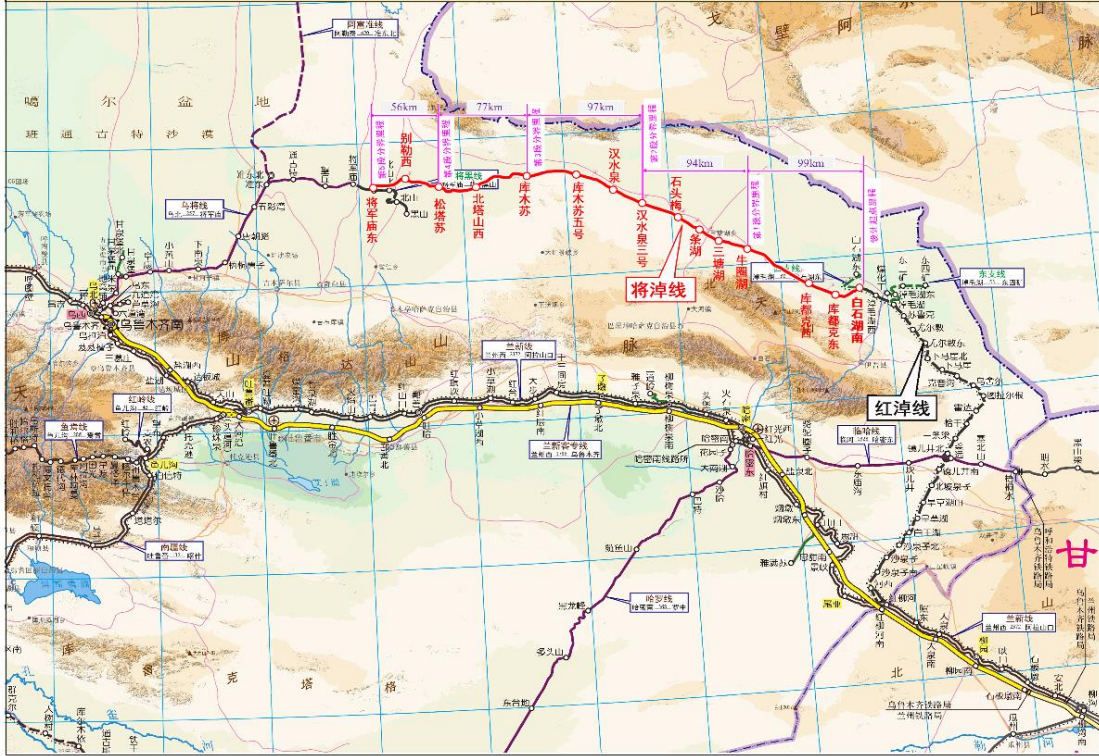
（一）结合铁路资产所处位置、周边矿产企业情况、铁路自身承载运力情况等，说明报告期关联客户集中的原因及合理性、关联交易的定价政策及公允性，是否对广汇能源及其关联方产生重大依赖。

1、铁路资产所处位置

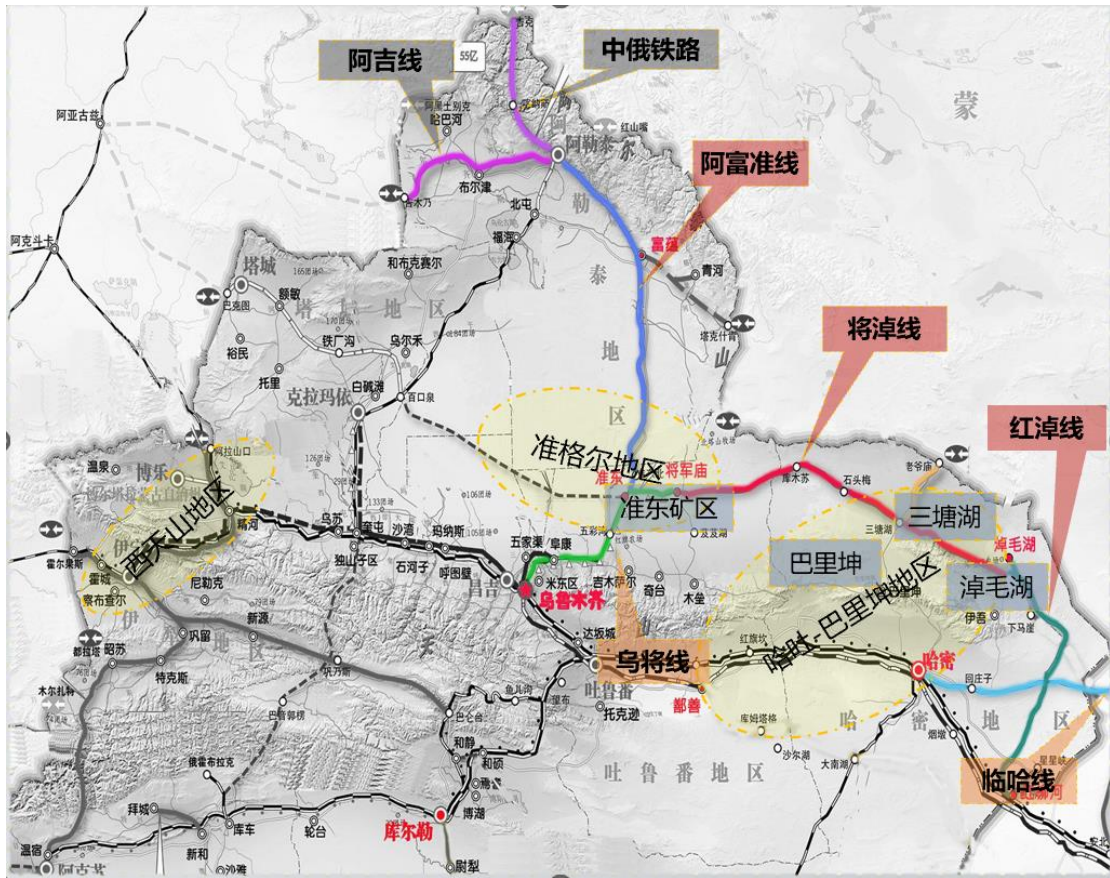
（1）红淖铁路具体位置

标的公司主要资产红淖铁路全线长 435.6 公里，北起淖毛湖矿区，自伊吾县淖毛湖站引出，至终点甘新交界处的红柳河站，与兰新铁路接轨，是淖毛湖等矿区煤炭资源出疆的最优选择。淖毛湖矿区系新疆哈密北部主要煤炭生产基地。未来红淖铁路与将淖铁路连接后，向西可连接乌准铁路，向东可连接兰新铁路和临哈铁路等国家路网干线，进而打通新疆北部运输通道，有效解决准东矿区、三塘湖矿区和淖毛湖矿区煤炭等大宗商品运输问题。红淖铁路具体位置如下图所示：

将军庙-淖毛湖-红柳河铁路线路平面示意图



(2) 铁路沿线矿区资源



根据《哈密新型综合能源基地总体规划》，红淖铁路沿线哈密地区煤炭资源储量大，目前该地区预测储量 5,708 亿吨，探明储量 1,407 亿吨，可采储量 471 亿吨，居全疆第一。其中红淖铁路始发站周边及辐射区域淖毛湖矿区、巴里坤矿区、三塘湖矿区是国家重要的能源储备基地和大型煤炭供应保障基地，淖毛湖矿区、三塘湖矿区和巴里坤矿区等矿区煤炭预测储量 853 亿吨，探明储量约 476 亿吨，可采储量 308 亿吨，煤炭资源非常丰富，具有埋藏浅、易开采、生产成本低和煤质好的优势；红淖铁路与将淖铁路联通后，将贯通准东和哈密两大煤炭基地，届时辐射矿区范围更广，该区域探明煤炭储量超过 2,500 亿吨。其中哈密地区周边主要矿区煤炭储量如下所示：

单位：亿吨

地域	矿区	预测储量	可开采储量
哈密北	三塘湖矿区	586	186
	淖毛湖矿区	239	110
	巴里坤矿区	27	11
	小计	853	308
哈密南	沙尔湖矿区	667	-
	三道湖南勘矿区	192	-
	大南湖矿区东区	168	76
	大南湖矿区西区	147	80
	三道岭矿区	20	7
	野马泉矿区	15	-
	小计	1210	163
其他	周边区域	3,645	-
矿区合计资源		5,708	471

2、红淖铁路沿线矿区周边企业情况

(1) 矿区周边企业煤炭外运量需求测算如下表所示：

单位：万吨/年

公司类别	公司名称	产品	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年及以后年度
内部关联公司	瓜州广汇能源经销有限公司	煤炭	874.00	874.00	907.00	923.00
	广汇能源股份有限公司伊吾分公司	煤炭	238.00	238.00	267.00	283.00
内部小计			1,112.00	1,112.00	1,174.00	1,206.00
外部公司	新疆绿斯特能源有限公司	煤炭	464.00	752.00	1,008.00	1,008.00
	新疆元昊新能源有限公司	煤炭	170.00	370.00	370.00	370.00
	新疆元瑞圣湖能源有限公司	煤炭	116.00	116.00	116.00	116.00
	新疆宣泰环保能源有限公司	煤炭	480.00	480.00	480.00	480.00
	伊吾疆纳新材料有限公司	煤炭	435.00	435.00	435.00	435.00

	新疆同顺源能源开发有限公司	煤炭	75.00	109.00	122.00	122.00
	哈密润达能源开发有限公司	煤炭	150.00	150.00	150.00	150.00
外部需求小计			1,890.00	2,412.00	2,681.00	2,681.00
始发运量需求合计			3,002.00	3,524.00	3,855.00	3,887.00

注：以上数据通过对周边关联公司、外部公司的实际产能及外运需求量进行调查而取得。

(2) 始发站淖毛湖矿区周边企业“十四五”核增产能情况：

单位：万吨/年

序号	矿区周边企业名称	核增产能
1	淖毛湖矿区白石湖二号露天煤矿（新疆疆纳矿业有限公司兴盛露天煤矿）	900
2	淖毛湖矿区白石湖三号露天煤矿（伊吾广汇矿业有限公司白石湖露天煤矿）	500
3	淖毛湖矿区岔哈泉一号露天矿	600
4	马朗一号煤矿一期	500
	合计	2,500

数据来源：《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》（新政发[2022]57号）。

通过走访调研铁路周边企业，对周边关联公司、外部公司的实际产能及外运需求量进行调查，结合标的公司与相关意向企业签订的运输框架协议，目前在产企业煤炭外运量在 3,000 万吨/年以上。而且淖毛湖矿区周边煤矿“十四五”期间核增 2,500 万吨/年，因此煤炭外运量需求旺盛。

综上所述，红淖铁路北起淖毛湖矿区，至终点甘新交界处的红柳河站，与兰新铁路接轨，是淖毛湖等矿区煤炭资源出疆的最优选择。标的公司周边矿产资源丰富，客户货物运输需求旺盛。红淖铁路周边矿区淖毛湖在“十四五”期间核增 2,500 万吨/年。随着上述矿区产能逐步释放、红淖铁路运行效率的不断提升，以及将淖铁路的开通，将会大幅提升红淖铁路始发量和过货量。

3、铁路自身承载运力情况

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

由于铁路运输所用车皮均系由中国国家铁路集团有限公司及其下属的各地方铁路局（以下统称“铁路局”）统一调配，红淖铁路所用车皮由乌铁局统一调配，而乌铁局相对其他铁路局车皮比较紧俏。故，在运量需求较大情况下，标

的公司选择优先保证内部关联客户的运输需求，在车皮充足的情况下再考虑发运其他外部客户的货物。未来随着红淖铁路运行效率的不断提升，以及电气化工程的完工，红淖铁路的运量将逐步释放，从而增加对非关联方客户的始发运量。

4、报告期关联客户集中的原因及合理性

瓜州广汇能源经销有限公司（以下称“瓜州经销”）、广汇能源股份有限公司伊吾分公司系广汇能源旗下的两家煤炭销售公司，其煤炭主要来自广汇能源旗下公司伊吾广汇矿业有限公司开采的白石湖露天煤矿的煤炭，以及少部分外购煤炭。报告期内，标的公司主要为上述两家关联客户提供铁路运输服务。

鉴于：（1）红淖铁路地处新疆东北部伊吾淖毛湖地区，该区域煤炭、煤化工产品外运的需求量巨大；（2）目前该区域在产企业的煤炭外运量需求在3,000万吨/年以上，“十四五”规划末期淖毛湖地区将增加约2,500万吨/年煤炭产能（本次评估未考虑该部分新增产能）；将淖铁路建成联通后，红淖铁路过货运量需求预计约1,700万吨/年；（3）红淖铁路近期（2025年）设计运能为5,000万吨/年；（4）在红淖铁路运量需求大，而运力尚未完全释放的情况下，标的公司优先保证关联客户的运输需求，导致报告期内关联客户集中；未来随着红淖铁路运输效率提升及将淖铁路的开通，关联交易占比将大幅下降。

综上所述，标的公司在周边矿区运量需求较大情况下，其选择优先保证内部关联客户的运输需求，在车皮充足的情况下再考虑发运其他外部客户的货物。报告期内，因标的公司优先为内部关联客户提供铁路运输导致关联客户集中具有合理性。

5、关联交易的定价政策及公允性

（1）定价获得有关部门批准

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

循市场化定价原则。

(2) 定价参考周边铁路运价，价格公允

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

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

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

(3) 标的公司运价调整及保障定价公允性的措施

根据标的公司出具的《关于红淖铁路运价调整及保障定价公允性的措施》，其外部程序主要为征求发运客户的意见，以价格听证会、工作联系函等多种形式结合获取客户同意为原则。具体相关措施如下：

“红淖铁路运价既要符合市场实际，又要坚持公平、公开、透明的原则，现阶段定价公允，且得到市场认可，已落实执行。若后续铁路发运市场发生重大变化，红淖铁路运价将随市场调整，具体定价原则如下：一是将坚持竞争性原

则，对比公路发运成本，统筹考虑公路和铁路差异，测算红淖铁路运价，确保定价对比公路具有经济性；二是坚持公平、公开、透明原则，在铁路公司确定运价后，将充分征求发运客户的意见，以价格听证会、工作联系函等多种形式得到大部分客户认可后，执行该运价。以上措施既可以实现客户对比公路的发运经济性，又可以保障运价不至于远高市场价，可实现价格公允，保障发运稳定。”

（4）标的公司关联交易定价公允的承诺

根据标的公司的关于关联交易定价公允的承诺以及交易双方签订的《支付现金购买资产协议之补充协议》：本次交易前后，标的公司将长期保持运费定价公允、合理，实行统一定价原则，即所有客户均执行一个价格标准，不会因客户性质的不同而进行差异化定价，以确保关联交易定价的公允性。

6、是否对广汇能源及其关联方产生重大依赖

（1）关联交易占比未来趋势分析

由于铁路运输所用货车（车皮）均系由铁路局统一调配，红淖铁路所用货车（车皮）也由乌铁局统一调配，而乌铁局相对其他铁路局货车（车皮）比较紧俏。故，在运量需求较大情况下，标的公司选择优先保证内部关联客户的运输需求，在货车（车皮）充足的情况下再考虑发运其他外部客户的货物。因此，为优先满足广汇能源内部煤炭外运需求，报告期内关联交易占比较高。同时，因对于关联方和非关联方客户铁路运价相同，故本次交易完成后，短期内铁路公司仍将优先为广汇能源旗下公司提供铁路运输服务。但鉴于：①广汇物流短期内关联交易占比大幅提升系地区产业结构、地理位置及各方商业考量等多重因素综合影响所致；②随着红淖铁路运行效率的不断提升，以及电气化工程的完工，红淖铁路的运量将逐步释放，从而增加对非关联方客户的始发运量；③随着将淖铁路的开通并与红淖铁路接轨，红淖铁路将成为准东、三塘湖等矿区煤炭资源出疆的最优选择，对准东、三塘湖矿区非关联方客户的过货运量将有所增加。据此，长期来看关联交易占比为下降趋势。

根据中盛华评估报告说明，对标的公司未来关联交易金额及占比进行测算，具体如下表所示：

1) 运量测算

单位：万吨

始发运量	是否关联方	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
	关联方	1,112.00	1,112.00	1,174.00	1,206.00	1,206.00	1,206.00	1,206.00	1,206.00	1,206.00
外部客户	284.00	603.00	938.00	1,073.00	1,207.00	1,341.00	1,475.00	1,609.00	1,609.00	1,609.00
始发运量小计		1,396	1,715	2,112	2,279	2,413	2,547	2,681	2,815	2,815
过货运量（需求）	外部客户	-	1,578	1,753	1,766	1,766	1,766	1,766	1,766	1,766
过货量运力		-	100	610	790	970	1,150	1,320	1,500	1,680
关联方运量占比		79.55%	61.18%	43.13%	39.29%	35.64%	32.61%	30.14%	27.94%	26.82%
运量总计		1,396	1,815	2,722	3,069	3,383	3,697	4,001	4,315	4,495

注：2022 年将淖线-红淖线暂未连接开通，故过货量为 0；运量测算过程参见本核查意见“问题 5”之“一、问题答复”之“（三）结合红淖铁路的设计运载量、目前运载量和未来发展规划，说明红淖线路始发量预测期增长率测算的主要依据及合理性。”及“（四）结合将淖铁路目前建设情况、未来承载运力、周边货源情况等，说明预测期过货量测算的关键参数、评估假设等及其合理性”

随着红淖铁路运行效率的不断提升、电气化工程的完工以及将淖铁路的开通，红淖铁路的运量将逐步释放，从而增加对非关联方客户的始发运量和过货量，未来关联交易的比例将逐步降低。根据中盛华评估报告说明中的运量预测，关联交易运量比例将逐渐从 2022 年的 79.55% 下降至 2030 年的 26.82%。

2) 营业收入及关联交易测算

单位：万元

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
营业收入	121,728.69	157,714.34	226,868.54	253,763.56	277,615.18	301,466.80	324,685.38	348,537.00	359,931.50
关联交易	95,327.03	95,327.03	101,054.02	104,004.46	104,004.46	104,004.46	104,004.46	104,004.46	104,004.46
外部收入	26,401.66	62,387.32	125,814.52	149,759.10	173,610.72	197,462.33	220,680.92	244,532.54	255,927.03
关联交易占比	78.31%	60.44%	44.54%	40.98%	37.46%	34.50%	32.03%	29.84%	28.90%
外部收入占比	21.69%	39.56%	55.46%	59.02%	62.54%	65.50%	67.97%	70.16%	71.10%

注：营业收入基于客户始发运费与过货运费的差别（0.225/0.200 元/吨）、运距、运杂费等因素综合考虑预测。

外部运量的逐步释放，将逐步提升外部收入的占比，预计到 2030 年，关联交易占比将下降至 28.90%，外部收入占比将提升至 71.10%。

（2）红淖铁路沿线煤炭出疆运输需求客观存在

首先，关联客户销售煤炭主要来源于白石湖露天煤矿，由于白石湖露天煤矿地处淖毛湖矿区，红淖铁路北起淖毛湖矿区，南至红柳河站与兰新铁路接轨，是淖毛湖等矿区煤炭资源出疆的最优选择。其次，经访谈红淖铁路沿线部分非

关联的煤化工企业，目前铁路沿线在产企业的外运量在 3,000 万吨/年以上（“十四五”规划淖毛湖地区还将增加约 2,500 万吨/年煤炭产能），除关联方需求外，剩余始发外运量需求足以覆盖铁路公司初期运量。无论铁路公司客户是否为关联方，该地区煤炭出疆的运输需求为市场真实需求，其客观存在，而非铁路公司单方面依赖关联方的运输需求。

综上所述，本次交易完成后，铁路公司与关联方之间是相互依存的关系，而非铁路公司单方面对关联方存在重大依赖。

（二）说明本次交易是否有利于上市公司在业务、资产、财务等方面与实际控制人及关联方保持独立，是否符合重组办法相关规定。

1、标的公司独立性分析

（1）业务独立

标的公司已具有独立、完整的业务运作体系和面向市场自主经营的能力，标的公司的业务独立于其控股股东和实际控制人及其控制的其他企业。

标的公司报告期内与其控股股东广汇能源控制的企业之间的关联交易占比较高，但鉴于：①该等关联交易的发生具有商业合理性；②相关关联交易的定价公允；③标的公司与广汇能源及其控制的企业相互依存，并非标的公司单方面依赖于广汇能源。故该事项不影响标的公司的业务独立性。

标的公司采用委托运输管理模式，委托乌铁局全资子公司新疆铁道对红淖铁路进行运输管理。根据《铁路运输企业准入许可办法（2017）》第四条规定，“拥有铁路基础设施所有权的企业，有权自主决定铁路运输经营方式，包括独立、合作、委托以及其他合法经营方式。”根据标的公司出具的书面说明，采用上述管理模式的原因主要系考虑到铁路行业具有线路联网、设备联动、作业联劳的特点，委托管理有利于更好地发挥铁路局运输资源配置优势，合理组织运输生产、提高运输效率效益、确保运输安全有序；此外，委托运输管理模式是我国铁路运输专线运营的特点，符合行业惯例（如京沪高铁亦采用委托运输管理模式）；最后，委托运输管理模式仅将运输组织管理、运输设施管理、运输安全管理、运输数据统计等铁路运输相关的专业服务委托给乌铁局全资子公司新疆铁

道，标的公司仍拥有生产经营活动的自主决策权，故该事项不影响标的公司的业务独立性。

（2）资产独立完整

标的公司已具备与经营相关的采购、销售系统及配套设施，除部分无产权证书在办理过程之中外，标的公司合法拥有与经营管理有关的土地使用权、房屋所有权、主要生产经营设备等的所有权，具有独立的采购和产品销售系统，不存在标的公司资产被控股股东、实际控制人侵占的情形，故标的公司的资产独立完整。

（3）财务独立

标的公司已设立独立的财务部门，配备了专职的财务会计人员，并已建立了独立的财务核算体系，能够独立作出财务决策，具有规范的财务会计制度；标的公司独立设立银行账户，不存在与控股股东和实际控制人及其控制的其他企业共用银行账户的情况，标的公司独立进行纳税申报并缴纳税款，为独立纳税的合法主体，标的公司的财务人员也未在其控股股东和实际控制人及其控制的其他企业中兼职或领薪，标的公司的财务独立。

（4）人员独立

标的公司的高级管理人员均未在其控股股东和实际控制人及其控制的其他企业领薪；标的公司的财务人员也未在其控股股东和实际控制人及其控制的其他企业中兼职或领薪，标的公司的人员独立。

（5）机构独立

标的公司已建立健全了内部经营管理机构，独立行使经营管理职权，与其控股股东和实际控制人及其控制的其他企业未有机构混同的情形，标的公司的机构独立。

2、本次交易有利于广汇物流在业务、资产、财务等方面与实际控制人及关联方保持独立，符合重组办法相关规定

本次交易完成后，在业务方面，广汇物流短期内关联交易占比将大幅提升，但从长期看关联交易占比为下降趋势，且新增关联交易系地区产业结构、地理位置及各方商业考量等多重因素综合影响所致，标的公司与关联方之间存在相互依存的关系，而非铁路公司单方面对关联方存在重大依赖；此外，根据广汇

物流及其控股股东、实际控制人出具的说明及承诺，广汇物流已经对退出阶段性房地产开发和销售业务事宜作出安排，承诺除与物流和商业服务等主营业务相关的项目开发及其综合配套业态外，未来将不会新增其他以商品房销售为主的住宅地产开发项目。本次交易完成后，广汇物流主营业务将新增铁路运输业务，主营业务进一步清晰，广汇物流与控股股东、实际控制人及其控制的企业不存在实质性同业竞争且将继续在资产、财务、人员及机构上保持与控股股东、实际控制人及其控制的企业独立性，因此，本次交易有利于广汇物流在业务、资产、财务、人员、机构等方面与实际控制人及其关联方保持独立，符合《重组管理办法》第十一条第（六）项的规定。

（三）结合标的公司未来发展规划、煤炭行业变化、新客户拓展情况等，说明公司将采取何种有效措施减少对关联客户的依赖，增强业务独立性。

1、标的公司未来发展规划

（1）标的公司发展背景

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

（2）标的公司发展规划

未来红淖铁路与将淖铁路连接后，向西可连接乌准铁路，向东可连接兰新线和临哈线等国家路网干线，进而打通新疆北部运输通道，有效解决准东矿区、三塘湖矿区和淖毛湖矿区煤炭等大宗商品运输问题，降低社会物流成本，并增强标的公司的市场竞争力。在此基础上，标的公司未来主要从以下方面进行发展规划：1）快速增加运能，启动电气化改造，并增加沿线会让站点数，增加列车开行密度；2）提升中远期运能，将淖线开通后，随着运量进一步增加，启动

红淖复线的建设，将提升至 10,300 万吨/年；3) 拓展上下游业务，在铁路沿线增加煤炭快装系统及专用线建设，增加装卸费收入；在下游积极拓展消费目的地枢纽产业园区建设，提升“疆煤外运”需求，目前初步计划在煤炭调入大省四川建设煤炭产业园。

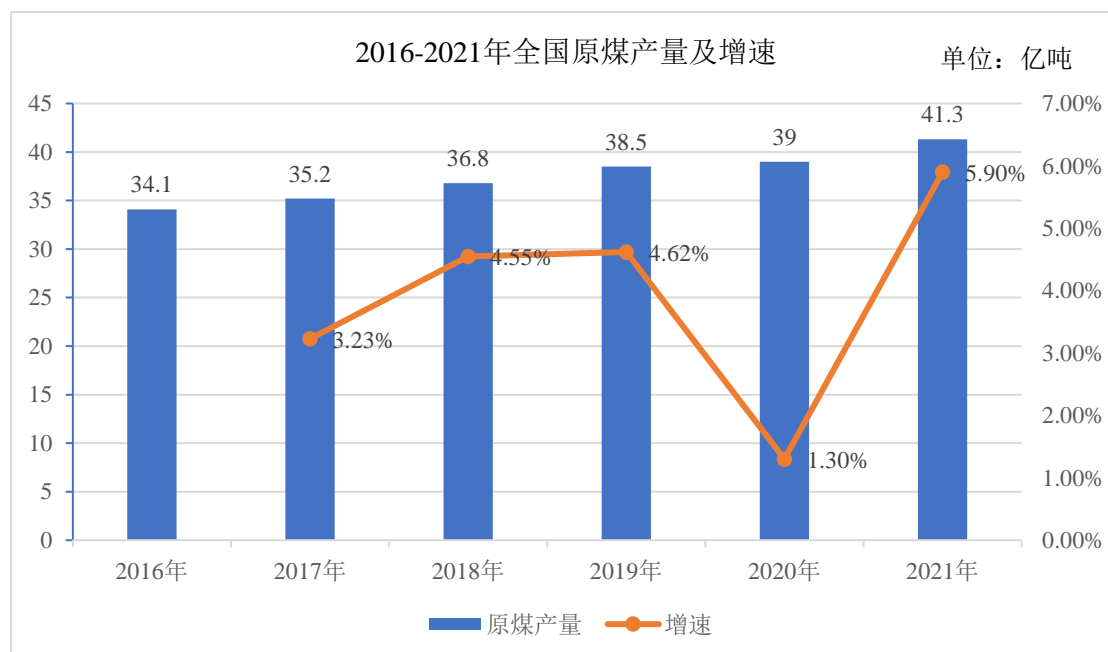
综上，标的公司近期目标将根据淖毛湖地区工业产品及农副产品运量增长情况适时推进项目电气化建设，实现铁路电气化运营，提升运力；中远期根据将淖铁路建成通车后带来的过货增量情况，启动项目复线建设，提升铁路运力，以及积极拓展消费目的地枢纽产业园区建设。

2、煤炭行业变化

1) 全国煤炭行业概况

①全国煤炭产量及增速

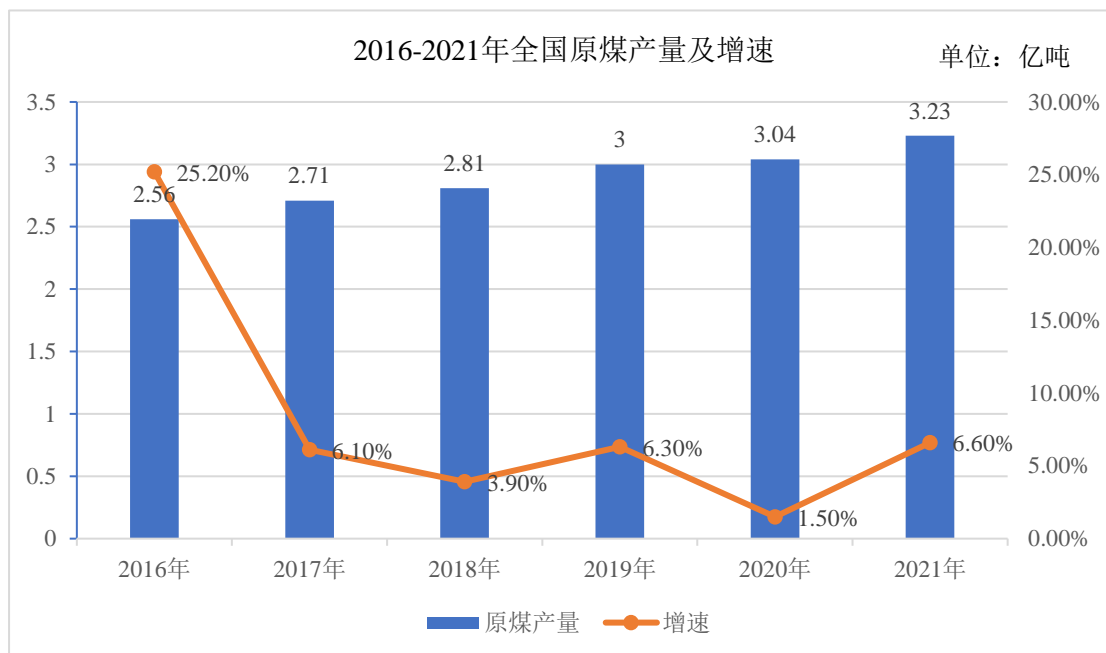
煤炭是地球上蕴藏量最丰富，分布地域最广的化石燃料，构成煤炭有机质的元素主要有碳、氢、氧、氮和硫等，还有极少量的磷、氟、氯和砷等元素。煤炭是世界上分布最广阔的化石能资源，主要分为烟煤和无烟煤、次烟煤和褐煤等四类。2021年，全国原煤产量 41.3 亿吨，较上年增加 2.3 亿吨，同比增长 5.7%，创历史新高；其中，规模以上煤炭企业原煤产量 40.7 亿吨，同比增长 4.7%。具体如下表所示：



数据来源：中国煤炭工业协会

②煤炭进口量平稳增长

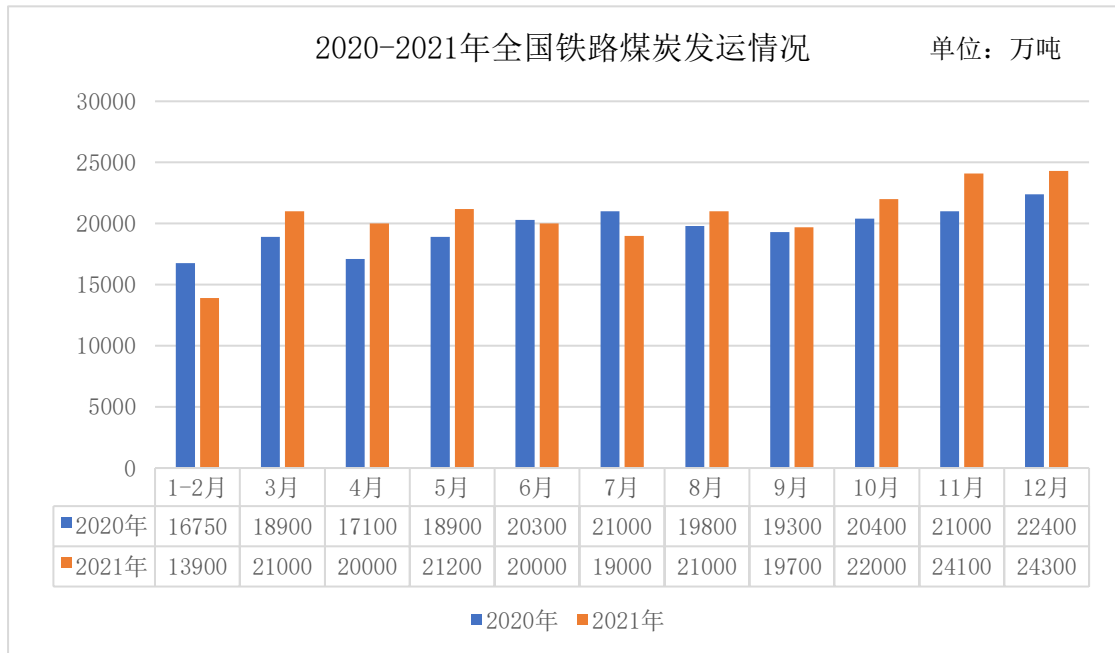
近年来，我国煤炭进口量持续增加，2019年突破3亿吨，2020年煤炭进口量3.04亿吨，同比增长1.5%。2021年由于澳煤减少，我国增加了从不同国家的煤炭进口量，尤其是加大了对印尼煤的进口力度，确保我国煤炭进口量稳步增加。2021年全年，我国共进口煤炭3.23亿吨，同比增长6.6%。



数据来源：海关总署

③我国煤炭转运能力提高

2021年，全国铁路累计发运煤炭22.62亿吨以上，较上年增加1.04亿吨，同比增长4.82%。环渤海七港口发运煤炭8亿吨以上，同比增长8.7%。



数据来源：中国煤炭工业协会

综上，2021年煤炭行业深入贯彻国家能源安全新战略，着力推动煤炭安全高效智能化开采和清洁高效集约化利用，推动产业转型升级，产业结构持续优化，煤炭经济运行总体平稳，原煤产量突破40亿吨，煤炭进口量平稳增长。

2) 新疆煤炭运输概况

新疆煤炭资源丰富，质优价廉，是河西走廊、西南地区的主要电煤来源地。乌铁局2022年的煤炭运量计划为1.024亿吨，其中疆煤外运为3,907.5万吨。2022年开年以来乌铁局坚决贯彻国家能源保供要求，畅通煤炭运输各环节，煤炭运量持续走高。2022年1月份以来，乌铁局每天有97.5列煤炭整列货物列车在运输，其中37列煤炭整列货物列车从28个疆煤外运煤炭装车点启程，开往甘肃、四川、重庆、云南、青海等省市，疆煤外运量每天达13万吨。乌铁局哈密货运中心（以下称“哈密货运中心”）、乌铁局乌鲁木齐货运中心是乌铁局疆煤外运的主力，尤其以哈密货运中心疆煤外运量最多。2021年，哈密货运中心完成疆煤外运2,180万吨，2022年全年计划为2,785万吨。

3、新客户拓展情况

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

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

综上所述，根据上市公司业务发展，未来将红淖铁路纳入控股子公司范围，有利于集中资金、技术、人才等一系列资源，充分发挥铁路运输业务与上市公司现有仓储、物流配送、保理、供应链管理等物流相关产业的协同效应，并解决潜在同业竞争问题。未来随着煤炭行业以及煤化工行业规模增加，货物运输需求将随之增加，因此标的公司始发量及过货量亦将显著增加，在保证关联客户运量需求的同时，增加非关联方客户运量，交易价格均按照市场价格公允定价，从而逐步降低关联交易占比，增强标的公司业务独立性。

二、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、报告期关联客户集中主要系由于初期铁路公司运力尚未完全释放，关联方报告期内的煤炭运输需求已覆盖铁路公司的初期运力，具备合理性；关联交易的定价政策主要系参考周边铁路价格及征询周边客户意见，定价具备公允性；红淖铁路沿线煤炭出疆运输需求客观存在，对广汇能源及其关联方不存在重大依赖，双方相互依存；

2、本次交易解决了潜在同业竞争，有利于上市公司在业务、资产、财务等方面与实际控制人及关联方保持独立，符合重组办法相关规定；

3、根据上市公司业务发展，未来将红淖铁路纳入控股子公司范围，有利于集中资金、技术、人才等一系列资源，充分发挥铁路运输业务与上市公司现有仓储、物流配送、保理、供应链管理等物流相关产业的协同效应，并解决潜在同业竞争问题。未来随着煤炭行业以及煤化工行业规模增加，货物运输需求将随之增加，因此标的公司始发量及过货量亦将显著增加，在保证关联客户运量需求的同时，增加非关联方客户货量，交易价格均按照市场价格公允定价，从而逐步降低关联交易占比，增强标的公司业务独立性。

问题三、关于标的公司估值和财务情况

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

一、问题答复

（一）预测期和稳定期的划分情况及其依据。

1、预测期和稳定期的划分情况

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

2、预测期与稳定期的划分主要考虑以下因素

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

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

应安全稳定、利用清洁高效、开发绿色智能的煤炭发展新格局，为确保国家能源安全和能源绿色低碳转型、推动自治区经济高质量发展提供坚实可靠保障。

《实施方案》全面加快推进新疆“十四五”新增产能 1.6 亿吨/年煤矿项目建设，充分释放煤炭先进优质产能，力争 2025 年全区煤炭产量达到 4 亿吨以上。因此，根据《实施方案》红淖铁路周边矿区煤炭产能将大幅增长，煤炭出疆运量需求量将大幅增加。

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

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

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

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

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

1、标的公司的定价方式

参见本核查意见之“问题二、关于标的公司经营模式和独立性”之“问题.4”之“(一) 结合铁路资产所处位置、周边矿产企业情况、铁路自身承载运力情况等，说明报告期关联客户集中的原因及合理性、关联交易的定价政策及公允性，是否对广汇能源及其关联方产生重大依赖”之“5、关联交易的定价政策及公允性”。

2、近 5 年相关铁路运输单价的变化情况

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

3、运输单价变动对评估值影响的敏感性分析

单位：万元

变动项目	标准评估值	评估值	评估值变化金额 (基于标准运价)	评估值增长率(基 于标准运价)
运价：2022 年开始上浮 5%	450,171.00	535,307.00	85,136.00	18.91%
运价：2022 年开始上浮 1 0%	450,171.00	620,419.00	170,248.00	37.82%
运价：2022 年开始下浮 5%	450,171.00	361,891.00	-88,280.00	-19.61%
运价：2022 年开始下浮 1 0%	450,171.00	278,445.00	-171,726.00	-38.15%

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

（1）定价的公允性及合理性

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

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

（2）标的公司作为哈密地区疆煤外运的重要通道，区位优势明显

红淖铁路所处淖毛湖区域，不仅是该地区煤炭等资源铁路运输出疆的唯一

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

（3）同行业运价的稳定

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

综上所述，虽然铁路运价变动容易受国家整个铁路运输行业整体的调控水平的影响，以及运输单价变动对评估值的敏感性影响较大，但考虑到标的公司定价的公允性和合理性、区位竞争的长期优势以及同行业运价的稳定性等因素，本次评估出于谨慎性考虑将运输单价按固定价格测算，具备合理性。

除上述分析外，标的公司仍不排除受国家政策调控的影响，导致价格下调的风险。公司已在本次《报告书》“第十一章风险因素”之“二、标的公司相关的风险”中进行补充披露如下：

“5、铁路运输单价可能下调的风险

物流是畅通国民经济循环的重要环节。近年来，国家积极推进物流降本增效，社会物流成本水平保持稳步下降，但部分领域物流成本高、效率低等问题仍然突出，特别是受新冠肺炎疫情影响，社会物流成本出现阶段性上升。标的公司不排除根据有关部门的政策指导，可能下调铁路运输单价。上述事项将对标的公司盈利能力产生不利影响。”

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

1、红淖铁路的设计运载量及目前运载量

根据红淖铁路的《项目可行性报告》红淖铁路初期（2020 年前）设计运量为 3,900 万吨，近期（2025 年前）设计运载量为 5,000 万吨，远期（2035 年）

设计运量为 10,300 万吨。标的公司 2021 年实际完成运载量为 1,179.37 万吨。

2、未来发展规划

参见本核查意见之“问题二、关于标的公司经营模式和独立性”之“问题.4”之“（三）结合标的公司未来发展规划、煤炭行业变化、新客户拓展情况等，说明公司将采取何种有效措施减少对关联客户的依赖，增强业务独立性”之“1、标的公司未来发展规划”。

3、红淖铁路始发量预测期增长率测算的主要依据及合理性

以下为标的公司预测期始发运量的预测情况：

单位：万吨

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

其预测的主要依据及合理性如下：

（1）周边企业运量需求旺盛

1) 目前可预计的始发运量

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

单位：万吨

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

	哈密润达能源开发有限公司	煤炭	150.00	150.00	150.00	150.00
外部需求小计			1,890.00	2,412.00	2,681.00	2,681.00
外部可释放运量			284.00	603.00	938.00	1,073.00
始发运量需求合计			3,002.00	3,524.00	3,855.00	3,887.00

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

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

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

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

2) 国家政策支持，进一步提升始发运量需求

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

案》，红淖铁路周边矿区煤炭产能将大幅增长，煤炭出疆运量需求量将大幅增加。

（2）铁路运输货车（车皮）加大投入量，有效提高运力

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

1) 国家政策支持

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

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

2) 全国铁路货车拥有量逐年稳定增长

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

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
全国铁路机车拥有量（万台）	2.10	2.10	2.20	2.20	2.17
增量（万台）		0.00	0.10	0.00	-0.03

增长率		0.00%	4.76%	0.00%	-1.36%
国家铁路机车拥有量（万台）	2.10	2.10	2.10	2.10	2.09
增量（万台）		0.00	0.00	0.00	-0.01
增长率		0.00%	0.00%	0.00%	-0.48%
全国铁路货车拥有量（万辆）	79.90	83.00	87.80	91.20	96.60
增量（万辆）		3.10	4.80	3.40	5.40
增长率		3.88%	5.78%	3.87%	5.92%
国家铁路货车拥有量（万辆）	75.30	78.00	82.20	85.70	89.20
增量（万辆）		2.70	4.20	3.50	3.50
增长率		3.59%	5.38%	4.26%	4.08%

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

3) 标的公司铁路货车装车量快速增长

标的公司近年铁路货车装车量统计如下表所示：

单位：万辆

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

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

(3) 电气化建设完成及运输组织效率提升，助力运力增长

1) 电气化改造，提升运输效率及运力

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

2) 运输组织效率提升，助力运力增长

标的公司经过 2021 年正常运行一年，相关运输组织、车辆调配、装卸车工作逐渐熟练、效率提升，运力也将逐年释放，铁路公司通过运输组织的优化、运输效率的提高，也能提高货车（车皮）的周转速度，从而对运量的增长提供有力的支撑。

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

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

以下为标的公司预测期过货量的预测情况：

单位：万吨

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

其预测的主要依据及合理性如下：

1、将淖铁路目前建设情况

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

2、未来承载运力情况

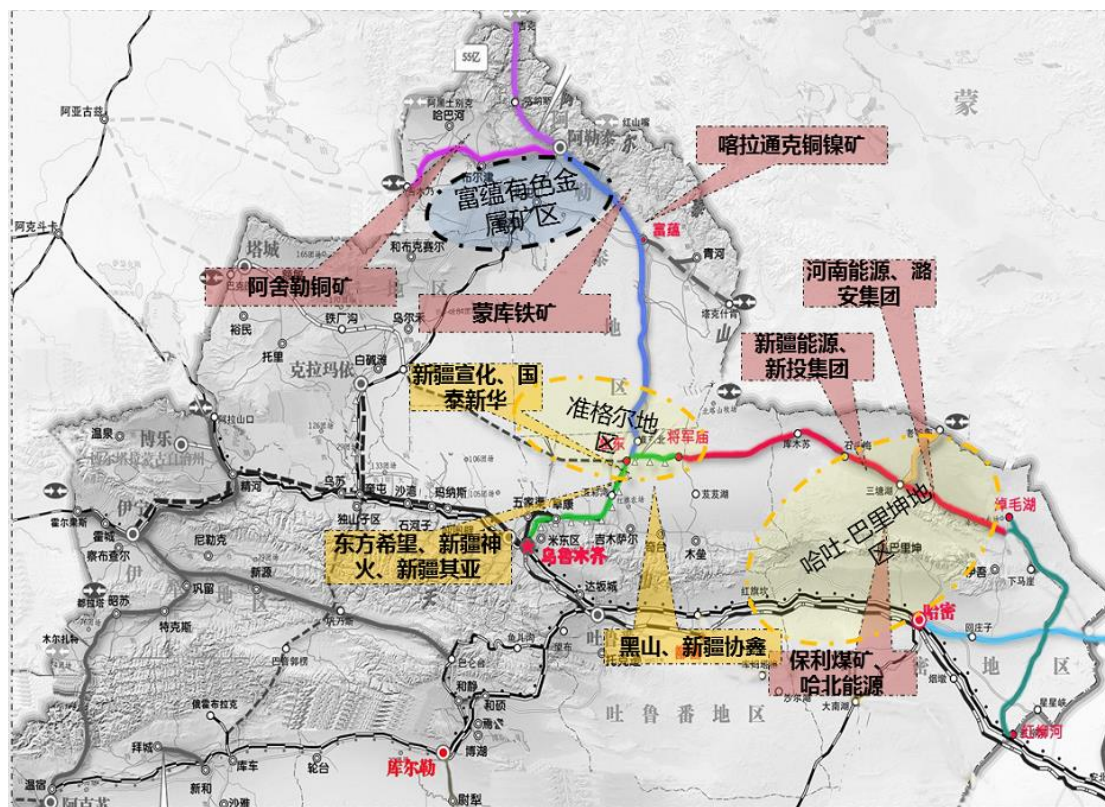
根据将淖铁路的《淖毛湖至将军庙线运量预测专题报告》，将淖铁路初、近、远期设计承载运力分别为 2,250 万吨、3,320 万吨、4,760 万吨。

3、周边货源充足

（1）将淖铁路周边企业及运输需求情况

将淖铁路途径准东、巴里坤、三塘湖等重要矿区，聚集了新疆神火、东方希望、新疆能源、新投集团等众多企业，以煤炭开采、煤电、煤化工、电解铝、

多晶硅为主要产业，煤炭、化肥、氧化铝、电解铝、硅矿石等产品的运输需求很大。准东地区累计探明煤炭资源量约 2,136 亿吨，是国家级煤电、煤化工和煤电冶（氧化铝）基地，预计通过将淖铁路上车、红淖铁路的过货需求可达 850 万吨/年。吐哈地区累计查明煤炭资源量约 1,407 亿吨，预计通过将淖铁路上车、红淖铁路的过货需求将达到 900 万吨以上。将淖铁路周边矿区如下图所示：



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

单位：万吨/年

公司类别	公司名称	产品	2023 年	2024 年	2025 年及以后年度
外部公司	新疆宣化化工有限公司	尿素	30.00	30.00	30.00
		PVC	60.00	60.00	60.00
	新疆东方希望有色金属有限公司	电解铝	80.00	80.00	80.00
		氧化铝粉	80.00	80.00	80.00
		工业硅	20.00	45.00	45.00
		多晶硅	7.00	7.00	20.00
		石英石	60.00	90.00	90.00
	聚丙烯	-	80.00	80.00	
	新疆神火煤电有限公司	电解铝	65.00	65.00	65.00
氧化铝粉		80.00	80.00	80.00	

公司类别	公司名称	产品	2023年	2024年	2025年及以后年度
	新疆其亚铝电有限公司	电解铝	80.00	80.00	80.00
		氧化铝粉	60.00	60.00	60.00
	新疆协鑫硅业科技有限公司	工业硅	10.00	20.00	20.00
		原料石英石、木片	30.00	60.00	60.00
		多晶硅	6.00	6.00	6.00
	哈密市和翔工贸有限责任公司 (巴里坤矿区别斯库都克露天煤矿、巴里坤矿区吉郎德露天煤矿)	煤炭	290.00	290.00	290.00
	新疆能源(集团)有限责任公司 (新疆哈密三塘湖矿区石头梅一号露天煤矿)	煤炭	500.00	500.00	500.00
	巴里坤县鑫源煤炭有限责任公司 (新疆哈密三塘湖矿区条湖三号矿井)	煤炭	120.00	120.00	120.00
	需求合计			1,578.00	1,753.00
可释放过货量			100.00	610.00	790.00

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

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

4、结合上述问题，预测期过货量测算的关键参数、评估假设及其合理性

预测期过货量关键参数主要系将淖铁路所在沿线周边企业的实际产能和外

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

综上所述，在考虑了将淖铁路 2023 年年末正式运营的基础上：（1）设计承载运力初期 2,250 万吨；（2）未来运营稳定后，过货量承载运力将维持在 1,700 万吨/年；（3）周边沿线企业需求旺盛，且运输需求可以覆盖过货量运载能力等因素下；（4）将淖铁路实际的承运量不仅取决于周边企业的运输需求，还受限于铁路的运输能力，特别是铁路运输货车（车皮）投入量。因此预测期过货量的预测是合理的。

二、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

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

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

一、问题答复

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

1、标的公司报告期及业绩对赌期间毛利率情况

单位：万元

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

2、竞争格局

红淖铁路地处新疆东北部伊吾淖毛湖地区，铁路全线长 435.6 公里。未来与将淖铁路连接后，将打通新疆北部运输通道，有效解决准东矿区、三塘湖矿区和淖毛湖矿区煤炭等大宗商品运输问题，成为煤炭资源出疆的最优通道。淖毛湖地区煤炭资源丰富，周边煤矿企业及煤化工企业众多，该区域煤炭、煤化工产品外运的需求量巨大，红淖铁路相比公路运输在运价上具有较大竞争优势，周边企业对选择铁路运输意向较为迫切。未来新疆作为国家大型煤炭供应保障基地之一，随着“疆煤外运”的运输条件不断完善，会加强在煤炭储运体系建设中实现煤炭长距离运输“公转铁”。红淖铁路的开通为该地区降低社会综合物流成本，将资源优势转化为经济优势，加快当地经济社会稳定发展具有重要的意义。因此目前运能供不应求。

3、业务模式

标的公司通过委托运输管理模式为淖毛湖工业园区周边企业及铁路沿线企业提供运输服务。铁路运输具有高度集中、大联动的特点，需要不同铁路运输

企业相互提供路网使用，运输一般实行集中统一指挥的运输调度组织模式。通过委托运输管理模式可以使红淖铁路与国铁路网无缝衔接，有利于保持路网结构完整，坚持运输集中统一指挥，提高运输效率和效益，该模式有效地控制了标的公司的运营成本。

4、经营情况

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

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

5、可比公司运费情况

标的公司的可比公司有：大秦铁路、西部创业、广深铁路、铁龙物流，由于上述可比公司所属铁路通车时间较早且为国有控股铁路，执行的国铁运价，定价相对较低，一般在 0.13 元/吨公里至 0.19 元/吨公里，如西部创业运费定价为 0.19 元/吨公里。标的公司属于新建成的合资铁路，执行的运价费率定价 0.225 元/吨公里，与上述公司相比运价较高。且标的公司由于采用委托运营的模式，其成本为受托运营方乌铁局向标的公司收取的费用，主要执行中国国铁集团的价格标准，其运费成本与可比公司的国有控股铁路运费成本相差不大，因此，标的公司毛利率高于可比公司。

综上所述，标的公司毛利率与同行业相比较高，但基于上述分析毛利率具备合理性。

(二) 毛利率在预测期维持在较高水平的依据

标的公司毛利率在预测期维持在较高水平主要是因为一方面预测期的运

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

二、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、标的公司毛利率水平较高的主要原因系执行的运价高于可比公司，具有合理性；

2、毛利率在预测期维持在较高水平的依据充分。

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

一、问题答复

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

标的公司通过实地走访调研的形式，对始发客户进行拓展和跟踪。根据《哈密新型综合能源基地总体规划》，淖毛湖产业区目前有 16 个项目具有确定性，总设计产能提质煤 2,285 万吨/年、油品 539 万吨/年、甲醇 110 万吨/年、其他化工产品 190 万/年，另外还有煤炭（直接销售）超 2,000 万吨/年。上述项目将在十四五末带来超过 3,000 万吨/年的始发运量需求；另外条湖产业区、汉水泉产业区过货需求明确，条湖产业区、汉水泉产业区内的新疆能源、新疆国投、新投、保利等大型能源企业，因受制于运输瓶颈制约，原本对所获取的资源未开采或产量很低。红淖-将淖铁路通车后，可促使上述企业产量大幅提升。

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

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

二、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

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

8、草案披露，标的公司 2021 年末其他应收款期末余额 1814.09 万元，较上年末 16.65 万元大幅增长。请公司补充其他应收款的形成原因、交易对象、具体金额及是否存在关联关系，并说明标的公司与关联方是否存在非经营性资金占用或违规担保的情形。请财务顾问和律师发表意见。

一、问题答复

请公司补充其他应收款的形成原因、交易对象、具体金额及是否存在关联关系，并说明标的公司与关联方是否存在非经营性资金占用或违规担保的情形。

截止 2021 年 12 月 31 日标的公司其他应收款的具体明细如下表：

序号	交易对象名称	账面余额（元）	款项性质	是否关联方
1	乌铁局哈密供电段	120,000.00	供电押金	否
2	刘国林	2,000.00	租赁房屋押金	否
3	姜言福	2,000.00	租赁房屋押金	否
4	瓜州广汇能源经销有限公司	18,036,010.66	代支付国铁运费	是
5	坏账准备	-19,092.40	-	-
	合计	18,140,918.26	-	-

标的公司 2021 年末，其他应收款主要为押金及代支付的国铁运费。其中，应收乌铁局哈密供电段的款项为供电押金；应收刘国林、姜言福的款项为租赁员工宿舍的押金；应收瓜州广汇能源经销有限公司的款项，为标的公司代瓜州广汇能源经销有限公司向乌铁局哈密货运中心支付的国铁运费。标的公司代关联方瓜州广汇能源经销有限公司支付国铁运费，其原因为瓜州广汇能源经销有限公司委托标的公司运输煤炭出疆需途径两段铁路，即红淖铁路和兰新铁路，红淖铁路路段由标的公司收取始发运费，兰新铁路路段由乌铁局哈密货运中心收取过货运费。按照行业惯例始发运费及过货运费由始发路段统一收取，标的公司受乌铁局哈密货运中心委托代为收取兰新铁路路段运费。

本次交易完成前，标的公司与瓜州广汇能源经销有限公司均系广汇能源控制的企业。因此，在广汇能源层面不构成关联方对标的公司的非经营性资金占用；截至本核查意见出具日，标的公司对瓜州广汇能源经销有限公司的其他应收款已全部收回，因此，交易完成后亦不会存在关联方对标的公司的非经营性资金占用。标的公司不存在对外提供担保的情形。

综上所述，不存在标的公司与关联方之间非经营性资金占用或违规担保的

情形。

二、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

本次交易完成前，标的公司与瓜州广汇能源经销有限公司均系广汇能源控制的企业，因此，在广汇能源层面不构成关联方对标的公司的非经营性资金占用；截至本核查意见出具日，标的公司对瓜州广汇能源经销有限公司的其他应收款已全部收回，因此，交易完成后亦不会存在关联方对标的公司的非经营性资金占用。标的公司不存在对外提供担保的情形。不存在标的公司与关联方之间非经营性资金占用或违规担保的情形。

9、草案披露，标的公司 2021 年末货币资金余额 905.77 万元，短期借款 3 亿元，一年内到期的非流动负债为 2.74 亿元，长期借款 19.82 亿元，流动比率为 0.1，存在较大流动性风险。请公司结合标的公司生产经营情况、融资渠道等说明将采取何种措施缓解流动性问题，改善财务状况。请财务顾问和会计师发表意见。

一、问题答复

请公司结合标的公司生产经营情况、融资渠道等说明将采取何种措施缓解流动性问题，改善财务状况。

1、标的公司生产经营情况

(1) 委托经营模式

铁路公司将权属范围内的红柳河至淖毛湖、淖毛湖至白石湖东（含环线）、淖毛湖至煤化工站所有铁路设备设施运输管理相关业务委托给专业机构乌铁局管理，包括：1、运输组织管理；2、运输设施管理；3、运输移动设备管理；4、运输安全管理；5、铁路用地管理；6、统计管理。委托管理费用每季度和乌铁局进行结算。

(2) 经营情况

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

(3) 主要负债

2021 年底标的公司短期借款 3 亿元，为农业发展银行巴里坤支行于 2021 年 8 月 23 日借贷的流动资金贷款，将于 2022 年 8 月 22 日到期。其中农业发展银行对标的公司本年授信正在申报，预计到期可正常续贷，或可增加授信近 1-2 亿元。

2021 年末标的公司一年内到期的非流动负债情况如下表所示：

单位：亿元

项目类别	银行名称	金额	到期日期	是否已归还
银行借款	国家开发银行	0.3	2022年2月21日	是
银行借款	国家开发银行	0.3	2022年8月19日	否
银行借款	银团贷款	1	2022年5月15日	是
银行借款	银团贷款	1	2022年11月15日	否
利息及租赁负债		0.14		
合计		2.74		

根据上表，2021年底标的公司一年内到期的非流动负债2.74亿元。2022年预计标的公司可实现净利润1.59亿元，经营活动现金流量约6.23亿元，标的公司经营活动现金流量净额可覆盖到期贷款。

2021年末标的公司长期借款情况如下表所示：

单位：亿元

银行名称	金额	贷款期限
国家开发银行	0.17	2016年2月24日-2024年2月23日
银团贷款	19.65	2014年12月10日-2025年9月24日
合计	19.82	-
其中，2023年到期金额	3.25	-
2024年到期金额	5.62	-

根据上表，标的公司长期贷款余额19.82亿元，长期借款2023年到期3.25亿元，2024年到期5.62亿元。预计标的公司2023年可实现净利润3.51亿元，经营性现金流7.78亿元；2024年可实现净利润4.96亿元，经营性现金流11.66亿元，标的公司经营活动现金流量净额可覆盖到期贷款。

2、融资渠道

(1) 广汇集团筹措资金

截止2022年3月末，广汇物流控股股东广汇集团在多家金融机构的授信额度合计为1,329.56亿元，其中已使用授信额度为825.98亿元，未使用授信额度为503.58亿元，若未来标的公司在资金流动性方面存在障碍，广汇物流控股股东广汇集团将在合理范围内为其筹措资金。

(2) 上市公司公开市场融资

交易完成后，标的公司将成为广汇物流控股子公司，广汇物流作为上市公司拥有较为便捷的融资渠道，若未来标的公司在资金流动性方面存在障碍，广汇物流将利用上市公司平台为其筹措资金。

(3) 银行贷款及展期

2021年末，标的公司资产负债率为57.52%，2021年铁路资产进入收获期，经营活动现金流量状况良好，可覆盖现有负债利息支出，2021年标的公司息税折旧摊销前利润为40,059.22万元，利息保障倍数为1.28倍。2021年标的公司经营活动现金流量净额为68,872.86万元，经营活动现金流量状况良好。标的公司具有较强的偿还借款本息的能力。2020年红淖铁路转固以来，三年持续稳定经营，已具备评级条件，各金融机构逐步开始为红淖三铁路申报授信，2022年授信审批预计将至少增加10亿元。

综上，标的公司可从上述几方面着手增加流动性，提升资金实力。一方面通过标的公司自身良好的经营，未来随着运量的逐步提升，标的公司盈利能力及现金流将进一步提升；一方面通过广汇集团银行授信举措资金；最后还可通过上市公司平台便捷的融资渠道进行融资，及自身与银行间开展贷款合作，解决可能遇到的资金流动性问题，改善财务状况。

二、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

标的公司将从自身良好的经营、广汇集团银行授信举措资金、上市公司平台便捷的融资渠道及自身与银行间开展贷款合作，解决可能遇到的资金流动性问题，改善财务状况。

问题四、其他

10、草案披露，标的公司所有的房屋建筑物未取得权属证书，部分土地也未取得权属证书。请公司说明未取得房屋和土地权属证书对公司生产经营是否会产生重大影响，以及如产生权属纠纷及相关处罚，相关解决措施及安排。请财务顾问和律师发表意见。

一、问题答复

请公司说明未取得房屋和土地权属证书对公司生产经营是否会产生重大影响，以及如产生权属纠纷及相关处罚，相关解决措施及安排。

根据标的公司出具的书面说明，红淖铁路主体工程坐落的土地均已取得权属证书，暂未取得权属证书的土地主要为专用线及货场用地，且标的公司已就该等土地取得《国有建设用地划拨决定书》，或已签署《国有建设用地使用权出让合同》并已缴纳土地出让金；标的公司的房屋建筑物已完成伊吾县境内房屋建筑物的测绘等工作，正在进行伊州区境内房屋建筑物的测绘工作，计划于2022年7月完成办证前的准备工作并向主管机关提交办理房屋建筑物权属证书的申请，预计于2022年8月取得相关房屋建筑物的权属证书。截至本核查意见出具日，相关权属证书办理进度正常推进，未发生重大异常变化。

此外，根据标的公司出具的书面说明，未取得权属证书的土地仅占标的公司土地使用权总面积的3.4%，占比较小且非红淖铁路主体工程用地；未取得权属证书的房屋建筑物均为标的公司自建取得，不存在权属纠纷；同时，根据哈密市自然资源局、伊吾县自然资源局和十三师新星市自然资源和规划局出具的证明，标的公司报告期内遵守国家有关土地管理和矿产资源管理相关的法律、法规，标的公司生产经营活动中所占有使用的土地均符合国家相关法律、法规及当地土地用地政策的要求，没有因违反有关土地管理和矿产资源管理相关的法律、法规或其他相关规定而受到处罚的记录；根据伊吾县住房和城乡建设局出具的证明，标的公司报告期内遵守国家有关房产管理、城乡建设、城乡规划及建筑活动的法律、法规，标的公司取得的房产符合国家法律法规和当地房产管理的相关要求，没有因违反有关房产管理、城乡建设、城乡规划及建筑活动法律、法规或其他相关规定而受到处罚的记录。

综上所述，标的公司暂未取得房屋建筑物及部分土地的权属证书的情形不会对标的公司生产经营产生重大影响。

根据交易对方广汇能源出具的承诺，上述土地及房屋建筑物办理权属证书不存在实质性障碍，如标的公司最终未能就上述土地或房屋建筑物取得权属证书，或因未取得权属证书等问题产生任何争议、风险，或被政府主管部门处以任何形式的处罚或承担任何形式的法律责任，导致标的公司或广汇物流遭受损失的，其将无条件承担标的公司或广汇物流因此而遭受的经济损失。

二、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：标的公司暂未取得房屋建筑物及部分土地的权属证书的情形不会对标的公司生产经营产生重大影响。如产生权属纠纷及相关处罚的相关解决措施及安排具备合理性，符合广汇物流及其中小股东的利益。

11、草案披露，本次交易完成后公司的主营业务将拓展至铁路运输服务，与原有的物流园区经营、地产开发和销售差异较大。请公司补充未来在业务、资产、财务、人员、机构等方面的整合安排、整合风险及相应管控措施，未来将如何保持并提高标的公司的竞争力和经营效率。请财务顾问发表意见。

一、问题答复

（一）请公司补充未来在业务、资产、财务、人员、机构等方面的整合安排、整合风险及相应管控措施。

上市公司主营业务除物流园区经营、地产开发外，还有物流业务板块。上市公司收购铁路公司以后，将铁路运输列入公司物流业务统一管理。

1、原有团队建设

标的公司交易前已属于上市公司广汇能源旗下控股子公司，即已按照上市公司要求建立了较为完善的业务、资产、财务、人员、机构等方面合规的运营管理体系。

2、交易完成后上述事项的整合安排、整合风险及相应管控措施

本次交易完成后，公司除原有业务外，将进一步夯实物流主业。公司股权交割完成后，除标的公司董事、监事席位中原有广汇能源委派的人员更换为广汇物流委派人员外，标的公司原有管理体系、管理团队均不变，标的公司当前的经营模式和管理架构亦保持不变，仅将决策审批、业务审批、财务审批等系统流程整体归入广汇物流旗下，纳入广汇物流一级子公司审批系统管理。上述整合安排在控股股东广汇集团统一协调下进行，不涉及原有管理体系、管理团队的变动，不存在整合风险。

（二）未来将如何保持并提高标的公司的竞争力和经营效率。

一方面，广汇物流以物流运输、物流园区投资、经营和配套服务以及冷链物流项目建设为主业，上市公司于2020年6月参股（股权占比18.92%）新疆将淖铁路有限公司，并参与建设、经营将军庙至淖毛湖铁路，其管理层对于铁路建设及经营具有一定经验，对于收购标的公司后将起到较好的决策及领导作用；

另一方面，上市公司将标的公司纳入控股子公司范围，有利于集中资金、技术、人才等一系列资源，充分发挥铁路运输业务与上市公司现有仓储、物流配送、保理、供应链管理等物流相关产业的协同效应。同时，未来红淖铁路与将淖铁路连接后，向西可连接乌准铁路，向东可连接兰新线和临哈线等国家路网干线，进而打通新疆北部运输通道，有效解决准东矿区、三塘湖矿区和淖毛湖矿区煤炭等大宗商品运输问题，降低社会物流成本，并增强其市场竞争力。

综上所述，收购完成后可提高标的公司整体的竞争力和经营效率。

二、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、标的公司交易前已属于上市公司广汇能源旗下控股子公司，即已按照上市公司要求建立了较为完善的业务、资产、财务、人员、机构等方面合规的运营管理体系。公司股权交割完成后，除标的公司董事、监事席位中原有广汇能源委派的人员更换为广汇物流委派人员外，标的公司原有管理体系、管理团队均不变，标的公司当前的经营模式和管理架构亦保持不变，仅将决策审批、业务审批、财务审批等系统流程整体归入广汇物流旗下，纳入广汇物流一级子公司审批系统管理。上述整合安排在控股股东广汇集团统一协调下进行，不涉及原有管理体系、管理团队的变动，不存在整合风险；

2、上市公司于 2020 年 6 月参股（股权占比 18.92%）新疆将淖铁路有限公司，并参与建设、经营将军庙至淖毛湖铁路，其管理层对于铁路建设及经营具备一定经验，对于收购标的公司后将起到较好的决策及领导作用；上市公司将标的公司纳入控股子公司范围，有利于集中资金、技术、人才等一系列资源，充分发挥铁路运输业务与上市公司现有仓储、物流配送、保理、供应链管理等物流相关产业的协同效应。同时，未来红淖铁路与将淖铁路连接后，向西可连接乌准铁路，向东可连接兰新线和临哈线等国家路网干线，进而打通新疆北部运输通道，有效解决准东矿区、三塘湖矿区和淖毛湖矿区煤炭等大宗商品运输问题，降低社会物流成本，并增强其市场竞争力，收购完成后可提高标的公司整体的竞争力和经营效率。

(本页无正文，为《五矿证券有限公司关于上海证券交易所<关于对广汇物流股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书（草案）的审核意见函>之核查意见》之签章页)

财务顾问主办人：


徐峰


徐学景

