

国海证券股份有限公司
关于
南方汇通股份有限公司
重大资产置换暨关联交易
之
独立财务顾问报告

独立财务顾问



(广西壮族自治区桂林市辅星路13号)

签署日期：二〇一四年十二月

声明和承诺

国海证券股份有限公司（以下简称“国海证券”、“本独立财务顾问”）接受南方汇通股份有限公司（以下简称“南方汇通”、“上市公司”、“公司”）的委托，担任本次重大资产置换暨关联交易的独立财务顾问，并出具本报告。根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《上市公司重大资产重组管理办法》等法律法规的有关规定，国海证券按照证券行业公认的业务标准、道德规范，本着诚实信用、勤勉尽责的态度，遵循客观、公正的原则，在充分尽职调查和验证的基础上，出具了本独立财务顾问报告，旨在就本次交易做出独立、客观和公正的评价，以供南方汇通全体股东及有关方面参考。

一、本独立财务顾问在此特作如下声明：

1、本独立财务顾问与本次交易各方无任何关联关系，完全本着客观、公正的原则对本次交易出具独立的专业意见。

2、本独立财务顾问报告所依据的文件、材料由交易各方提供，本次交易有关资料提供方已对本独立财务顾问做出承诺，其所提供的有关本次重大资产重组的相关信息真实、准确和完整，保证该等信息不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其真实性、准确性、完整性承担个别和连带的法律责任。

3、本独立财务顾问提请投资者注意，本独立财务顾问报告旨在就本次交易对上市公司全体股东是否公平、合理作出客观、公正的评价并发表意见，本独立财务顾问的职责范围并不包括应由上市公司董事会负责的对本次交易事项在商业上的可行性评论，不构成对上市公司的任何投资建议，对投资者依据本独立财务顾问报告所做出的任何投资决策可能产生的风险，本独立财务顾问不承担任何责任。

4、本独立财务顾问未委托和授权任何其他机构或个人提供未在本报告中刊载的信息，或对本报告进行书面或非书面的补充和修改，或者对本独立财务顾问报告作任何书面或非书面的解释或说明。

5、本独立财务顾问所表达的意见基于下述假设前提之上：国家现行法律、法规无重大变化，本次交易标的所处行业的国家政策及市场环境无重大变化；本次交易涉及各方所在地区的社会、经济环境无重大变化；本次交易各方提供及中介机构出具的文件资料真实、准确、完整；本次交易各方遵循诚实信用原则，各项合同协议得以顺利履行；本次交易能得到有关部门的批准/核准，不存在其它障碍，并能顺利完成；本次抵债的资产目前执行的会计政策、会计制度无重大变化；无其他不可抗力及不可预测因素造成的重大不利影响。

二、本独立财务顾问在此特作如下承诺：

1、本独立财务顾问已按照规定履行尽职调查义务，有充分理由确信所发表的专业意见与上市公司和交易对方南车贵阳披露的文件内容不存在实质性差异。

2、本独立财务顾问已对上市公司和交易对方披露的文件进行充分核查，确信披露文件的内容与格式符合要求。

3、本独立财务顾问有充分理由确信上市公司委托独立财务顾问出具意见的重大资产重组暨关联交易方案符合法律、法规和中国证监会及证券交易所的相关规定，所披露的信息真实、准确、完整，不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

4、本独立财务顾问已将有关上市公司本次重大资产置换暨关联交易的独立财务顾问报告提交给本独立财务顾问内核机构审核，内核机构同意出具此专业意见。

5、本独立财务顾问在与上市公司接触至担任独立财务顾问期间，已采取严格的保密措施，严格执行风险控制和内部隔离制度，不存在内幕交易、操纵市场和证券欺诈等问题。

重大事项提示

1、因历史原因，公司与控股股东南车集团下属企业在货车业务方面存在同业竞争。同时由于铁路运输装备制造行业的特点，公司与控股股东南车集团下属企业之间存在日常经营性关联交易。

为消除同业竞争、减少关联交易，公司拟以其拥有的铁路货车相关业务资产、负债及子公司股权与南车贵阳取得并持有的株洲所持有的时代沃顿 36.79% 股权进行置换。差额部分将由南车贵阳以现金作为对价向南方汇通补足。南车贵阳以现金购买株洲所持有的时代沃顿 36.79% 股权与资产置换同时进行、互为前提。本次交易完成后，公司不再从事铁路货车相关业务，与控股股东南车集团及其下属企业之间因货车业务导致的同业竞争问题也相应解决。同时，公司与控股股东及其下属企业之间的关联交易也将大幅减少。

2、公司及中国南车的控股股东均为南车集团，南车贵阳和株洲所均为中国南车全资子公司。公司本次交易的交易对方为南车贵阳，因此本次交易构成关联交易。

3、根据瑞华出具的审计报告，2013 年度本次交易拟置出资产实现的合并营业收入为 16.57 亿元，占公司 2013 年度经审计合并营业收入的比例为 72.53%，超过 50%。根据《重组管理办法》，本次交易构成重大资产重组。

4、由于本次交易不属于《重组管理办法》第十三条规定的交易情形，也不涉及发行股份，根据《重组管理办法》，本次交易不需要提交中国证监会审核。

5、本次交易完成后，公司原铁路货车相关业务将被剥离置出。公司将抓住国家强化环境保护制度、推进资源综合利用和深化国企改革的契机，依托在膜分离材料研发及组件制造领域领先的技术优势，积极开拓整合精细化水处理领域上下游业务，发展成为膜法精细化水处理领域重要的整体解决方案供应商，并利用公司在植物纤维产品研发制造和健康睡眠领域的技术优势和品牌影响力，拓展植物纤维产业，促进生态资源综合利用。未来，公司将依托在产业上下游开拓整合、

生产经营管理和股权投资方面的经验，逐步成长为一家以膜法水处理业务为主，植物纤维综合利用和股权投资运营为辅，多元并进、各板块专业化发展的控股型上市公司。

6、近年来，受铁路货车业务行业需求不足和各项日常经营成本上涨影响，公司铁路货车业务面临较大的经营压力，尽管铁路货车业务收入总体基本保持稳定，但是业务毛利率呈现逐渐下降趋势，并进而影响到公司整体的持续盈利能力。本次交易完成后，公司主营业务将转变为膜材料和植物纤维相关业务，经过多年来的快速发展，公司复合反渗透膜业务和植物纤维业务均具有较强的核心竞争力和良好的市场地位，同时所处的行业发展前景广阔。因此，本次交易完成后，公司综合盈利能力将得到较大提升。

7、本次交易完成后，公司财务状况和持续盈利能力将发生较大变化，其中，资产规模和负债规模虽大幅下降，但资产负债率指标显著改善，最近一年及一期各期末均降低了约 10 个百分点；此外，虽然营业收入较本次交易前将有较大减少，但公司综合毛利率将大幅提高，并且归属于母公司股东的净利润将有所增长，特别是扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润增幅较大。2014 年 1-9 月期间，扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润从交易前的 1,690.29 万元增至 6,503.85 万元，增幅为 284.78%。因此，本次交易有利于提高上市公司资产质量、改善财务状况和增强持续盈利能力。

本次交易完成后，公司财务状况与盈利能力的变化分析详见《重组报告书》“第八节 董事会关于本次交易对公司影响的讨论与分析”。

8、本次交易中，关于株洲所向南车贵阳转让持有的时代沃顿 36.79% 股权行为，需要取得时代沃顿其他股东放弃优先购买权的确认函；同时关于申发钢结构和青岛汇亿通的股权转让需要取得其他股东放弃优先购买权的确认函。截至本报告出具日，公司已取得所有相关股东关于放弃优先购买权的书面确认函。

9、根据《重大资产置换协议》，本次交易根据“人随资产走”的原则，除不进行劳动关系及其他关系转移的人员外，置出资产涉及相关机构的全部人员进入

南车贵阳。

自资产交割日起，相关人员劳动关系、组织关系、社会保险关系、职工福利等，均由南车贵阳承继，即该等人员在交割期间与南方汇通解除劳动合同，并与南车贵阳签署劳动合同。劳动合同变更后，该等人员的劳动环境、工作岗位、劳动报酬、社会保险及福利待遇等不因劳动关系转移而发生变化，人员的工龄连续计算。本次重组中涉及置出资产相关人员的安置事宜等相关费用由南车贵阳承担。

本次重大资产重组所涉及的员工安置方案已经由南方汇通职工代表大会于2014年11月19日审议通过。

本次拟置入的资产为股权资产，时代沃顿及其下属企业的债权债务及人员均由时代沃顿和下属企业依法独立享有和承担。本次交易不涉及时代沃顿的债权、债务转移及人员安置。

10、投资者在评价公司本次重大资产重组时，除《重组报告书》和与其同时披露的相关文件外，还应特别认真地考虑下述各项风险因素：

（1）标的资产估值风险

中联评估对本次交易拟置出资产和置入资产进行了评估，其中对拟置入资产时代沃顿 36.79% 股权分别采用资产基础法和收益法进行了评估，经对比分析后，确定以收益法评估结果为评估结论。在评估基准日 2014 年 9 月 30 日，时代沃顿经审计净资产为 34,224.85 万元（合并口径）。经收益法评估后，时代沃顿股东全部权益价值为 134,715.59 万元，较合并口径净资产账面值评估增值 100,490.74 万元，增值率 293.62%，对应的 2013 年静态市盈率为 18.60 倍，远低于同行业可比上市公司同期水平，但较前次评估值增值幅度较大。主要原因详见《重组报告书》“第四节 交易标的”之“一、拟置入资产”之“（九）本次评估情况”的相关内容，收益法估值结果高于净资产。提醒投资者注意标的资产的估值风险。

（2）标的资产盈利预测风险

本次交易拟置入资产的交易价格以收益法评估结果为定价依据，根据《重组管理办法》相关规定，本次交易对方南车贵阳与公司签署了《盈利补偿协议》，双方约定补偿期间自置入资产交割完成当年起计算连续三年，预测利润数额为时代沃顿资产评估报告所载收益法估值所预测的时代沃顿在补偿期间内每个年度归属于母公司股东的净利润数额，补偿期间内时代沃顿实现的归属于母公司股东的净利润低于预测利润数额时，南车贵阳以现金进行补偿，具体的补偿方式详见《重组报告书》“第五节 本次交易涉及协议的主要内容”。由于对时代沃顿的盈利预测是在一定假设条件下，根据其目前所处的内外部环境及自身情况做出的合理预测，因此今后时代沃顿实际的盈利数可能会低于目前的盈利预测数。

（3）债权债务转移风险

根据审计报告，截至 2014 年 9 月 30 日，本次拟转移的全部资产、负债中需取得债权人同意的负债均为非银行债务，总额为 58,825.02 万元，需要取得相关债权人关于债务转移的同意函，如若本次交易未取得全部相关债权人关于债务转移的同意，则存在上市公司仍需要承担相关债务的风险。截至本报告签署日，88.24%拟转移的非银行债务已取得债权人同意。仍有部分债权人未同公司签署债务转移同意函。如果这部分债权人向公司主张债权，将会给公司带来债务风险。

2014 年 10 月 31 日，南车贵阳出具承诺，如本次重组依据法律法规的规定获得了全部必要的批准，对于任何未向南方汇通出具债务转让同意函的债权人在资产交割日后向南方汇通主张权利的，南方汇通需向南车贵阳发出书面通知将上述权利主张交由南车贵阳负责处理，在此前提下，由南车贵阳以现金方式在相关债务到期前向有关债权人进行足额清偿，以保证重组后南方汇通免于清偿该等债务。如前述债权人不同意债务移交南车贵阳处理，南方汇通需书面通知南车贵阳参与协同处理，在此前提下，南车贵阳在接到南方汇通书面通知及其已履行相关责任的凭证之日起五个工作日内以现金方式赔偿南方汇通因此而遭受的全部经济损失，以使南方汇通免于遭受由此造成的损失。

公司的控股股东已于 2014 年 11 月 27 日出具《担保函》，承诺如下：根据《重

大资产置换协议》的约定，自资产交割日起置出资产中除股权以外的资产涉及的所有债权、债务均由南车贵阳继受；除《重大资产置换协议》约定不转移劳动关系的人员外，置出资产涉及的相关人员进入南车贵阳，相关人员安置费用由南车贵阳承担；如置出资产因债权债务、人员转移安排给南方汇通造成损失的，南车贵阳应对南方汇通予以补偿。南车集团同意为南车贵阳可能因此承担的补偿责任提供连带责任保证担保。

本次交易法律顾问认为，置出资产目前不存在尚未完结的重大诉讼仲裁事项。部分置出资产尚未取得债权人出具的债务转移同意函以及置出资产人员安置计划不构成本次重组的实质性法律障碍。

（4）审批风险

截至本报告签署日，公司董事会已审议通过本次交易，其他交易各方均已履行完毕内部决策程序同意本次交易。本次交易尚需公司股东大会审议通过后方可实施。上述审批能否顺利取得以及取得的时间均存在不确定性。

除上述本次交易的主要风险因素外，本次交易完成后，公司可能面临的主要风险因素详见《重组报告书》“第八节 董事会关于本次交易对公司影响的讨论与分析”之“四、本次交易后公司财务状况、盈利能力及未来发展趋势分析”相关内容。

11、《重组报告书》已经 2014 年 11 月 28 日召开的第四届董事会第二十七次会议审议通过。截至本报告签署日，相关法规或《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申请文件》等与《重组管理办法》配套的法规文件对本次交易有进一步的信息披露要求，将严格按照相关要求对本报告内容进行补充修订并公告。

目 录

声明和承诺.....	2
重大事项提示.....	4
目 录.....	9
释义.....	11
第一节 独立财务顾问核查意见.....	13
一、基本假设	13
二、本次交易的合规性分析	13
三、对本次交易所涉及的资产定价合理性的核查	17
四、本次交易根据资产评估结果定价，对所选取的评估方法的适当性、评估假设前提的合理性、预期未来收入增长率、折现率等重要评估参数取值的合理性、预期收益的可实现性的核查意见.....	23
五、结合上市公司盈利预测以及董事会讨论与分析，分析说明本次交易完成后上市公司的盈利能力和财务状况、本次交易是否有利于上市公司的持续发展、是否存在损害股东合法权益的问题。	37
六、对交易完成后上市公司的市场地位、经营业绩、持续发展能力、公司治理机制进行全面分析.....	47
七、对交易合同约定的资产交付安排不存在可能导致上市公司交付现金或其他资产后不能及时获得对价的风险、相关的违约责任切实有效.....	53
八、对本次重大资产置换是否构成关联交易进行核查，并依据核查确认的相关事实发表明确意见。涉及关联交易的，还应当充分分析本次交易的必要性及本次交易是否损害上市公司及非关联股东的利益。	54
九、交易对方与上市公司根据《重组管理办法》第三十五条的规定，就相关资产实际盈利数不足利润预测数的情况签订补偿协议的，独立财务顾问应当对补偿安排的可行性、合理性发表意见。	56
十、根据《<上市公司重大资产重组管理办法>第三条有关拟购买资产存在资金占用问题的适用意见——证券期货法律适用意见第 10 号》，财务顾问应对	

拟购买资产的股东及其关联方、资产所有人及其关联方是否存在对拟购买资产非经营性资金占用问题进行核查并发表意见.....	59
十一、上市公司本次交易完成后的利润分配政策及相应安排	59
十二、本次交易是否构成借壳上市的核查	64
第二节 独立财务顾问结论意见.....	68

释义

本报告中，除非文中另有所指，下列简称具有如下含义：

南方汇通、上市公司、公司	指	南方汇通股份有限公司，股票代码：000920
南车集团	指	中国南车集团公司
中国南车	指	中国南车股份有限公司，股票代码：601766
南车贵阳、交易对方	指	南车贵阳车辆有限公司
株洲所	指	南车株洲电力机车研究所有限公司
时代沃顿	指	贵阳时代沃顿科技有限公司
汇通沃顿	指	北京汇通沃顿科技有限公司，为时代沃顿全资子公司
本次交易、本次重组	指	南方汇通以其拥有的铁路货车相关业务资产与南车贵阳向株洲所购买的时代沃顿36.79%股权进行等值资产置换，差额部分以现金支付
本报告	指	《国海证券股份有限公司关于南方汇通股份有限公司重大资产置换暨关联交易之独立财务顾问报告》
《重组报告书》	指	《南方汇通股份有限公司重大资产置换暨关联交易报告书（草案）》
《重大资产置换协议》	指	2014年11月28日，南方汇通与南车贵阳以及中国南车、株洲所共同签署的《南方汇通与南车贵阳车辆有限公司、南车株洲电力机车研究所有限公司、中国南车股份有限公司之重大资产置换协议》
《盈利补偿协议》	指	2014年11月28日，南方汇通与南车贵阳签署的《南方汇通股份有限公司与南车贵阳车辆有限公司之盈利补偿协议》
资产交割日	指	交易各方共同以书面方式确定的置出资产和置入资产进行交割的日期
国海证券、本独立财务	指	国海证券股份有限公司

顾问		
国浩、法律顾问	指	国浩律师（北京）事务所
瑞华	指	瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）
中联评估	指	中联资产评估集团有限公司
中国证监会	指	中国证券监督管理委员会
《重组管理办法》	指	《上市公司重大资产重组管理办法》（2014年修订）
《公司法》	指	《中华人民共和国公司法》
《证券法》	指	《中华人民共和国证券法》
《上市规则》	指	《深圳证券交易所股票上市规则》
最近两年及一期、报告期	指	2012年、2013年、2014年1-9月
元、万元	指	人民币元、万元

注：本报告中，如出现总数与各分项数值之和尾数不一致的情况，为四舍五入原因造成。

第一节 独立财务顾问核查意见

本独立财务顾问认真审阅了本次交易所涉及的资产评估报告、审计报告和有关协议、公告等资料，并在本报告所依据的假设前提成立以及基本原则遵循的前提下，在专业判断的基础上，出具了独立财务顾问报告。

一、基本假设

本独立财务顾问对本次交易所发表的独立财务顾问意见是基于以下假设条件：

- 1、本次交易各方所提供的资料真实、准确、完整、及时和合法；
- 2、有关中介机构对本次交易出具的法律、财务审计和评估等文件真实、可靠；
- 3、本次交易各方遵循诚实信用的原则，均按照有关协议条款全面履行其应承担的责任；
- 4、国家现行的法律法规和政策无重大变化，以及本次交易各方所在地区的社会、经济环境无重大变化；
- 5、本次交易能够获得有关部门的批准，不存在其他障碍，并能如期完成；
- 6、无其它不可抗力因素造成的重大不利影响。

二、本次交易的合规性分析

本次交易符合《重组管理办法》第十一条规定的各项要求，具体如下：

1、本次交易符合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；

本次交易完成前，南方汇通以铁路货车业务为主，同时坚持多元化发展，包括复合反渗透膜业务、植物纤维业务及钢结构业务；通过本次重组，南方汇通将

剥离铁路货车业务，实现南方汇通主营向复合反渗透膜的研发、制造及应用服务的转型，成为一家以水处理业务为主，循环经济利用、股权投资业务为辅，多元并进、专业化发展的上市公司。该转型符合国家产业政策要求。

根据《中华人民共和国反垄断法》的规定，南方汇通本次重大资产置换的行为，不构成行业垄断行为。本次交易涉及的相关单位的生产经营活动也不存在因违反环境保护、土地管理和反垄断等法律和行政法规而受到重大行政处罚的情形。

经核查，本独立财务顾问认为：本次交易符合国家相关产业政策，不涉及环境保护、土地管理等相关事项，且不违反《中华人民共和国反垄断法》的规定。符合《重组管理办法》第十一条第（一）款的规定。

2、本次交易不会导致上市公司不符合股票上市条件；

本次交易对南方汇通的股本总额和股本结构均无影响，最近三年内公司无重大违法违规行为，财务会计报告无虚假记载，满足《公司法》、《证券法》及《上市规则》等法律法规规定的股票上市条件，不会出现暂停或终止上市的情形。

经核查，本独立财务顾问认为：根据《上市规则》，本次交易完成后，上市公司股份分布情况符合股票上市条件，本次交易不会导致上市公司不符合股票上市条件的情形。符合《重组管理办法》第十一条第（二）款的规定。

3、本次重大资产重组所涉及的资产定价公允，不存在损害上市公司和股东合法权益的情形；

根据《重大资产置换协议》，本次交易标的资产的由具有证券业务资格的资产评估机构进行了评估，评估机构独立；相关评估报告的评估假设前提符合国家有关法规与规定，遵循了市场通行惯例和准则，符合评估对象的实际情况，评估假设前提具有合理性；评估方法的选取与评估目的及评估资产状况具有合理的相关性。交易标的资产的交易价格以经南车集团委备案确认的资产评估报告的评估结果为依据，由交易双方协商确定，定价原则与定价方式公允、合理。

经核查，本独立财务顾问认为：本次交易的交易价格以经南车集团备案确认的资产评估报告的评估结果为依据，由交易双方协商确定。因此，本次交易的资产定价原则公允，不存在损害上市公司和股东合法权益的情形。符合《重组管理办法》第十一条第（三）款的规定。

4、本次重大资产重组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；

本次重大资产重组拟置入的资产为时代沃顿 36.79%的股权，该股权权属清晰，资产的过户或者转移不存在法律障碍，并能在约定期限内办理完毕权属转移手续。

本次重大资产重组拟置出的资产为南方汇通铁路货车业务资产，截至本报告出具之日，南方汇通已将债务转移事宜通知相关债权人，且已取得债权人债务转移同意函或已偿还的债务金额占需取得债权人同意的债务总额的比例为 88.24%。根据《重大资产置换协议》约定，南方汇通应根据相关法律及其公司章程的规定，就与置出资产相关的债权债务转移事项及时履行债权人同意或债务人通知程序，并于协议约定的资产交割日前依法按照债权人的要求清偿债务或提供充分有效的担保。

根据《重大资产置换协议》约定，自协议约定的资产交割日后，如任何未向南方汇通出具债务转移同意函的债权人向南方汇通主张权利的，南方汇通需向南车贵阳发出书面通知，将上述权利主张交由南车贵阳负责处理。在此前提下，南车贵阳需承担与此相关的一切责任及费用，并放弃向南方汇通追索的权利；若南方汇通因前述事项承担了任何责任或遭受了任何损失，南车贵阳在接到南方汇通书面通知及相关承担责任凭证之日起五个工作日内向南方汇通作出全额补偿。如前述债权人不同意债权移交南车贵阳处理，南方汇通需书面通知南车贵阳参与协同处理，在此前提下，南车贵阳承担与此相关的一切责任及费用，并放弃向南方汇通追索的权利，若南方汇通因前述事项承担了任何责任或遭受了任何损失，南车贵阳在接到南方汇通书面通知及相关责任凭证之日起五个工作日内向南方汇

通作出全额补偿。

经核查，本独立财务顾问认为：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；本次拟置出资产相关债权债务处理合法。符合《重组管理办法》第十一条第（四）款的规定。

5、本次重大资产重组有利于上市公司增强持续经营能力，不存在可能导致上市公司重组后主要资产为现金或者无具体经营业务的情形；

经过多年来的快速发展，南方汇通复合反渗透业务和植物纤维业务均具有较强的核心竞争力和良好的市场地位。未来南方汇通一方面将以精细化水处理领域上下游业务为主线，将膜法水处理产业发展成为南方汇通龙头支柱产业。另一方面稳步推进植物床垫产业发展，在构建植物纤维综合利用产业发展典范的同时聚焦生态资源综合利用这个新兴产业的投资机会。因此，本次交易完成后，南方汇通未来发展前景广阔，综合盈利能力将得到较大提升。

本次交易中的置入资产主要为股权，不存在可能导致公司重组后主要资产为现金或者无具体经营业务的情形。

经核查，本独立财务顾问认为：本次交易有利于上市公司增强持续经营能力，不存在可能导致上市公司重组后主要资产为现金或者无具体经营业务的情形。符合《重组管理办法》第十一条第（五）款的规定。

6、本次重大资产重组有利于上市公司在业务、资产、财务、人员、机构等方面与实际控制人及其关联人保持独立，符合中国证监会关于上市公司独立性的相关规定；

本次交易前，上市公司在业务、资产、财务、人员、机构等方面与实际控制人及其关联人保持独立，符合中国证监会关于上市公司独立性的相关规定。

本次交易将实现上市公司主营业务转型，有利于增强公司的持续经营能力。上市公司在业务、资产、财务、人员、机构等方面将与实际控制人及其关联人保

持独立。

本次重组符合监管部门关于上市公司独立性的相关规定，符合《重组管理办法》第十一条第（六）项的相关规定。

经核查，本独立财务顾问认为：本次交易完成后，上市公司实际控制人未发生变更，上市公司将继续在业务、资产、财务、人员、机构等方面与实际控制人及其关联人保持独立，并严格执行中国证监会关于上市公司独立性相关规定。符合《重组管理办法》第十一条第（六）款的规定。

7、本次重大资产重组有利于上市公司形成或者保持健全有效的法人治理结构。

本次交易前，南方汇通已经按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等有关法律法规的要求形成了健全有效的法人治理结构，制定了一系列相应的议事规则，明确了法人治理的实施细则，公司运作和管理符合中国证监会有关上市公司治理规范性文件的要求。本次交易不会导致南方汇通控股股东及实际控制人发生变动，不会改变目前已经形成的法人治理结构。与此同时，本次交易有利于解决南方汇通与控股股东下属企业之间的同业竞争问题，减少关联交易。南方汇通将依据相关法律法规的要求和《公司章程》的规定继续保持健全有效的法人治理结构，切实保护全体股东的利益。

经核查，本独立财务顾问认为：本次交易有利于上市公司继续保持其健全有效的法人治理结构。符合《重组管理办法》第十一条第（六）款的规定。

综上所述，本独立财务顾问认为：本次重大资产重组符合《重组管理办法》第十一条的有关规定。

三、对本次交易所涉及的资产定价合理性的核查

（一）本次交易的定价依据

本次交易中，拟置出资产和置入资产的交易价格均以中联评估出具的评估报

告，并经南车集团备案的资产评估结果为定价依据。

根据中联评估出具的评估报告，在评估基准日 2014 年 9 月 30 日，本次交易置出资产的评估价值为 55,464.64 万元，较账面值增值 1,547.59 万元，增值率 2.87%；时代沃顿股东全部权益的评估价值为 134,715.59 万元，较合并口径净资产账面值评估增值 100,490.74 万元，增值率 293.62%，拟置入资产对应的评估价值为 49,561.86 万元。

（二）拟置入资产定价的公平合理性分析

1、本次评估情况

中联评估对本次交易拟置入资产分别采用资产基础法和收益法进行了评估，并选择以收益法评估结果作为评估结论。在评估基准日 2014 年 9 月 30 日，经资产基础法评估，时代沃顿净资产的评估值 44,659.79 万元，评估增值 9,928.04 万元，增值率 28.58%。

经收益法评估，评估后的时代沃顿股东全部权益资本价值（净资产价值）为 134,715.59 万元，较合并口径净资产账面值评估增值 100,490.74 万元，增值率 293.62%。

本次评估采用收益法得出的股东全部权益价值为 134,715.59 万元，比资产基础法测算得出的股东全部权益价值 44,659.79 万元有较大差异。两种评估方法差异的原因主要是：

（1）资产基础法评估是以资产的成本重置为价值标准，反映的是资产投入（购建成本）所耗费的社会必要劳动，这种购建成本通常将随着国民经济的变化而变化；

（2）收益法评估是以资产的预期收益为价值标准，反映的是资产的经营能力（获利能力）的大小，这种获利能力通常将受到宏观经济、政府控制以及资产的有效使用等多种条件的影响。

其中选择以收益法评估结果作为评估结论的理由如下：

企业作为整体性资产具有综合获利能力，资产基础法评估没有考虑企业的未来发展因素，也没有考虑到其他未记入财务报表的因素，如行业地位、经营模式、人力资源及客户资源优势等因素；相反，在收益法评估中，不仅考虑了已列示在企业资产负债表上的所有有形资产、无形资产和负债的价值，同时也考虑了资产负债表上未列示的上述各种企业价值的重要源泉。被评估单位是国内技术领先、经营规模最大的复合反渗透膜专业化生产企业，除账面所列示的资产外，企业整体价值的重要体现还包含了以下几个方面：

（1）水处理行业不断发展为被评估单位提供良好的市场前景

被评估单位生产的膜广泛应用于饮用纯水、食品饮料、医疗制药、市政供水处理、工业用高纯水、锅炉补给水、海水淡化、电子行业超纯水、废水处理与回用及物料浓缩提纯等行业。污水处理行业及海水淡化行业的规模快速增长为被评估单位提供了巨大的市场潜能。随着国内居民饮水健康意识的增强，家用膜市场需要快速增长。被评估单位在家用净水设备膜元件市场占有率有 30% 的份额，并有望进一步提升。被评估单位主要销售对象为经销商代理商及工程公司，通过多年经营，被评估单位在生产经营中形成了较为完善的销售渠道。

（2）研发能力为被评估单位提供技术优势

被评估单位成立之后，通过引进消化和自主创新，突破国外大型膜制造厂商的技术封锁，逐步掌握了反渗透膜制备关键核心技术，在我国高性能膜材料的国产化进程中做出了重要贡献。被评估单位公司经贵州省科学技术厅、贵州省财政厅、贵州省国家税务局、贵州省地方税务局批准认定为高新技术企业并于 2011 年再次复审通过，授予高新技术企业证书。2013 年被评估单位技术开发费用超过 3,700 万元，2014 年预计超过 4,700 万元。同时被评估单位已经建立了完善的招聘及激励机制，能留住优秀研发人员并不断吸收外部人才。同时在被评估单位内部开展培训，加强对现有人才的培养力度。高素质的研发队伍对企业的发展发挥了积极推动作用。技术基础及研发能力为被评估单位提供了竞争的技术优势。

（3）管理和技术团队均具有资深行业背景

被评估单位管理层和技术团队长期从事膜业务经营管理和膜技术的产品研发，了解和熟悉国内外膜行业的发展情况，对业内新产品、新技术以及发展趋势具有深刻的认识和前瞻性的视野，能够较好的运用现有市场资源、及时把握市场动态，为用户提供最为适用的产品和服务。

通过以上分析，收益法评估整体反映了企业账面未记录的行业地位、经营模式、管理团队、销售渠道等无形资源所蕴含的价值，因此选用收益法评估结果作为本次被评估单位股权价值的参考依据，由此得到时代沃顿股东全部权益在基准日时点的价值为 134,715.59 万元。

2、拟置入资产本次评估值对应市盈率和市净率的对比分析

本次拟置入资产对应企业时代沃顿的主营业务为复合反渗透膜的研发、生产与销售，目前国内 A 股上市公司中尚无主营业务为复合反渗透膜的企业，其中津膜科技（股票代码：300334）和碧水源（股票代码：300070）都涉及生产、销售超滤膜产品，其中碧水源正在研发复合反渗透膜产品，因此选择以上两家上市公司为时代沃顿的同行业可比上市公司。

在评估基准日 2014 年 9 月 30 日，拟置入资产本次评估值对应的 2013 年度静态市盈率和市净率与同行业可比上市公司的对比情况如下：

项目	市盈率（倍）	市净率（倍）
津膜科技	79.01	7.80
碧水源	38.58	6.35
平均值	58.80	7.07
拟置入资产	18.60	3.94

注：（1）同行业可比上市公司的计算公式：

- 1) 市盈率=股票收盘价（2014.9.30）/对应的 2013 年每股收益；
- 2) 市净率=股票收盘价（2014.9.30）/对应的截至 2014.9.30 每股净资产。

（2）拟置入资产的计算公式：

- 1) 市盈率=本次评估值/2013 年归属于母公司股东的净利润；

2) 市净率=本次评估值/截至 2014.9.30 归属于母公司股东的所有者权益。

从上表可以看出，本次交易拟置入资产对应的静态市盈率和市净率水平均要远低于同行业可比上市公司。

3、本次交易对公司盈利能力的影响分析

根据瑞华出具的备考审计报告，2013 年与 2014 年 1-9 月，公司备考归属于母公司股东的净利润均要高于交易前同期水平，同时公司备考净资产收益率和综合毛利率也要远高于交易前同期水平，因此本次交易有利于提高公司的盈利能力。具体分析详见《重组报告书》“第八节 董事会关于本次交易对公司影响的讨论与分析”相关内容。

综上所述，本次交易拟置入资产的交易价格以中联评估出具的评估报告，并经南车集团备案的资产评估结果为定价依据。中联评估采用的评估假设、评估方法符合相关规定，且符合评估对象的实际情况。同时，拟置入资产对应的市盈率和市净率均要低于同行业可比上市公司同期水平，且本次交易有利于提升公司持续盈利能力。因此，本次交易拟置入资产的定价公允、合理。

(三) 拟置出资产定价的公平合理性分析

中联评估分别采用资产基础法和收益法对本次交易拟置出资产的净资产进行了评估，并选择以资产基础法评估结果作为评估结论。在评估基准日 2014 年 9 月 30 日，经资产基础法评估，拟置出资产的净资产评估值 55,442.39 万元，评估增值 1,525.34 万元，增值率 2.83%。

拟置出资产经收益法评估后的股东全部权益资本价值（净资产价值）为 47,584.04 万元，评估减值 6,333.01 万元，减值率 11.75%。

本次评估采用收益法得出的股东全部权益价值为 47,584.04 万元，低于资产基础法测算得出的股东全部权益价值 55,442.39 万元。两种评估方法差异的原因主要是：

1、资产基础法评估是以资产的成本重置为价值标准，反映的是资产投入（购建成本）所耗费的社会必要劳动，这种购建成本通常将随着国民经济的变化而变化；

2、收益法评估是以资产的预期收益为价值标准，反映的是资产的经营能力（获利能力）的大小，这种获利能力通常将受到宏观经济、政府控制以及资产的有效使用等多种条件的影响。

其中选取资产基础法评估结果作为本次评估结论的理由如下：

南方汇通为制造和修理敞车、平车、罐车、棚车、漏斗车等各型铁路通用、专用货车的企业，固定资产多数为通用设备，经现场核实，除部分设备存在超期服役外，其余设备均可正常使用，评估基准日不存在功能性、经济性贬值，固定资产在生产经营中起主导作用，属于重资产企业，其未来的发展受国民经济的发展和国家政策影响较大，特别是近年来铁路运输行业的发展变革，铁路货车市场竞争激烈，产品销售价格有波动，影响未来现金流的预测，收益法不能完全反映资产的市场价值，相对而言，资产基础法更为稳健，从资产构建角度客观地反映了企业净资产的市场价值。

本次交易拟置出资产的交易价格以中联评估出具的评估报告，并经南车集团备案的资产评估结果为定价依据。中联评估采用的评估假设、评估方法符合相关规定，且符合评估对象的实际情况。因此，拟置出资产的定价公允、合理，不存在损害上市公司利益的情形。

经核查，本独立财务顾问认为：本次交易所涉及的资产定价合理、公允，不存在损害上市公司利益的情形。

四、本次交易根据资产评估结果定价，对所选取的评估方法的适当性、评估假设前提的合理性、预期未来收入增长率、折现率等重要评估参数取值的合理性、预期收益的可实现性的核查意见

（一）评估方法的适当性

资产评估方法主要包括资产基础法、收益法和市场法，注册资产评估师执行企业价值评估业务，应当根据评估目的、评估对象、价值类型、资料收集情况等相关条件，分析三种评估方法的实用性，恰当选择一种或者多种资产评估方法。

收益法是企业整体资产预期获利能力的量化与现值化，强调的是企业的整体预期盈利能力。市场法是以现实市场上的参照物来评价估值对象的现行公平市场价值，它具有估值数据直接取材于市场，估值结果说服力强的特点。资产基础法是指在合理评估企业各项资产价值和负债的基础上确定评估对象价值的思路。

中联评估根据评估方法的实用性，本次评估采用了资产基础法和收益法两种评估方法对本次交易拟置出资产和置入资产进行了评估。

1、拟置入资产

本次评估目的是股权收购，资产基础法从企业购建角度反映了企业的价值，为经济行为实现后企业的经营管理及考核提供了依据，因此本次评估可以选择资产基础法进行评估。

时代沃顿历史年度经营收益较为稳定，在未来年度其收益与风险可以可靠地估计，因此本次评估可以选择收益法进行评估。收益法评估整体反映了企业账面未记录的行业地位、经营模式、管理团队、销售渠道等无形资产所蕴含的价值，因此选用收益法评估结果作为被评估单位股权价值的参考依据，由此得到时代沃顿股东全部权益在基准日时点的价值为 134,715.59 万元。

2、拟置出资产

南方汇通制造和修理敞车、平车、罐车、棚车、漏斗车等各型铁路通用、专

用货车的企业，固定资产多数为通用设备，经现场核实，除部分设备存在超期服役外，其余设备均可正常使用，评估基准日不存在功能性、经济性贬值，固定资产在生产经营中起主导作用，属于重资产企业；货车制造行业未来的发展受国民经济的发展和国家政策影响较大，特别是近年来铁路运输行业的发展变革，铁路货车市场竞争激烈，产品销售价格下降，造成资产的盈利能力下降，也进一步影响企业未来预期现金流，造成未来现金流不稳定。

综上，中联评估对本次交易拟置出资产采用资产基础法进行评估。

经核查，本独立财务顾问认为：本次交易评估方法的选择充分考虑了本次评估的目的、评估价值类型以及标的资产的行业和经营特点，评估方法选择恰当。

（二）评估假设前提的合理性

对拟置入资产的假设前提如下：

- 1、国家现行的宏观经济、金融以及产业等政策不发生重大变化。
- 2、评估对象在未来经营期内所处的社会经济环境以及所执行的税赋、税率等政策无重大变化。被评估单位可以在高新技术企业认证到期时复审通过，继续享受 15% 所得税优惠政策。
- 3、评估对象在未来经营期内管理层尽职，并继续保持基准日的经营管理模式持续经营。
- 4、评估对象在未来经营期内主营业务、产品的结构，收入与成本的构成以及销售策略和成本控制等仍保持其最近几年的状态持续，而不发生较大变化。不考虑未来可能由于管理层、经营策略以及商业环境等变化导致的资产规模、构成以及主营业务、产品结构等状况的变化所带来的损益。
- 5、在未来的经营期内，评估对象的各项期间费用不会在现有基础上发生大幅的变化，仍将保持其最近几年的变化趋势持续。鉴于企业的货币资金或其银行存款等在生产经营过程中频繁变化且闲置资金均已作为溢余资产

考虑，评估时不考虑存款产生的利息收入，也不考虑汇兑损益等不确定性损益。

经核查，本独立财务顾问认为：本次评估假设前提遵循了评估行业惯例，充分考虑了标的资产所面临的内外部经营环境，本次评估所依据的假设前提合理。

（三）重要评估参数取值的合理性

根据本次尽职调查情况以及评估对象的资产构成和主营业务特点，本次评估是以评估对象的合并口径估算其权益资本价值，本次评估的基本评估思路是：

1) 对纳入合并报表范围的资产和主营业务，按照最近几年的历史经营状况的变化趋势和业务类型等分别估算预期收益（净现金流量），并折现得到经营性资产的价值；

2) 对纳入合并报表范围，但在预期收益（净现金流量）估算中未予考虑的诸如基准日的应收、应付股利等流动资产（负债）；呆滞或闲置设备、房产等以及未计收益的在建工程等非流动资产（负债），定义其为基准日的溢余或非经营性资产（负债），单独测算其价值；

3) 由上述各项资产和负债价值的加和，得出评估对象的企业价值，经扣减付息债务价值后，得出评估对象的股东全部权益价值。

1) 基本模型为：

本次评估的基本模型为：

$$E = B - D \quad (1)$$

式中：

E：评估对象的股东全部权益（净资产）价值；

B：评估对象的企业价值；

$$B = P + C + I \quad (2)$$

P: 评估对象的经营性资产价值;

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_{n+1}}{r(1+r)^n} \quad (3)$$

式中:

R_i : 评估对象未来第 i 年的预期收益 (自由现金流量);

r : 折现率;

n : 评估对象的未来经营期;

C: 评估对象基准日存在的溢余或非经营性资产 (负债) 的价值;

$$C = C_1 + C_2 \quad (4)$$

C_1 : 评估对象基准日存在的流动性溢余或非经营性资产 (负债) 价值;

C_2 : 评估对象基准日存在的非流动性溢余或非经营性资产 (负债) 价值;

I: 评估对象基准日的长期投资价值;

D: 评估对象的付息债务价值。

2) 收益指标

本次评估, 使用企业的自由现金流量作为评估对象经营性资产的收益指标, 其基本定义为:

$$R = \text{净利润} + \text{折旧摊销} + \text{扣税后付息债务利息} - \text{追加资本} \quad (5)$$

根据评估对象的经营历史以及未来市场发展等, 估算其未来经营期内的自由现金流量。将未来经营期内的自由现金流量进行折现并加和, 测算得到企业的经营性资产价值。

3) 折现率

本次评估采用资本资产加权平均成本模型（WACC）确定折现率 r ：

$$r = r_d \times w_d + r_e \times w_e \quad (6)$$

式中：

w_d ：评估对象的债务比率；

$$w_d = \frac{D}{(E + D)} \quad (7)$$

w_e ：评估对象的权益比率；

$$w_e = \frac{E}{(E + D)} \quad (8)$$

r_d ：所得税后的付息债务利率；

r_e ：权益资本成本。本次评估按资本资产定价模型（CAPM）确定权益资本成本 r_e ；

$$r_e = r_f + \beta_e \times (r_m - r_f) + \varepsilon \quad (9)$$

式中：

r_f ：无风险报酬率；

r_m ：市场期望报酬率；

ε ：评估对象的特性风险调整系数；

β_e ：评估对象权益资本的预期市场风险系数；

$$\beta_e = \beta_u \times (1 + (1 - t) \times \frac{D}{E}) \quad (10)$$

β_u : 可比公司的预期无杠杆市场风险系数;

$$\beta_u = \frac{\beta_t}{1 + (1-t)\frac{D_i}{E_i}} \quad (11)$$

β_t : 可比公司股票（资产）的预期市场平均风险系数;

$$\beta_t = 34\%K + 66\%\beta_x \quad (12)$$

式中:

K: 未来预期股票市场的平均风险值, 通常假设 $K=1$;

β_x : 可比公司股票（资产）的历史市场平均风险系数;

D_i 、 E_i : 分别为可比公司的付息债务与权益资本。

1、营业收入与成本预测

评估对象的营业收入主要有两部分, 其中主营业务收入是反渗透膜及超滤膜的生产和销售, 其他业务收入是贸易业务。

被评估单位生产的膜主要包括工业膜、家用膜和异形膜。评估对象最近两年一期各项业务收入的构成情况见下表。

单位: 万元

项目名称	2012 年	2013 年	2014 年 1-9 月
主营业务收入合计	30,017.37	32,297.03	31,434.00
主营业务成本合计	17,232.14	17,222.04	15,390.00
毛利率	42.59%	46.68%	51.04%
业务 1: 工业膜收入	17,305.37	15,981.26	13,575.71
成本	9,977.16	8,520.67	6,625.13
毛利率	42.35%	46.68%	51.20%
业务 2: 家用膜收入	11,402.72	14,706.23	15,027.16

成本	6,507.75	7,842.99	7,375.35
毛利率	42.93%	46.67%	50.92%
业务 3: 异形膜收入	1,309.28	1,609.54	2,831.13
成本	747.23	858.38	1,389.52
毛利率	42.93%	46.67%	50.92%

被评估单位生产的膜广泛应用于饮用纯水、食品饮料、医疗制药、市政供水处理、工业用高纯水、锅炉补给水、海水淡化、电子行业超纯水、废水处理与回用及物料浓缩提纯等行业。被评估单位近几年业务不断发展依赖于中国反渗透膜市场的稳定增长。

政策方面，2012年6月16日，国务院印发《“十二五”节能环保产业发展规划》，《规划》中分别在“资源循环利用产业重点领域”及“环保产业重点领域”中明确提出“大力推进矿井水资源化利用、海水循环利用技术与装备。示范推广膜法、热法和耦合法海水淡化技术以及电水联产海水淡化模式”，“重点攻克膜处理、新型生物脱氮、重金属废水污染防治、高浓度难降解有机工业废水深度处理技术”。2012年2月22日，工信部印发《新材料产业“十二五”发展规划》，指出：“到2015年，实现水处理用膜、动力电池隔膜、氯碱离子膜、光学聚酯膜等自主化，提高自给率，满足节能减排、新能源汽车、新能源的发展需求。”“积极开发反渗透、纳滤、超滤和微滤等各类膜材料和卷式膜、帘式膜、管式膜、平板膜等膜组件和模组器，满足海水淡化与水处理需求。”2012年8月21日，科技部印发“国科发高[2012]895号”《高性能膜材料科技发展“十二五”专项规划》，明确指出：“高性能膜材料是新型高效分离技术的核心材料，已经成为解决水资源、能源、环境等领域重大问题的共性技术之一，在促进我国国民经济发展、产业技术进步与增强国际竞争力等方面发挥着重要作用”；“提升产业竞争力：膜产业保持快速增长，预期到2015年达到千亿元规模”，形成“5-8种关键膜材料的国产化，性能达到国际先进水平”，“产业增长率30%，形成千亿产业”。

高性能反渗透膜材料可以大幅降低膜法制水成本，解决沿海地区缺水问题；

高性能水质净化膜材料可以提高自来水水质，保障人民身体健康；高强度、抗污染的膜生物反应器（MBR）专用膜材料可以实现市政污水回用，缓解城市缺水问题。世界各国对中水的回用十分重视，以色列的中水回用比例接近 70%，新加坡全国 30%的用水来自再生水利用。目前，我国中水回用率低于 10%，“十二五”期间预计该比例将提高至 15%。随着国内对于再生水利用的重视度增强，水处理行业对于上游的膜制作及膜组件组作的需求将大幅度提高。根据“十二五”规划，预计至 2015 年我国膜市场空间在 265 亿~497 亿之间，其中膜最大的需求来自于供水新建设施和升级改造，仅供水领域膜产品需求量在 105 亿~211 亿之间；其次，污水处理新建和升级改造需求在 108~189 亿左右。

随着工业水平的发展，众多水体和水源受到严重的工业污染；除此之外自来水输水管网也对饮用水水源造成了二次污染。随着生活水平的提高，人们越来越重视饮用水的质量，家用净水设备也随之受到越来越多的关注，而反渗透膜是家用净水设备的核心组件。目前该产品生产企业较少，下游净水设备生产商多需要依赖进口。根据“十二五”规划，我国将实现 5-8 种关键膜材料的国产化，性能达到国际先进水平。目前我国主要城市家用净水器渗透率不足 10%，而美国、日本等发达国家都在 70%以上，提升空间巨大。

被评估单位根据在手订单情况结合对四季度市场形势的判断对 2014 年 10 月-12 月的收入进行了预测。由于被评估单位 10 月份已实现收入 3,009.87 万元，被评估单位根据经验判断 2014 年 11 月可以实现的收入基本与 10 月份持平。但是考虑到 12 月份圣诞节等外国传统节日会影响到出口，被评估单位对 12 月份收入进行预测时，判断比 10 月份及 11 月份稍有下降。结合被评估机构 2014 年前三季度实现的收入情况，综合考虑后认为被评估单位 2014 年实现销售收入基本为 4 亿元左右。毛利率方面，评估师认为被评估单位在 2014 年生产条件、销售价格等不发生变化的情况下，毛利率也基本保持不变。

受产能规模限制，2014 年被评估单位处于超负荷生产状态，其产能限制了被评估单位收入与利润的进一步发展。随着 2015 年新建工业园区投入使用，被

评估单位产能瓶颈问题将得到解决。同时，被评估单位预计 2015 年工业膜、家用膜和其他膜市场空间将会进一步增加。在此背景下，被评估单位 2015 年拟通过价格优势继续扩大市场份额，预计降价 5% 可以获得工业膜销售量 30% 的增长，家用膜和其他膜的增长比例也将达到 35%。但是，随着新建工业园的投入使用，被评估单位固定资产折旧相应有所增加，预计被评估单位总体毛利率水平将有所下降，单位制造成本将在 2014 年基础上预计增加 2.5%。

在 2013 年和 2014 年家用膜市场需求爆发和工业污水处理需求扩张双重利好因素拉动下，膜行业得到了快速增长，但预计未来行业发展将随着时间的推移逐渐平缓。在此市场预期下，被评估单位 2016-2018 年收入预测增长率逐渐放缓，分别为 20%、15%、10%，但价格预测与 2015 年保持不变。同时随着固定资产的逐步投入使用，单位生产价格预计将逐渐上涨，分别将在前一年的基础上增加 2.5%、1%、0%。2019 年数据将和 2018 年保持一致。

综合上述因素，对被评估单位以后几年营业收入及成本预测如下表：

单位：万元

项目名称	2014 年 10-12 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
主营业务收入合计	7,858.50	49,586.57	59,503.89	68,429.47	75,272.42	75,272.42
主营业务成本合计	3,847.50	26,195.47	32,220.43	37,424.02	41,166.43	41,166.43
毛利率	51.04%	47.17%	45.85%	45.31%	45.31%	45.31%
工业膜收入	3,393.93	20,957.50	25,149.00	28,921.35	31,813.49	31,813.49
成本	1,656.28	11,034.98	13,573.03	15,765.07	17,341.58	17,341.58
毛利率	51.20%	47.35%	46.03%	45.49%	45.49%	45.49%
家用膜收入	3,756.79	24,090.42	28,908.50	33,244.77	36,569.25	36,569.25
成本	1,843.84	12,757.05	15,691.17	18,225.30	20,047.83	20,047.83
毛利率	50.92%	47.05%	45.72%	45.18%	45.18%	45.18%
异形膜收入	707.78	4,538.66	5,446.39	6,263.34	6,889.68	6,889.68
成本	347.38	2,403.44	2,956.23	3,433.66	3,777.02	3,777.02
毛利率	50.92%	47.05%	45.72%	45.18%	45.18%	45.18%

本次评估不对贸易业务及其产生的现金流进行预测，故预期期内被评估单位无其他业务收入。

2、折现率

①无风险收益率 rf ，参照国家近五年发行的中长期国债利率的平均水平（见下表），按照十年期以上国债利率平均水平确定无风险收益率 rf 的近似，即 $rf=3.94\%$ 。

序号	国债代码	国债名称	期限	实际利率
1	100902	国债 0902	20	0.0390
2	100903	国债 0903	10	0.0307
3	100905	国债 0905	30	0.0406
4	100907	国债 0907	10	0.0304
5	100911	国债 0911	15	0.0372
6	100912	国债 0912	10	0.0311
7	100916	国债 0916	10	0.0351
8	100920	国债 0920	20	0.0404
9	100923	国债 0923	10	0.0347
10	100925	国债 0925	30	0.0422
11	100927	国债 0927	10	0.0371
12	100930	国债 0930	50	0.0435
13	101002	国债 1002	10	0.0346
14	101003	国债 1003	30	0.0412
15	101007	国债 1007	10	0.0339
16	101009	国债 1009	20	0.0400
17	101012	国债 1012	10	0.0328
18	101014	国债 1014	50	0.0407
19	101018	国债 1018	30	0.0407

20	101019	国债 1019	10	0.0344
21	101023	国债 1023	30	0.0400
22	101024	国债 1024	10	0.0331
23	101026	国债 1026	30	0.0400
24	101029	国债 1029	20	0.0386
25	101031	国债 1031	10	0.0332
26	101034	国债 1034	10	0.0370
27	101037	国债 1037	50	0.0445
28	101040	国债 1040	30	0.0427
29	101041	国债 1041	10	0.0381
30	101102	国债 1102	10	0.0398
31	101105	国债 1105	30	0.0436
32	101108	国债 1108	10	0.0387
33	101110	国债 1110	20	0.0419
34	101112	国债 1112	50	0.0453
35	101115	国债 1115	10	0.0403
36	101116	国债 1116	30	0.0455
37	101119	国债 1119	10	0.0397
38	101123	国债 1123	50	0.0438
39	101124	国债 1124	10	0.0360
40	101204	国债 1204	10	0.0354
41	101206	国债 1206	20	0.0407
42	101208	国债 1208	50	0.0430
43	101209	国债 1209	10	0.0339
44	101212	国债 1212	30	0.0411
45	101213	国债 1213	30	0.0416
46	101215	国债 1215	10	0.0342

47	101218	国债 1218	20	0.0414
48	101220	国债 1220	50	0.0440
49	101221	国债 1221	10	0.0358
50	101305	国债 1305	10	0.0355
51	101309	国债 1309	20	0.0403
52	101310	国债 1310	50	0.0428
53	101311	国债 1311	10	0.0341
54	101316	国债 1316	20	0.0437
55	101318	国债 1318	10	0.0412
56	101319	国债 1319	30	0.0482
57	101324	国债 1324	50	0.0538
58	101325	国债 1325	30	0.0511
平均			-	0.0394

②市场期望报酬率 r_m ，一般认为，股票指数的波动能够反映市场整体的波动情况，指数的长期平均收益率可以反映市场期望的平均报酬率。通过对上证综合指数自 1992 年 5 月 21 日全面放开股价、实行自由竞价交易后至 2013 年 12 月 31 日期间的指数平均收益率进行测算，得出市场期望报酬率的近似，即： $r_m=10.19\%$ 。

③ β_e 值，取沪深两市水处理行业可比上市公司股票，以 2009 年 10 月至 2014 年 9 月 250 周的市场价格测算估计，得到可比公司股票的历史市场平均风险系数 β_x ，按式（12）计算得到评估对象预期市场平均风险系数 β_t ，并由式（11）得到评估对象预期无财务杠杆风险系数的估计值 β_u ，最后由式（10）得到评估对象权益资本预期风险系数的估计值 β_e ，见下表，上述可比公司和可比公司权益比均来自于 Wind 资讯金融终端。具体可比公司相关参数如下：

证券代码	证券简称	选取 β	调整后 BETA	资产 BETA
000065.SZ	桑德环境	0.8888	0.9266	0.8530

002140.SZ	维尔利	0.9616	0.9747	0.9688
002469.SZ	盛运股份	0.9099	0.9405	0.8280
002524.SZ	富春环保	0.8462	0.8985	0.8127
002542.SZ	中材节能	0.6063	0.7402	0.7096
002659.SZ	凯迪电力	1.0570	1.0376	0.5330
600248.SH	中国天楹	0.6773	0.7870	0.7196
300284.SZ	万邦达	0.8482	0.8998	0.8831
002051.SZ	津膜科技	0.9956	0.9971	0.9918
300012.SZ	新纶科技	0.7540	0.8376	0.7495
300125.SZ	天壕节能	1.1260	1.0832	1.0382
002116.SZ	迪森股份	0.7524	0.8366	0.8366
002398.SZ	永清环保	0.8848	0.9240	0.9240
300008.SZ	碧水源	0.9044	0.9369	0.8889
601117.SH	三维丝	0.9993	0.9995	0.9598
平均		0.8808	0.9213	0.8464

④权益资本成本 r_e ，本次评估考虑到评估对象在公司的融资条件、资本流动性以及公司的治理结构等方面与可比上市公司的差异性所可能产生的特性个体风险，设公司特性风险调整系数 ϵ ；最终由式（9）得到评估对象的权益资本成本 r_e ，见下表。

被评估单位作为南方汇通的子公司，南方汇通在融资方面对被评估单位提供支持，被评估单位融资条件较好。被评估单位的资本流动性较好，资产效率较高，存货周转率及应收账款周转率均高于行业平均水平。考虑到被评估单位在企业规模、管理结构等方面与上市公司存在差异，但是差异不大，故本次评估设定被评估单位特征风险系数为一般，评估中取 $\epsilon=0.0200$ 。

⑤适用税率：鉴于本次评估预测被评估单位可以享受高新技术企业税收优惠政策，本次评估在以后年间按照 15% 的税率来预测企业所得税。

⑥由式（7）和式（8）得到债务比率 W_d ；权益比率 W_e ，见下表。

⑦扣税后付息债务利率 rd ，见下表；

⑧折现率 r ，见下表。

未来年度随着企业付息债务金额的变化及所得税率的变化，评估对象未来的折现率也随之变化，评估对象未来年度折现率计算过程如下：

项目名称	2014年10-12月	2015年	2016年	2017年	2018年及以后
权益比	1.0000	0.9890	0.9890	0.9890	0.9818
债务比	-	0.0110	0.0110	0.0110	0.0182
贷款加权利率	0.0600	0.0600	0.0600	0.0600	0.0600
国债利率	0.0394	0.0394	0.0394	0.0394	0.0394
市场预期报酬率	0.1019	0.1019	0.1019	0.1019	0.1019
适用税率	0.1500	0.1500	0.1500	0.1500	0.1500
历史贝塔	0.8808	0.8808	0.8808	0.8808	0.8808
调整贝塔	0.9213	0.9213	0.9213	0.9213	0.9213
无杠杆贝塔	0.8464	0.8464	0.8464	0.8464	0.8464
权益贝塔	0.8464	0.8544	0.8544	0.8544	0.8598
特性风险系数	0.0200	0.0200	0.0200	0.0200	0.0200
权益成本	0.1123	0.1128	0.1128	0.1128	0.1131
债务成本(税后)	0.0510	0.0510	0.0510	0.0510	0.0510
WACC	0.1123	0.1121	0.1121	0.1121	0.1120

综上所述，本独立财务顾问认为：对本次交易拟置入资产的假设前提遵循了市场通用的惯例和准则、符合评估对象的实际情况，评估假设前提合理；选择的评估方法充分考虑了评估对象的实际情况，其中收益法计算模型及折现率等重要评估参数、预期各年收益、未来收入增长率及现金流量等重要评估依据选取合理，由此得出的评估结论合理；本次交易置出资产相关房产、土

地使用权等资产增值情况符合资产的实际情况，评估机构对相关资产的评估方法、评估程序及评估过程符合行业惯例，相关资产评估作价公允、合理，不存在损害上市公司股东特别是中小股东利益的情形。

五、结合上市公司盈利预测以及董事会讨论与分析，分析说明本次交易完成后上市公司的盈利能力和财务状况、本次交易是否有利于上市公司的持续发展、是否存在损害股东合法权益的问题。

(一) 本次交易后对上市公司的盈利能力的影响

1、利润构成变动分析

本次交易前后，最近一年及一期，公司利润构成变动情况如下：

单位：万元

项目	2014年1-9月		2013年	
	实际数	备考数	实际数	备考数
营业收入	151,572.02	53,188.65	228,454.64	62,746.24
营业利润	6,197.86	9,651.30	11,328.24	9,964.90
利润总额	21,257.01	24,718.35	15,036.50	11,859.64
营业外收入	17,285.47	16,423.95	3,920.93	1,917.77
净利润	18,267.81	21,580.62	12,862.72	10,173.08
归属于母公司所有者的净利润	13,538.27	18,416.86	7,168.14	7,338.38
扣除非经常性损益后 归属于母公司所有者的净利润	1,690.29	6,503.85	4,722.93	5,838.83

本次交易完成后，公司不再从事铁路货车相关业务，主营业务将转变为膜材料和植物纤维相关业务。近年来膜材料和植物纤维产业发展状况良好，且未来发展前景广阔，由于行业存在较高的技术等进入壁垒、公司拥有较强的核心竞争力，持续盈利能力较强，因此本次交易完成后，公司综合盈利能力将得到较大提升。

从上表可以看出，随着铁路货车相关业务资产的置出，公司营业收入大幅减少，但是利润总额和归属于母公司所有者的净利润均有不同程度增长。其中，2014年1-9月，公司扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润从交易前的1,690.29万元增长至6,503.85万元，增幅为284.78%；2013年，公司扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润从交易前的4,722.93万元增长至5,838.83万元，增幅为23.63%。

2、主营业务收入变动分析

本次交易前后，最近一年及一期公司主营业务收入变动情况如下：

单位：万元

项目		2014年1-9月		2013年	
		实际数	备考数	实际数	备考数
铁路货车业务	新造货车	5,367.52	-	32,735.04	-
	厂修货车	45,319.69	-	55,000.88	-
	货车配件	11,297.76	-	29,770.20	-
	钢结构产品	10,986.77	-	11,964.88	-
复合反渗透膜		31,434.00	31,434.00	32,297.03	32,297.03
棕纤维产品		19,963.10	19,963.10	26,664.91	26,664.91
合计		124,368.84	51,397.10	188,432.95	58,961.94

随着铁路货车相关业务资产的置出，本次交易完成后，公司将不再从事铁路货车相关业务。由于本次交易置入的资产为时代沃顿少数股权，本次交易前时代沃顿已纳入公司合并财务报表，最近一年及一期公司复合反渗透膜业务收入的备考数与实际数一致。因此，较交易前，本次交易完成后，公司主营业务将不再包括铁路货车业务，主营业务收入也将大幅减少。

3、主营业务毛利率分析

本次交易前后，最近一年及一期公司主营业务毛利率变动情况如下：

项目	2014年1-9月	2013年
----	-----------	-------

	实际数	备考数	实际数	备考数
新造货车	-6.99%	-	9.95%	-
厂修货车	23.01%	-	22.09%	-
货车配件	6.34%	-	2.31%	-
钢结构产品	11.08%	-	15.29%	-
复合反渗透膜	51.04%	51.04%	46.68%	46.68%
棕纤维产品	29.76%	29.76%	31.87%	31.87%
合计	27.31%	42.78%	22.02%	39.98%

从上表可以看出，本次交易完成后，尽管公司主营业务类型减少，相应的主营业务收入也有所下降，但是公司所从事的复合反渗透膜和植物纤维业务均具有较高的毛利率，因此本次交易完成后，尽管公司主营业务收入有所降低，但是公司主营业务综合毛利率将大幅提高。2013年，公司主营业务毛利率将从交易前的22.02%提高至39.98%。2014年1-9月，公司主营业务毛利率将从交易前的27.78%提高至42.78%。

4、资产周转能力分析

本次交易前后，最近一期公司主要资产周转能力指标变动情况如下：

项目	2014年1-9月	
	实际数	备考数
应收账款周转率（次）	3.93	18.32
存货周转率（次）	3.15	7.19
总资产周转率（次）	0.61	0.44

注：（1）应收账款周转率=营业收入/应收账款平均余额

（2）存货周转率=营业成本/存货平均余额

（3）总资产周转率=营业收入/平均资产总额

从上表可以看出，本次交易完成后，公司应收账款周转率和存货周转率较本

次交易前均有较大幅度提高，主要原因是：（1）相对铁路货车业务，公司复合反渗透膜和植物纤维业务的销售回款平均周期较短，应收账款期末余额占当期营业收入的比例较低；（2）相比铁路货车业务，公司膜元件和棕纤维产品的生产周期较短，存货流转相对较快，期末存货余额占当期营业成本的比例较低。

另外，本次交易完成后，公司总资产周转率较本次交易前有小幅降低，主要原因是：（1）近年来子公司时代沃顿经营情况较好，回款较快，因此其资金较为充裕。截至 2014 年 9 月 30 日，时代沃顿货币资金余额为 2.34 亿元；（2）在保证日常经营性支出的情况，为提高资金收益，公司购买了部分上市公司股票，作为财务性投资。截至 2014 年 9 月 30 日，公司可供出售金融资产账面值为 2.24 亿元。上述因素造成本次交易完成后，公司最近一年及一期各期末的资产总额较本次交易同期仅分别减少 51.71% 和 51.27%，要小于当期营业收入的减少幅度。

综上所述，本次交易完成后，公司资产周转能力总体上有所提高。

5、每股收益与净资产收益率分析

本次交易前后，最近一年及一期，公司每股收益与净资产收益率指标变动情况如下：

单位：元

项目		2014 年 1-9 月		2013 年	
		实际数	备考数	实际数	备考数
扣除非经常性损益前	基本每股收益	0.32	0.44	0.17	0.17
	稀释每股收益	0.32	0.44	0.17	0.17
	加权平均净资产收益率	12.86%	24.95%	7.73%	-
扣除非经常性损益后	基本每股收益	0.04	0.15	0.11	0.14
	稀释每股收益	0.04	0.15	0.11	0.14
	加权平均净资产收益率	1.61%	8.81%	5.09%	-

随着铁路货车相关业务资产的置出，公司净资产规模大幅下降，同时尽管营业收入大幅下降，但是盈利规模却有所增长，而且非经常性损益占当期归属于母公司股东的净利润的比例也有显著降低。因此，从上表可以看出，本次交易完成后，公司每股收益与净资产收益率指标均有所改善，特别是扣除非经常性损益后的各项指标增长更为明显。

2014年1-9月，公司扣除非经常性损益后的基本每股收益将从交易前的0.04元增长至0.15元，扣除非经常性损益后的加权净资产收益率将从交易前的1.61%增长至8.81%。

2013年，公司扣除非经常性损益后的基本每股收益将从交易前0.11元增长至0.14元。

（二）本次交易后对上市公司财务状况的影响

1、资产结构分析

本次交易前后，最近一年及一期各期末，公司各资产项目金额及占总资产的比例变化情况如下：

项目	2014.09.30				2013.12.31			
	实际数		备考数		实际数		备考数	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	32,445.18	12.92%	29,619.33	24.21%	47,931.09	19.40%	40,922.43	34.29%
应收票据	717.34	0.29%	317.34	0.26%	2,741.34	1.11%	2,451.34	2.05%
应收账款	36,422.99	14.51%	3,045.66	2.49%	37,541.37	15.19%	2,760.94	2.31%
预付款项	5,136.31	2.05%	2,393.41	1.96%	6,853.02	2.77%	3,872.97	3.25%
其他应收款	1,867.99	0.74%	1,542.85	1.26%	953.85	0.39%	515.81	0.43%
存货	38,230.25	15.23%	10,036.36	8.20%	32,307.90	13.08%	7,427.58	6.22%
其他流动资产	5,271.51	2.10%	952.84	0.78%	1,681.20	0.68%	0.32	0.00%
流动资产合计	120,091.58	47.84%	47,907.80	39.16%	130,009.78	52.62%	57,951.39	48.56%
可供出售金融资产	22,417.59	8.93%	22,417.59	18.33%	21,158.21	8.56%	21,158.21	17.73%

投资性房地产	7,904.97	3.15%	7,904.97	6.46%	8,781.34	3.55%	8,781.34	7.36%
固定资产	56,423.37	22.48%	7,999.36	6.54%	56,000.24	22.66%	8,577.97	7.19%
在建工程	16,296.55	6.49%	14,834.08	12.13%	11,578.74	4.69%	8,920.51	7.47%
无形资产	14,084.52	5.61%	10,247.87	8.38%	13,578.55	5.50%	10,407.71	8.72%
长期待摊费用	1,030.56	0.41%	236.77	0.19%	1,001.73	0.41%	270.68	0.23%
递延所得税资产	1,882.91	0.75%	1,262.26	1.03%	1,364.07	0.55%	1,043.84	0.87%
其他非流动资产	10,902.59	4.34%	9,514.40	7.78%	3,611.81	1.46%	2,234.44	1.87%
非流动资产合计	130,943.06	52.16%	74,417.30	60.84%	117,074.70	47.38%	61,394.71	51.44%
资产总计	251,034.64	100.00%	122,325.10	100.00%	247,084.48	100.00%	119,346.10	100.00%

从上表可以看出，随着铁路货车相关业务资产的置出和时代沃顿少数股权的置入，公司资产总额大幅下降，截至 2014 年 9 月 30 日，公司资产总额从 25.10 亿元下降为 12.23 亿元，下降幅度为 51.27%；截至 2013 年 12 月 31 日，公司资产总额从 24.71 亿元下降为 11.93 亿元，下降幅度为 51.70%。同时，本次交易前后，公司资产结构也发生了变化，交易完成后公司非流动资产占资产总额的比例要略高于流动资产。

造成以上变化的原因主要是：（1）随着铁路货车业务相关资产的置出，公司营业收入大幅减少，各项与生产经营相关的资产项目如应收账款、预付账款及存货的期末余额也随之大幅减少，上述科目账面价值在交易完成后的南方汇通总资产中的占比有所降低；（2）铁路货车相关业务属于重资产行业，因此本次交易前公司固定资产账面价值较高。2014 年 9 月 30 日，公司固定资产账面价值由交易前的 5.64 亿元大幅减少至备考的 0.80 亿元，固定资产在总资产中的占比也由交易前的 22.48%降低至 6.54%。通过本次重组，南方汇通减轻了资产包袱，实现了向轻资产公司的转型，为公司未来盈利增加奠定了基础。

其中，最近一年及一期各期末，公司备考货币资金占资产总额的比例有所提高，主要是因为长期以来控股子公司时代沃顿经营情况良好，销售回款较快，因此其资金较为充裕。最近一年及一期各期末，时代沃顿货币资金账面价值分别为

2.03 亿元和 2.34 亿元。因此，随着铁路货车相关业务资产的置出，公司货币资金账面价值仍然较高。

本次交易完成后，公司资产结构的变化情况符合所从事的行业特点，并综合反映了近年来公司复合反渗透膜和植物纤维相关业务的实际经营情况。

2、负债结构分析

本次交易前后，最近一年及一期各期末，公司各负债项目金额及占总负债的比例变化情况如下：

项目	2014.09.30				2013.12.31			
	实际数		备考数		实际数		备考数	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	11,400.00	10.19%	3,400.00	8.58%	7,500.00	6.13%	3,500.00	7.88%
应付票据	15,742.92	14.07%	4,709.64	11.89%	17,544.35	14.33%	1,975.36	4.45%
应付账款	36,730.61	32.84%	5,732.89	14.47%	42,727.34	34.90%	4,282.90	9.65%
预收款项	6,689.22	5.98%	5,273.03	13.31%	7,465.13	6.10%	4,209.56	9.48%
应付职工薪酬	6,097.83	5.45%	397.92	1.00%	4,206.41	3.44%	304.93	0.69%
应交税费	2,880.25	2.57%	2,530.23	6.39%	2,018.18	1.65%	1,427.29	3.21%
应付利息	73.80	0.07%	5.55	0.01%	6.05	0.00%	6.05	0.01%
应付股利	1,960.00	1.75%	-	-	-	-	-	-
其他应付款	3,830.62	3.42%	840.59	2.12%	22,363.71	18.27%	19,211.62	43.27%
流动负债合计	85,405.26	76.35%	22,889.85	57.78%	103,831.16	84.80%	34,917.72	78.65%
递延收益	14,413.53	12.89%	14,362.83	36.26%	6,888.85	5.63%	6,859.15	15.45%
递延所得税负债	2,360.58	2.11%	2,360.58	5.96%	2,621.32	2.14%	2,621.32	5.90%
其他非流动负债	9,676.80	8.65%	-	-	9,094.00	7.43%	-	-
非流动负债合计	26,450.92	23.65%	16,723.42	42.22%	18,604.17	15.20%	9,480.47	21.35%
负债合计	111,856.17	100.00%	39,613.26	100.00%	122,435.33	100.00%	44,398.19	100.00%

从上表可以看出，本次交易完成后，公司负债总额将大幅下降，截至 2014 年 9 月 30 日，公司负债总额从 11.19 亿元下降为 3.96 亿元，下降幅度为 64.59%；

截至 2013 年 12 月 31 日，公司负债总额从 12.24 亿元下降为 4.44 亿元，下降幅度为 63.74%。同时，公司非流动负债占负债总额的比例也将有所提高。

导致上述变化的原因主要是：（1）随着铁路货车业务相关资产的置出，公司经营规模大幅缩小，导致日常经营性负债短期借款、应付票据、应付账款、应付职工薪酬等项目金额大幅降低；（2）最近一年及一期各期末，本次交易前计入公司合并范围的递延收益主要为公司大自然科技和时代沃顿收到的政府补助，本次交易后这部分递延收益依然留在上市公司。因此，本次交易后，在负债总额大幅减少的情况下，备考递延收益占负债总额的比例显著提高。其中，最近一年及一期，公司备考递延收益变动情况如下：

单位：万元

政府补助项目	2013.12.31	本期新增 补助金额	本期计入 营业外收 入金额	其他 变动	2014.09.30	与资产相关/ 与收益相关
高新区鼓励产业扶持资金	1,348.84	-	-	-	1,348.84	资产相关
重点产业振兴和技术改造	597.81	-	-	-	597.81	资产相关
复合反渗透膜及膜组件生 产线	300.00	-	-	-	300.00	资产相关
高性能反渗透膜材料规模 化制备技术(863 计划)	-	719.00	177.00	-	542.00	收益相关
高性能海水淡化复合反渗 透膜关键材料及元件开发	377.00	-	-	-	377.00	资产相关
科技型中小企业创新基金	98.00	-	-	-	98.00	收益相关
抗污染复合反渗透膜及组 件产业化项目	1,070.00	-	-	-	1,070.00	资产相关
新材料研发及产业化专项 项目	855.00	-	-	-	855.00	资产相关
高通量水处理膜生产线建 设	500.00	-	-	-	500.00	资产相关
高抗污染反渗透膜构型设 计与工艺开发	372.00	118.00	-	-	490.00	资产相关
高技术产业化示范工程项 目	70.00	-	-	-	70.00	资产相关
海水反渗透膜耐污染性及	30.18	22.34	-	-	52.52	收益相关

能耗检测技术研究						
纳滤膜制备技术研究	25.92	20.58	-	-	46.50	收益相关
员工停产停业补偿	-	2,538.93	2,368.93	-	170.00	收益相关
实物资产评估损失	-	2,700.78	198.44	-	2,502.34	收益相关
220家分销店面直接投入损失补助	-	2,071.94	559.23	-	1,512.71	收益相关
直营店面员工及租金补助	-	234.82	-	-	234.82	收益相关
原材料、半成品及库存物资搬迁费	-	1,295.00	314.85	-	980.15	收益相关
原材料、库存物资损失及损耗补助	-	809.16	780.61	-	28.55	收益相关
临时过渡场地租赁费	-	241.92	241.92	-	0	收益相关
沙文园区建设扶持基金	1,214.40	-	-	-	1,214.40	资产相关
新厂原设计及规划浪费补助	-	67.00	-	-	67.00	资产相关
新厂因规划及设计改变导致原场地平整费补助	-	344.90	-	-	344.90	资产相关
新厂赶工新增成本补助费	-	660.00	-	-	660.00	资产相关
新厂新增电力、天然气、消防、空压机等附属设施设备补助款	-	300.30	-	-	300.30	资产相关
合计	6,859.15	12,144.65	4,640.97	-	14,362.83	-

最近一年及一期各期末，公司备考预收款项为预收客户的货款，账龄基本都在1年以内。

交易前账面其他非流动负债为公司本部根据新会计准则追溯调整的职工离职福利和辞退福利，随着本部铁路货车业务资产的置出，该负债也相应置出，因此备考报表无其他非流动负债。

交易前账面应付股利为公司控股子公司申发钢结构应支付的其他股东的分红款，随着申发钢结构60.8%股权的置出，该应付股利也相应置出。

3、偿债能力分析

本次交易前后，最近一年及一期各期末，公司主要偿债能力指标变化情况如下：

项目	2014.09.30		2013.12.31	
	实际数	备考数	实际数	备考数
资产负债率	44.56%	32.38%	49.55%	37.20%
流动比率（倍）	1.41	2.09	1.25	1.66
速动比率（倍）	0.96	1.65	0.94	1.45

注：（1）资产负债率=总负债/总资产

（2）流动比率=流动资产/流动负债

（3）速动比例=速动资产/流动负债=（流动资产-存货）/流动负债

本次交易完成后，随着铁路货车业务相关资产的置出，公司短期借款、应付票据、应付账款、应付职工薪酬等负债大幅降低，导致公司流动负债和负债总额较本次交易前下降幅度相对较大。因此本次交易完成后，公司各项偿债能力指标有所改善。截至 2014 年 9 月 30 日，公司资产负债率从交易前的 44.56% 下降至 32.38%，流动比率从交易前的 1.41 倍增长至 2.09 倍，速动比率从交易前的 0.96 倍增长至 1.65 倍；截至 2013 年 12 月 31 日，公司资产负债率从交易前的 49.55% 下降至 37.20%，流动比率从交易前的 1.25 倍增长至 1.66 倍，速动比率从交易前的 0.94 倍增长至 1.45 倍。

经核查，本独立财务顾问认为：本次交易完成后上市公司的盈利能力将得到增强，财务状况也将得到改善，本次交易有利于上市公司的持续发展、不存在损害股东合法权益，尤其是中小股东的合法权益的问题。

六、对交易完成后上市公司的市场地位、经营业绩、持续发展能力、公司治理机制进行全面分析

（一）交易完成后上市公司的市场地位、经营业绩、持续发展能力分析

根据公司制定的未来发展规划，本次交易完成后，公司将依托在膜分离材料研发及组件制造领域领先的技术优势，积极开拓整合精细化水处理领域上下游业务，发展成为膜法精细化水处理领域重要的整体解决方案供应商，并利用公司在植物纤维产品研发制造和健康睡眠领域的技术优势和品牌影响力，拓展植物纤维产业，促进生态资源综合利用。未来，公司将依托在产业上下游开拓整合、生产经营管理和股权投资方面的经验，逐步成长为一家以膜法水处理业务为主，植物纤维综合利用和股权投资运营为辅，多元并进、各板块专业化发展的控股型上市公司。

本次交易完成后，公司未来发展中的经营优势主要如下：

1、业务转型，成长性增强

本次交易前，公司业务以铁路货车业务为主，近年来受铁路货车行业需求不足影响，公司营业收入增长缓慢，综合毛利率长期处于较低水平。总体上公司面临较大的经营压力，未来成长性也存在较大的不确定性。

本次交易完成后，公司主营业务将转型为复合反渗透膜和棕纤维业务。作为环保新材料，复合反渗透膜和棕纤维业务毛利率相对更高，行业发展前景也较好。因此，本次交易有利于增强公司未来成长性。

2、细分行业龙头

公司控股子公司时代沃顿是国内最大的复合反渗透膜专业化生产厂商，目前产能约 800 万平方米/年。时代沃顿在我国家用净水设备膜元件市场占有 30% 的份额，在该行业处于绝对领先地位。未来随着产能的提升，凭着媲美进口膜元件的技术指标和合理价格，时代沃顿的市场占有率有望进一步提高。

公司另一控股子公司大自然科技是我国植物纤维弹性材料行业的开创者和领导者,是我国最大的植物床垫生产制造企业,在棕床垫行业处于绝对领先地位,目前产能约 15 万床/年。未来随着产能的进一步提升,大自然科技有望进一步巩固其行业领先地位。

3、强大的技术储备

时代沃顿和大自然科技均为国家级高新技术企业,经过多年的快速发展,都拥有较强的技术研发实力,并形成了专业性强、结构合理、人员稳定的研发队伍。其中,时代沃顿已完整掌握了反渗透膜生产工艺和关键装备技术,是《聚酰胺复合反渗透膜》行业标准的起草单位,是国家“863”、“973”、“国家振兴装备制造计划”等多个项目及课题的牵头承担单位,是继美国陶氏化学全球第二家、国内第一家实现干式膜元件规模化生产的企业,拥有抗污染膜和抗氧化膜技术,并已取得相关专利。

大自然科技拥有一个省级企业技术中心,是国家标准《软体家具棕纤维弹性床垫》、行业标准《床垫用纤维丝》的主导起草者,是国家家具标准化委员会专家委员单位。目前已拥有了覆盖植物纤维床垫相关原材料处理、生产装备、产品制作工艺及植物纤维其它方面利用等方面的系统的知识产权体系,取得相关专利,并与多所高校保持着长期科研合作关系。

4、行业发展前景广阔

目前时代沃顿主要生产反渗透膜,未来还将涉足超滤膜业务。反渗透膜与超滤膜都是膜法水处理装备的核心材料,是国家重点支持发展的产品。《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》将“高效膜材料及组件”列入先进环保产业发展重点,将“高性能膜材料”列入新型功能材料产业发展重点;《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南》(2011年)将“膜材料及组件”列入新材料重点领域;同时,《贵州省“十二五”新兴产业发展规划》将“反渗透膜、超滤膜、纳滤膜的国产化开发”列入新材料产业中聚合物材料发展的重点项目。

家用净水器、工业净水设备、中水回用、海水淡化是反渗透膜的主要应用市场，目前超滤膜主要应用于污废水处理及市政自来水净化。随着市政供水标准的提高、饮用水安全问题的日益突出、海水淡化产业的快速发展以及中水回用率的提高，时代沃顿膜材料业务的未来发展前景广阔，具体分析详见《重组报告书》“第八节 董事会关于本次交易对公司影响的讨论与分析”之“三、交易标的行业特点和经营情况分析”。

近年来，我国床垫行业逐步形成了三大类产品格局，即传统弹簧床垫、棕床垫和乳胶床垫。棕床垫作为中高端产品，市场份额增长较快，约占整个床垫市场5%。植物纤维弹性床垫因产品的天然属性和透气、静音、健康性能优点而被越来越多的消费者认识和喜爱，行业整体增幅较快。特别是随着第一代弹簧床垫逐步进入产品更换期，因弹簧床垫导致诸多睡眠健康问题而促使这批消费者会将目光转向其它产品上，这将更有助于加快植物纤维床垫普及的步伐。预计到2020年，植物纤维床垫占城市床垫零售市场的份额将会增至20%以上，市场规模将会达到60亿元以上。

5、未来主营业务具有良好的业务延伸性

本次交易完成后，凭借强大的技术储备和良好的市场地位，在现有复合反渗透膜和棕纤维业务的基础上，公司业务可向以反渗透膜为主线的水处理领域和以植物床垫为典范的循环经济领域进行延伸。同时，可积极寻求股权投资资源综合利用领域项目。

其中在水处理领域，公司围绕水处理产业链，聚焦水处理领域，发展做大水处理行业。重点抓住以反渗透技术为龙头，延伸膜材料产业链，开展净水设备、水污染防治、水净化处理、与水有关的工程设计、环境监测与应急处理设备、环保产品、环保服务、智能水务等。

植物床垫目前使用的棕榈材料越来越稀缺，竞争者的进入，相互抢购原材料。公司将以农业植物为广泛范畴，探索新的资源循环利用，利用现有的资源平台和设备技术，拓展发展思维，在其他植物上研究循环经济产品。

（二）本次交易完成后，上市公司公司治理机制分析

1、本次交易完成后上市公司的治理结构

本次交易完成后，公司仍然具有完善的法人治理结构，与控股股东、实际控制人及其关联企业之间在资产、业务、人员、财务、机构等方面保持独立。

公司严格按照《公司法》、《证券法》、中国证监会有关规定以及《深圳证券交易所股票上市规则》的要求，规范运作，建立了较完善的法人治理制度。公司章程对公司股东大会、董事会和监事会的职权和议事规则等进行了具体规定。本次交易完成后，公司将继续保持《公司章程》规定的上述法人治理结构的有效运作，继续执行相关的议事规则或工作细则，并对《公司章程》及相关议事规则或工作细则加以修订，以保证公司法人治理结构的运作更加符合本次重大资产置换完成后公司的实际情况。公司在完善公司治理结构方面拟采取的措施主要包括以下几个方面：

（1）股东与股东大会

本次交易完成后，公司将严格按照《公司章程》、《股东大会议事规则》的规定履行股东大会职能，确保股东大会以公正、公开的方式作出决议，最大限度地保护股东权益。在合法、有效的前提下，通过各种方式和途径，包括充分运用现代信息技术手段，扩大股东参与股东大会的比例，确保股东对法律、行政法规所规定的公司重大事项享有知情权和参与决定权。

（2）控股股东与上市公司

本次交易完成后，公司将确保公司与控股股东之间实现资产、业务、机构、人员、财务方面的五分开，继续积极督促控股股东严格依法行使出资人的权利，不利用其控股地位谋取额外的利益，以维护广大中小股东的合法权益。

（3）董事与董事会

董事会对全体股东负责，严格按照法律和公司章程的规定履行职责，把好决策关，加强对公司经理层的激励、监督和约束。在上市公司控股股东及其关联方

已经做出明确的承诺情况下，采取切实可行的措施，监督并避免其与上市公司可能发生的同业竞争。根据《董事会议事规则》等规章制度，坚决执行关联交易的相关董事、股东的回避程序，保证公司关联交易的“三公”原则，避免大股东对上市公司的资金占用。

（4）监事与监事会

本次交易完成后，公司将继续严格按照《公司章程》、《监事会议事规则》的要求，为监事正常履行职责提供必要的协助，保障监事会对公司财务以及公司董事、经理和其他高级管理人员履行职责的合法、合规性进行监督的权利，维护公司及股东的合法权益。

（5）绩效评价与激励约束机制

1) 绩效评价

依据中国南车集团公司有关文件，根据公司业绩完成情况核定。

2) 经理人员的激励与约束机制

为促进公司经营管理层切实履行忠实、诚信义务，防止因信息不对称而导致的内部人控制问题，本次交易完成后公司将对经理人员采用更为积极有效的激励约束措施。公司将在国家有关法律、法规许可并经有关部门许可的情况下，完善经理人员的薪酬与公司绩效和个人业绩相联系的激励约束机制，以吸引人才，保持经理人员的稳定。

（6）信息披露与透明度

本次交易完成后，公司严格按照法律、法规和公司章程规定的信息披露的内容和格式要求，真实、准确、完整、及时地披露信息。除按照强制性规定披露信息外，公司保证主动、及时地披露所有可能对股东和其他利益相关者的决策产生实质性影响的信息，并保证所有股东有平等的机会获得信息。

2、本次交易完成后上市公司独立运作情况

公司在资产、人员、财务、机构、业务等方面与控股股东完全分开、独立运作。公司拥有独立完整的研发、供应、生产、销售等业务体系，完全具备面向市场独立经营的能力。

（1）资产独立

公司合法拥有与经营有关的所有资产，拥有独立完整的供应、生产、销售系统及配套设施。公司拥有的土地使用权证、房屋所有权证、商标注册证及其他产权证明的取得手续完备，资产完整，权属清晰。公司股东及其控制的企业不存在占用公司的资金、资产和其它资源的情况。公司不存在为股东和其他个人提供担保的情形。

（2）人员独立

公司拥有独立的人事、工资、福利制度，拥有生产经营所需的研发人员、技术人员及生产人员等，所有员工均经过规范的人事招聘程序录用并签订劳动合同。

公司董事、监事、高级管理人员均严格按照《公司法》、《公司章程》的有关规定提名和任职，不存在在控股股东及其控制的关联企业双重任职现象。公司所有高级管理人员及其他核心人员未从事与公司业务相同或相似的自营业务，未在与公司业务相同或相似的公司服务，未从事损害公司利益的活动。

（3）财务独立

公司设有独立的财务会计部门，配备了专门的财务人员，建立了符合有关会计制度要求、独立的会计核算体系和财务管理制度。

（4）机构独立

公司依照《公司法》和《公司章程》设置了股东大会、董事会、监事会等决策及监督机构，建立了符合自身经营特点、独立完整的组织结构，建立了完整、独立的法人治理结构，各机构依照《公司章程》和各项规章制度行使职权。

公司拥有独立的生产经营场所和办公机构，公司与控股股东及其关联企业不存在混合经营、合署办公的情形。

(5) 业务独立

公司已形成独立完整的研发、供应、生产、销售系统，不存在依赖或委托股东及其他关联方进行产品销售的情况，也不存在依赖股东及其他关联方进行原材料采购的情况。公司业务独立于股东单位及其他关联方。

经核查，本独立财务顾问认为：本次交易完成后，上市公司的市场地位将得到提升、净利润等经营业绩将得到较大幅度提升、持续发展能力增强、上市公司治理机制健全发展，符合《上市公司治理准则》的要求。

七、对交易合同约定的资产交付安排不存在可能导致上市公司交付现金或其他资产后不能及时获得对价的风险、相关的违约责任切实有效

根据南方汇通与南车贵阳、株洲所及中国南车签订的《重大资产置换协议》，该协议生效后，各方应立即协商确定资产交割日。除该协议另有约定外，交割期间确实无法完成过户手续或权属转移的资产交割应在资产交割日后六个月内完成；自资产交割日起，置入资产和置出资产的所有权利、义务和风险发生转移。

同时，协议也明确规定了违约责任及补救措施：

“1、本协议签订后，除重大情势变更或不可抗力以外，任何一方不履行或不及时、不适当履行协议项下其应履行的任何义务，或违反其在本协议项下作出的任何陈述、保证或承诺，均构成其违约，应按照法律规定承担违约责任。

2、一方承担违约责任应当赔偿另一方由此所造成的全部损失。

3、如因法律、法规或政策限制，或因南方汇通股东大会未能审议通过，或因政府部门和/或证券监管机构（包括但不限于深交所及结算公司）未能批准或核准等任何一方不能控制的原因，导致置入资产、置出资产不能按协议的约定

转让和/或过户的，不视为任何一方违约。

4、如果一方违反协议的约定，则守约方应书面通知对方予以改正或作出补救措施，并给予对方 15 个工作日的宽限期。如果宽限期届满违约方仍未适当履行本协议或未以守约方满意的方式对违约行为进行补救，则本协议自守约方向违约方发出终止协议的通知之日终止。”

经核查，本独立财务顾问认为：本次重组交易合同约定的资产交付安排不会导致上市公司交付资产后存在不能及时获得对价的风险，且合同约定的相关违约责任切实有效。

八、对本次重大资产置换是否构成关联交易进行核查，并依据核查确认的相关事实发表明确意见。涉及关联交易的，还应当充分分析本次交易的必要性及本次交易是否损害上市公司及非关联股东的利益。

（一）本次重大资产置换构成关联交易

公司及中国南车的控股股东均为南车集团，南车贵阳和株洲所均为中国南车全资子公司。公司本次交易的交易对方为南车贵阳，因此本次交易构成关联交易。

（二）本次交易的必要性

1、消除同业竞争，减少关联交易，有利于进一步提高公司的运作规范性

本次交易完成后，公司不再从事铁路货车相关业务，与控股东南车集团及其下属企业之间因货车业务导致的同业竞争问题得到解决。

本次交易完成后，公司与控股股东及其下属企业之间的关联交易也将大幅减少。根据瑞华出具的备考审计报告，2013 年与 2014 年 1-9 月，公司向关联方采购商品的备考模拟交易金额均为 0 万元；向关联方销售商品或材料和提供劳务的备考模拟交易金额分别为 19.86 万元和 17.90 万元。本次交易完成后公司日常性

关联交易较本次交易前大幅减少。

因此，通过本次交易，公司与控股股东之间因货车业务导致的同业竞争问题将得到解决，且将大幅减少与关联方之间的日常经营性关联交易，有利于进一步提高公司的运作规范性。

2、主营业务转型，有利于提升上市公司盈利能力

本次交易前，通过多年来对新业务的重视和持续投入，公司基本形成了以铁路货车业务为主，复合反渗透膜与植物纤维等业务共同发展的多元化主营业务模式，并取得了良好效果。

然而近年来受铁路货车业务经营压力不断加大影响，公司盈利水平总体有限。2012年、2013年及2014年1-9月，公司归属于母公司股东的净利润分别为6,098.93万元、7,168.14万元和13,538.27万元；扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别为5,198.71万元、4,722.93万元和1,690.29万元，呈逐年下降趋势。

本次交易完成后，公司原铁路货车相关业务将被剥离置出。公司将抓住国家强化环境保护制度、推进资源综合利用和深化国企改革的契机，依托在膜分离材料研发及组件制造领域领先的技术优势，积极开拓整合精细化水处理领域上下游业务，发展成为膜法精细化水处理领域重要的整体解决方案供应商，并利用公司在植物纤维产品研发制造和健康睡眠领域的技术优势和品牌影响力，拓展植物纤维产业，促进生态资源综合利用。未来，公司将依托在产业上下游开拓整合、生产经营管理和股权投资方面的经验，逐步成长为一家以膜法水处理业务为主，植物纤维综合利用和股权投资运营为辅，多元并进、各板块专业化发展的控股型上市公司。

根据瑞华出具的备考审计报告，2013年与2014年1-9月公司备考归属于母公司股东的净利润分别为7,338.38万元和18,416.86万元，扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别为5,838.83万元和6,503.85万元，均要高于本次交易前公司同期合并净利润数。同时，公司备考主营业务毛利率水平也要远高于

交易前的同期数据，2013年，公司备考主营业务毛利率为39.98%，公司同期实际主营业务毛利率（合并口径）仅为22.02%。

经过多年来的快速发展，公司复合反渗透业务和植物纤维业务均具有较强的核心竞争力和良好的市场地位。未来公司一方面将以精细化水处理领域上下游业务为主线，将膜法水处理产业发展成为南方汇通龙头支柱产业。另一方面稳步推进植物床垫产业发展，在构建植物纤维综合利用产业发展典范的同时聚焦生态资源综合利用这个新兴产业的投资机会。因此，本次交易完成后，公司未来发展前景广阔，公司综合盈利能力将得到较大提升。

3、改善公司财务状况

本次交易完成后，公司资产负债率将进一步降低，流动比率和速动比率将明显提高，公司偿债能力有所增强。由于不再从事铁路货车相关业务，公司综合毛利率水平将得到较大提升。根据备考审计报告，2014年1-9月，公司综合毛利率从交易前的22.78%增长至42.05%。同时公司资产周转能力也将得到显著增强，2014年1-9月，公司应收账款周转率从交易前的3.93次提高为18.32次；存货周转率从交易前的3.15次提高为7.19次。因此，本次交易有利于进一步改善公司财务状况。

经核查，本独立财务顾问认为：本次重组构成关联交易；本次重组有利于上市公司解决同业竞争、减少关联交易，有利于提升上市公司的盈利能力、改善财务状况。因此，本次重组不存在损害上市公司及非关联股东的利益的情况。

九、交易对方与上市公司根据《重组管理办法》第三十五条的规定，就相关资产实际盈利数不足利润预测数的情况签订补偿协议的，独立财务顾问应当对补偿安排的可行性、合理性发表意见。

根据南车贵阳与南方汇通签署的《盈利补偿协议》，南车贵阳对盈利预测及补偿的安排如下：

（一）补偿责任主体

南车贵阳承担本协议项下利润补偿责任。

（二）补偿期间

补偿期间自置入资产交割完成当年起计算连续三年。即若置入资产于 2014 年 12 月 31 日前交割完成，则补偿期间为 2014 年、2015 年、2016 年；若置入资产于 2015 年度内交割完成，则补偿期间为 2015 年、2016 年、2017 年。以此类推。

（三）预测利润数额

预测利润数额指以资产评估报告所载收益法估值所预测的时代沃顿在补偿期间内每个年度归属于母公司股东的净利润数额。

以资产评估报告为基础，双方约定时代沃顿 2014、2015、2016 及 2017 年度实现的预测利润数额分别为 7,536.99 万元、9,347.15 万元、11,218.06 万元及 13,003.99 万元。

（四）实际利润数与预测利润数差异的确定

补偿期间，上市公司应委托负责年度审计工作的会计师事务所在每一会计年度审计报告出具时，就其中披露的时代沃顿当年实际利润数额与相应年度预测利润数额的差异情况进行审核，并就该实际利润数额与预测利润数额差额情况出具专项审计报告。实际利润数额和预测利润数额之间的差额以专项审计报告的结果为准。

（五）利润补偿条件

双方同意，若补偿期间时代沃顿实现的实际利润数额低于预测利润数额，则南车贵阳将向南方汇通进行利润补偿。若因时代沃顿经营管理层的重大失误导致时代沃顿在补偿期间的实际利润数额低于预测利润数额，则南车贵阳无需向南方汇通承担补偿责任。

（六）利润补偿方式

1、利润补偿条件成就后，南车贵阳根据本协议约定向南方汇通以现金逐年进行补偿。

2、补偿期间内每年度补偿金额的计算方法如下：

当年应补偿现金数额=（截至当年年末累积预测利润数额－截至当年年末累积实际利润数额）/补偿期间内各年的预测利润数额总和×置入资产交易价格－截至当年年初已补偿现金数。

3、补偿期间每年年末，南方汇通应聘请具有证券业务资格的会计师事务所，分别对置入资产补偿期间每年年末的价值进行减值测试，并出具专项审核报告。南方汇通董事会及独立董事应就减值测试发表明确的意见。

4、补偿期间每年年末，如置入资产当年年末减值数额>补偿期间内已补偿数额，则南车贵阳另行以现金对南方汇通进行补偿。计算方式为：南车贵阳另需补偿的现金数额=当年年末减值数额-补偿期限内已补偿现金数额。

5、补偿原则

（1）减值数额为置入资产交易价格减去置入资产的评估数额并扣除补偿期间置入资产因增资、减资、接受赠与以及利润分配所受影响。

（2）在逐年补偿的情况下，在各年度计算的补偿现金数额小于 0 时，按 0 取值，即已经补偿的不冲回。

（3）补偿累计数额不超过置入资产交易价格。

（七）利润补偿的实施

利润补偿条件成就后，南方汇通应在会计师事务所出具专项审核意见后 10 个工作日内书面通知南车贵阳，南车贵阳应在收到南方汇通书面通知之日起 20 个工作日内将相应的补偿现金支付至上市公司指定的银行账户。

（八）补偿数额调整

在本次重组完成后，如因下列原因导致时代沃顿未能实现预测利润数额时，双方可协商一致以书面形式对协议约定的补偿数额予以调整：发生签署协议时不能预见、不能避免、不能克服的任何客观事实，包括但不限于地震、台风、洪水、火灾、疫情或其他自然灾害，以及战争、骚乱、罢工等社会性事件。上述自然灾害或社会性事件及其他签署协议时所不能预见、不能避免、不能克服的任何客观事实导致时代沃顿发生重大经济损失、经营陷入停顿或市场环境严重恶化的，双方可根据公平原则，结合实际情况协商免除或减轻南车贵阳的补偿责任。

经核查，本独立财务顾问认为：交易对方南车贵阳与上市公司关于实际盈利数不足利润预测数补偿安排切实可行、合理，不会损害上市公司股东利益。

十、根据《<上市公司重大资产重组管理办法>第三条有关拟购买资产存在资金占用问题的适用意见——证券期货法律适用意见第 10 号》，财务顾问应对拟购买资产的股东及其关联方、资产所有人及其关联方是否存在对拟购买资产非经营性资金占用问题进行核查并发表意见

经核查时代沃顿的审计报告及财务情况，本独立财务顾问认为：标的资产的股东及其关联方、资产所有人及其关联方不存在对标的资产的非经营性资金占用。

十一、上市公司本次交易完成后的利润分配政策及相应安排

（一）现行公司章程中利润分配相关条款

目前，上市公司的公司章程关于公司利润分配的相关条款如下：

“第一百六十六条 公司利润分配政策为：

（一）利润分配原则

公司实行持续、稳定的利润分配政策，公司利润分配应重视对投资者的合理投资回报，应牢固树立回报股东的意识，并兼顾公司的可持续发展。

（二）利润分配方式

公司采取现金、股票或者现金与股票相结合的方式分配股利。在上述利润分配方式中，现金分红相对于股票股利具有优先顺序。

（三）利润分配条件和比例

1、现金分配的条件和比例：在当年盈利的条件下，且无未弥补亏损、重大投资计划或重大现金支出的情况下，公司应当采用现金方式分配股利。公司最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十。公司综合考虑主营业务所处行业特点、发展阶段、经营模式、盈利水平以及是否有重大资金支出安排等因素，执行差异化现金分红政策：

（1）公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 80%；

（2）公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 40%；

（3）公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 20%。

公司发展阶段不易区分但有重大资金支出安排的，现金分红应当优先于股票股利分红。

公司在确定以现金方式分配利润的具体金额时，应充分考虑未来经营活动和投资活动的影响，并充分关注社会资金成本、银行信贷和债权融资环境，以确保分配方案符合全体股东的整体利益。董事会可以根据公司的资金需求和盈利情况，提议进行中期现金分配。

2、股票股利分配的条件：公司采取股票股利分红方式的，应当具有公司成长性、每股净资产的摊薄等真实合理因素。若公司营业收入和净利润增长快速，且董事会认为公司股票价格与公司股本规模不匹配时，可以在满足上述现金股利分配之余，提出并实施股票股利分配预案。

（四）利润分配的决策程序和机制

公司每年利润分配预案由公司董事会结合《公司章程》的规定、盈利情况、资金供给和需求情况提出、拟订。董事会审议现金分红具体方案时，应当对公司现金分红的时机、条件和最低比例、调整的条件及其决策程序要求等事宜进行研究和论证。独立董事应对利润分配预案发表明确的独立意见并与董事会决议一并公开披露。

董事会制订的利润分配预案应至少包括：分配对象、分配方式、分配现金金额或红股数量、提取比例、折合每股（或每 10 股）分配金额或红股数量、是否符合本章程规定的利润分配政策的说明、是否变更既定分红政策的说明、变更既定分红政策的理由的说明以及是否符合本章程规定的变更既定分红政策条件的分析、该次分红预案对公司持续经营的影响的分析。

分红预案经董事会审议通过，方可提交股东大会审议。董事会在审议制订分红预案时，要详细记录参会董事的发言要点、独立董事意见、董事会投票表决情况等内容，并形成书面记录作为公司档案妥善保存。

审议分红预案的股东大会会议的召集人可以向股东提供网络投票平台，鼓励股东出席会议并行使表决权。分红预案应由出席股东大会的股东或股东代理人以所持二分之一以上的表决权通过。

（五）利润分配的期间间隔

在满足上述现金分红条件情况下，公司将积极采取现金方式分配股利，原则上每年度进行一次现金分红，公司董事会可以根据公司盈利情况及资金需求状况提议公司进行中期现金分红。除非经董事会论证同意，且经独立董事发表独立意

见、监事会决议通过，两次分红间隔时间原则上不少于六个月。

（六）调整分红政策的条件

公司应保持分红政策的持续性和稳定性，但是，若发生如下任一情况则可以调整分红政策：

- 1、公司发生亏损或者已发布预亏提示性公告的；
- 2、公司除募集资金、政府专项财政资金等专款专用或专户管理资金以外的现金（含银行存款、高流动性的债券等）余额均不足以支付现金股利的；
- 3、按照既定分红政策执行将导致公司股东大会或董事会批准的重大投资项目、重大交易无法按既定交易方案实施的；
- 4、董事会有合理理由相信按照既定分红政策执行将对公司持续经营或保持盈利能力构成实质性不利影响的。

（七）调整分红政策的决策机制

公司应当严格执行公司章程确定的分红政策以及股东大会审议批准的分红具体方案。确有必要对公司章程确定的分红政策进行调整或者变更的，应当满足公司章程规定的条件，并经过详细论证。调整分红政策经董事会审议通过后，方可提交股东大会审议。独立董事应对调整或变更的理由真实性、充分性、合理性、审议程序真实性和有效性以及是否符合本章程规定的条件等事项发表明确意见。调整分红政策应经出席股东大会的股东所持表决权的 2/3 以上通过。

（八）对股东利益的保护

1、公司董事会、股东大会在对利润分配政策进行决策和论证过程中应当充分考虑独立董事和社会公众股股东的意见。股东大会对现金分红具体方案进行审议时，可通过多种渠道主动与股东特别是中小股东进行沟通和交流，充分听取中小股东的意见和诉求，并及时答复中小股东关心的问题。

2、独立董事对分红预案有异议的，可以在独立董事意见披露时公开向中小

股东征集网络投票委托。

3、公司在上一个会计年度实现盈利，但董事会在上一个会计年度结束后未提出现金利润分配预案的，应在定期报告中详细说明未分红的原因、未用于分红的资金留存公司的用途。独立董事应当对此发表独立意见。

4、公司应当在定期报告中详细披露现金分红政策的制定及执行情况，说明是否符合《公司章程》的规定或者股东大会决议的要求，分红标准和比例是否明确和清晰，相关的决策程序和机制是否完备，独立董事是否尽职履责并发挥了应有的作用，中小股东是否有充分表达意见和诉求的机会，中小股东的合法权益是否得到充分维护等。对现金分红政策进行调整或变更的，还要详细说明调整或变更的条件和程序是否合规和透明等。

5、存在股东违规占用公司资金情况的，公司有权扣减该股东所分配的现金红利，以偿还其占用的资金。”

（二）上市公司的股东分红回报规划

经公司第四届董事会第三次会议审议通过，公司 2012-2014 年的股东分红回报规划如下：

1、公司采取现金、股票或者现金与股票相结合的方式分配股利。

2、在公司亏损全部弥补完的下一会计年度，如该会计年度实现盈利，且无重大投资计划或重大现金支出，公司将积极采取现金方式分配股利，原则上每年度进行一次现金分红，以现金方式分配的利润不少于当年实现的可分配利润的百分之十。公司董事会可以根据公司盈利情况及资金需求状况提议公司进行中期现金分红。

3、若公司营业收入和净利润增长快速，且董事会认为公司股票价格与公司股本规模不匹配时，可以在满足上述现金股利分配之余，提出并实施股票股利分配预案。

（三）独立董事关于《2012-2014 年股东回报规划》的意见

2012 年 7 月 12 日，公司独立董事审阅公司制定的《2012-2014 年股东回报规划》后认为，公司制定的《2012-2014 年股东回报规划》充分考虑了公司目前及未来盈利规模、现金流量状况、发展所处阶段、项目投资资金需求等情况，能够切实考虑公司实际，并尊重各股东、特别是中小股东的意愿，有利于兼顾公司长远发展和股东现时利益，保证公司持续经营并最终实现公司的长期发展，从而为广大投资者提供持续稳定的回报。该规划符合公司章程的规定，也符合中国证监会《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》的有关要求。

（四）本次交易完成后上市公司的利润分配政策

本次重组完成后，《公司章程》中关于利润分配政策的相关条款不会发生变化。南方汇通将按照《公司章程》有关约定，继续实行可持续、稳定、积极的利润分配政策，并将结合公司重组后的实际情况编制未来三年的股东回报规划。公司将继续遵循政策导向和市场意愿，不断完善公司股利分配政策，增加分配政策执行的透明度，以更好的保障股东利益。

经核查，本独立财务顾问认为：上市公司已制定本次交易完成后的现金分红政策，且信息披露符合《上市公司监管指引第 3 号——上市公司分红》的要求。

十二、本次交易是否构成借壳上市的核查

（一）自上市以来公司控制权变动情况

1、1999 年上市时，南方汇通控股股东为中车公司

南方汇通 1999 年 6 月上市时，控股股东为中国铁路机车车辆工业总公司（以下简称“中车公司”）。

公司控股股东中车公司前身为铁道部工业总局，1986 年 2 月 7 日根据国务院批准的国家经委《关于成立铁道部机车车辆工业总公司的通知》正式成立，直属铁道部领导。1996 年 1 月 14 日经铁道部铁政策[1996]9 号文《关于中国铁路

机车车辆工业总公司改组为控股公司实施方案的批复》批准，中车公司按控股公司章程，作为铁道部的产权代表，以经营国有资产为主要职能，正式营运，由财政部代表国家履行出资人职责，铁道部对其进行行业监管。

2、2002年，中车公司划分为南车公司和北车公司，公司控股股东变更为南车公司

根据国务院“国函[2002]17号”文“国务院关于组建中国南方机车车辆工业集团公司有关问题的批复”以及铁道部、国家经贸委铁政法[2002]34号文“关于印发《中国南方机车车辆工业集团公司组建方案》和《中国南方机车车辆工业集团公司章程》的通知”等文件，中车公司2002年划分为中国南方机车车辆工业集团公司（以下简称“南车公司”）、中国北方机车车辆工业集团公司两个公司。南车公司于2002年7月2日正式注册成立，中车公司持有的南方汇通股份改由南车公司持有，南车公司取代中车公司成为南方汇通的控股股东。

财政部于2002年9月27日以财企[2002]392号文批复，同意将原由中车公司所持有的南方汇通全部国有股转由南车公司持有。国有股持股单位变更后，南车公司持有南方汇通63.16%的股份。南车公司于2003年7月9日在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理完毕国有法人股股权的过户手续。此次国有法人股股权过户完成后，公司控股股东变更为南车公司。但此次分立重组并不导致南方汇通的实际控制人发生变化。

3、2003年，国务院国资委成立，取代财政部代表国家履行出资人职责

根据第十届全国人民代表大会第一次会议批准的国务院机构改革方案和《国务院关于机构设置的通知》，2003年3月，国务院国资委正式成立。国务院授权国有资产监督管理委员会代表国家履行出资人职责。

因此，南车公司原由财政部代表国家对其履行出资人职责变为由国务院国资委代为履行出资人职责。

3、2010年，公司控股股东名称变更

2010年，经国务院国资委同意和国家工商行政管理总局核准，南车公司更名为中国南车集团公司，股东结构保持不变，南方汇通实际控制人亦未发生变化。

（二）本次重组不构成借壳上市的说明

1、自南方汇通上市以来，公司实际的控制权并未发生变化

根据前述南方汇通上市以来控股股东的变化来看，南方汇通的控股股东中车公司2002年划分为南车公司和北车公司由于历史原因形成，划分后的南车公司持有南方汇通股份并未导致南方汇通控制权的变更。

2003年，在国务院大部制改革的背景下，国务院国资委成立，代表国家履行国有资产的出资人职责。南方汇通的控股东南车公司的出资人职责从财政部变更至新成立的国务院国资委，该变化只是因为国务院部委职责变化调整所致，代国家履行出资人职责的部门发生变化，并不导致南方汇通实际控制权的变化。

2、2002年以来，南方汇通向控股股东及关联方购买的资产总额，未超过2002年和2003年经审计的合并财务会计报告期末资产总额

2002年以来，公司仅向南车集团及其关联人购买过一次资产，即为本次重组，购买的股权资产评估价值为49,561.86万元。

根据《重组管理办法》第十四条：购买的资产为股权的，其资产总额以被投资企业的资产总额与该项投资所占股权比例的乘积和成交金额二者中的较高者为准。时代沃顿2013年总资产42,818.43万元，36.79%股权所对应的资产总额为15,752.90万元，因此，计算《重组管理办法》第十三条规定的比例时，南方汇通向南车集团及其关联人购买的资产总额按成交金额为准，即49,561.86万元。

本次南方汇通置入资产和2001-2003年各年末南方汇通合并资产负债表的资产总额比较情况如下

单位：万元

公司向南车集团及其关联方购买的资产总额	49,561.86
---------------------	-----------

南方汇通经审计的合并财务报表资产总额及累计购买资产总额占比	2001 年末	87,857.49
	占比	56%
	2002 年末	123,088.05
	占比	40%
	2003 年末	182,477.83
	占比	37%

由上表可知，公司向南车集团及其关联人购买的资产总额为 49,561.86 万元，公司 2001 年未经审计的合并资产总额为 87,857.49 万元。按此为参照值，公司向南车集团及其关联法人购买的资产总额占南车集团成为控股股东的前一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例为 56.41%，不到 100%；公司 2002 年未经审计的合并资产总额为 123,088.05 万元，按此为参照值，公司向南车集团及其关联法人购买的资产总额占南车集团成为控股股东的前一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例为 40.27%，不到 100%；按 2003 年末为参照值，占比同样不超过 100%。

经核查，本独立财务顾问认为，南方汇通自上市之日起发生的控股股东变化系由国务院机构改革和央企重组的历史原因造成，公司自上市以来实际控制权未发生变动，本次交易亦不会导致公司实际控制权变更。自公司控股股东变更为南车集团以来，不存在南方汇通向南车集团及其关联人购买的资产总额累计占上市公司控制权发生变更的前一个会计年度期末资产总额的比例达到 100% 以上的情形。本次交易不属于《重组管理办法》规定的借壳上市情形。

第二节 独立财务顾问结论意见

经核查《重组报告书》及相关文件，本独立财务顾问认为：

（一）本次交易符合《公司法》、《证券法》、《重组管理办法》等法律、法规和规范性文件的规定；

（二）本次交易完成后上市公司仍具备股票上市的条件；

（三）本次交易所涉及的资产定价公允，所选取的评估方法适当、评估假设前提合理；

（四）本次拟购买的标的资产权属清晰，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；

（五）本次交易完成后有利于提高上市公司资产质量、改善公司财务状况和增强持续盈利能力，本次交易有利于上市公司的持续发展、不存在损害股东合法权益的问题；

（六）本次交易完成后上市公司在业务、资产、财务、人员、机构等方面与实际控制人及关联方将继续保持独立，符合中国证监会关于上市公司独立性的相关规定；公司治理机制仍旧符合相关法律法规的规定；有利于上市公司形成或者保持健全有效的法人治理结构；

（七）本次交易构成关联交易；交易对方南车贵阳与上市公司就相关资产实际盈利数不足利润预测数情况的补偿安排切实可行、合理。

（本页无正文，为《国海证券股份有限公司关于南方汇通股份有限公司重大资产置换暨关联交易之独立财务顾问报告》之签章页）

法定代表人： _____ 何春梅

内核负责人： _____ 吴环宇

部门负责人： _____ 马涛

财务顾问主办人： _____ 黄海 _____ 李刚

项目协办人： _____ 孙贝贝

国海证券股份有限公司

年 月 日