

浙江三维橡胶制品股份有限公司

关于发行股份购买资产暨关联交易申请文件之并购
重组审核委员会审核意见的回复

独立财务顾问

CMS  招商证券

二〇一八年十二月

中国证券监督管理委员会：

2018年11月27日，经贵会上市公司并购重组审核委员会（以下简称“并购重组委”）2018年第60次会议审核，浙江三维橡胶制品股份有限公司（以下简称“公司”或“三维股份”）发行股份购买资产暨关联交易申请文件进行了审核，并出具了相关审核意见。根据审核意见的相关要求，三维股份会同招商证券股份有限公司（以下简称“招商证券”、“独立财务顾问”）经过认真分析与核查，现将有关问题回复如下，涉及《浙江三维橡胶制品股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书》（以下简称“《报告书》”）及《独立财务顾问报告》内容部分，相应进行了修改和补充，现将回复提交贵会，请予审核。

如无特别说明，本回复中的简称或名词的释义与《重组报告书》中相同，修订内容在《重组报告书》中以楷体加粗列示。

问题：请申请人结合标的资产的行业竞争格局和核心竞争力，进一步补充披露标的资产的业绩可实现性风险，请独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

本次交易的标的公司广西三维铁路轨道制造有限公司（以下简称“广西三维”、“标的公司”、“目标公司”）所处预应力混凝土枕制造行业发展情况良好，交通基础设施建设行业市场容量充足，广西三维的技术实力和竞争优势较强，目前在手订单和跟踪订单充足，能够有效保障业绩承诺的实现，具体情况如下：

（一）行业竞争格局

从宏观环境和产业政策来看，交通基础设施建设行业的发展与国民经济的发展具有高度关联性，是中国经济实力及综合实力快速发展的标志之一，也是带动国民生活品质提升的重要途径之一，国家铁路和城市铁路的持续发展为混凝土枕产品提供了广阔的市场空间。

由于铁路运输的安全事关重大，铁路和轨道交通设备领域企业准入门槛相对较高，国内主要地区目前仍对涉及铁路、城市轨道交通建设的重要零部件产品及专用设备实行生产许可证制度，生产混凝土枕需要国家质检总局（现为国家市场监督管理总局）颁发的《全国工业产品生产许可证》，或者中铁检验认证中心（CRCC）颁发的《铁路产品认证证书》等，新进入者将面临较高的替代成本与替代难度。

此外，轨枕产品由于自重原因，单位运输成本较高。铁路工程建设方出于对成本的考虑，一般不会大批量远距离采购轨枕，各轨枕厂大额订单的销售范围通常为 1,000 公里以内，因此，行业存在比较明显的地域性竞争格局。

铁路运输的安全性关系重大，目前国家对涉及铁路、城市轨道交通建设的重要零部件产品及专用设备实行生产许可证制度，预应力混凝土枕生产企业需要获

得国家质量监督检验检疫总局（现为“国家市场监督管理总局”）颁发的《全国工业产品生产许可证》。

根据国家市场监督管理总局官方网站查询信息，截至2018年10月底，在广西三维主要业务区域四川、湖南、贵州及云南境内的获证企业统计如下：

单位：万元

序号	名称	股权结构	注册资本	企业性质
四川	成铁德阳轨道有限责任公司 ^[注1]	中国铁路成都局集团有限公司 (100%)	17,683	国有
	四川省川铁枕梁工程有限公司 ^[注2]	四川省铁路集团有限责任公司 ^[注3] (100%)	50,000	国有
	中铁八局集团桥梁工程有限责任公司	中铁八局集团有限公司 (100%)	10,000	国有
	中铁二十三局集团第四工程有限公司	中铁二十三局集团有限公司 (100%)	50,000	国有
	成都继瑜轨道装备有限公司	北京继瑜宏业物资有限公司 (100%) ^[注4]	6,000	民营
	中铁十七局集团有限公司西成铁路客运专线四川段游仙轨枕场	中铁十七局集团有限公司分公司	-	国有
	中铁上海工程局集团第一工程有限公司乐山制板场	中铁上海工程局集团第一工程有限公司分公司	-	国有
	四川公路桥梁建设集团有限公司德阳制枕场	四川公路桥梁建设集团有限公司分公司	-	国有
湖南	中铁株洲桥梁有限公司 ^[注5]	中国铁建重工集团有限公司 (100%)	10,000	国有
	中铁四局集团第一工程有限公司张家界制梁场	中铁四局集团第一工程有限公司分公司	-	国有
	中铁三局集团桥隧工程有限公司怀化轨枕场	中铁三局集团桥隧工程有限公司分公司	-	国有
贵州	中铁十九局集团第一工程有限公司毕节制梁场	中铁十九局集团第一工程有限公司分公司	-	国有
	中铁二局第六工程有限公司黔西轨枕场	中铁二局第六工程有限公司分公司	-	国有
	中铁五局集团建筑工程有限责任公司	中铁五局集团有限公司 (100%)	51,000	国有
云南	昆明铁路轨枕有限责任公司	中铁八局集团桥梁工程有限责任公司 (100%)	1,000	国有

序号	名称	股权结构	注册资本	企业性质
	中铁物资平顶山轨枕有限公司 云南广通分公司	中铁物资平顶山轨枕有限公司 分公司	-	国有
	中铁一局集团物资工贸有限公司 威信轨枕场	中铁一局集团物资工贸有限公司 分公司	-	国有

注 1、德阳铁路轨枕厂贵阳分厂亦为获证企业。

注 2、四川省川铁枕梁工程有限公司曾用名“四川省川铁枕梁构件厂”。

注 3、四川省铁路集团有限责任公司实际控制人为四川省人民政府。四川省川铁枕梁工程有限公司江津分公司亦为获证企业。

注 4、北京继瑜宏业物资有限公司由郝景梦持股 92.9412%、郝德智持股 7.0588%。

注 5、中铁株洲桥梁有限公司新化分公司亦为获证企业。

邻近省份中的主要竞争对手包括四川省境内的成铁德阳轨道有限责任公司、广东省境内的乐昌市安捷铁路轨枕有限公司¹和湖南省境内的中铁株洲桥梁有限公司，上述三家轨枕制造企业都属于国资企业。

地方铁路局或铁路物资公司的全资子公司生产的轨枕等产品主要为满足当地及附近铁路项目的需求，其生产规模普遍不大、市场辐射范围较小。虽然轨枕和岔枕等产品毛利率较高，但由于当地市场需求有限，加上运输费用限制，生产厂商如想扩大市场份额需要投入大量资本新建厂房、在外地设立分/子公司、聘请雇员及购买生产设施及其他必要设备。此外，由于混凝土枕产品供应周期较长，生产厂商还需面临回款较慢，以及原材料价格波动及能源价格上升等的市场风险，因此地方铁路局或铁路物资公司的全资子公司的目标市场通常仅在一定区域内。

（二）标的公司的核心竞争力

1、行业特性所带来的先发优势

因为混凝土枕质量关乎铁路运营安全，所以铁路管理部门对该类产品实施严格的市场准入标准，混凝土枕生产厂商需要拥有《全国工业产品生产许可证》，或者通过中铁检验认证中心（CRCC）的认证才能进入该市场，因此该行业具有

¹ 由于广东省作为深化行政审批制度改革先行先试省份已于 2013 年起停止实施预应力混凝土枕生产许可审批，乐昌市安捷铁路轨枕有限公司的《全国工业产品生产许可证》于 2013 年 9 月 17 日到期后经广东省乐昌市质量技术监督局出具证明，其无需申领《全国工业产品生产许可证》亦可合法生产。

准入门槛较高，客户黏性较大的特点，新进入者将面临较高的替代成本与替代难度。

广西三维目前是广西境内唯一一家取得预应力混凝土枕《全国工业产品生产许可证》的企业，近年来先后参与了贵广铁路、云桂铁路、柳南铁路、铜玉铁路、海南高铁、玉林铁路改造、黎湛铁路改造等铁路项目建设，以及重庆、成都、深圳、南宁、郑州、广州、南京、合肥、温州等地铁项目建设，业务辐射范围涵盖云、川、贵、粤、湘、桂、鄂、豫、琼、渝等周边地区市场占有率较高。因此，广西三维在该行业具备较强的先发优势，有利于保持公司稳定的盈利能力。

2、技术优势

广西三维将创新视为企业发展的源动力，紧密围绕混凝土枕制造领域的需求开展新工艺和新技术的研发与创新，不断推出新产品，持续的技术创新推动了公司的成长，广西三维于 2016 年被认定为广西壮族自治区企业技术中心，2017 年获评广西工业企业质量管理标杆。截至 2018 年 10 月 30 日，广西三维共拥有 15 项专利、1 项被许可的专利权及 10 项正在办理的专利。

为了进一步抓住市场机遇、扩大公司在该领域的先发优势，广西三维采取内部自主研发与技术引进相结合的路线，在混凝土掺和料、外加剂、配料搅拌和养护温度以及高铁预应力混凝土岔枕等方面形成了一系列核心技术，提高了混凝土枕的强度和耐久性，产品质量在同行业中处于领先水平。

(1) 高性能混凝土掺和料技术

广西三维采用矿物掺和料作为高性能混凝土的功能性组份材料，通过优化配合比，使矿物掺和料通过胶凝效应、诱导激活效应、表面微晶化效应、界面耦合效应、微集料效应来改善混凝土工作性能，提高混凝土强度及耐久性，从而延长了混凝土枕的寿命，也降低了维修和养护成本，受到了客户的青睐。

(2) 高效外加剂技术

广西三维通过对聚羧酸减水剂、塑化剂等外加剂主要性能的试验对比，采用低掺量的聚羧酸减水剂，使混凝土具有很高的减水率。同时，通过混凝土试拌试

验，改变拌合工艺，采用添加适量的引发剂、塑化剂，改善聚羧酸减水剂发生自由基共聚反应，达到减水、增塑、提高混凝土强度和混凝土的耐久性能。该技术不仅提高了混凝土早期强度和后期强度，还利于混凝土耐久性的提高，降低水泥用量。

(3) 混凝土配料搅拌控制技术

广西三维通过对聚羧酸减水剂、塑化剂等外加剂主要性能的试验对比，采用低掺量的聚羧酸减水剂，使混凝土具有很高的减水率。同时，通过混凝土试拌试验，改变拌合工艺，采用添加适量的引发剂、塑化剂的方法，改善聚羧酸减水剂发生自由基共聚反应，达到减水、增塑、提高混凝土强度和混凝土的耐久性能的作用。该技术不仅提高了混凝土早期强度和后期强度，还利于混凝土耐久性的提高，降低水泥用量。

(4) 混凝土养护温度控制技术

广西三维采用实时温度采集、数据传输、存储、输出的控制系统。该系统一体化和自动化程度高，可以实现一体化的显示、管理、备份、查询、保存和打印功能，而且适应性强，数据运行安全可靠，易于扩展。只要选择合理的养护参数，就可对任意混凝土轨枕进行自动养护，达到良好的效果。

该技术能够自动监控各养护阶段的控制参数，保证混凝土强度的正常增长速度，防止早期混凝土内部裂纹的出现，同时也降低了蒸汽损耗，有利于节能降耗。

3、战略布局优势

目前广西三维正在积极进行自身的战略布局，除了已完成部分技术改革之外，还分别在惠州和三门建立了新的生产线。惠州生产线主要对应深圳及周边城市地铁，三门生产线对应温州市场，并可同时辐射周边地区。由于两条生产线距离宁波港和广州港的距离较近，因此在进一步提升产能和抢占当地市场的同时还有利于公司未来的出口战略。随着“一带一路”政策的不断推进，高铁技术成功迈出国门，使得铁路配件的海外订单成为可能。广西三维在 2014 年成功中标中国机械设备工程股份有限公司阿根廷轨枕出口项目，该项目累计合同额约为 2 亿元，

报告期内实现的收入为 1.2 亿元，目前已完成了对中国机械设备工程股份有限公司的供货。本次与中国机械设备工程股份有限公司的成功合作，为广西三维未来开拓海外市场，积极响应国家“一带一路”倡议的战略布局奠定坚实的基础。合理的市场布局有望在未来给发展提供更多助力。

4、市场占有率优势

对于铁路设备制造业而言，产品的安全性与稳定性对客户至关重要，因此企业的良好信誉和长期以来形成的客户认可度是在该行业立足的重要基础。广西三维长期以来按质量管理体系的要求生产，对生产的全过程进行严格的质量控制，至今未发生过重大质量安全事故，广西三维产品先后在北京、沈阳、哈尔滨、成都、南宁、兰州、上海、呼和浩特等铁路局；海南东环客运专线、柳南客运专线、贵广客运专线、南广客运专线、云贵客运专线、沿海客运专线、湘桂铁路、洛湛铁路等新建铁路；沈阳地铁、重庆地铁、深圳地铁、南宁地铁、成都地铁、上海地铁、南京地铁、郑州地铁、武汉地铁等轨道交通，辐射市场范围广泛。此外，广西三维的轨枕产品还通过中国机械设备工程股份有限公司销往海外市场，建立起了较高的企业信誉及客户认可度，市场占有率较高，盈利能力保持稳定。

十三五期间（2016 年-2020 年），广西三维辐射半径内的主要省份和城市的规划铁路里程数、城轨/地铁规划里程数以及预计的轨枕需求量情况如下：

国家铁路规划			城轨/地铁规划		
省份	里程	轨枕需求量 (根)	地点	里程	轨枕需求量 (根)
云南	新增 3,500 公里	11,669,000.00	昆明市	新增 236 公里	786,824.00
四川	新增 1,400 公里	4,667,600.00	成都市	新增 370 公里	1,233,580.00
贵州	新增 1,000 公里	3,334,000.00	贵阳市	新增 114 公里	380,076.00
广东	新增 1,200 公里	4,000,800.00	广东省	新增 650 公里	2,167,100.00
广西	新增 1,000 公里	3,334,000.00	南宁市	新增 250 公里	833,500.00
重庆	新增 1,000 公里	3,334,000.00	重庆市	新增 200 公里	666,800.00
合计	新增 9,100 公里	30,339,400.00	合计	新增 1,820 公里	6,067,880.00

注：上述数据来源于各地区《铁路“十三五”发展规划》等

假设每条新增铁路线均为双向行驶线路，且每公里铺设轨枕数量为 1667 根，则轨枕需求量（根）= 预计新增里程（公里）× 1667 根 ÷ 公里 × 2

根据公开的数据，除广东省外，其他地区的城轨/地铁规划均以市级行政单位披露，因此选取了各省份主要城市的数据进行统计和分析

根据各省市的“十三五”发展规划，按照上述统计，2016年至2020年，广西三维目标市场内的轨枕总需求量约为3640万根，按照平均250元/根的价格来计算，在广西三维辐射半径内，轨枕市场需求平均每年超过18亿元。2016年和2017年，广西三维的标准轨枕收入分别为3.56亿元和3.54亿元，轨枕产品市场份额占比较高，有利于公司进一步开拓市场。

5、产能优势

标的公司从事轨枕和岔枕产品生产多年，业务模式较为成熟，年最大产能为246万根，能够充分并及时满足下游客户临时性、大批量集中供货的需求，有利于公司的市场开拓。

综上所述，相较于地方铁路局或铁路物资公司的全资子公司，广西三维在西南地区的市场份额较高，拥有合理的市场布局且产能充分，具有市场开拓优势。

（三）业绩可实现性及其风险

1、广西三维预测期内净利润的可实现性

（1）广西三维预测期内营业收入的可实现性

广西三维在手订单较为充裕，为实现盈利预测提供了有力保障。广西三维在2017年末尚有未完成合同金额4.89亿元（不含税），2018年1-9月新签订的合同金额为3.25亿元（不含税）。根据在手订单情况，预测截至2018年9月末在手订单对2018年和2019年收入评估预测实现的覆盖率分别为100.08%和74.94%。截至2018年9月30日，广西三维已中标未签订合同的金额为0.35亿元（不含税）。

得益于我国铁路基础设施建设及城市轨道交通的大规模快速发展,以及广西三维及其子公司的地理位置、技术能力等优势,广西三维未来在市场上获得订单的能力较强,未来年度收入预测数据的可实现性较强。

(2) 广西三维预测期内毛利率水平的合理性

报告期内广西三维主营业务毛利率总体较为稳定,2016年、2017年和2018年1-6月分别为64.79%、64.29%和59.04%。2018年1-6月的毛利率比2016年和2017年下降约5个百分点,主要是由于原材料价格上涨的滞后反应以及毛利率相对较高的岔枕产品的收入占比下降所致。

广西三维预测期毛利率情况如下表所示:

项目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	永续期
整体毛利率	59.28%	57.99%	57.27%	56.79%	56.30%	56.30%
其中:轨枕	59.30%	59.00%	58.71%	58.42%	58.13%	58.13%
岔枕	74.10%	73.36%	72.63%	71.90%	71.18%	71.18%
其他	21.40%	21.19%	20.98%	20.77%	20.56%	20.56%
轨道板		45.00%	44.55%	44.10%	43.66%	43.66%

预测期广西三维各产品的毛利率呈现逐年小幅下降,主要是考虑到广西三维并不一定能及时并完全地将原材料价格上涨因素转移给下游,从谨慎角度采用了相对偏低的毛利率,有利于保证预计收益的可实现性。

根据广西三维2018年半年度财务报告数据,2018年1-6月整体毛利率为59.04%,与评估预测的2018年毛利率59.28%基本一致。

总体来看,本次收益法评估预测的毛利率水平与实际较为吻合,存在合理性。

(3) 广西三维预测期内期间费用的合理性

报告期内,广西三维期间费用及占营业收入的比重情况如下:

项目	2018年1-6月		2017年度		2016年度	
	金额(元)	占营业收入比例	金额(元)	占营业收入比例	金额(元)	占营业收入比例
销售费用	28,517,799.62	16.22%	68,340,961.93	15.83%	62,717,480.46	14.84%
管理费用	98,937,784.81	56.28%	24,919,017.73	5.77%	14,147,107.93	3.35%

研发费用	1,612,804.10	0.92%	1,074,542.62	0.25%	1,925,365.61	0.46%
财务费用	-665,874.36	-0.38%	-943,193.28	-0.22%	1,254,451.21	0.30%
合计	128,402,514.17	73.04%	93,391,329.00	21.64%	80,044,405.21	18.94%

报告期内，广西三维的期间费用主要由销售费用及管理费用构成。2018年上半年，广西三维进行股份支付确认了管理费用 87,560,894.94 元，使得管理费用金额较大。如不考虑上述股份支付费用，则广西三维 2018 年 1-6 月管理费用为 11,376,889.87 元，管理费用率为 6.47%，期间费用率为 23.23%，与 2016 年、2017 年的期间费用率 18.94%、21.64%相比则变化较小，在报告期内基本保持平稳。

预测期内，坤元评估主要基于各项费用占营业收入比重的历史水平，并结合未来收入增长对管理费用和财务费用进行预测，其中：

① 销售费用主要由职工薪酬、差旅费、运输费、业务费、折旧费及其他费用等构成，该费用一般来说随着企业规模的扩大和业务的拓展会有一个基本同步的增长趋势。根据销售费用的性质，考虑了各项费用与收入的不同比例关系，对不同类型的费用采用趋势分析进行预测。

② 管理费用主要由职工薪酬、办公费、差旅费、业务招待费、汽车费用、折旧与摊销、税金、咨询服务费、研发费等构成。根据管理费用的性质，采用了不同的方法进行了预测。对于折旧费以公司的管理固定资产规模按财务折旧方法模拟测算后预测，对于其他费用项目则主要采用了趋势预测分析法预测。

预测期内，广西三维各年度销售费用和管理费用占营业收入的比重与历史期间费用水平保持一致，具有合理性和稳定性，具体情况如下：

单位：元

项目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	永续期
销售费用	70,252,000	77,315,000	83,257,000	88,083,000	91,597,000	91,597,000
费用占收入比例	15.93%	15.84%	15.77%	15.72%	15.69%	15.69%
管理费用	21,381,000	22,424,000	22,904,000	23,223,000	23,763,000	23,763,000
费用占收入比例	4.85%	4.59%	4.34%	4.14%	4.07%	4.07%

(4) 广西三维预测期内所得税费用的合理性

根据桂工信政法确认函【2013】120号及桂工信政法函【2015】706号，广西三维所生产混凝土枕系列产品符合国家鼓励类产业政策，可根据国家发展改革委发布的《西部地区鼓励类产业目录》（中华人民共和国国家发展和改革委员会令第15号），自2014年10月1日起，减按15%税率缴纳企业所得税。该政策有效期至2020年12月31日。同时因为广西三维研发费用支出未达到高新技术企业认定标准，故本次评估对2021年至永续期按25%的企业所得税税率预测未来各年所得税费用。

综上，广西三维报告期内经营情况良好，业务规模稳定增长，且具备较强的竞争优势，行业市场前景广阔，营业收入具有较强的可实现性，且毛利率预测水平稳定，期间费用预测比例合理，并已考虑税收优惠政策到期后的影响，因此预测期内广西三维净利润具有较强的可实现性。

2、业绩可实现性风险

基于宏观环境相对稳定，国家基础设施建设投资持续投入，广西三维能够控制产品质量、顺利获得行业要求的生产资质、拥有稳定的市场占有率以及持续享受税收优惠政策等假设前提，公司及中介机构对标的公司业绩承诺进行了分析，认为其可实现性较强。但是在业绩承诺期间，如发生市场竞争加剧，原材料供应价格攀升，标的公司的技术研发工作出现停滞、产品质量失控导致重大事故及无法取得相应的生产资质，以及国家政策变动等情形，则标的资产存在业绩承诺无法实现的风险。

（四）补充披露情况

公司已在重组报告书（修订稿）“第九节 管理层讨论与分析”之“三、标的公司的财务状况及盈利能力分析”之“（二）盈利能力分析”之“10、结合广西三维2018年度经营业绩实现情况、业务拓展情况、未来年度预测情况及未来年度行业竞争格局变动情况等，补充披露预测期内广西三维净利润的可实现性、是否具备持续稳定的盈利能力”补充披露了“业绩可实现性风险”的相关内容，并

对“重大风险提示”之“二、标的资产对上市公司持续经营影响的风险”之“(二) 标的公司未能实现业绩承诺的风险”进行了修订。

(五) 中介机构核查情况

独立财务顾问通过查询行业研究资料、权威行业数据以及行业政策等资料，了解标的公司技术实力和竞争优势；对广西三维销售负责人进行访谈，核实广西三维在手订单及其执行情况，并对 2018 年上半年主要客户进行走访和函证，确认预测期内广西三维净利润的可实现性，并对影响标的公司业绩承诺可实现性的风险进行了分析。

经核查，独立财务顾问认为预测期内广西三维净利润具有较强的可实现性，但仍存在相应的风险，《重组报告书》已对“标的公司未能实现业绩承诺的风险”进行了披露。

(本页无正文，为《浙江三维橡胶制品股份有限公司关于发行股份购买资产暨关联交易申请文件之并购重组审核委员会审核意见的回复》之盖章页)

