

---

上海东洲资产评估有限公司

关于

《中国证监会行政许可项目审查一次  
反馈意见通知书》

(210953号)

之

反馈意见回复

上海东洲资产评估有限公司

2021年6月

---

**中国证券监督管理委员会：**

上海东洲资产评估有限公司（以下简称“东洲评估”）收到贵会于2021年5月20日下发的中国证券监督管理委员会[210953号]《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（以下简称“《反馈意见》”），我对《反馈意见》进行了认真研究和落实，并按照《反馈意见》的要求对所涉及的事项进行了资料补充和问题回复，现提交贵会，请予审核。

如无特别说明，本回复所述的词语或简称与重组报告书中所定义的词语或简称具有相同的含义；本回复所引用的财务数据和财务指标，指合并报表口径的财务数据和根据该类财务数据计算的财务指标。

本回复中部分合计数与各明细数之和在尾数上如有差异，均为四舍五入原因造成。

---

4. 申请文件显示，1) 上菲红为上依红主要的柴油发动机供应商，与上依红形成了稳定的产业配套关系，上菲红 2020 年营业收入同比增长 31.10%；申请文件援引的中国汽车工业协会相关数据显示，重型卡车销量 2020 年同比增长 37.90%；但上依红 2020 年营业收入同比下降 1.87%。2) 收益法评估中，上依红 2021 年、2022 年预测营业收入增长率分别为 8.68%、14.39%，上菲红相应数值为-25.17%、1.88%。3) 2018 年 9 月 30 日，上依投将上依红 3.04% 股权以 2,711.92 万元转让给上汽集团。本次交易中，上依红 100% 股权评估值和交易作价均为 320,300 万元，评估增值率为 91.38%。请你公司：1) 结合产品性能、成本价格、销售渠道、品牌效应等方面补充披露上依红的核心竞争优势，并结合重卡及其下游工程和公路等行业发展趋势、国五国六标准切换、国六标准相关产品研发、量产和销售情况等，补充披露交易完成后上依红能否维持现有竞争优势及行业地位，持续经营能力是否存在重大不确定性。2) 补充披露上依红 2020 年营业收入同比下滑，与上菲红及行业增长水平存在较大差距的原因及合理性。3) 结合以上情况、上依红在手订单及其约束力等，补充披露其 2021 年、2022 年营业收入预测增长率的可实现性。4) 结合上菲红与上依红的产业配套关系，补充披露双方上述预测期内营业收入增长率存在较大差异的原因及合理性。5) 补充披露本次购买上依红 100% 股权的交易作价远高于前次股权转让作价的原因及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

(一) 结合产品性能、成本价格、销售渠道、品牌效应等方面补充披露上依红的核心竞争优势，并结合重卡及其下游工程和公路等行业发展趋势、国五国六标准切换、国六标准相关产品研发、量产和销售情况等，补充披露交易完成后上依红能否维持现有竞争优势及行业地位，持续经营能力是否存在重大不确定性

#### 1、上依红的核心竞争优势分析

##### (1) 产品优势分析

###### 1) 产品型谱基于市场需求不断丰富完善

---

2018年6月28日，生态环境部等主管部门联合发布了《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（GB17691—2018）》，规定了重型柴油车国六排放标准实施阶段和实施时间。燃气重型车2021年7月1日满足国六b阶段排放；所有重型车2021年7月1日满足国六a阶段排放；所有重型车2023年7月1日满足国六b阶段排放。

上依红基于国六排放法规要求，并结合国五产品痛点以及当前市场需求，积极布局满足国六排放法规要求的第六代重卡。上依红的第六代重卡项目主要分为两个阶段进行开发，第一阶段在第五代产品基础上对底盘及动力总成进行技术升级，第二阶段在第一阶段车型基础上开发全新体系驾驶室及电器架构并对底盘进行性能提升。

当前上依红第六代重卡项目第一阶段产品主销车型已面向市场开放，第二阶段产品先导车型也已面向市场开放，扩展车型陆续向市场开放中。目标在2021年底开放车型覆盖重卡行业95%以上细分市场，为巩固上依红未来的市场地位和竞争优势奠定了产品基础。

## 2) 产品性能不断实现技术突破

上依红拥有红岩杰狮、红岩杰豹、红岩杰卡、红岩金刚、红岩杰虎五大系列重卡，覆盖重卡主流230—560马力的全功率段配置，可全面满足公路物流、工程建设、专用特种等多领域、多用途重卡运输需求。其中“四门消防车”、“中置轴轿运车”、“车罐一体智能危化品车”等均达到国内领先水平。上依红产品在安全性、可靠性等方面具有优势。

### ① 安全性

在安全性方面，上依红秉承“安全第一”的设计理念，注重对驾乘人员的保护。重卡驾驶室采用四点悬浮设计，本身采用整体冲压成型的前围盒装结构设计，结构牢固且不易变形，即使遭遇正面严重冲撞，也能够保持驾驶室前围的完整几何结构，在碰撞的时候可以整体后移500mm，最大限度保证了驾乘人员的安全。车辆内部选用的仪表台材料在车辆发生碰撞时不易碰碎，可有效减少碎化物质尖角对驾乘人员的二次伤害。

---

## ②可靠性

上依红坚持对产品进行高标准、严要求的验证，包括 40 种细分市场实车路谱、31 种耐久强化数字路面的全工况动态仿真；180 万公里结构疲劳试验、800 小时底盘盐雾验证等系统台架试验；覆盖全使用场景、累计总里程超 2,000 万公里的整车耐久试验，确保产品在复杂、极端工况下长期使用的可靠性。

### 3) 积极布局新一代新能源与智能重卡产品

随着环保标准和城市空气质量达标要求的持续提升，国家进一步倡导绿色环保，推广使用新能源车辆，吸引更多行业客户使用新能源车型。目前我国新能源汽车产业先发优势和规模优势已经形成，商用车领域的双积分政策和碳交易机制将进一步推动商用车节能减排，实现产业升级。

顺应行业发展趋势，上依红积极布局新一代新能源重卡产品，已完成 BEV 纯电、FCV 氢燃料电池以及混合动力全系车型的型谱规划，积极布局纯电、充换一体、超快充和氢燃料电池等新能源重卡产品，根据规划 2021 年上依红将陆续有 25 款纯电动、燃料电池新能源车型可实现销售，随着后期持续投入和新品推出，新能源产品将成为上依红重要的增长点。

同时，上依红是较早一批布局智能重卡的业内公司。目前上依红正基于 LNG 发动机和纯电 EV 杰狮 H6 打造国内领先的 L4 级+5G 智能重卡，目标实现单车自动驾驶或 1+4 编队行驶，截至目前已实现特定场景的准商业化运营。除此之外，搭载 L2+、L2++ 级智驾功能，可实现高速公路全速域 ICA（Integrated Cruise Assist）集成式巡航辅助、NGP（Navigation Guided Pilot）自动导航辅助驾驶、ALC（Auto Lane change）自动变道、PCC（Predictive Cruise Control）预见性巡航控制等前沿功能的智能重卡正在积极研发，以满足日益革新的智能驾驶发展趋势，形成坚实的产品储备。

### 4) 产品定制化优势

用户个性化定制已成为重卡行业重要的发展趋势。上依红通过 C2B 个性智能定制化，实现个性智能的“数字化造车”。通过 C2B 模式为用户进行个性化

开发，提供高安全性、高可靠性、经济性、轻量化、智能化的一体化解决方案；开发、生产、销售、服务一体化及快速响应，为用户提供了更好的产品体验。

## （2）成本价格优势分析

通过与行业可比上市公司的毛利率对比，2020 年上依红主营业务毛利率为 10.37%，高于可比公司中值，稍低于可比公司均值；去除极值（极大值和极小值）后，2020 年上依红主营业务毛利率稍高于可比公司均值，具有一定的成本价格优势。

| 公司名称            | 公司代码      | 项目      | 2020 年        | 2019 年        |
|-----------------|-----------|---------|---------------|---------------|
| 江铃汽车            | 600418.SH | 整车毛利率   | 16.40%        | 15.04%        |
| 福田汽车            | 600166.SH | 汽车产品毛利率 | 11.63%        | 13.46%        |
| 东风集团股份          | 0489.HK   | 商用车毛利率  | -             | 13.20%        |
| 汉马科技            | 600375.SH | 专用车毛利率  | 10.08%        | 16.89%        |
| 一汽解放            | 000800.SZ | 商用车毛利率  | 8.83%         | 12.70%        |
| 中国重汽            | 000951.SZ | 整车毛利率   | 8.59%         | 10.14%        |
| 江淮汽车            | 600418.SH | 整车毛利率   | 8.21%         | 9.74%         |
| 可比公司毛利率均值       |           |         | <b>10.62%</b> | <b>13.02%</b> |
| 可比公司毛利率均值（去除极值） |           |         | <b>9.78%</b>  | <b>12.91%</b> |
| 可比公司毛利率中值       |           |         | <b>9.46%</b>  | <b>13.20%</b> |
| 上依红主营业务毛利率      |           |         | <b>10.37%</b> | <b>9.46%</b>  |

数据来源：公司年报、WIND

## （3）销售渠道优势分析

上依红营销策略是以自卸车为核心优势，同时不断在牵引车、专用车和载货车细分市场增加营销力度，通过进行产品结构调整，达到公路、工程均衡发展，国内国际协同并进，新能源产品差异引领，多路径共同实现上汽红岩在未来重卡行业竞争中实现份额持续增长。

具体而言，牵引车条线建立独立管理团队，打造前端业务与后端售后一体化发展模式，力争快速扩大市场份额。自卸车条线直连终端市场，实现市场竞争全覆盖，销售区域内采取严格的奖惩机制，实现自卸车传统优势车型良性发展。载货车条线实行分区域、分网点政策模式，在重点销售区域积极进行战略经销商合

---

作，实现以点带面突破，推动载货车渠道稳步拓展。专用车条线立体布局，按照产品特性定位网络模式，分品系管理，搅拌车、随车吊、环卫车、冷藏车等重点产品实现重点区域全覆盖。

#### **（4）品牌优势分析**

上依红拥有红岩等知名品牌，“红岩”作为历史悠久的民族重卡品牌，坚持“以用户为中心”的发展理念，在业内具有一定的品牌认知度。同时，公司主动承担社会责任，积极推出“红岩村”、“红岩小学”、“红岩驿站”、“红岩大车队”等社会公益项目。公司先后荣获“2018 重庆年度十大影响力公益项目”、“2020 杰出品牌形象奖”、“优秀战‘疫’行动力企业”等荣誉称号。

上依红以十四五规划“进入重卡第一阵营”的战略目标，2020 年进一步确定了“上汽红岩 中国力量”的品牌核心价值体系，通过“信得过的技术”、“安全可靠的产品”和“有温度的企业”三大品牌体系，以实现将上依红打造成行业内“成为有温度、可信赖、有实力的合作伙伴”的品牌愿景。上依红将持续深研客户需求、促进客户体验、增强客户信赖、成就客户价值，坚持“以客户为中心”的工作理念，全力推进品牌建设工作，树立科技创领与温度关怀的品牌形象，全面提升品牌影响力与用户美誉度。

#### **（5）区位优势分析**

2020 年 5 月 17 日，中共中央、国务院印发《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》鼓励重庆、成都、西安等加快建设国际门户枢纽城市，打造内陆开放高地和开发开放枢纽。2020 年 10 月 16 日，中共中央政治局审议《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》指出“使成渝地区成为具有全国影响力的重要经济中心、科技创新中心、改革开放新高地、高品质生活宜居地，打造带动全国高质量发展的重要增长极和新的动力源”，成渝地区将成为内循环的爆发点、双循环的新承载地；同时，西部大开发新格局带动西部地区的基础建设增长，进而增加对自卸车等工程车辆的需求，自卸车作为上依红的优势车型，将受益于西部地区基建增长带来的市场机遇。地处西部大开发新高地、成渝地区双城经济圈中心城市重庆，将成为促进上依红未来发展重要的区位优势。

## 2、重卡及其下游工程和公路等行业发展趋势分析

### (1) 近年来重卡行业发展良好，行业未来发展仍具有重要支撑

重型卡车是国民经济的重要生产资料。在国内经济持续稳定发展，国三柴油重卡淘汰、治理超载超限加严等宏观经济及行业外部环境因素的共同作用下，近年来我国重卡行业持续向好，重型卡车销量实现快速增长，其中 2020 年全年销量创历史新高。根据中汽协的数据显示，2018 年、2019 年、2020 年，我国重型卡车销量分别为 114.8 万辆、117.4 万辆、161.9 万辆，同比增长 2.78%、2.26%、37.90%，重卡销量连续三年创历史新高。

图：2005-2020 年我国重型卡车销售量变化情况



数据来源：中汽协

关于重型卡车行业未来发展趋势，在国内市场方面，2021 年是“十四五”规划的开局之年，在“双循环”的新发展格局下，国内市场持续扩大，以“新基建”为引领的各类基础设施工程持续开展，为工程车需求带来重要支撑；同时，伴随我国物流行业快速发展和行业治理标准的不断提高，公路货运量增加、治理超载超限加严等将带来公路车需求的不断释放。在国外市场方面，“一带一路”涉及众多沿线国家，基础设施建设需求旺盛，为重卡出口带来重要契机。

### (2) 物流行业快速发展、超载治理和国标升级带来公路车需求的不断释放

我国公路货运持续增长，物流需求成为重卡汽车主要驱动力。目前我国公路货运量和快递业务量逐年上升，导致重卡市场结构重心不断向物流重卡倾斜，物流重卡(包括牵引车和载货车等)预计将持续成为重卡市场销量的主要推动力量。2010 年至 2020 年期间，我国快递业务量上涨 31.23 倍，公路货运量上涨 41.28%。

2021年1-4月，我国公路货运量达1,152,355万吨，同比增长超过40%。2021年1-4月，全国半挂牵引车产销量分别为35.83万辆和36.68万辆，同比上升55.95%与44.61%。

图：全国公路货运运输量变化趋势



数据来源：WIND

图：历年半挂牵引车产销量及同比增速



数据来源：中汽协、WIND

此外超载治理、国标升级进一步促进了物流重卡细分市场的发展。根据2016年颁布的《汽车、挂车及汽车列车外廓尺寸、轴荷及质量限制》（于2017年开始实施）中的要求，单车的超载标准明显下降，导致单车运力下降，在此基础上，物流运输对效率更高的重型卡车产生了更多需求，成为近年重卡需求增长的重要推动力。另外，2020年以来京沪等一线城市已限制国三标准车型上路，部分城市

---

开始禁止国四标准车型上牌，旧排放标准车型的加速淘汰将加速存量重卡汽车的更新换代。

综上，随着我国经济总量的持续增长，我国物流运输的持续繁荣，以及超载治理、国标升级政策因素，将持续促进以牵引车和载货车为主的物流重卡市场需求的不断释放。

### **(3) 以新基建为引领的基础设施建设为工程重卡市场需求带来重要支撑**

以自卸车为主的工程重卡销量增速与基础建设投资规模密切相关。在我国“双循环”的新发展格局下，国内市场持续扩大，以“新基建”为引领的各类基础设施工程持续开展。根据国家统计局数据，在 2020 年新冠肺炎疫情对国内生产建设带来较大不利影响的情况下，2020 年全年固定资产投资（不含农户）518,907 亿元，增长 2.9%，仍保持了正向增长。2021 年 1-4 月全国固定资产投资（不含农户）143,804 亿元，同比增长 19.9%；比 2019 年 1-4 月份增长 8.0%，两年平均增长 3.9%。随着国内疫情管控态势稳中向好以及国民经济的快速复苏，国家基建投资力度预计仍将保持在高位，为自卸车为主的工程重卡细分市场带来了重要支撑。

### **(4) “一带一路”涉及众多沿线国家，基础设施建设需求旺盛，为重卡出口带来重大契机**

2013 年我国提出“一带一路”倡议，基础设施建设是“一带一路”发展中的重要一环。“一带一路”涉及众多沿线国家，基础设施建设需求旺盛，近年来在“一带一路”倡议的引领下，中资工程公司参与海外项目施工的机会逐渐增加，重型卡车的需求量相应增加。“一带一路”沿线国家大多数尚处在发展中，相较于动力、运载能力配置相近的欧美国家重卡产品，中国重型卡车更具性价比优势，这对我国重型卡车企业出口带来了重要契机。

## **3、国五国六标准切换情况及上依红国六标准相关产品研发、量产和销售情况**

### **(1) 国五国六标准切换情况**

---

2018年6月，国家生态环境部发布关于国家污染物排放标准《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》的公告，规定了重型柴油车国六排放标准实施阶段和实施时间，燃气重型车2021年7月1日满足国六b阶段排放；所有重型车2021年7月1日满足国六a阶段排放；所有重型车2023年7月1日满足国六b阶段排放。

国六标准的切换对商用车尾气排放作出了更为严格量化指标要求，倒逼重卡企业和柴油发动机技术向绿色环保化、节能减排方向发展。国六标准正式实施的不断临近推动柴油发动机和重卡产品向绿色环保、低排放发展。

## **（2）上依红国六标准相关产品研发情况、量产及销售情况**

如前文所述，上依红基于国六排放法规要求，并结合国五产品痛点以及当前市场需求，积极布局满足国六排放法规要求的第六代重卡。上依红的第六代重卡项目主要分为两个阶段进行开发，第一阶段在第五代产品基础上对底盘及动力总成进行技术升级，第二阶段在第一阶段车型基础上开发全新体系驾驶室及电器架构并对底盘进行性能提升。

当前上依红第六代重卡项目第一阶段产品主销车型已面向市场开放，第二阶段产品先导车型也已面向市场开放，扩展车型陆续向市场开放中。预计在2021年底开放车型覆盖重卡行业95%以上细分市场，为巩固上依红未来的市场地位和竞争优势奠定了产品基础。自2020年7月上依红国六产品陆续投放市场以来，得到了市场认可，2020年全年国六产品产量7,149辆，下半年实现销售5,417辆，2021年1-5月份国六车型产、销量达到4,207辆和4,152辆。

## **4、主要结论**

上依红在产品、销售渠道、品牌建设、地理区位等方面，具有自身的竞争优势，同时在成本价格方面具有一定的优势；随着我国经济总量的持续增长，我国物流运输的持续繁荣，以及超载治理、国标升级政策因素，将持续促进以牵引车和载货车为主的物流重卡市场需求的不断释放；在我国“双循环”的新发展格局下，国内市场持续扩大，以“新基建”为引领的各类基础设施工程持续开展，国家基建投资力度预计仍将保持在高位，为自卸车为主的工程重卡细分市场带来

了重要支撑。在国五国六标准切换的契机下，上依红积极开展第六代重卡项目研发，目前第一阶段产品主销车型已面向市场开放，自 2020 年 7 月国六产品陆续投放市场以来，产品得到了市场认可。综上，本次交易完成后，上依红凭借其核心竞争力能够维持现有竞争优势及行业地位，持续经营能力不存在重大不确定性。

## （二）补充披露上依红 2020 年营业收入同比下滑，与上菲红及行业增长水平存在较大差距的原因及合理性

### 1、上依红 2020 年营业收入同比下滑的原因

2019 年度上依红实现营业收入 1,744,055.45 万元，2020 年度上依红实现营业收入 1,711,357.15 万元，同比下降 1.87%，2020 年度营业收入下滑主要系自卸车、货箱及配件收入下降，以及其他业务收入下降所致。

单位：万元

| 项目\年份        | 2020 年度             | 2019 年度             | 2020 年度同比增长    |
|--------------|---------------------|---------------------|----------------|
| 营业收入合计       | <b>1,711,357.15</b> | <b>1,744,055.45</b> | <b>-1.87%</b>  |
| 1、主营业务收入     | <b>1,699,852.84</b> | <b>1,701,835.02</b> | <b>-0.12%</b>  |
| （1）自卸车       | 931,789.24          | 1,003,792.43        | -7.17%         |
| （2）牵引车       | 419,110.42          | 293,437.30          | 42.83%         |
| （3）载货车（含专用车） | 184,884.19          | 182,689.44          | 1.20%          |
| （4）货箱        | 100,642.35          | 157,728.27          | -36.19%        |
| （5）配件收入      | 63,426.65           | 64,187.57           | -1.19%         |
| 2、其他业务收入     | <b>11,504.31</b>    | <b>42,220.43</b>    | <b>-72.75%</b> |

2019 年度上依红自卸车收入为 1,003,792.43 万元，2020 年度自卸车收入为 931,789.24 万元，同比减少 72,003.19 万元，同比下滑 7.17%。在牵引车细分市场快速增长的背景下，上依红积极推动向工程、公路双轮驱动转型战略，优化调整自身产品销售结构，最终实现 2020 年牵引车收入同比上升 42.83%。在总体产能 7.5 万辆的基础上，为匹配牵引车销量的快速增长，上依红在产能上亦作出了相应调整，在牵引车方面有所侧重，导致自卸车存在一定的产能约束。同时，2020 年整体自卸车市场较 2019 年销量基本持平。以上原因导致公司 2020 年自卸车收入有所下滑。

---

2019 年度上依红货箱收入为 157,728.27 万元，2020 年度货箱收入为 100,642.35 万元，同比减少 57,085.92 万元，同比下滑 36.19%。一方面，货箱销量和车型结构相关，货箱主要用于配套自卸车和载货车，由于自卸车销量下降，对货箱收入产生了一定影响。另一方面，重卡用户对货箱存在个性化需求，2020 年部分区域用户更多自行选择改装厂进行货箱上装，导致 2020 年货箱销量有所减少。

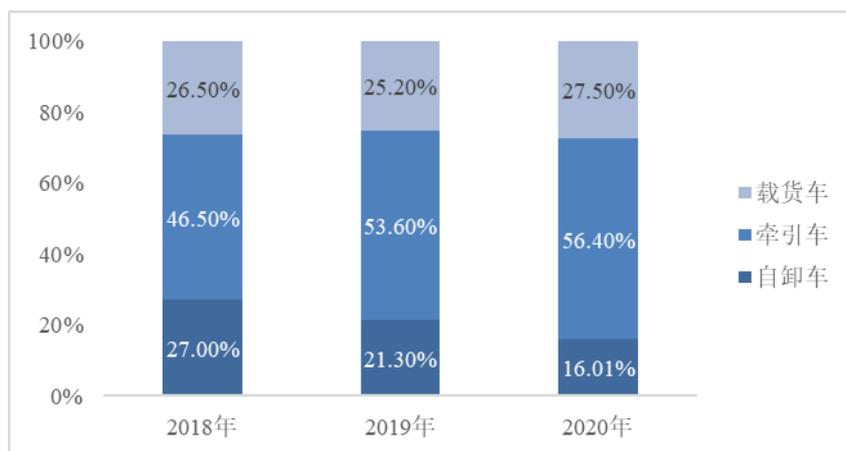
2019 年度上依红其他业务收入为 42,220.43 万元，2020 年度其他业务收入为 11,504.31 万元，同比减少 30,716.12 万元，同比下滑 72.75%。2019 年上依红将三包收入和支出同步列入其他业务收入和其他业务成本，2020 年直接在费用中核算，从而导致 2020 年该项收入降低。

## 2、上依红 2020 年营业收入与行业增长水平存在较大差异的原因

2020 年上依红重卡销量增幅 8.04%，行业增幅 37.90%，增幅小于行业水平，导致上依红 2020 年营业收入与行业增长水平存在较大差异主要系上依红车型结构不均衡、与行业车型结构不一致。

在国三柴油重卡淘汰、治理超载超限加严、基建投资回升、车辆更新换代等宏观经济及行业外部环境因素的共同作用下，2020 年我国重型卡车销量实现快速增长，总体销量增幅为 37.90%，但其中主要增幅来自于牵引车和载货车细分市场。2020 年行业牵引车销量占比 56.40%，同比增加 2.80 个百分点，载货车销量占比 27.50%，同比增加 2.30 个百分点，是带动 2020 年行业销量爆发性增长的主要因素。2020 年自卸车市场销量由 2019 年的 25.01 万辆增加至 2020 年的 25.92 万辆，销量同比增长 3.64%，在重卡行业整体销量快速增长的情况下 2020 年自卸车销量占比 16.01%，同比减少 5.29 个百分点。

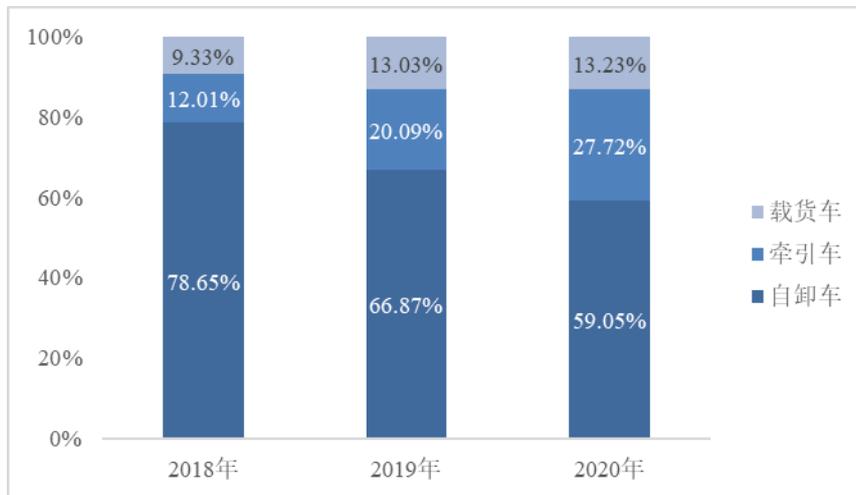
图：重卡行业销量的车型结构



数据来源：行业研究数据

目前上依红正积极推动向工程、公路双轮驱动转型战略，优化调整自身产品销售结构，积极突破牵引车市场。2020 年上依红车型销售结构调整取得一定成果，牵引车销量结构占比由 2019 年的 20.09% 增长至 2020 年的 27.72%，但整体销售结构仍以自卸车为主，2020 年自卸车仍高达 59.05%，大幅高于行业中自卸车的占比，具体情况如下图所示：

图：上依红销量的车型结构



综上，上依红产品结构不均衡，虽然 2020 年牵引车销售占比有所提高，但自卸车占比仍然大幅高于行业占比，而 2020 年行业大幅增长主要来源于牵引车和载货车的销量增长，而自卸车销量基本持平，是导致上依红销量增幅低于行业水平的主要原因。

### 3、与上菲红增长水平存在较大差距的原因及合理性

由于国六标准将在 2021 年 7 月全面落地，在政策全面落地前夕，国五需求将集中释放，上依红抢抓 2021 年上半年增量机遇以把握行业趋势，在 2020 年积极组织生产，进行了提前备货，因此 2020 年对上菲红的采购量也相应增加。上依红 2020 年重卡产量 77,671 辆，较 2019 年产量增长 45.54%，2020 年采购上菲红发动机 57,521 台，较 2019 年采购量增长 39.83%。受上依红提前备货，形成发动机提前采购的影响，2020 年上菲红销量有较大幅度增加，导致上依红和上菲红营业收入增长水平存在较大差距，具有合理性。

### (三) 结合以上情况、上依红在手订单及其约束力等，补充披露其 2021 年、2022 年营业收入预测增长率的可实现性

#### 1、2021 年 1-5 月实际销量和预测数对比

2021 年 1-5 月上依红非国六重卡销量较全年预测销量完成率为 104.00%，2021 年 1-5 月上依红全部重卡销量相对于全年预测量完成率为 66.82%，完成情况良好。基于 2021 年 1-5 月的销售情况来看，公司已完成 2021 年全年非国六车型预测销量，总体合计销量亦具有可实现性。

单位：辆

| 类型        | 2021 年 1-5 月销量 |               | 2021 年预测量     |               | 完成率            |               |
|-----------|----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|
|           | 非国六            | 合计            | 非国六           | 合计            | 非国六完成率         | 总体完成率         |
| 牵引车       | 11,562         | 13,266        | 15,300        | 26,300        | 75.57%         | 50.44%        |
| 自卸车       | 22,855         | 24,663        | 16,100        | 27,800        | 141.96%        | 88.72%        |
| 载货车（含专用车） | 4,998          | 5,638         | 6,500         | 11,100        | 76.89%         | 50.79%        |
| <b>合计</b> | <b>39,415</b>  | <b>43,567</b> | <b>37,900</b> | <b>65,200</b> | <b>104.00%</b> | <b>66.82%</b> |

#### 2、在手订单及单及其约束力

截至 2021 年 5 月末，上依红在手尚未排产的订单有 4,318 辆，库存车辆中对应的需求订单数为 5,770 辆，合计有效订单数 10,088 辆。

在订单约束力方面，经销商订单需交纳相应的订金，约定回款期限及回款方式，按上依红《订单管理办法》相关规定进行审核，对于撤单和变更有相应考核，以上在手订单具备约束力。

---

### 3、公司重点突破牵引车市场，以积极推动向工程、公路双轮驱动转型战略，优化产品结构

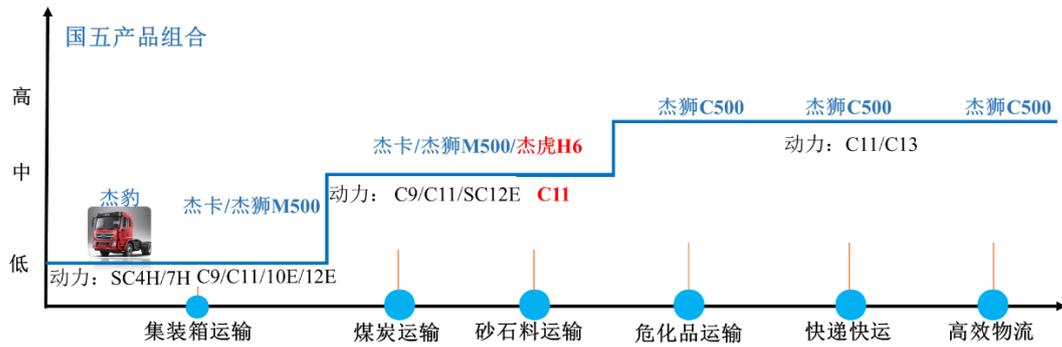
我国公路货运持续增长，物流需求成为重卡汽车主要驱动力。目前我国公路货运量和快递业务量逐年上升，导致重卡市场结构重心不断向物流重卡倾斜，物流重卡（包括牵引车和载货车等）成为重卡市场销量的主要推动力量。上依红目前正积极推动向工程、公路双轮驱动转型战略，利用国五国六转换契机，以提高牵引车的市场占比，进而提升在整个重卡行业的市场占有率。通过牵引车领域的一系列市场举措，进一步提升牵引车的市场竞争力，优化公司产品结构。

#### （1）产品策略

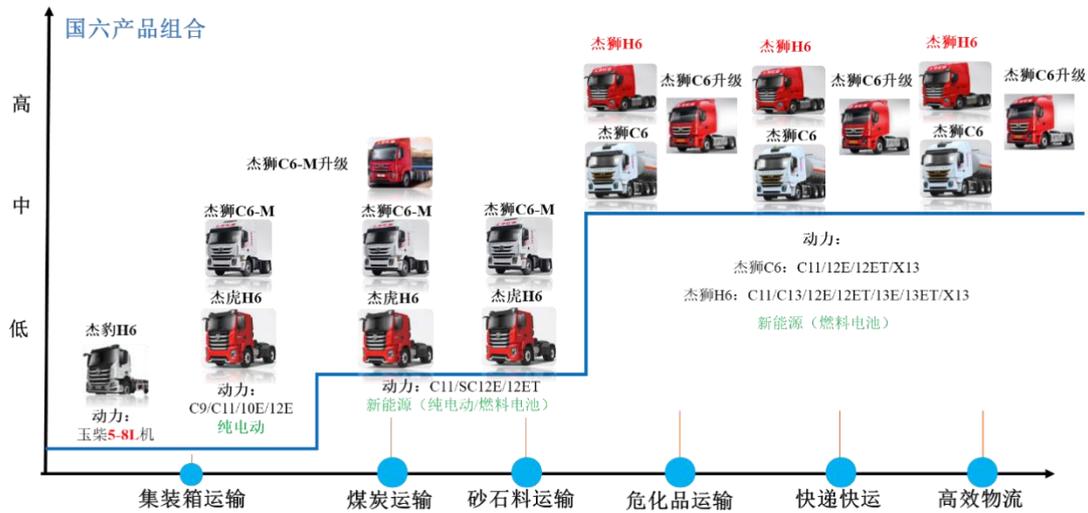
上依红将积极完善牵引车多元化的产品布局，打造涵盖高端、中高端及中低端产品以及新能源、传统能源产品的产品体系，通过在每个细分市场门类中布局至少两款面向不同用户需求的重卡产品，最大程度满足用户对产品实用性、舒适度等方面的差异化偏好，以积极把握国六切换机遇，提升不同细分市场的综合产品竞争力，不断提升产品的营销能力和市场渗透力，改善国五阶段牵引车产品相对单一，尤其在高效物流、快递快运、危化品运输等牵引车下游重点应有领域主力产品较为单一的现状。

在国六初期阶段，上依红全新开发的杰狮 H6 系列进行市场导入，产品定义为双高策略，即高端产品瞄准高端客户，进行有效市场对标，主攻高效物流市场、快递快运市场、危化品运输市场；同期，杰狮 C 系列产品进行降维促销，主攻中端市场，杰狮 M 系列作为杰狮 C 系列补充产品进行中低端产品市场对标；杰虎系列产品则进行中低端市场切入。在中期阶段，扩展杰狮 C 系列产品竞争力，进行产品升级，嫁接杰狮 H6 内饰，提升产品综合竞争力，扩大中端市场综合竞争力；同期，杰狮 H6 进入市场推广期。在中长期阶段，杰狮 H6 进入成熟期，同期进行降维促销，定义中高端市场，提升产品综合竞争力。

图：上依红国五牵引车产品组合



图：上依红国六牵引车产品组合



## (2) 细分行业拓展策略

在优势市场领域，针对煤炭运输、砂石料运输、港口运输市场进行重点推进，在上汽红岩产品优势市场进行市场攻坚，实现市场占有率进一步提升，其中：煤炭运输市场，主攻山东、山西、河南、河北、陕西、宁夏、内蒙古等煤炭运输行业重点分布区域，对重卡村、车队、运输公司进行地推作业，打造“黑金服务联盟”，即专属运煤服务联盟，实现服务直连终端用户；砂石料运输市场，通过重点产品引领+车挂一体销售模式抢占市场先机，跟踪式销售，抢抓治理载重超标机会，重点区域全面推进，并锁定目标竞品制定有针对性的竞品策略，同时通过大客户的开拓，以点带面突破；港口运输领域，依托进出口贸易复苏、港牵产品需求增长市场机遇，采用传统产品+新能源产品差异化组合，以及 5G+AI L4 智能重卡全周期运营解决方案，抢占市场。

在物流市场领域，上依红先期针对快递快运、零担物流市场进行高端客户铺垫，提升客户口碑及美誉度；中长期在物流市场中提升销量，建立核心运输公司客户 100-150 家，进驻物流集散地进行销售。

在专业市场领域，借助上依红高安全性在危化品运输市场建立标杆客户群体，打造 500 名核心客户群体；并在冷链运输、大件运输、钢材运输建立核心渠道及核心客户 1,000 名，打造细分市场运输管理专家。

### (3) 渠道能力建设策略

进一步提升重卡商圈覆盖率：通过梳理全国重卡卖场，实现省会城市、容量 >3,000 辆的城市重卡商圈 100% 人车店覆盖，地级市重卡商圈 100% 展车覆盖，其中大容量市场可推进一级、直营覆盖，县级市场、小容量市场推进二级合作覆盖，最终实现 2021 年底重卡商圈覆盖率达到 80% 以上、2022 年达 85% 以上、2023 年达 90% 以上。

加强专营渠道建设：建设独立店面专营渠道，所有牵引车经销商必须配备专职团队，到 2021 年末独立渠道目标 80 家，2022 年末独立渠道目标 120 家，2023 年末独立渠道目标 150 家；并积极培育二级专营渠道，纳入一级专营渠道管理，针对大容量市场/重点市场/重点区县发展核心二级专营渠道，2021 年底核心二级专营渠道数达到 100 家，2022 年底核心二级专营渠道数达 120 家，2023 年底核心二级专营渠道数达 150 家。

弱势区域定向开发：重点针对牵引车市场容量大于 3,000 辆且上依红牵引车占有率低于 2% 的地级市，上依红重新规划开发经销商，与现有经销商优胜劣汰，提升弱势区域的市场竞争力。

通过以上措施的实施，在牵引车经销商数量增加的同时，实现经销商销量分布结构的优化，逐步提升优质经销商的占比。

| 年份     | 销量分布的经销商数量（家） |       |         |         |         |         | 网络总数（家） |
|--------|---------------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|
|        | 1-49 辆        | 50-99 | 100-299 | 300-499 | 500-999 | ≥1000 辆 |         |
| 2021 年 | 135           | 50    | 27      | 8       | 5       | 5       | 230     |
| 2022 年 | 155           | 63    | 35      | 12      | 8       | 7       | 280     |

| 年份     | 销量分布的经销商数量（家） |       |         |         |         |         | 网络总数（家） |
|--------|---------------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|
|        | 1-49 辆        | 50-99 | 100-299 | 300-499 | 500-999 | ≥1000 辆 |         |
| 2023 年 | 125           | 92    | 45      | 18      | 12      | 8       | 300     |

#### （4）组织保障及服务能力建设

上依红成立了牵引车事业部，建立从总部到终端的专业团队、专业人员、专项作业的全方位直联终端营销体系，区域设置牵引车品系经理、渠道设置牵引车销售经理，专人专项作业。并实行牵引车畅行服务策略，积极推行“不停车服务（针对车辆故障短时间不能处理的客户，推行代用车服务支持）+长质保”，开展专线、专项保障，配件区域库/配件资源前置等，进行承诺式服务消除客户购车顾虑。

综上所述，结合上依红产品、成本价格、销售渠道、品牌效应、区位等方面的优势，重卡及其下游工程和公路等行业发展趋势，上依红 2021 年 1-5 月的实际销售情况及在手订单情况，并结合公司重点突破牵引车市场，以积极推动向工程、公路双轮驱动转型战略，2021 年和 2022 年营业收入预测具备可实现性。

#### （四）结合上菲红与上依红的产业配套关系，补充披露双方上述预测期内营业收入增长率存在较大差异的原因及合理性

根据东洲评估出具的《上依红评估报告》和《上菲红评估报告》，上依红和上菲红盈利预测期内营业收入及增长率预测情况如下表所示：

单位：万元

| 项目      | 2021 年       | 2022 年       | 2023 年       | 2024 年       | 2025 年       | 2026 年及以后    |
|---------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 上依红营业收入 | 1,859,898.39 | 2,127,602.90 | 2,173,052.76 | 2,223,310.99 | 2,268,553.17 | 2,268,553.17 |
| 增长率     | 8.68%        | 14.39%       | 2.14%        | 2.31%        | 2.03%        | 0.00%        |
| 上菲红营业收入 | 321,934.32   | 327,999.61   | 333,370.16   | 338,740.71   | 344,111.26   | 344,111.26   |
| 增长率     | -25.17%      | 1.88%        | 1.64%        | 1.61%        | 1.59%        | 0.00%        |

其中，2021 年、2022 年上依红营业收入预测增长率分别为 8.68%、14.39%，同期上菲红营业收入预测增长率分别为-25.17%和 1.88%，增长率存在一定差异；

---

后续预测期内双方保持小幅增长，上菲红营业收入增长率小幅低于上依红，趋势保持基本一致。就双方预测期内营业收入增长率存在较大差异的原因分析如下：

### **1、2021 年营业收入预测增长率差异的原因分析**

由于国六标准将在 2021 年 7 月全面落地，在政策全面落地前夕，国五需求将集中释放，上依红抢抓 2021 年上半年增量机遇以把握行业趋势，在 2020 年积极组织生产，进行了提前备货，因此 2020 年对上菲红的采购量也相应增加。上依红 2020 年重卡产量 77,671 辆，较 2019 年产量增长 45.54%，2020 年采购上菲红发动机 57,521 台，较 2019 年采购量增长 39.83%。受上依红提前备货，形成发动机提前采购的影响，预计 2021 年上菲红整体发动机销量将有所下滑。

### **2、预测期后续年份营业收入预测增长率差异的原因分析**

#### **(1) 上依红产品结构调整，发动机采购实行多元化的策略**

在十三五期间国五阶段，上依红发动机主配厂商是上菲红和上柴股份，随着上依红的快速发展，上菲红营业收入也实现了大幅增长。按照上依红战略规划，未来上依红将重点突破公路车市场，实现牵引车和载货车销量占比提升，而载货车市场重卡主配发动机为 4L-8L，牵引车大件运输细分市场向 15L 大马力发动机方向发展，而上菲红发动机排量集中在 9L-13L，排量 4-8L 和 15L 的发动机型缺失，因此，上依红第六代重卡发动机采购将实行多元化的策略，除主配上菲红和上柴股份发动机外，还将采购部分其他发动机供应商的发动机。因此，未来随着上依红大马力牵引车和载货车的不断上量，上菲红发动机占比预期将有所下滑，造成双方预测期后续年份营业收入增长率存在一定差异。

#### **(2) 上依红布局新能源重卡，上菲红暂无相关产品配套**

随着环保标准和城市空气质量达标要求的持续提升，国家积极推广使用新能源车辆，更多行业客户开始使用新能源车型。目前我国新能源汽车产业先发优势和规模优势已经形成，商用车领域的双积分政策和碳交易机制将进一步推动商用车节能减排，实现产业升级。顺应行业发展趋势，上依红积极布局新一代新能源重卡产品，推进新能源重卡技术的持续迭代，实现了纯电、充换一体、超快充和氢燃料电池等新能源重卡产品的布局，而上菲红暂无相关发动机产品配套，也在

---

一定程度上造成了上依红和上菲红预测期后续年份营业收入增长率存在一定差异。

综上所述，上依红抢抓 2021 年上半年增量机遇在 2020 年进行了提前备货，是导致双方 2021 年营业收入预测增长率差异的主要原因。预测期后续年份营业收入预测增长率差异，主要系上依红产品结构调整，在发动机采购实行多元化的策略，以及上依红布局新能源重卡，上菲红暂无相关产品配套，是导致上依红与上菲红在预测期内营业收入增长率存在较大差异的原因。基于以上分析，双方预测期内营业收入增长率存在较大差异具备合理性。

#### **（五）补充披露本次购买上依红 100%股权的交易作价远高于前次股权转让作价的原因及合理性**

2018 年 9 月，上汽集团以 2,711.92 万元收购上依投持有的上依红 3.04% 股权，上海立信资产评估有限公司就收购股权事宜出具了《上海汽车集团股份有限公司拟收购上汽依维柯红岩商用车有限公司非国有单位产权所涉及的上汽依维柯红岩商用车有限公司股东全部权益资产评估报告》（信资评报字[2018]第 20025 号），上依红于评估基准日 2018 年 2 月 28 日的全部股东权益价值评估值为 89,200.00 万元（以下简称“前次评估”），增值 33,084.74 万元，增值率 58.96%。

本次交易中，根据东洲评估出具的东洲评报字[2021]第 0077 号《上依红评估报告》，上依红于评估基准日 2020 年 12 月 31 日的全部股东权益价值为 320,300.00 万元。上依红前次评估与本次评估均采用收益法结果作为评估结论，两次评估值差异 231,100.00 万元。以下就两次评估差异的原因及合理性分析如下：

##### **1、结合前后两次评估的具体过程，评估差异具有合理性**

上依红前后两次评估均采用资产基础法及收益法进行评估，并最终选取收益法结果作为评估结论，结合两次评估中收益法评估的具体情况，就评估值差异产生的原因及其合理性，进行分析如下：

## (1) 企业经营性资产价值评估差异分析

自前次评估以来，上依红经营业绩情况持续提升，本次评估过程中上依红预测期的归母净利润较前次评估有较为明显的提升，尤其折现系数较高的预测期前五年中，盈利预测值提升明显。

根据前后两次的评估报告，本次评估上依红企业经营性资产价值为 275,868.99 万元，前次评估为 197,400.00 万元，差异 78,468.99 万元，结合两次盈利预测的情况和报告期内上依红业绩实现情况，以上差异具有合理性：

单位：万元

| 项目       | 预测期第一年           | 预测期第二年           | 预测期第三年           | 预测期第四年           | 预测期第五年          | 预测期第六年          | 预测期第七年        | 预测期永续期        |
|----------|------------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|-----------------|---------------|---------------|
| 前次评估     | 2018年3-12月       | 2019年            | 2020年            | 2021年            | 2022年           | 2023年           | 2024年         | 2025年及以后      |
| 归属母公司净利润 | 9,478.77         | 15,962.66        | 16,632.78        | 15,463.03        | 31,047.15       | 32,505.75       | 32,767.55     | 32,767.55     |
| 本次评估     | 2021年            | 2022年            | 2023年            | 2024年            | 2025年           | 2026年           | 2027年         | 2028年及以后      |
| 归属母公司净利润 | 25,687.83        | 34,614.44        | 32,854.57        | 35,133.45        | 33,781.28       | 33,872.82       | 33,410.96     | 33,410.96     |
| 差值       | <b>16,209.06</b> | <b>18,651.78</b> | <b>16,221.79</b> | <b>19,670.42</b> | <b>2,734.13</b> | <b>1,367.07</b> | <b>643.41</b> | <b>643.41</b> |

## (2) 企业非经营性资产价值评估差异分析

本次评估中，上依红非经营性资产价值为 54,188.24 万元，具体如下表所示：

单位：万元

| 科目名称            | 内容            | 账面价值             | 评估价值             |
|-----------------|---------------|------------------|------------------|
| <b>非经营性资产小计</b> |               | <b>62,149.99</b> | <b>62,789.31</b> |
| 长期股权投资          | 子公司投资         | 1,415.60         | 2,014.05         |
| 其他流动资产          | 待抵扣增值税及预缴附加税费 | 41,273.94        | 41,273.94        |
| 递延所得税资产         |               | 4,706.24         | 4,706.24         |
| 无形资产            | 土地使用权         | 7,315.27         | 7,356.14         |
| 其他非流动资产         | 土地预付、设备预付     | 6,240.40         | 6,240.40         |
| 开发支出            | 代开发技术         | 1,198.53         | 1,198.53         |
| 科目名称            | 内容            | 账面价值             | 评估价值             |
| <b>非经营性负债小计</b> |               | <b>13,956.95</b> | <b>8,601.07</b>  |
| 其他应付款           | 非经营性往来：设备款    | 3,368.11         | 3,368.11         |

| 科目名称   | 内容        | 账面价值     | 评估价值     |
|--------|-----------|----------|----------|
| 其他流动负债 | 未决诉讼计风险计提 | 2,399.80 | 2,399.80 |
| 递延收益   | 产业扶持资金    | 6,301.04 | 945.16   |
| 长期应付款  | 员工中长期激励计划 | 1,888.00 | 1,888.00 |

前次评估，上依红非经营性资产价值为 5,751.66 万元，具体如下表所示：

单位：万元

| 科目名称            | 内容            | 账面价值            | 评估价值            |
|-----------------|---------------|-----------------|-----------------|
| <b>非经营性资产小计</b> |               | <b>5,415.15</b> | <b>7,387.46</b> |
| 固定资产            | 旧厂房及部分闲置封存设备等 | 1,546.47        | 2,815.98        |
| 无形资产            | 土地使用权         | 2,609.48        | 3,197.48        |
| 长期股权投资          | 子公司投资         | 1,259.20        | 1,374.00        |
| 科目名称            | 内容            | 账面价值            | 评估价值            |
| <b>非经营性负债小计</b> |               | <b>1,635.80</b> | <b>1,635.80</b> |
| 其他非流动负债         | 未决诉讼          | 1,635.80        | 1,635.80        |

本次评估较前次评估非经营性资产价值差异为 48,436.58 万元，主要系标的公司本次评估基准日账面上存在的待抵扣增值税及预缴附加税费所产生，是导致前后两次评估差异的一个重要原因。

### (3) 企业有息债务差异分析

本次评估基准日，上依红存在有息债务 9,800.00 万元；前次评估基准日，上依红存在有息债务 114,000.00 万元（包括短期借款 95,000.00 万元，一年内到期非流动负债 6,000 万元，长期借款 13,000.00 万元，两次评估基准日期间相关有息负债已进行了偿还）。本次评估基准日，上依红有息债务较前次评估基准日减少 104,200.00 万元，是导致前后两次评估差异的另一个重要原因。

综上，结合两次收益法评估过程，本次评估收益法评估结果较前次评估收益法评估结果增加 231,100.00 万元具有合理性。

## 2、结合上依红经营改善情况，评估差异具有合理性

在国三柴油重卡淘汰、治理超载超限加严、基建投资回升等宏观经济及行业外部环境因素的共同作用下，2020 年我国重型卡车销量实现快速增长，全年销量创历史新高。根据中汽协的数据显示，2018 年、2019 年、2020 年，重型卡车

销量分别为 114.8 万辆、117.4 万辆、161.9 万辆，同比增长 2.78%、2.26%、37.90%，连续三年重卡销量创历史新高。

图：2005-2020 年我国重型卡车销售量变化情况



数据来源：中汽协

在良好的行业发展形势下，近年来，上依红坚持“创新驱动、差异引领”战略，不断提升公司核心竞争力，强化和提升公司行业地位。2017 年上依红在重卡企业中排名行业第七位，至 2020 年已位列行业第六位，其中在自卸车领域，2017 年上依红排名行业第三，2018 年和 2019 年上升至行业第一位。前次评估基准日至本次评估基准日期间，上依红经营业绩有大幅度提升，归母净资产有较大幅度增加（主要来源于期间的公司利润积累，同时在前次评估基准日后，上汽集团、上依投、重庆机电对上依红进行了 3 亿元的增资）。

上依红前次评估的评估基准日为 2018 年 2 月 28 日，对应的上依红历史期间的财务数据（合并口径）如下：

单位：万元

| 项目    | 2018 年 2 月 28 日 | 2017 年 12 月 31 日 | 2016 年 12 月 31 日 |
|-------|-----------------|------------------|------------------|
| 总资产   | 706,992.04      | 688,552.36       | 387,495.86       |
| 总负债   | 654,366.03      | 638,484.03       | 348,553.87       |
| 归母净资产 | 52,626.01       | 50,068.33        | 38,942.00        |
| 项目    | 2018 年 1-2 月    | 2017 年           | 2016 年           |
| 营业收入  | 242,566.12      | 1,143,415.24     | 427,456.96       |
| 利润总额  | 2,557.68        | 11,126.33        | -39,709.03       |
| 归母净利润 | 2,557.68        | 11,126.33        | -39,709.03       |

本次交易的评估基准日为 2020 年 12 月 31 日，对应的上依红报告期内的财务数据（合并口径）如下：

单位：万元

| 项目    | 2020 年 12 月 31 日 | 2019 年 12 月 31 日 |
|-------|------------------|------------------|
| 总资产   | 1,550,976.21     | 1,011,460.60     |
| 总负债   | 1,385,791.90     | 883,423.39       |
| 归母净资产 | 165,184.31       | 128,037.21       |
| 项目    | 2020 年           | 2019 年           |
| 营业收入  | 1,711,357.15     | 1,744,055.45     |
| 利润总额  | 32,803.66        | 27,912.57        |
| 归母净利润 | 37,147.10        | 26,838.86        |

3、结合两次评估估值倍数及可比上市公司、可比交易案例，本次评估值具有合理性

(1) 上依红两次评估对应的市净率和市盈率不存在明显差异

上依红两次评估对应的市净率和市盈率如下表所示，本次评估对应的市净率、市盈率稍高于前次评估的相关估值倍数，但不存在明显差异。

| 项目   | 市净率 (PB) | 市盈率 (PE) |
|------|----------|----------|
| 前次评估 | 1.69     | 8.02     |
| 本次评估 | 1.94     | 8.62     |

注：前次评估的市净率以上依红 2018 年 2 月 28 日的归母净资产为基础进行计算，市盈率以上依红 2017 年度的归母净利润为基础进行计算；本次评估的市净率以上依红 2020 年 12 月 31 日的归母净资产为基础进行计算，市盈率以上依红 2020 年度的归母净利润为基础进行计算。

(2) 结合可比上市公司、可比交易案例，上依红本次评估值具有合理性

1) 上依红与同行业可比上市公司的对比分析

上依红主要从事开发、制造、销售以牵引车、自卸车、载货车和专用车在内的重型卡车产品以及配套零部件，选取同行业可比公司进行估值对比分析如下：

| 证券代码      | 证券简称 | 市盈率 (PE <sup>注1</sup> ) | 市净率 (PB <sup>注2</sup> ) |
|-----------|------|-------------------------|-------------------------|
| 000800.SZ | 一汽解放 | 20.15                   | 2.19                    |
| 600166.SH | 福田汽车 | 133.94                  | 1.34                    |

| 证券代码              | 证券简称 | 市盈率 (PE <sup>注1</sup> ) | 市净率 (PB <sup>注2</sup> ) |
|-------------------|------|-------------------------|-------------------------|
| 000951.SZ         | 中国重汽 | 11.23                   | 2.52                    |
| 600418.SH         | 江淮汽车 | 162.36                  | 1.77                    |
| 000550.SZ         | 江铃汽车 | 32.35                   | 1.62                    |
| 600375.SH         | 汉马科技 | -9.10                   | 1.87                    |
| 均值 <sup>注3</sup>  |      | <b>21.25</b>            | <b>1.89</b>             |
| 中值 <sup>注4</sup>  |      | <b>20.15</b>            | <b>1.82</b>             |
| 上依红 <sup>注5</sup> |      | <b>8.62</b>             | <b>1.94</b>             |

注1：以上市公司2020年归属于母公司所有者净利润为基础计算市盈率；

注2：以上市公司2020年12月31日归属于母公司所有者净资产为基础计算市净率；

注3：在计算可比公司市盈率均值时剔除了极值江淮汽车、福田汽车、汉马科技；

注4：在计算可比公司市盈率中值时剔除了极值江淮汽车、福田汽车、汉马科技；

注5：标的公司市盈率=标的公司估值/标的公司2020年度归属于母公司所有者净利润；标的公司市净率=标的公司估值/标的公司2020年12月31日归属于母公司所有者净资产。

根据上表，与同行业可比上市公司比较，本次交易标的公司上依红评估值对应的市盈率为8.62倍，低于同行业上市公司平均水平；市净率为1.94倍，略高于同行业上市公司平均水平。上依红的交易定价具备公允性、合理性。

## 2) 上依红与同行业可比交易案例的对比分析

经梳理近年整车行业并购案例，相关案例标的资产定价对应的估值情况具体如下表所示：

| 序号  | 上市公司 | 标的公司       | 标的公司主营业务                    | 评估基准日      | 市盈率          | 市净率         |
|-----|------|------------|-----------------------------|------------|--------------|-------------|
| 1   | 一汽轿车 | 一汽解放100%股权 | 商用车的研发、生产及销售                | 2019年3月31日 | 18.59        | 1.41        |
| 2   | 小康股份 | 东风小康50%股权  | 开发、生产、销售东风牌多用途乘用车、微型货车和微型客车 | 2019年6月30日 | 38.49        | 2.83        |
| 平均值 |      |            |                             |            | <b>28.54</b> | <b>2.12</b> |
| 上依红 |      |            |                             |            | <b>8.62</b>  | <b>1.94</b> |

根据上述可比交易案例统计结果，上依红本次交易作价对应的市盈率、市净率低于上市公司可比交易案例的平均市盈率、市净率，本次评估结果具有公允性、合理性。

## (六) 中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

---

1、上依红在产品、成本价格、销售渠道、品牌效应、区位等方面，具有自身的竞争优势；随着我国经济总量的持续增长，我国物流运输的持续繁荣，以及超载治理、国标升级政策因素，将持续促进以牵引车和载货车为主的物流重卡市场需求的不断释放；在我国“双循环”的新发展格局下，国内市场持续扩大，以“新基建”为引领的各类基础设施工程持续开展，国家基建投资力度预计仍将保持在高位，为自卸车为主的工程重卡细分市场带来了重要支撑。在国五国六标准切换的契机下，上依红积极开展第六代重卡项目研发，目前第一阶段产品主销车型已面向市场开放，自 2020 年 7 月国六产品陆续投放市场以来，产品得到了市场认可。综上，本次交易完成后，上依红凭借其核心竞争力能够维持现有竞争优势及行业地位，持续经营能力不存在重大不确定性。

2、2020 年度营业收入下滑主要系自卸车、货箱及配件收入下降，以及其他业务收入下降所致。上依红产品结构不均衡，自卸车占比较高，牵引车占比相对较低，而 2020 年行业大幅增长主要来源于牵引车和载货车，是导致上依红销量增幅低于行业水平的主要原因。2020 年受上依红提前备货，形成发动机提前采购的影响，上菲红销量有较大幅度增加，导致上依红和上菲红营业收入增长水平存在较大差距，具有合理性。

3、结合上依红产品性能、成本价格、销售渠道、品牌效应、区位等方面的竞争优势，重卡及其下游工程和公路等行业发展趋势，上依红 2021 年 1-5 月的实际销售情况及在手订单情况，并结合公司重点突破牵引车市场，以积极推动向工程、公路双轮驱动转型战略，2021 年和 2022 年营业收入预测具备可实现性。

4、上依红抢抓 2021 年上半年增量机遇在 2020 年进行了提前备货，是导致上依红和上菲红 2021 年营业收入预测增长率差异的主要原因。预测期后续年份营业收入预测增长率差异，主要系上依红产品结构调整，在发动机采购实行多元化的策略，以及上依红布局新能源重卡，上菲红暂无相关产品配套，是导致上依红与上菲红在预测期内营业收入增长率存在较大差异的原因。基于以上分析，双方预测期内营业收入增长率存在较大差异具备合理性。

---

5、本次评估值高于前次的原因主要系重卡市场景气度提升、上依红整体资产规模增加、经营情况改善等多因素叠加造成，结合两次评估估值倍数及可比上市公司、可比交易案例，本次评估值具有合理性。

