

国泰君安证券股份有限公司

关于

上海证券交易所

《关于对上海柴油机股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并
募集配套资金暨关联交易预案信息披露的问询函》相关问题
之专项核查意见

上海证券交易所：

上海柴油机股份有限公司（以下简称“上柴股份”或“上市公司”）于 2021 年 1 月 17 日收到上海证券交易所（以下简称“上交所”）《关于对上海柴油机股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案信息披露的问询函》（上证公函[2021]0055 号，以下简称“问询函”），国泰君安证券股份有限公司作为上柴股份本次重大资产重组的独立财务顾问，组织中介机构对有关问题进行了认真分析和核查，出具了问询函回复之专项核查意见。

如无特别说明，本专项核查意见中的简称均与《上海柴油机股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》（以下简称“重组预案”或“预案”）中的简称具有相同含义。

截至本核查意见出具日，标的资产审计、评估、尽职调查等工作尚未完成。本核查意见中所涉及的标的资产财务数据未经本次重组聘请的审计机构审计，与最终审计结果可能存在差异。

一、预案显示，本次交易标的公司包括上汽菲亚特红岩动力总成有限公司（以下简称上菲红）、上汽依维柯红岩商用车有限公司（以下简称上依红）。本次交易完成后，公司将直接持有上菲红 10% 股权，并持有上汽依维柯商用车投资有限公司（以下简称上依投）50% 股份，上依投系持股平台，主要资产为持有上菲红 60% 股权和上依红 9.04% 股权。上菲红主要从事柴油发动机及其零部件的开发、生产、装备和销售等业务，与公司主营业务存在交叉。另据公开信息显示，公司控股股东上海汽车集团股份有限公司开展商用车业务，与上依红主营业务存在交叉。请公司补充披露：（1）结合公司对于上依投的持股比例、治理架构、经营决策机制等，说明本次交易完成后，公司能否实际控制上依投和上菲红；（2）如公司无法实际控制上菲红，结合公司战略方向、标的资产协同性等，说明本次收购上菲红部分股权的合理性；（3）结合业务开展、核心技术、资金财务、关联交易等方面情况，说明本次交易完成后，标的公司能否与原股东保持独立，是否存在对原股东的重大依赖，以及是否有利于上市公司减少关联交易、避免同业竞争、增强独立性，是否符合重组办法等相关规定。请财务顾问发表意见。

回复：

（一）结合公司对于上依投的持股比例、治理架构、经营决策机制等，说明本次交易完成后，公司能否实际控制上依投和上菲红

1、对于上依投的持股比例

本次交易前，上海汽车集团股份有限公司（以下简称“上汽集团”）和 IVECO S.p.A.（以下简称“IVECO”）分别持有上依投 50.00% 的股权；上依投、FPT INDUSTRIAL S.p.A.（以下简称“FPT”）和重庆机电控股（集团）公司（以下简称“重庆机电”）分别持有上菲红 60.00%、30.00% 以及 10.00% 的股权。

根据公司分别与上汽集团、重庆机电签署的《发行股份购买资产协议》，公司拟通过发行股份的方式购买上汽集团持有的上依投 50.00% 股权，购买重庆机电持有的上菲红 10.00% 股权。本次交易完成后，上柴股份和 IVECO 分别持有上依投 50.00% 的股权；上依投、FPT 和上柴股份分别持有上菲红 60.00%、30.00% 以及 10.00% 的股权。

2、对于上依投治理架构、经营决策机制的相关安排

本次交易完成后，上柴股份将承继上汽集团、重庆机电在现有的上依投和上菲红的《合资合同》和《章程》项下的所有权利和义务，包括但不限于其中规定的公司治理原则。

根据上依投现行的《合资合同》、《章程》，董事会是上依投的最高权力机构，上依投董事会由 6 名董事组成，上汽集团和 IVECO 各任命 3 名董事，章程修改、注册资本增加或减少等上依投的重大事项须经所有董事一致同意方可生效，其他事项至少应由 4 名董事同意方可生效。

根据上菲红现行的《合资合同》、《章程》，董事会是上菲红的最高权力机构，上菲红董事会由 7 名董事组成，其中上依投委派 4 名董事（上汽集团、IVECO 分别指示上依投委派 2 名董事）、FPT 委派 2 名董事、重庆机电委派 1 名董事。章程修改、注册资本增加或减少等事项须经所有亲自或派代表出席董事会会议的董事一致通过；批准公司股权转让、经营计划和预算外的业务出售、公司或资产收购等事项须经亲自或派代表出席董事会会议的董事（包括至少三名上依投委派的董事）以不少于四分之三的赞成票通过；其他事项可由亲自或派代表出席董事会会议的董事（包括至少一名 FPT 委派的董事）以过半数赞成票通过。

综上，本次交易完成后，上柴股份与 IVECO 将共同控制上依投；上柴股份与 IVECO 通过上依投持有上菲红 60.00%股权，同时上柴股份直接持有上菲红 10.00%股权，但未形成对上菲红的实际控制权。

（二）如公司无法实际控制上菲红，结合公司战略方向、标的资产协同性等，说明本次收购上菲红部分股权的合理性

1、上市公司未来发展战略

本次重组完成后，上市公司将致力于打造重型卡车和柴油发动机两大产业板块协同发展的新格局，其中重型卡车业务将以本次交易完成后全资控股的上依红为平台，进军商用车重卡领域的第一集团，柴油发动机业务将延续国内领先的多领域独立供应商的定位，为国内外商用车、工程机械、农机、中小型船舶和发电机组客户提供技术领先的产品。

2、关于本次收购上菲红部分股权的合理性

通过本次交易，上柴股份将完成对中方所持有的全部上菲红权益比例的收购，即上柴股份通过向上汽集团收购上依投 50.00% 股权实现对上依投的共同控制，上柴股份与 IVECO 通过上依投持有上菲红 60.00% 股权；同时收购了重庆机电持有的上菲红 10.00% 股权。本次交易完成后，上柴股份将持有上菲红 40.00% 的权益比例（通过上依投间接持有上菲红 30.00% 的权益比例，同时直接持有上菲红 10.00% 的股权），未形成对上菲红的实际控制权，IVECO 和 FPT 分别持有上菲红 30.00% 的权益比例或股权。

根据《监管规则适用指引——上市类第 1 号》的相关规定，“上市公司发行股份拟购买资产为企业股权时，原则上在交易完成后应取得标的企业控股权，如确有必要购买少数股权的，应当同时符合以下条件：（一）少数股权与上市公司现有主营业务具有显著协同效应，或者与本次拟购买的主要标的资产属于同行业或紧密相关的上下游行业，通过本次交易一并注入有助于增强上市公司独立性、提升上市公司整体质量。（二）交易完成后上市公司需拥有具体的主营业务和相应的持续经营能力，不存在净利润主要来自合并财务报表范围以外投资收益的情况。”

（1）上菲红与上市公司属于同行业公司，与上依红属于产业链上下游，与交易完成后的上柴股份具有良好的协同效应

上菲红专注于柴油发动机及配件的研发、生产、销售，是中国领先的柴油机制造企业之一，也是中国高技术、低排放柴油机的推进者，与上市公司属于同行业公司；同时，上菲红是标的资产上依红柴油发动机的主要供应商，与上依红具有显著的业务联动和战略协同效应。本次交易将有利于实现上柴股份与上菲红在产品及市场、产业链资源等方面的协同，有利于在中国市场的共同成长。

1) 与上市公司柴油发动机产品的协同

①产品体系协同

在重型车发动机产品领域，上柴股份主要有排量为 7L、10L、12L 的发动机产品，上菲红主要有排量为 9L、11L、13L 的发动机产品。上柴股份收购上菲红

部分股权之后，基于双方业务协同带来的更完善的产品布局，可以更好地满足用户根据应用场景选择动力配置的需求。在未来的产品布局与开发上，也可以形成更好的协同，7-13L 发动机都属于重型车用动力范围，在技术路线上具有可类比性，在本次重组完成后，上柴股份和上菲红未来可以在进一步提升产品性能的过程中，加强研发协同，缩短总体开发周期。

上菲红另一股东方 FPT 是菲亚特集团旗下专营动力总成的子公司，FPT 柴油发动机产品广泛应用于商用车、工程及农业机械、发电、船舶等多个领域，是全球汽车动力总成业的佼佼者，以本次交易为契机，上柴股份可以加强与 FPT 在动力总成产品方面的合作，从而进一步提升上柴现有发动机的市场竞争力。

②产业链资源协同

上菲红与上柴股份均从事柴油发动机产品的制造和销售，在上下游产业链资源等方面存在着较多可以发挥协同效应的领域。其中，在零部件采购方面，本次交易完成后，上柴股份与上菲红可以通过采购协同扩大采购规模、争取更优的商务政策，同时上菲红外购的机体、缸盖等零部件可以充分利用上柴股份现有的发动机零部件铸造产能。在销售方面，上菲红有一定比例的出口业务，上柴股份除整车市场外，在国内工程机械、农机和船机、电站等市场有较强的配套开发能力，双方未来可通过销售协同，共同拓展潜在市场。

2) 与上依红产业链上下游的协同

柴油发动机是决定重型卡车可靠性、经济性的关键零部件，价值量占整车比重较高，推进重型卡车和柴油机产业链纵向整合，打造重型卡车+柴油发动机协同发展的业务布局，有助于提高运营效率和竞争实力。目前国内主流的重型卡车整车厂大多数通过自主研发或引进技术，建立自主配套的发动机供应链，保证核心零部件的供应。报告期内，上菲红是上依红柴油发动机的主要供应商，与上依红具有显著的业务联动和战略协同效应。

(2) 本次收购有利于上市公司增强独立性、提升上市公司整体质量

在上依红注入上柴股份后，如本次交易未同步将上汽集团通过上依投持有的上菲红的权益注入到上市公司，则交易完成后，会产生上柴股份持续向控股股东

下属合营企业的子公司采购大量柴油发动机产品的情况，本次交易中通过收购上汽集团持有的上依投 50% 股权，实现了上汽集团下属柴油发动机资产的优化布局，本次交易有利于上市公司增强独立性；同时，上市公司通过收购重庆机电所持有的上菲红 10% 股权，进一步增加了上市公司在上菲红中所占的权益比例。

上菲红专注于柴油发动机及配件的研发、生产、销售，是中国领先的柴油机制造企业之一，也是中国高技术、低排放柴油机的推进者，2018 年度、2019 年度和 2020 年 1-9 月，上菲红分别实现归母净利润 38,049.98 万元、39,579.32 万元和 46,196.40 万元，具有良好的持续盈利能力，本次收购有利于提升上市公司整体质量。

(3) 本次收购不会导致上市公司存在净利润主要来自合并财务报表范围以外投资收益的情况

本次交易前，上柴股份拥有具体的主营业务和相应的持续经营能力，本次交易完成后，上市公司将进一步形成重型卡车和柴油发动机两大产业板块协同发展的新格局，上市公司总资产、净资产、收入、净利润规模均会增加，公司的持续盈利能力将得到增强。

根据上市公司 2018 年度审计报告、2019 年度审计报告、2020 年 1-9 月财务报表以及标的公司未经审计的财务数据，初步测算了交易完成后上市公司的备考财务数据，本次交易完成后，2018 年度、2019 年度、2020 年 1-9 月上菲红 40.00% 权益比例对应的投资收益占上市公司交易完成后净利润的比例分别为 30.84%、28.57% 和 23.90%，不会导致上市公司存在净利润主要来自合并财务报表范围以外投资收益的情况。

(4) 本次收购上菲红部分股权将解决上汽集团收购上柴股份时产生的潜在的少数同业竞争问题

本次交易前，上汽集团通过上依投间接持有上菲红 30% 的权益比例，上柴股份与上菲红之间存在潜在的少数同业竞争（但并不构成上柴股份与上汽集团及其其他控股子公司之间的同业竞争关系）。通过本次交易，上汽集团将持有的上依

投 50% 股权将转让给上柴股份，实现了上汽集团下属柴油发动机资产的优化布局，同时解决了上汽集团收购上柴股份时产生的潜在的少数同业竞争问题。

综上所述，上菲红与上市公司属于同行业公司，与上依红属于产业链上下游，与交易完成后的上柴股份具有良好的协同效应，收购上菲红部分股权实现了上汽集团下属柴油发动机资产的优化布局，有利于上市公司增强独立性，本次收购不会导致上市公司存在净利润主要来自合并财务报表范围以外投资收益的情况，本次收购符合《监管规则适用指引——上市类第 1 号》的相关规定；同时，收购上菲红部分股权将解决上汽集团收购上柴股份时产生的潜在的少数同业竞争问题，本次收购上菲红部分股权具有合理性。

（三）结合业务开展、核心技术、资金财务、关联交易等方面情况，说明本次交易完成后，标的公司能否与原股东保持独立，是否存在对原股东的重大依赖，以及是否有利于上市公司减少关联交易、避免同业竞争、增强独立性，是否符合重组办法等相关规定

1、标的公司能否与原股东保持独立，是否存在对原股东的重大依赖

（1）标的公司业务开展的独立性

1) 上依红业务开展的独立性

根据上依红出具的相关说明，在生产方面，上依红拥有自身独立的生产加工能力，不存在与股东方及其关联方共同使用生产基地/生产线的情况；在采购方面，上依红独立开展市场采购，不存在依赖股东方及其关联方采购渠道的情形，关联采购严格履行了关联交易的相关程序、定价公允；在销售方面，上依红与股东方及其关联方各自拥有独立的市场渠道，独立地参与市场竞争，关联销售按照统一商务政策进行销售，定价公允。

2) 上菲红业务开展的独立性

根据上菲红出具的相关说明，在生产方面，上菲红拥有自身独立的生产加工能力，不存在与股东方及其关联方共同使用生产基地/生产线的情况；在采购方面，上菲红独立开展市场采购，不存在依赖股东方及其关联方采购渠道的情形，关联采购严格履行了关联交易的相关程序、定价公允；在销售方面，上菲红主要

客户中上依红、菲亚特动力科技管理（上海）有限公司等是上菲红的关联方，相关关联销售严格履行了关联交易的相关程序、定价公允，同时上菲红拥有独立的第三方市场渠道，独立地参与市场竞争。

(2) 标的公司核心技术的独立性

1) 上依红核心技术的独立性

上依红技术中心拥有整车产品正向研发体系、相关核心技术及自主研发能力，配备一支经验丰富的专业研发队伍，开发形成的知识产权归属于上依红。本次交易完成后，在自主研发为主的基础上，上依红在整车开发过程中会与上汽集团商用车技术中心和外部机构合作，按照市场化原则开展整车应用开发，应用开发所形成的知识产权归属于上依红。

2) 上菲红核心技术的独立性

①上菲红技术研发能力情况

从 2007 年成立至今，上菲红依托于 FPT 全球领先的产品开发能力和成熟产品，陆续引进了 Cursor9（以下简称“C9”）、Cursor11（以下简称“C11”）、Cursor13（以下简称“C13”）三款量产产品。在最初阶段，大多数开发活动由 FPT 主导；上菲红也逐渐更多的参与到产品开发中，在这个过程中上菲红的开发能力也得到了提升。目前上菲红已经能主导国产化开发，同时在 C9、C11、C13 基础机上，上菲红针对国内客户需求，进行了多个项目的二次开发。随着上菲红的发展，上菲红将持续提升在核心关键系统方面的本地化应用开发能力。

②上菲红与股东方 FPT 关于相关产品技术许可使用的安排

上菲红 C9、C11、C13 三款量产产品的相关知识产权和技术由 FPT 许可上菲红在中国境内行使，根据 FPT 与上菲红签署的技术许可合同，自许可合同签订后至合资经营合同存续期间，上菲红有权在中国境内，利用许可专有技术生产和装配许可产品、直接或通过供应商生产许可产品的零部件、销售许可产品并提供相关售后服务，以及按其于 FPT 的约定出口。

③补充披露相关风险提示

在股东方稳定的合作关系下，经过 13 年左右的发展，上菲红已经发展成为中国领先的柴油机制造企业之一，在柴油发动机制造方面形成了完善的业务管理体系和质量控制体系，并成为上依红主要的柴油发动机产品供应商。本次交易完成后，FPT 及 IVECO 在上菲红持有的权益比例未发生变化，仍分别持有 30% 的股权或权益比例，FPT 及 IVECO 作为合计持有上菲红 60% 权益比例的股东方，有较为充分的动力保持与上菲红技术授权合作关系的稳定，以促进上菲红在中国市场的发展；同时，重型卡车行业头部企业竞争激烈，柴油发动机是决定重型卡车可靠性、经济性的关键零部件，价值量占整车比重较高，目前行业内已经形成重卡和柴油发动机内配套的主流模式，上依红是上菲红在重卡领域及国内业务的最主要客户，双方形成了稳定的产业配套关系。

尽管 FPT 作为上菲红的股东方，同时上菲红已经和上依红形成了稳定的产业配套关系，但仍不排除后续存在 FPT 与国内第三方合资合作的可能，从而可能对上菲红形成一定竞争，提请广大投资者注意上菲红与技术许可方合作关系变化的风险：

“目前上菲红 C9、C11、C13 三款量产产品的相关知识产权和技术由 FPT 许可上菲红使用，虽然目前 FPT 在中国境内并未授权第三方使用相关技术，且 FPT 一直稳定、持续授予上菲红相关技术并根据《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》（GB17691-2018）等新规要求及时提供新的技术许可，但若因上菲红合资经营合同终止，或技术许可合同任何一方实质违约导致技术许可合同提前终止，或 FPT 授权其他方生产许可产品，则将可能对上菲红业绩与未来经营造成一定的不利影响，提请广大投资者注意相关风险”。

（3）标的公司资金财务的独立性

本次交易前，标的公司均设置了独立的财务会计部门，开设了独立的银行账户，不存在与股东及其控制的其他企业共用银行账户的情况；标的公司能够独立作出财务决策，依法独立纳税。因此，标的资产的资金与财务对原有股东不存在重大依赖。

本次交易完成后，标的公司上依红将成为上市公司并表范围内的子公司。上市公司将对上依红的财务制度体系、会计核算体系等实行统一管理和监控；优化

资金配置，充分发挥上市公司融资优势；对上依红的日常财务活动、重大事件进行监督；通过财务整合，将上依红纳入公司财务管理体系，确保符合上市公司管理要求。

综上所述，本次交易完成后标的公司资金财务具备独立性，不存在对原股东的重大依赖。

2、本次交易是否有利于上市公司减少关联交易、避免同业竞争、增强独立性

(1) 本次交易对关联交易的影响

1) 本次交易前后上市公司关联交易情况

本次交易前后，根据上市公司 2019 年度审计报告、2020 年 1-9 月财务报表以及标的公司未经审计财务数据，上市公司关联交易情况如下所示：

①向关联方购买商品和接受劳务、向关联方销售商品和提供劳务情况

单位：万元

项目	2019 年度		2020 年 1-9 月	
	交易前	交易后（备考）	交易前	交易后（备考）
向关联方销售商品和提供劳务	185,078.94	269,610.63	230,921.72	129,426.57
营业收入	403,327.02	2,081,438.02	436,662.15	1,944,533.50
占营业收入之比	45.89%	12.95%	52.88%	6.66%
向关联方购买商品和接受劳务	21,450.72	368,891.62	24,980.86	398,478.97
营业成本	335,947.37	1,846,881.05	367,887.21	1,715,711.93
占营业成本之比	6.66%	20.02%	5.28%	24.18%

注：交易完成后，重庆机电预计成为上市公司持股 5% 以上重要股东，2019 年度、2020 年 1-9 月上依红向重庆机电下属企业重庆重型汽车集团专用汽车有限责任公司（以下简称“重庆重汽”）销售金额分别为 91,959.24 万元、105,679.11 万元；2019 年度、2020 年 1-9 月上依红向重庆重汽采购纵梁总成以及车辆委改服务交易金额分别为 29,449.86 万元、30,255.00 万元。2019 年内，重庆机电已将重庆重汽之控股权转让予重庆松泽实业有限责任公司，因此，2020 年 1-9 月交易后备考数据中，上依红与重庆重汽之间的交易不再作为关联交易。

本次交易完成后，不考虑向重庆重汽的关联销售，上市公司关联销售金额及关联销售占比将显著下降。交易完成前，2019 年度和 2020 年 1-9 月，上柴股份

向上依红销售商品和提供劳务产生的收入分别为 65,944.45 万元和 103,083.24 万元。本次交易完成后，上依红将成为上柴股份的全资子公司，上市公司的关联销售金额将相应减少。

本次交易完成后，上市公司关联采购金额增加，关联采购占比上升。主要系本次交易上市公司收购上菲红中方股东持有的全部权益或股权后，上菲红成为上市公司的合营企业的子公司；上菲红是上依红发动机的核心供应商，2019 年度和 2020 年 1-9 月，上依红向上菲红采购柴油发动机及的金额分别为 247,491.42 万元和 267,250.09 万元。

综上所述，本次交易完成后，上市公司的关联销售将显著减少，上市公司的关联采购将有所增加，主要系上市公司与合营企业的子公司之间的关联采购增加所致。整体而言，上市公司与控股股东、实际控制人及其关联方之间的销售及采购相关的关联交易将显著下降。

②其他关联交易情况

单位：万元

项目	2019 年度		2020 年 1-9 月	
	交易前	交易后（备考）	交易前	交易后（备考）
关联租赁收入	2,232.01	2,232.01	1,657.17	1,657.17
关联租赁支出	917.43	917.43	675.00	675.00
外派高级管理人员工资费用（注 1）	-	448.29	-	494.04
关联利息收入（注 2）	596.00	922.18	443.09	1,204.98
买方信贷业务的累计融资额（注 3）	-	143,206.76	-	409,568.42

注 1：外派高级管理人员工资费用主要系上依红向上汽集团以及重庆机电支付的外派高级管理人员工资费用，交易完成后，上依红部分高级管理人员将由上柴股份派出；

注 2：新增关联方利息收入主要系上依红存放在上汽集团下属子公司上海汽车集团财务有限责任公司（以下简称“上汽财务”）的存款产生的利息，上汽财务提供金融服务的定价按照银监会规定要求执行；

注 3：上汽财务为上依红的经销商或终端客户提供汽车金融授信额度，由上汽财务收取经销商或终端客户一定比例的保证金并提供贷款。

2) 本次交易完成后上市公司新增关联交易存在必要性和合理性，关联交易定价具备公允性

①新增关联销售

本次交易完成后，不考虑向重庆重汽的关联销售，上市公司关联销售金额及占比将显著下降。

上依红主要的销售模式为经销模式，与包括关联方在内的经销商签订销售合同及订单，再由其销售给最终客户。上依红主要根据自身经营发展情况、地区和客户拓展策略、经销商资质等因素挑选合作经销商，并不特别区分关联方和非关联方。上依红向关联方销售的价格与上依红向其他经销商销售的价格不存在明显差异，关联交易定价不存在显失公允的情况。

②新增关联采购

本次交易完成后，上市公司的关联采购将有所增加，主要系上市公司与合营企业的子公司上菲红之间的关联采购增加所致。

上菲红主要从事柴油发动机及其零部件的设计、开发、生产、装配和销售，是中国最大的柴油机制造企业之一，也是中国高技术、低排放柴油机的推进者，而上依红作为国内领先的重型卡车生产制造商，双方属于产业链上下游的关系。发动机是决定重卡可靠性、经济性的关键零部件，价值量占整车比重较高。目前国内主流的重型卡车整车厂大多数通过自主研发或引进技术，建立自主配套的发动机供应链，保证核心零部件的供应。上菲红和上依红具有多年互信合作的基础，在运输保障、产品质量、供应稳定、资金结算等安排方面具有良好的合作经验。上菲红除向上依红销售外，同时还与菲亚特动力科技管理（上海）有限公司、FPT工业股份有限公司、FPT Powertrain Technologies France 等企业拥有良好的合作关系，销售渠道多样，向上依红销售主要是出于长期合作关系的考虑。同时，相关关联采购价格主要参考市场同类型产品价格进行确定，上依红向上菲红采购的价格与同类产品市场价格不存在明显差异，关联交易定价不存在显失公允的情况。

综上所述，上依红与上菲红之间的关联交易符合自身经营模式及行业特征，具有必要性和合理性，并未因关联交易对关联方产生依赖或被其控制。

③新增其他关联交易

本次交易前，因业务需要，上依红将部分存款存放于关联方上汽财务，该存款利率系按照中国人民银行规定的金融机构存款利率计息，存款利率市场化原则

确定，具备公允性。本次交易完成后，上市公司及其子公司与关联方之间的存贷业务将继续依照市场化原则开展。

买方信贷业务主要系上依红为促进产品销售和市场开发，支持下游经销商的汽车采购和销售而开展的商业行为，上汽财务及其他合作银行提供买方信贷借款的借款利率以市场利率为基准确定，具备公允性。

3) 上市公司已采取相关措施确保交易完成后上市公司进一步规范和减少关联交易

本次交易完成前，上市公司的关联交易遵循公开、公平、公正的原则。上市公司章程对关联交易的审批权限、审批程序进行了规定；上市公司监事会、独立董事能够依据法律、法规及公司章程等的规定，勤勉尽责，切实履行监督职责，对关联交易及时发表独立意见。上市公司对关联交易的控制能够有效防范风险，维护上市公司及广大中小股东的合法权益。截至本核查意见出具日，本次交易标的资产的审计工作尚未完成，标的资产经审计的财务数据将在重组报告书中予以披露。根据标的资产未经审计的财务数据，本次交易完成后，上市公司的关联交易金额将有一定增加，但该述关联交易将在符合《上市规则》、《上市公司治理准则》、《上海柴油机股份有限公司章程》、《上海柴油机股份有限公司关联交易管理办法》以及《上海柴油机股份有限公司与控股股东财务公司关联交易的控制制度》等相关规定的前提下进行，同时上市公司将及时履行相关决策程序及信息披露义务，维护上市公司及广大中小股东的合法权益。

此外，上市公司实际控制人上海汽车工业（集团）总公司（以下简称“上汽总公司”）已于 2008 年 7 月承诺如下：“只要上汽总公司继续作为上汽集团的控股股东，且上汽集团完成对上柴股份的收购并继续作为上柴股份的控股股东，则：

（1）上汽总公司、且上汽总公司将促使上汽总公司下属全资、控股子公司与上汽集团和上柴股份之间除为满足日常经营业务所需的日常关联交易之外，尽可能避免发生非日常关联交易；对于日常关联交易和无法避免或者有合理原因而发生的非日常关联交易，上汽总公司将遵循市场公正、公平、公开的原则，与上汽集团或上柴股份依法签订协议，履行合法程序，按照有关法律、法规和上海证券交易所有关规定履行信息披露义务和办理有关审批程序，保证关联交易的公允

性，保证不通过关联交易损害上市公司及其他股东的合法权益。

(2) 上汽总公司将督促上汽集团和上柴股份进一步完善公司治理结构，切实遵守关联交易相关的法律法规和监管部门的要求，同时上汽总公司将自觉履行关联交易表决时的回避义务，保证关联交易的审议程序规范。

(3) 上汽总公司将尽力促使上汽集团和上柴股份进一步提高关联交易的信息透明度，强化关联交易的监督，按照监管机构的规定及时披露对经营业绩或经营发展存在重大影响的关联交易的决策程序、定价原则、定价方式和影响程度等，以保护中小股东的利益。”

上市公司控股股东上汽集团已于 2008 年 7 月承诺如下：“上汽集团与上柴股份之间除为满足日常经营业务所需的日常关联交易之外，尽可能避免发生非日常关联交易；对于日常关联交易和无法避免或者有合理原因而发生的非日常关联交易，上汽集团承诺将遵循市场公正、公平、公开的原则，并依法签定协议，履行合法程序，按照有关法律、法规和上海证券交易所有关规定履行信息披露义务和办理有关审批程序，保证不通过关联交易损害上柴股份及其他股东的合法权益。”

综上所述，本次交易完成后，上市公司新增关联交易具有其客观必要性；且关联交易定价公允，其与关联方之间不会因关联交易发生利益输送，不会损害上市公司和中小股东的权益，不会影响上市公司的独立性，上市公司控股股东上汽集团、实际控制人上汽总公司亦已出具关于减少并规范关联交易的承诺函。

(2) 本次交易对同业竞争的影响

1) 本次交易将解决上汽集团收购上柴股份时产生的潜在的少数同业竞争问题

本次交易前，上汽集团通过上依投间接持有上菲红 30.00%的权益比例，上柴股份与上菲红之间存在潜在的少数同业竞争（但并不构成上柴股份与上汽集团及其其他控股子公司之间的同业竞争关系）。通过本次交易，上汽集团将持有的上依投 50.00%股权将转让给上柴股份，实现了上汽集团下属柴油发动机资产的优化布局，同时解决了上汽集团收购上柴股份时产生的潜在的少数同业竞争问题。

2) 本次交易完成后上市公司与上汽集团商用车板块不存在同业竞争的情况

①商用车载货汽车的主要分类

按照行业普遍采用的划分标准,商用车载货汽车一般按照总质量划分重、中、轻、微四大类,各类卡车的主要划分标准、下游客户需求及应用场景如下表所示。其中,重型卡车主要满足下游客户中长途货物运输、工程装卸与运输等需求,与中型、轻型、微型卡车在应用场景上存在明显的区别。

产品类别	产品划分标准	主要应用场景
重卡	最大总质量大于 14 吨的货车	重型卡车主要满足中长途货物运输、工程装卸与运输等用途,根据客户用途可区分为牵引车、自卸车、载货车和专用车等。中长途货物运输卡车行驶里程长,下游客户对于货物运输效率和时效性要求较高,通常对车辆的品质和售后服务的要求较高。工程车客户主要服务于矿山、工程建设、城市渣土等运输行业,下游客户对车辆的可靠性和服务及时性要求高。
中卡	最大总质量大于 6 吨,并小于或等于 14 吨的货车	中卡主要用于城际间的运输和物流的支线运输,也常用于改装市政环卫车辆。物流运输类客户主要是对中长途运输的补充运输及城际间的运输,这类客户的行驶里程介于重卡和轻卡之间;市政环卫用车主要服务于城市环境卫生的清扫、垃圾运输、洒水等。
轻卡	最大总质量大于 1.8 吨,并小于或等于 6 吨的货车	微卡、轻卡的客户群体较广,主要从事短途、市内货物的配送,以及解决物流“最后一公里”的运输。
微卡	最大总质量小于或等于 1.8 吨的货车	

②上汽集团商用车板块相关整车制造企业的主营业务情况

本次交易标的资产上依红主要从事开发、制造、销售以自卸车、牵引车、载货车在内的重型卡车产品以及配套零部件。除上依红外,上汽集团商用车板块下属主要整车制造企业包括南京依维柯汽车有限公司(以下简称“南京依维柯”)、上汽大通汽车有限公司(以下简称“上汽大通”)及上海申沃客车有限公司(以下简称“申沃客车”),以上公司的主营业务如下表所示:

序号	公司名称	主营业务
1	上依红	主要从事开发、制造、销售以自卸车、牵引车、载货车在内的重型卡车产品以及配套零部件
2	南京依维柯	主要从事开发、制造、销售轻型客车
3	上汽大通	主要从事大通品牌乘用车、轻客、皮卡、轻货、零部件及相关新能源产品开发、生产及销售;跃进品牌轻卡、中卡、零部件及相关新能源

序号	公司名称	主营业务
		产品开发、生产及销售
4	申沃客车	主要从事大中型客车的生产、销售

除上依红外，上汽集团下属企业中仅上汽大通业务中涉及轻型、中型卡车的制造和销售，报告期内未从事重型卡车的制造和销售业务。

在上依红 100% 股权注入上柴股份后，上柴股份将形成重型卡车和柴油发动机两大产业板块协同发展的业务格局。本次交易完成后，上柴股份在重型卡车领域与上汽集团不存在同业竞争的情况。截至本核查意见出具日，本次重组尽职调查工作尚未完成，后续上汽集团拟出具承诺函，承诺上汽集团及下属企业不会从事与上柴股份相同的业务。

(3) 本次交易对独立性的影响

本次交易前，上市公司与其控股股东、实际控制人及其关联方之间保持独立，本次交易不会对上柴股份的独立性产生影响。本次交易完成后，上柴股份在业务、资产、财务、人员、机构等方面与控股股东、实际控制人及其关联方仍然保持独立，符合中国证监会关于上市公司独立性的相关规定。

此外，根据上汽集团于 2008 年 8 月 12 日签署的《上海柴油机股份有限公司收购报告书》，为保证上柴股份的独立性，公司控股股东上汽集团承诺保障上柴股份独立经营、自主决策，严格按照《公司法》、《上柴股份公司章程》的规定行使权利、承担责任。

综上所述，本次交易有利于上市公司增强独立性、避免同业竞争；根据标的公司未经审计的两年一期财务数据，本次交易完成后，上市公司的关联销售将显著减少，上市公司的关联采购将有所增加，主要系上市公司与合营企业的子公司之间的关联采购增加所致，整体而言，上市公司与控股股东、实际控制人及其关联方之间的销售及采购相关的关联交易将显著下降，如果上市公司与关联方之间发生关联交易，将严格履行上市公司关联交易决策程序，确保关联交易的合理性和公允性，确保不损害公司和股东的利益；本次交易符合重组管理办法等相关规定。

（四）补充披露说明

上市公司已在重组预案“第七章 本次交易对上市公司的影响”中，对本次交易完成后公司能否实际控制上依投和上菲红进行了补充披露。

上市公司已在重组预案“第一章 本次交易概况”之“一、本次交易的背景和目的”之“（二）本次交易的目的”中收购上菲红部分股权的合理性进行了补充披露。

上市公司已在重组预案“第七章 本次交易对上市公司的影响”中，对上依红、上菲红的独立性，本次交易对上市公司关联交易、同业竞争以及独立性的影响进行了补充披露，并已在重组预案“重大风险提示”之“三、标的资产经营风险”及“第八章 风险因素”之“三、标的资产经营风险”中，补充披露了上菲红与技术许可方合作关系变化的风险。

（五）中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、根据上市公司对上依投的持股比例、治理架构和经营决策机制，上市公司将在交易完成后与 IVECO 共同控制上依投，但不能形成对上菲红的实际控制权；

2、上菲红与上市公司属于同行业公司，与上依红属于产业链上下游，与交易完成后的上柴股份具有良好的协同效应，收购上菲红部分股权实现了上汽集团下属柴油发动机资产的优化布局，有利于上市公司增强独立性，本次收购不会导致上市公司存在净利润主要来自合并财务报表范围以外投资收益的情况，本次收购符合《监管规则适用指引——上市类第 1 号》的相关规定；同时，收购上菲红部分股权将解决上汽集团收购上柴股份时产生的潜在的少数同业竞争问题，本次收购上菲红部分股权具有合理性；

3、重组预案已对上依红、上菲红业务开展、核心技术及资金财务等方面的独立性进行了披露；本次交易有利于上市公司增强独立性、避免同业竞争；根据标的公司未经审计的两年一期财务数据，本次交易完成后，上市公司的关联销售将显著减少，上市公司的关联采购将有所增加，主要系上市公司与合营企业的子

公司之间的关联采购增加所致，整体而言，上市公司与控股股东、实际控制人及其关联方之间的销售及采购相关的关联交易将显著下降，如果公司与关联方之间发生关联交易，将严格履行上市公司关联交易决策程序，确保关联交易的合理性和公允性，确保不损害公司和股东的利益，上市公司控股股东上汽集团、实际控制人上汽总公司亦将继续履行关于减少并规范关联交易的承诺；本次交易符合重组管理办法等相关规定。

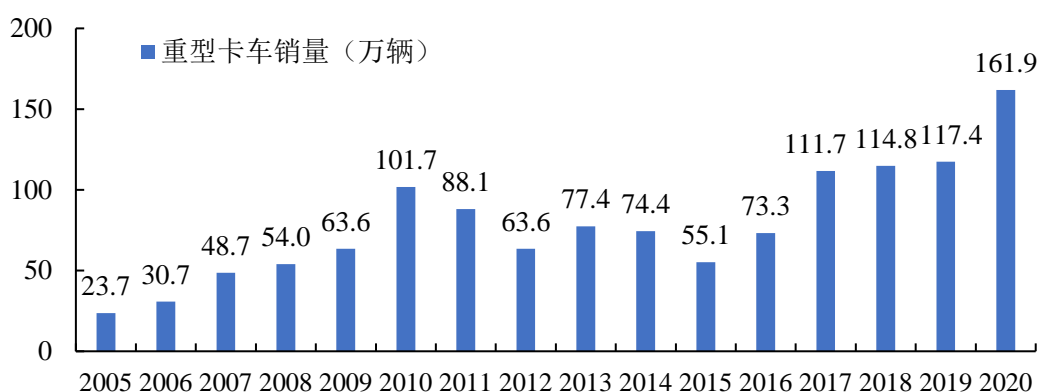
二、预案显示，上依红最近两年一期的营业收入分别为 171.53 亿元、174.41 亿元和 161.09 亿元，对应实现净利润 2.12 亿元、2.68 亿元和 4.55 亿元。请公司补充披露：（1）结合上依红的业务模式、重卡行业发展状况和同行业可比公司情况等，说明上依红在 2020 年前三季度营业收入和净利润大幅增长的原因及合理性；（2）结合上依红近三年前五大客户名称、销售金额、是否存在关联关系等方面，说明上依红是否存在对主要客户依赖的情形；（3）结合上依红的核心竞争力、在手订单、主要竞争对手、行业地位与前景等方面情况，说明上依红业绩增速的可持续性，并充分提示相关风险。请财务顾问发表意见。

回复：

（一）结合上依红的业务模式、重卡行业发展状况和同行业可比公司情况等，说明上依红在 2020 年前三季度营业收入和净利润大幅增长的原因及合理性

在国三柴油重卡淘汰、治理超载超限加严、基建投资回升、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，全年销量创历史新高。根据中国汽车工业协会的数据显示，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%。

图：2005-2020 年我国重型卡车销售量变化情况



数据来源：中国汽车工业协会

受益于重卡行业景气度提升，2020年1-9月行业内多数重卡整车企业营业收入、净利润实现一定幅度的增长，同行业可比公司营业收入、净利润增速情况如下表所示：

表：上依红及同行业可比公司营业收入同比增速情况

单位：%

证券代码	同行业可比公司	2018年度	2019年度	2020年1-9月
000800.SZ	一汽解放	2.57	-	19.67
000951.SZ	中国重汽	8.22	-1.33	46.40
0489.HK	东风集团股份	-17.02	-3.31	4.39（注1）
600166.SH	福田汽车	-20.61	14.40	20.71
600418.SH	江淮汽车	1.92	-5.60	7.73
000550.SZ	江铃汽车	-9.88	3.27	8.19
600375.SH	汉马科技	21.72	-12.47	7.13
平均值		-1.87	-0.84	16.32
中位值		1.92	-2.32	8.19
上依红		50.01	1.68	23.07

注1：该数据为东风集团股份2020年1-6月数据，下文同；

注2：同行业可比公司2020年1-9月财务数据未经审计；上依红报告期内财务数据未经审计。

表：上依红及同行业可比公司净利润同比增速情况

单位：%

证券代码	同行业可比公司	2018年度	2019年度	2020年1-9月
000800.SZ	一汽解放	-35.16	-	48.56
000951.SZ	中国重汽	0.84	35.16	59.90
0489.HK	东风集团股份	-7.70	-0.93	-64.49

证券代码	同行业可比公司	2018 年度	2019 年度	2020 年 1-9 月
600166.SH	福田汽车	-3,293.73	不适用	9.40
600418.SH	江淮汽车	-282.02	不适用	-65.18
000550.SZ	江铃汽车	-86.71	60.96	127.42
600375.SH	汉马科技	6.51	-27.27	-1,767.18
平均值		-24.44	16.98	19.27
中位值		-7.70	17.12	28.98
上依红		90.25	26.79	161.49

注 1：2018 年的平均值、中位值为剔除福田汽车、江淮汽车的结果；2019 年，福田汽车、江淮汽车扭亏为盈，净利润同比增速不适用；2020 年 1-9 月的平均值、中位值为剔除汉马科技的结果；

注 2：同行业可比公司 2020 年 1-9 月财务数据未经审计；上依红报告期内财务数据未经审计。

报告期内，上依红业务模式稳定，未发生明显变化。2020 年 1-9 月，上依红积极把握行业快速发展机遇，营业收入实现快速增长。2020 年 1-9 月，上依红营业收入 161.09 亿元，同比增长 23.07%，与同行业可比公司增长趋势相一致。

在净利润方面，上依红 2020 年 1-9 月净利润 4.55 亿元，同比增长 161.49%。净利润快速增长的主要原因是销售规模增长，由于公司业务经营具有较为明显的规模效应，同期净利润的增速超过营业收入增速。

(二) 结合上依红近三年前五大客户名称、销售金额、是否存在关联关系等方面，说明上依红是否存在对主要客户依赖的情形

1、上依红前五大客户情况

2018 年度、2019 年度、2020 年 1-9 月，上依红前五大客户情况如下表所示：

表：2018 年度上依红前五大客户

单位：万元、%

序号	客户名称	销售金额	占营业收入的比例	是否存在关联关系
1	重庆重型汽车集团专用汽车有限责任公司	161,142.46	9.39	重庆机电下属公司
2	重庆上汽汽车销售有限公司	135,873.16	7.92	否
3	重庆凯瑞科信汽车销售有限公司	118,497.69	6.91	否
4	成都红岩重型汽车物资有限公司	59,545.82	3.47	否
5	杭州美龙汽车有限公司	50,560.71	2.95	否

序号	客户名称	销售金额	占营业收入的比例	是否存在关联关系
前五大客户合计		525,619.84	30.64	

注：上依红前五大客户销售金额数据未经审计，下文同。

表：2019 年度上依红前五大客户情况

单位：万元、%

序号	客户名称	销售金额	占营业收入的比例	是否存在关联关系
1	芜湖中集瑞江汽车有限公司 (包含子公司芜湖中集瑞江汽车营销服务有限公司)	109,515.41	6.28	否
2	江苏红岩汽车科技有限公司	101,431.69	5.82	否
3	重庆重型汽车集团专用汽车有限责任公司	91,989.88	5.27	重庆机电下属公司
4	重庆凯瑞科信汽车销售有限公司	79,464.00	4.56	否
5	杭州美龙汽车有限公司	77,610.60	4.45	否
前五大客户合计		460,011.57	26.38	

表：2020 年 1-9 月上依红前五大客户情况

单位：万元、%

序号	客户名称	销售金额	占营业收入的比例	是否存在关联关系
1	芜湖中集瑞江汽车有限公司 (包含子公司芜湖中集瑞江汽车营销服务有限公司)	352,856.12	21.90	否
2	重庆重型汽车集团专用汽车有限责任公司	105,679.12	6.56	否
3	重庆凯瑞科信汽车销售有限公司	86,201.79	5.35	否
4	杭州美龙汽车有限公司	58,619.08	3.64	否
5	江苏红岩汽车科技有限公司	49,626.19	3.08	否
前五大客户合计		652,982.29	40.53	

注：重庆重型汽车集团专用汽车有限责任公司 2020 年起不再作为上依红关联方。

2、上依红不存在对主要客户的依赖情形

上依红采用以经销为主、直销为辅的销售模式。上依红主要客户为经销商，经销商数量多、分布广，不存在对主要经销商客户的依赖情形。

上依红通过经销商向终端客户进行产品销售，终端客户较为分散，分布在工程建设、物流运输、城市渣土运输等行业，上依红不存在对终端客户的依赖情形。

(三) 结合上依红的核心竞争力、在手订单、主要竞争对手、行业地位与前景等方面情况,说明上依红业绩增速的可持续性,并充分提示相关风险。请财务顾问发表意见

1、上依红业绩的可持续性

重卡行业的发展与国家宏观经济紧密相关,在我国加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局,供给侧改革初见成效、新基建项目投资不断增加的宏观背景下,工程车市场容量持续扩大,公路货运稳定增长,同时受治理超载超限以及更加严格的环保政策等方面的影响,重卡市场快速增长。

受益于重卡行业景气度提升、销售规模整体上涨,2020 年上依红业绩实现快速增长,2020 年 1-9 月实现营业收入 161.09 亿元,同比增长 23.07%。

上依红将继续坚持“创新驱动、差异引领”战略,紧密结合“新四化”(新能源化、智能化、网联化、定制化)相关技术及新产品布局,不断强化公司在技术、产品研发及售后服务等方面的核心竞争力,巩固并提升行业地位、增加市场份额。

(1) 核心竞争力

上依红在技术、产品、人才、品牌等方面不断构筑核心竞争力。在技术方面,公司坚持研发与创新驱动的发展思路,拥有领先的 CVDP(整车开发流程)正向开发流程,并紧密结合“新四化”趋势,布局智联重卡产品,推出 5G+L4 级无人驾驶智能重卡。在产品方面,公司产品覆盖重卡主流 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、多用途需求。在人才方面,公司高度重视人才队伍建设,自主培养整车集成、动力总成、电子电器、NVH 等方面高端专业技术人才队伍。在品牌方面,上依红现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,以信得过的技术、安全可靠的产品,成为客户和行业有温度、可信赖、有实力的合作伙伴。上依红将坚持“创新驱动、差异引领”发展战略,不断强化核心竞争力,实现公司业绩稳定增长。

(2) 在手订单情况

上依红一般在年初与经销商签订年度销售合同，在年度销售合同约定下，经销商根据其下游客户需求、库存变化等情况与公司签订产品订单，订单交付的周期一般较短。

2018年12月31日、2019年12月31日、2020年12月31日，上依红在手订单情况如下表所示：

表：上依红在手订单情况

单位：辆

项目	2018年12月31日	2019年12月31日	2020年12月31日
牵引车	209	1,368	2,090
自卸车	3,403	2,534	3,249
载货车	39	28	728
专用车	317	413	823
合计	3,968	4,343	6,890

(3) 主要竞争对手

上依红的主要竞争对手为国内重型卡车整车生产企业，包括一汽解放、东风集团下属商用车公司、中国重汽、陕重汽、福田汽车、江淮汽车等。主要竞争对手情况如下：

1) 一汽解放

一汽解放的主要业务是商用车研发、生产、销售和服务，主要产品包括重卡、中卡、轻卡、客车、其他专用车辆及动力总成。一汽解放旗下产品覆盖牵引车、载货车、自卸车、专用车等全系列商用车车型。一汽解放旗下拥有J6、J7等重卡品牌。

2) 东风集团下属商用车公司

东风集团的主要业务涵盖全系列商用车与乘用车的整车及零部件业务、汽车金融业务以及与汽车相关的其他业务。东风集团通过控股子公司东风商用车、东

风特商、东风柳汽经营的产品类型主要为重中型卡车。东风集团旗下拥有御龙、乘龙、天龙等重卡品牌。

3) 中国重汽

中国重汽的主要业务包括重型载重汽车、专用汽车、重型专用车底盘、客车底盘、汽车配件的生产及销售。中国重汽拥有涵盖重卡生产全工艺流程的多条重卡专业生产流水线和覆盖全国各大省市的区域经销网络、配件供应网络和售后服务维修网络。中国重汽旗下拥有豪沃、汕德卡、斯太尔等重卡品牌。

4) 陕重汽

陕西重型汽车有限公司总部位于西安，是潍柴动力（000338.SZ）的控股子公司。陕重汽产品覆盖重型军用越野车、重型卡车、重型车桥及汽车后市场等领域。陕重汽旗下拥有德龙等重卡品牌。

5) 福田汽车

福田汽车的主要业务包括轻型卡车、中型卡车、重型卡车、轻型客车、大中型客车、乘用车以及核心零部件发动机的研发、生产和销售。福田汽车旗下拥有欧曼、瑞沃等重卡品牌。

6) 江淮汽车

江淮汽车的主要业务包括商用车、乘用车及动力总成等研发、生产和销售。公司现有主导产品包括重、中、轻、微型卡车、多功能商用车、SUV、MPV、轿车、客车、专用底盘及变速箱、发动机、车桥等核心零部件。江淮汽车旗下拥有格尔发等重卡品牌。

(4) 行业地位与前景

1) 上依红在重卡行业的市场地位

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。2020年上依红重卡实现整车销量8.01万辆，市场占有率达到4.95%，位列行业第六。

表：2020 年度我国重型货车销量情况

单位：辆，%

序号	企业名称	销量	销量占比
1	中国第一汽车集团有限公司	376,389	23.25
2	东风汽车集团有限公司	310,916	19.21
3	中国重型汽车集团有限公司	293,716	18.14
4	陕西汽车集团有限责任公司	231,203	14.28
5	北汽福田汽车股份有限公司	147,434	9.11
6	上汽依维柯红岩商用车有限公司	80,077	4.95
7	安徽江淮汽车集团股份有限公司	54,090	3.34
8	成都大运汽车集团有限公司	35,754	2.21
9	徐州徐工汽车制造有限公司	27,681	1.71
10	安徽华菱汽车有限公司	21,202	1.31
前十大合计		1,578,462	97.51

数据来源：中国汽车工业协会

分车型来看，在自卸车市场中，2018 年至 2020 年上依红连续三年销量排名第一；在牵引车市场中，上依红在 2020 年实现销量 2.54 万辆，同比增长 117.55%，增速在牵引车销量前十大企业中位列第一。

目前，牵引车在上依红的销售结构中占比偏低，在国内市场中市场份额较低，有较大提升空间。未来，上依红将积极推动向工程、公路双轮驱动转型，实现公司在自卸车、牵引车领域的齐头并进，不断提高市场占有率，提升行业地位。

2) 上依红的竞争优势

上依红在行业竞争中的优势，主要体现在：产品的安全性、可靠性优势和定制化优势，以及公司的区位优势。

①产品安全性、可靠性优势

上依红产品在安全性、可靠性等方面具有优势。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，不易变形，即使是正面严重冲撞，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。内部选用的仪表台材料在车辆发生碰撞时不易破碎，可有效减少碎化物质尖角对驾乘人员的二次伤害。在可靠

性方面，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 2000 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。

②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 个性智能定制化平台“蜘蛛智选”，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。

③区位优势

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性、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。

3) 上依红的竞争劣势

上依红在行业竞争中的劣势，主要体现在：现有产能不足、产品结构需进一步优化调整以及海外销售规模较小。

①现有产能不足

上依红近年来产销量不断提升，2020年销量达到8万辆，而公司现有年产能远低于行业头部企业，现有产能已不能满足上依红未来发展需求，成为限制上依红进一步扩大市场份额、提升行业地位的障碍。

②产品结构需进一步优化调整

近年来牵引车已成为重卡市场中的主力车型，2020年我国牵引车全年销量83.49万辆，同比增长47.79%，占重卡销量的51.57%。长期以来，上依红自卸车占比较高、牵引车占比较低，上依红正通过推动向工程、公路双轮驱动转型，系统提升上依红在牵引车领域的竞争力，近年来上依红牵引车销量快速增长，2018年至2020年上依红牵引车销量占比分别为11.7%、20.5%、31.7%，产品结构有所改善，但相对于行业结构，未来仍有进一步优化调整的空间。

③海外销售规模较小

近年来，在“一带一路”等国家战略的推动下，我国重卡年出口销量持续攀升，2014年我国重卡出口销量4万辆，至2019年已突破8万辆，逐渐成为我国重卡行业发展的一个重要增长来源。目前，上依红出口销量较低，年出口不到2,000辆，规模较小，同时全球销售网络覆盖有限，存在一定的劣势，需要在未来发展过程中持续补强。

2、影响上依红业绩的相关风险

重卡下游需求可分为工程重卡和物流重卡两类，其中工程重卡主要用于基础设施、房地产建设，物流重卡主要用于快递、制造业、原材料等运输，均具备较强的周期属性。2020年重卡销量大幅增长主要是有两方面的因素，一是新基建项目的投入加大，物流运输需求也在不断加强；二是国家治理超限超载，淘汰了一些老旧车型，从而加快了新车需求。尽管上依红未来将通过持续强化核心竞争力，巩固及提升行业地位及市场份额，力争实现业绩持续增长，但是业绩增速仍会受到未来行业周期性波动、市场竞争等风险因素的影响。

（1）行业周期性波动的风险

重型卡车作为国民经济重要的生产资料，重型卡车的产销量具有一定的周期性，受到国内外宏观经济环境、基建投资规模、行业政策及标准变动等因素影响

较大。如果未来宏观经济发展态势不及预期，国家相关产业政策、道路运输法规、重型卡车排放标准进行变化或调整，将对重卡行业的景气度带来不确定性，进而可能对公司业绩带来一定程度的不利影响。

(2) 市场竞争风险

上依红主要从事重型卡车及相关零部件的生产与制造，国内重型卡车行业属于充分竞争的行业，行业集中度较高，头部企业竞争激烈。尽管上依红作为同行业领先企业，面对国内外厂家的竞争具备较强的应对能力，并已在提高产品技术水平和产品质量、提升营销力度、积极拓展下游领域、完善服务体系等方面入手，使标的公司在产品、管理、服务等方面持续进步，但仍不排除在日常经营中，受国内外厂家竞争加剧的影响，从而对公司业绩形成一定压力，提请广大投资者注意相关风险。

(四) 补充披露说明

上市公司已在重组预案“第四章 标的资产基本情况”之“二、上依红 100% 股权”之“(五) 最近两年一期主要财务数据”中补充披露了上依红 2020 年前三季度营业收入、净利润大幅增长的原因。

上市公司已在重组预案“第四章 标的资产基本情况”之“二、上依红 100% 股权”之“(四) 主营业务发展情况”中补充披露了上依红前五大客户名称、销售金额、是否存在关联关系等情况，以及是否存在对主要客户依赖的情况；补充披露了上依红的核心竞争力、在手订单、主要竞争对手、行业地位与前景等方面情况，说明了上依红业绩的可持续性。

上市公司已在重组预案“第四章 标的资产基本情况”之“二、上依红 100% 股权”之“(四) 主营业务发展情况”之“3、竞争优势分析”中，补充披露了上依红的竞争优势与劣势。

上市公司已在重组预案“重大风险提示”之“三、标的资产经营风险”及“第八章 风险因素”之“三、标的资产经营风险”中，补充披露了行业周期性波动风险。

（五）中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

本次重组预案已补充披露了上依红 2020 年 1-9 月营业收入、净利润增长的原因；补充披露了上依红前五大客户的情况，上依红不存在对主要客户依赖的情形；结合上依红的核心竞争力、在手订单、主要竞争对手、行业地位与前景等方面情况，上依红业绩具有可持续性，但仍存在行业周期性波动风险和市场竞争加剧风险，相关风险已在本次重组预案中进行了补充披露。

三、预案显示，上依红最近两年一期经营活动产生的现金流量净额分别为 9.31 亿元、8.47 亿元和 30.05 亿元，投资活动产生的现金流量净额分别为-1.92 亿元、-1.87 亿元和-1.60 亿元，筹资活动产生的现金流量净额分别为-4.59 亿元、-4.11 亿元和-9.22 亿元。上菲红最近两年一期经营活动产生的现金流量净额分别为-1.81 亿元、4.98 亿元和-3.86 亿元。请公司补充披露：（1）结合生产经营、行业特点和季节性特征等方面情况，说明上依红经营活动产生的现金流在 2020 年 1-9 月大幅增加的原因及合理性；（2）上依红投资、筹资活动产生的现金流量持续净流出具体原因，并说明后续是否存在其他持续影响现金流的重大资金安排；（3）结合上菲红业务模式、生产经营等方面情况，说明其经营活动产生的现金流波动较大的原因。请财务顾问发表意见。

回复：

（一）结合生产经营、行业特点和季节性特征等方面情况，说明上依红经营活动产生的现金流在 2020 年 1-9 月大幅增加的原因及合理性

一方面，受益于重卡行业景气度提升，2020 年 1-9 月，上依红整车销量大幅上升，根据上依红合并口径未经审计财务数据，2018 年度、2019 年度以及 2020 年 1-9 月，上依红营业收入分别为 1,715,257.76 万元、1,744,055.45 万元以及 1,610,916.74 万元，从而带来经营活动现金流入。另一方面，2020 年起，上依红对经销商的结算模式进行调整，导致应收票据占比下降。此外，重卡行业中工程车的销售具备较强的季节性特征，一般情况下，上半年国家基建投入较大，导致

上半年工程车整体需求较大。上依红主要产品中，工程车销量占比较高，因此，上半年工程车季节性销售也造成了上依红 2020 年 1-9 月经营活动现金流增加。

综上所述，2020 年 1-9 月上依红经营活动产生的现金流大幅增加符合自身生产经营情况以及业务模式，符合行业特点，具备一定的季节性特征，具备合理性。

(二) 上依红投资、筹资活动产生的现金流量持续净流出的具体原因，并说明后续是否存在其他持续影响现金流的重大资金安排

如上文所述，随着 2018 年度、2019 年度及 2020 年 1-9 月，随着上依红营业收入和净利润稳步上升，经营活动产生的现金流持续为正，上依红具备了持续投资于生产线改造和新技术研发等项目的能力，为国六项目实施和产能提升创造条件，因此，报告期内上依红投资活动产生的现金流量持续净流出。

同理，报告期内的经营活动现金持续净流入也使得上依红有足够资金用于偿还银行借款，降低企业财务负担，因此，报告期内上依红筹资活动产生的现金流量持续净流出。

综上所述，上依红投资、筹资活动产生的现金流量持续净流出符合自身经营规划及行业发展趋势，具备合理性。未来，上依红将针对产能、产线、研发等方面作出投资规划，相关资金安排处于可控状态。

(三) 结合上菲红业务模式、生产经营等方面情况，说明其经营活动产生的现金流波动较大的原因

2018 年度、2019 年度及 2020 年 1-9 月，上菲红经营活动产生的现金流波动较大，主要系上菲红与主要客户之间的结算周期变化造成的。

2018 年末，上菲红销售产生的应收账款及应收票据尚未到结算期，主要客户和供应商的结算周期不匹配，导致 2018 年度上菲红经营活动产生的现金流入小于经营活动产生的现金流出。同时，上菲红 2018 年度营业收入高于 2019 年度，2018 年度营业收入增量带来的经营性现金流入因前述结算周期的影响，多数在 2019 年实现结算，造成 2019 年度经营活动产生的现金流入较高，表现为经营活动产生的现金流量为正。

2020年二季度开始，受益于重卡整车市场回暖，上菲红产量持续爬坡，同时三季度已开始为四季度做产能储备，提前备货，从而导致支付给供应商的款项大幅增加；相对地，应收款项由于尚未到结算期，余额较高，因此2020年1-9月，上菲红经营活动产生的现金流量为负。

综上所述，报告期内上菲红经营活动产生的现金流波动较大符合自身生产经营情况以及业务模式，具备合理性。

（四）补充披露说明

公司已在重组预案“第四章 标的资产基本情况”之“二、上依红 100%股权”以及“三、上菲红 10%股权”之“（五）最近两年一期主要财务数据”中补充披露了上依红经营活动产生的现金流变化的原因，上依红投资、筹资活动产生的现金流量持续净流出的具体原因，以及上菲红经营活动产生的现金流波动较大的原因。

（五）中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

2020年1-9月上依红经营活动产生的现金流大幅增加符合自身生产经营情况以及业务模式，符合行业特点，具备一定的季节性特征，具备合理性；上依红投资、筹资活动产生的现金流量持续净流出符合自身经营规划及行业发展趋势，具备合理性，未来，上依红将针对产能、产线、研发等方面作出投资规划，相关资金安排处于可控状态；报告期内上菲红经营活动产生的现金流波动较大符合自身生产经营情况以及业务模式，具备合理性。

四、预案显示，自2018年以来，上依红资产负债率均高于85%。请公司补充披露：（1）结合业务模式、资本结构、同行业可比公司情况等，说明上依红资产负债率较高的原因及合理性；（2）本次交易对公司主要财务指标的影响，是否会增加公司债务负担，并充分提示相关风险。请财务顾问发表意见。

回复：

(一) 结合业务模式、资本结构、同行业可比公司情况等，说明上依红资产负债率较高的原因及合理性

1、上依红的资本结构与其业务模式相匹配

报告期内，上依红的资产负债结构如下表所示：

单位：万元

项目	2020年9月30日		2019年12月31日		2018年12月31日	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	330,349.01	25.01%	138,270.25	13.67%	194,312.74	21.89%
应收票据	18,170.50	1.38%	67,641.10	6.69%	69,074.42	7.78%
应收账款	556,773.88	42.15%	398,008.10	39.35%	234,488.43	26.41%
应收款项融资	219,554.39	16.62%	153,911.07	15.22%	-	-
预付款项	21,803.21	1.65%	15,033.20	1.49%	59,028.60	6.65%
其他应收款	678.51	0.05%	2,424.00	0.24%	2,379.15	0.27%
存货	53,245.23	4.03%	113,918.89	11.26%	211,428.68	23.82%
其他流动资产	-	-	3,035.94	0.30%	-	-
流动资产合计	1,200,574.74	90.89%	892,242.55	88.21%	770,712.02	86.82%
长期股权投资	1,375.58	0.10%	1,326.74	0.13%	1,284.03	0.14%
固定资产	76,864.64	5.82%	79,808.66	7.89%	79,713.21	8.98%
在建工程	12,830.01	0.97%	13,522.29	1.34%	10,524.90	1.19%
无形资产	13,411.50	1.02%	13,709.69	1.36%	17,833.48	2.01%
开发支出	15,791.19	1.20%	9,828.47	0.97%	4,475.04	0.50%
其他非流动资产	-	-	1,022.21	0.10%	3,174.28	0.36%
非流动资产合计	120,272.92	9.11%	119,218.05	11.79%	117,004.95	13.18%
资产总计	1,320,847.65	100.00%	1,011,460.60	100.00%	887,716.97	100.00%
短期借款	-	-	7,000.00	0.79%	30,000.00	3.81%
应付票据	401,648.04	35.01%	226,498.58	25.64%	248,707.91	31.62%
应付账款	532,712.38	46.43%	405,752.59	45.93%	307,722.95	39.13%
预收款项	-	-	51,242.23	5.80%	28,808.90	3.66%
合同负债	37,763.52	3.29%	-	-	-	-
应付职工薪酬	24,487.95	2.13%	26,760.17	3.03%	14,861.20	1.89%
应交税费	3,080.09	0.27%	422.62	0.05%	4,120.70	0.52%
其他应付款	39,216.53	3.42%	38,022.90	4.30%	31,002.80	3.94%
一年内到期的非流动负债	-	-	-	-	6,054.50	0.77%
其他流动负债	98,567.63	8.59%	127,724.30	14.46%	108,087.82	13.74%
流动负债合计	1,137,476.15	99.15%	883,423.39	100.00%	779,366.78	99.10%
长期借款	9,800.00	0.85%	-	-	7,000.00	0.89%
专项应付款	-	-	-	-	114.5	0.01%
非流动负债合计	9,800.00	0.85%	-	-	7,114.50	0.90%

项目	2020年9月30日		2019年12月31日		2018年12月31日	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
负债合计	1,147,276.15	100.00%	883,423.39	100.00%	786,481.28	100.00%

注：根据最新会计准则，分类为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的应收票据，自取得起期限在一年内（含一年）的部分，列示为应收款项融资，上依红应收款项融资均为银行承兑汇票。

从资产构成来看，报告期内，上依红的资产主要为流动资产，其中主要系货币资金、应收账款及应收款项融资从负债构成来看，报告期内，上依红的负债主要为流动负债，其中主要系应付票据及应付账款。上依红资产负债结构形成原因及合理性分析如下：

在供应商付款环节，上依红依托与供应商良好的合作关系，充分利用应付账款账期以及支付银行承兑汇票降低现金压力，上依红应付账款的账期通常为3个月；上依红开立的应付票据主要为银行承兑汇票，承兑期限通常为6个月；在销售收款环节，由于重卡整车制造行业单品价值较高，因此行业普遍存在应收、应付项目金额及占比较高的情况。另外，为应对宏观环境、行业的不确定性，长期以来，上依红十分注重资金管理，账面保留一定的货币资金满足企业日常生产经营需求以及风险应对需求。由于上述原因，报告期内上依红形成了账面货币资金金额较大，同时应收、应付项目金额较大的情况。

另外，报告期内上依红短期借款和长期借款的科目余额较小，有息负债压力较低，上依红财务安全性较高。

综上所述，上依红的资本结构与其业务模式相匹配，资产负债率较高具备合理性，且上依红财务安全性较高，不会为上市公司新增有息负债压力。

2、同行业可比公司情况

2018年末、2019年末以及2020年9月末，上依红及同行业可比上市公司资产负债率如下：

证券简称	证券代码	2020年9月30日	2019年12月31日	2018年12月31日
一汽解放	000800.SZ	72.27	65.48	68.62
中国重汽	000951.SZ	74.89	67.23	68.86
东风集团股份	0489.HK	53.73	50.75	44.85
福田汽车	600166.SH	70.70	71.39	74.17
江淮汽车	600418.SH	69.73	68.75	71.10

证券简称	证券代码	2020年9月30日	2019年12月31日	2018年12月31日
江铃汽车	000550.SZ	59.28	56.80	55.62
汉马科技	600375.SH	80.17	76.55	76.88
中值		70.70	67.23	68.86
均值		68.68	65.28	65.73
上依红		86.86	87.34	88.60

报告期内，上依红资产负债率相较同行业可比公司较高，主要系商用车整车制造行业整体资产负债率较高，而可比公司除整车制造业务外，还从事其他业务：

证券简称	业务类型	2020年1-6月收入占比	2019年度收入占比
一汽解放	整车销售	93.52%	N/A
	备品及其他	6.48%	N/A
中国重汽	整车销售	88.69%	90.93%
	零部件销售	10.92%	8.54%
	其他	0.39%	0.53%
东风集团股份	商用车整车销售（包括卡车、客车等全系列商用车产品）	77.61%	67.83%
	乘用车整车销售	15.16%	26.78%
	汽车金融	6.87%	5.33%
	其他（含分部间抵消）	0.36%	0.07%
福田汽车	整车销售（轻卡、中重卡、轻客、大中客、乘用车以及交叉型乘用车）	N/A	75.28%
	冲压件、发动机及其他配件销售	N/A	11.41%
	其他	N/A	13.31%
江淮汽车	整车（含底盘）	91.53%	97.17%
	其他	8.47%	2.83%
江铃汽车	整车销售	92.59%	89.98%
	零部件销售	5.75%	8.06%
	其他	1.66%	1.96%
汉马科技	整车销售（专用车、底盘）	N/A	88.76%
	零部件销售	N/A	6.75%
	其他	N/A	4.49%

注：资料来源于上市公司公开资料。

整体来看，上依红的资产负债率高于同行业可比公司具备合理性，与自身所处行业及业务模式相匹配。

(二) 本次交易对公司主要财务指标的影响，是否会增加公司债务负担，并充分提示相关风险

本次交易前后，根据上市公司 2019 年度审计报告、2020 年 1-9 月财务报表以及标的公司未经审计财务数据，上市公司总资产、总负债以及净资产均将提升，经初步测算，本次交易前后上市公司资产负债率变动情况如下所示：

单位：%

2020 年 9 月 30 日			2019 年 12 月 31 日			2018 年 12 月 31 日		
交易前	交易后	交易后 (考虑 募配)	交易前	交易后	交易后 (考虑 募配)	交易前	交易后	交易后 (考虑 募配)
55.83	66.80	61.62	49.04	61.72	56.05	47.00	58.82	52.99

注：交易后备考数字假设本次重组于 2018 年 1 月 1 日前已完成，并假设标的资产交易价格均为 2020 年 9 月末账面净资产；交易后备考数字（考虑募配）假设本次重组募集配套资金的定价基准日为 2021 年 1 月 25 日，则发行价格为定价基准日前 20 个交易日（不含定价基准日）上市公司 A 股股票交易均价的 80% 即 8.02 元/股，发行股份数量为本次重组前上市公司总股本的 30% 即 260,006,949 股，由此，假设本次募集配套资金 2,085,255,730 元（预计不会超过本次交易中以发行股份方式购买资产的交易价格的 100%）。

虽然本次交易完成后，上市公司资产负债率将有所提升，但这主要系上依红应付账款和应付票据规模较大所致，符合上依红以及同行业的业务模式。此外，上依红长期借款、短期借款等有息负债占比极低，报告期内主要为经营性负债。

未来，一方面，随着上依红滚存利润的增加以及应收应付账期结构的优化，上依红的资产负债率预计将有所降低，资本结构及财务安全性有望得到提升；另一方面，为提高本次交易整合绩效及支付本次交易现金对价，本次重组，上柴股份拟向不超过 35 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，拟发行的股份数量不超过本次重组前公司总股本的 30%，募集配套资金总额不超过本次交易中以发行股份方式购买资产的交易价格的 100%，考虑按计划实施完成本次募集配套资金后，预计上市公司资产负债率将有所降低，且略低于同行业可比公司水平。

综上所述，本次交易不会增加上市公司债务负担。本次交易完成后，上市公司将结合上市公司及上依红的业务模式，优化购销环节收付款政策，争取进一步降低资产负债率。

公司已在重组预案中补充披露了本次交易对公司主要财务指标的影响并充

分提示了相关风险：“报告期内，上依红资产负债率较高，主要系上依红应付账款和应付票据规模较大所致，符合上依红以及同行业的业务模式。尽管上依红的资本结构与其业务模式相匹配，且未来随着上依红滚存利润的增加以及应收应付账期结构的优化以及本次重组募集配套资金实施完毕，预计上市公司的资产负债率将有所降低。同时，本次交易完成后，上市公司将结合上市公司及上依红的业务模式，优化购销环节收付款政策，争取进一步降低资产负债率。仍然提请投资者关注本次交易完成后上市公司资产负债率上升可能导致的相关风险。”

（三）补充披露说明

公司已在重组预案“第四章 标的资产基本情况”之“二、上依红 100%股权”之“（五）最近两年一期主要财务数据”中补充披露了上依红资产负债率较高的原因及合理性；

公司已在重组预案“重大事项提示”之“六、本次交易对上市公司的影响”之“（三）本次交易对上市公司主要财务指标的影响”及“第七章 本次交易对上市公司的影响”之“三、本次交易对上市公司主要财务指标的影响”中补充披露了本次交易对上市公司资产负债率的影响；

公司已在重组预案“重大风险提示”以及“第八章 风险因素”之“二、本次交易后上市公司面临的风险”中对交易完成后上市公司资产负债率上升的风险作出了补充提示。

（四）中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

上依红的资本结构与其业务模式相匹配，资产负债率较高具备合理性，且上依红财务安全性较高，不会为上市公司新增有息负债压力。未来随着上依红滚存利润的增加以及应收应付账期结构的优化及本次重组募集配套资金实施完毕，预计上市公司的资产负债率将有所降低且预计略低于同行业可比公司水平。上市公司自身亦将结合上市公司及上依红的业务模式，优化购销环节收付款政策，争取进一步降低资产负债率。综上所述，本次交易不会增加上市公司债务负担。

（以下无正文）

（本页无正文，为《国泰君安证券股份有限公司关于上海证券交易所〈关于对上海柴油机股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案信息披露的问询函〉相关问题之专项核查意见》之签章页）

财务顾问主办人： 夏浩罡
夏浩罡

曾蕴也
曾蕴也

项目协办人： 蒋华琳
蒋华琳

彭辰
彭辰

周博
周博



国泰君安证券股份有限公司

2021年 1 月 24 日