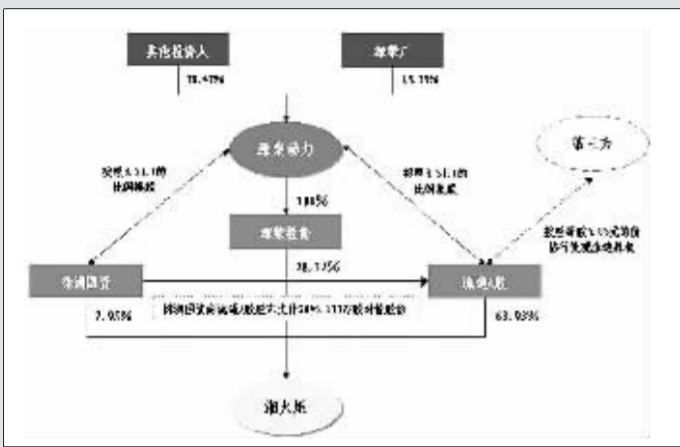


潍柴动力：全球资本与产业平台的动人飞跃

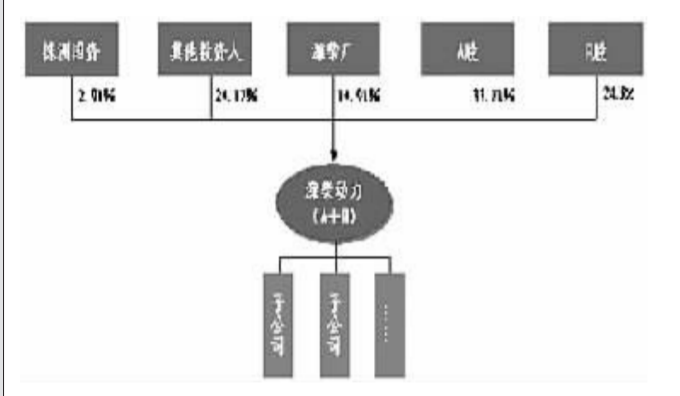
——潍柴动力换股吸收合并湘火炬暨股权分置改革方案投资价值分析报告

□深圳市怀新企业投资顾问有限公司

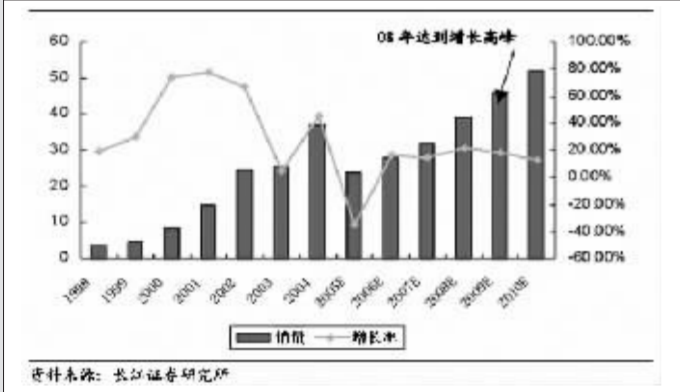
图一：方案执行示意图：实施交易一送股与换股同时完成



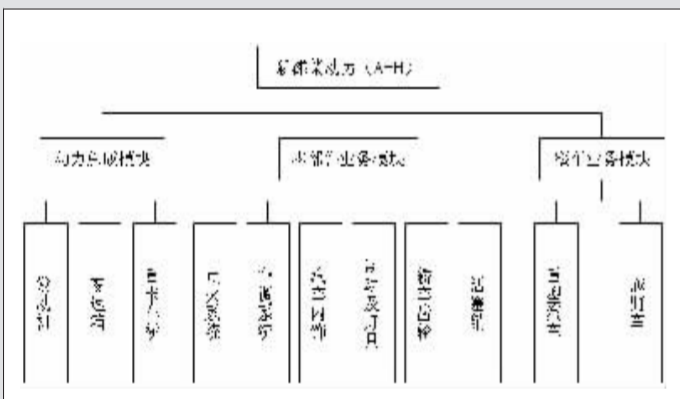
图二：方案执行示意图：交易完成后



图三：



图四：



表一：2003年—2006年潍柴动力利润分配表(单位:元/股)

年份	中期	末期	全年合计
2003年	0.095	0.105	0.2
2004年	0.15	0.15	0.3
2005年	0.165	0.165	0.33
2006年	0.165	0.165	0.33

表二：合并前后各公司的资产收益状况(截至2006年6月30日)单位:元

项目	潍柴动力	湘火炬	存续公司
总资产	6,530,623,520.51	9,680,580,316.73	15,066,675,436.67
净资产	2,538,963,980.53	1,611,152,944.33	3,068,549,380.04
主营业务收入	3,516,283,534.06	5,460,493,252.41	8,192,109,319.38
主营业务利润	886,735,147.12	948,762,362.52	1,822,328,038.06
利润总额	373,940,486.04	368,430,923.17	722,665,754.49
净利润	299,643,986.51	134,108,072.95	419,046,404.74

表三：合并前后湘火炬每股净资产和每股收益变化率为

项目	合并前湘火炬	合并后存续公司	变化率
每股净资产(2006年6月30日)	1.72	5.95	245.8%
每股收益(2006年1-6月)	0.14	0.80	461.9%

表四：新潍柴动力 2006 年—2008 年盈利预测

项目	2006E	2007E	2008E
净利润(亿元)	8	10.5	12
EPS(元/股)	1.538	2.019	2.308

表五：2006 年第三季度十大流通股股东(2006-9-30)

序号	项目	持股数量(万股)	占流通股	增减持情况(与上季比较)
1	易方达价值精选	1310.04	2.19%	新进
2	普华永道基金	918.39	1.53%	新进
3	景顺证券基金	694.99	1.16%	增持
4	兴业全球视野基金	690.09	1.15%	增持
5	社保基金一零八	686.03	1.15%	增持
6	社保基金一零三	600	1.00%	不变
7	社保基金一零二	433.98	0.72%	新进
8	上海国际集团有限公司	417.99	0.70%	新进
9	友邦华泰盛世基金	413.06	0.69%	新进
10	建信优选成长基金	322.13	0.54%	新进

表六：2006 年前三季度控盘情况

项目	2006-9-30	2006-6-30	2006-3-1
股东人数	56613	57266	81518
人均持有流通股	10573.71	10453.14	7343.28

投资要点：

- 此次吸收合并将是潍柴动力在全球资本市场和产业整合的重大飞跃，开创了内地和香港两地上市公司合并的先例，被业内称为境内资本市场具有里程碑意义的范例，是中国资本市场全流通背景下最具创新价值的并购案例，也为 H 股公司回归 A 股市场开创了新的模式。
- 此次合并将成为 1+1>2 的共赢，无论是潍柴动力还是湘火炬的价值都得到明显提升，有助于公司进一步成长为世界最大的通用动力制造基地，无论 A 股还是 H 股的投资者都将分享此次合并带来的公司成长收益。
- 吸收合并将全面提升企业产业链的价值和核心竞争力，潍柴动力将由一个纯粹的柴油发动机供应商转变成为一个集发动机、变速箱、车桥及整车为一体的综合生产商。
- 公司的规模和实力将产生质的飞跃。方案顺利实施后，新公司总资产达到 150 亿元，净资产达到 30.99 亿元，新公司将于资产规模的巨大飞跃和产业平台的延伸，成为行业中更具有话语权的巨头，未来的发展将更加清晰。
- 保守预测吸收合并后新潍柴动力 2006—2008 年的净利润分别为 8 亿元、10.5 亿元和 12 亿元。EPS 分别为 1.538、2.019 和 2.308 元。新潍柴动力合理目标价位为 34.32—36.34 元，对应湘火炬的合理价位目前为 10.06—10.66 元左右。若考虑 A 股市场长期向好的走势以及市场对大盘蓝筹新股的青睐，公司将享有更高的溢价。
- 花旗集团和 JP 摩根分别给予潍柴动力 H 股买入和增持的建议，并不约而同地看好此次并购前景，前十大流通股股东结构显示机构投资者踊跃，筹码集中度进一步提高。
- 拟进行的吸收合并是同一产业链上两个合作主体之间的并购，整合风险不大。此项交易需要经过内地和香港两地监管机构批准，并需要得到潍柴动力与湘火炬股东的支持，此次股改与吸收合并方案是否能顺利通过将成为企业提升价值的关键所在。

概况

潍柴动力股份有限公司(以下简称潍柴动力)是我国最大功率高速柴油发动机制造商。公司于 2004 年发行 H 股并在香港联合交易所上市。潍柴动力拟通过换股方式吸收合并湘火炬汽车集团股份有限公司(以下简称湘火炬)，从而进一步发挥资源整合的协同效应，实现在国内证券市场上，并完成湘火炬股权分置改革工作。

湘火炬是中国最大的重型汽车整车及核心零部件生产企业之一，旗下有陕西重型汽车有限公司(以下简称陕西重汽)、陕西法士特齿轮有限责任公司(以下简称法士特)、陕西德车桥有限公司、株洲旭轮有限责任公司等资产。

湘火炬和潍柴动力的业务和产品都是中国重型汽车行业的重要组成部分，此前就为紧密的合作伙伴，在市场和行业中具有重要的地位。吸收合并完成后，新潍柴动力将拥有中国最为完整的重卡产业链，行业地位和话语权将得到极大提升，公司具有良好的发展前景，中期投资价值凸显。

1. 吸收合并方案实施要点

1.1 通过吸收合并实现 A 股上市并完成股改

在本次换股吸收合并中，潍柴动力将向除潍柴动力(潍坊)投资有限公司(下称潍柴投资)外的湘火炬现有其它所有股东发行 A 股，以实现换股吸收合并湘火炬，解决湘火炬的股权分置问题，同时注销潍柴投资和湘火炬，以潍柴动力为合并完成后的存续公司，并申请在深圳证券交易所上市。

1.2 流通股实际换股比例为 3.41:1

本次换股吸收合并中，潍柴动力换股价格为 20.47 元/股，湘火炬换股价格为 5.80 元/股，换股比例为 3.53:1。株洲市国有投资控股有限公司(下称株洲国资)向本换股吸收合并和股权分置改革方案实施股权登记日在册的全体流通股股东送出股份，每 10 股流通股获得 0.35 股对价。根据方案，流通股实际换股比例为 3.41:1。实施交易和交易之后的情况如图一、图二。

交易完成后，新潍柴动力成为同时拥有境内两个资本市场的“A+H”型上市公司，湘火炬原流通 A 股股东及株洲国资成为潍柴动力 A 股股东，湘火炬将被注销，潍柴动力直接持有原湘火炬下属子公司股份。

2. 从全球视野和国家产业发展看此次并购

2.1 国民经济的发展及重工业的长期持续发展将成为公司增长的重要依托

中国的发展依赖于中国汽车工业和重型装备业的快速发展，依赖于中国整体经济的增长。从国民经济的整体发展来看，我国国民经济已经步入稳定增长期，预计 2006 年全年仍将保持 9% 左右的高速增长态势。

我国仍处于工业化的初中期阶段，重工业仍然有长期持续发展的空间，重工业化的提升为机器装备制造制造业发展提供了良好的契机。按照经济学家钱纳里等人提出的重工业化阶段划分标准，重工业化初期人均 GDP 为 1200—2400 美元，中期为 2400—4800 美元，我国目前人均国内生产总值为 1700 美元左右，尚处在重工业化的初期阶段。

从欧美西方发达国家的重工业发展经验看，在重工业化的初中期阶段都经历了制造业大发展的历史阶段，并且不同的经济区域之间由于经济发展水平的差异，产生了全球范围内的主导产业的转移。发展中的新兴工业化国家先后承接了欧美发达国家“纺织、化工—钢铁、化工—汽车、机械、IT”等的产业转移。从中国所处的阶段和经济发展看，目前中国已经成为世界工业产业的制造中心，以制造业为核心的重工业在我国仍有长期持续发展的空间。我国在由制造大国向制造强国的提升过程中，机器装备制造制造业发展提供良好的契机。而在行业中的

3.1.1 处于绝对垄断地位

公司 2005 年产销火花塞 5000 多万只，在主机配套市场占有率达到 60% 以上，处于绝对垄断地位，全球同行业排第 6 位。

4. 吸收合并后企业的战略规划与发展愿景

4.1 1+1>2 的多赢局面

吸收合并后将产生 1+1>2 的多赢局面。对潍柴动力而言，将完善产业链，提升市场竞争优势，发挥协同效应，降低成本，并借助吸收合并湘火炬，实现在国内 A 股市场上市，将拥有境内和海外两个资本运作平台，为公司未来资本运营开辟了更广阔的空间。对湘火炬而言，有助于解决由于德隆造成的历史遗留问题，改善自身的融资环境及提高融资信用，进一步提升实力，为股东创造长期丰厚回报。

4.2 存续公司的战略目标更加清晰

本次吸收合并完成后，新潍柴动力的战略目标是打造中国最强大的汽车零部件集团，全面参与国际市场竞争。充分发挥动力系统核心价值优势，提升产业核心技术创新能力，发挥产业链的优势，推动整车发展，创造更大的利润空间，并力争成为世界最大的通用动力制造基地。

4.3 将形成更富核心竞争力的完整产业链，协同效应得到充分体现

本次吸收合并完成后，新潍柴将形成动力总成、整车制造以及汽车零部件制造三大业务板块，涵盖汽车产业链的上、中、下游各环节，具体构成见图四。

新潍柴动力将拥有完整的重型汽车产业链，是中国最完整、实力最强的重型汽车产业链之一，为实现规模效应、降低运营成本奠定基础。存续公司将拥有包括发动机、变速箱、车桥和整车在内的四大核心业务，在动力系统、传动系统、车桥系统等基础零部件领域形成中国具有完全自主知识产权的“蓝擎”排放柴油发动机“蓝擎”动力，将成为未来采用潍柴动力发动机的重型汽车的主导换代动力。用于生产“蓝擎”柴油机的潍柴动力工业园已经全面投产。

3.1.4 已经建立了高端的客户网络和健全的服务网络

潍柴动力的客户主要是重型汽车和工程机械生产商，客户群体比较稳定和成熟。销售渠道建立过程漫长，投资较高，对后进入者形成了较高的竞争壁垒。潍柴动力的客户都是在重卡及工程机械行业的龙头企业，包括陕西重汽、中国一汽、重庆红岩和北汽福田、广西柳工、福建龙工和山东临工等，成为公司建立稳定的赢利模式的基础。

公司还拥有反应迅速、运行良好的全国服务网络。在国内已经建立了由 40 家维修服务中心和 1,536 家特约维修服务点组成的售后服务网络。

3.2 法士特

3.2.1 法士特是全球单厂型重卡变速箱产量最大的企业，国内最大的重型车变速箱生产商，占重型车变速箱市场 90% 以上的份额

法士特积累了逾四十年的变速箱行业经验。目前是我国规模最大的重型车变速箱生产商，在国内 15 吨以上重型车市场的占有率超过 90%，并且已经成为全球单厂产量之首(资料来源：中国卡车网，www.chinatruck.org)。

3.2.2 技术优势行业领先，中国变速箱第一品牌，同行业盈利能力最强

法士特在引进国外先进变速箱技术的基础上开发出一系列适合我国市场的大扭矩多档变速箱，最大扭矩可达 2400NM，档位可从 5 档到 16 档。技术在行业中始终保持着领先地位，目前为中国变速箱第一品牌，同行业盈利能力最强。

3.3 陕重汽

3.3.1 陕重汽拥有自主品牌和先进的重卡产品，近年增长势头良好

陕重汽是中国 15 吨以上重卡最具竞争力的企业之一。近年保持了良好的增长势头，从 2001—2005 年持续高速增长，陕重汽 2006 年 1—6 月销售汽车 15,001 台，同比增长 73%，市场占有率从 2001 年的 25% 稳步提高到 2006 年上半年的 10%。

3.3.2 具有国内一流的重卡制造新平台和整车优势产品组合

陕重汽引进消化吸收再创新，掌握了德龙 F2000 新技术，形成了陕重汽、潍柴动力、德国 MAN、美国康明斯和法士特战略联盟的新格局，拥有“潍柴发动机+陕重汽整车+法士特变速箱+汉德车桥”的整车优势产品组合。

3.3.3 技术优势突出，科研开发实力雄厚，伴随着吸收合并完成，技术潜能将进一步释放

通过与德国 MAN 的长期合作，技术水平始终保持国内领先，具有四大类一千多个品种序列，并成为国家选型对比试验后保留的唯一指定装备中国人民解放军的重型军用越野生产基地。陕重汽拥有完整的研发团队，573 人的技术及研发团队，其中国家级突出贡献专家 1 人，原机械部机械科技专家 4 人，高级职称 74 人(含研究员级高级工程师 6 人)。

3.4 陕西汉德车桥

3.4.1 陕西汉德车桥是中国重型车桥第一品牌

公司是我国最大的斯太尔桥生产基地之一，在 13T 以上驱动桥市场占有率在 35% 以上，拥有三十多年专业重型车桥研发、制造经验，并形成了“国内重型车桥第一桥”的行业强势地位。

3.5 株洲火花塞

6. 盈利预测与估值

6.1 吸收合并后的盈利能力整体提升

根据吸收合并方案及目前资产的盈利能力，我们预测在一般情况下吸收合并后的新潍柴动力 2006—2008 年的净利润分别为 8 亿元、10.5 亿元和 12 亿元。潍柴动力目前共有 3.3 亿股发行股份，其中 1.265 亿股为 H 股，根据吸收合并方案发行 1.265 亿股 A 股，新潍柴动力新股发行按照换股后的总股本 5.2 亿股计算，EPS 分别为 1.538、2.019 和 2.308 元。(见表四)

6.2 新潍柴动力合理目标价位为 35 元左右，对应湘火炬的合理价位目前在 10 元以上

根据 2006 年对国内汽车行业进行分析，其行业平均 PE 均在 15—17 倍之间，我们认为新潍柴动力的完整产业链将极大提升其在行业内的地位与话语权，并充分分享重卡行业发展的良好契机，考虑到公司良好的前景和 A 股市场向好的趋势，我们给予新潍柴动力 17—18 倍市盈率，按预计的 2007 年 EPS 预测，公司的合理目标价位为 34.32—36.34 元，按照 3.41:1 的实际换股比例，对应湘火炬的合理价位目前为 10.06—10.66 元左右。若考虑到 A 股市场向好的趋势及目前市场对大盘蓝筹新股的青睐，公司将享有更高的溢价。

6.3 合并交易的风险

从目前的企业发展和核心资产状况看，由于潍柴动力与湘火炬在吸收合并前就是多年的合作伙伴，业务相互关联和支撑，在企业文化和价值观上也有众多的相通之处，而且吸收合并后将形成完整的重卡产业链。因此整合的风险并不大。

此项交易需要经过内地和香港两地的各监管机构批准，并需要得到潍柴动力与湘火炬股东的支持，由于与湘火炬的股改相结合，尚需要得到湘火炬 2/3 以上流通股股东的同意，从而增加了交易的风险。若股改不能通过，潍柴动力由于此前已经通过潍柴投资实际控制湘火炬，在业务整合方向上不会动摇，但影响其控制力，并在短期内影响其在内地资本市场平台的运作，而湘火炬则可能成为边缘化的、未来交易可能被限制的 S 股。由于未能完成股改的公司不能进行再融资，这对本身融资环境较差的湘火炬而言将带来较大的经营压力。

5. 吸收合并后多赢方案惠及各方股东

吸收合并后公司的资产状况大幅提升，发展前景良好，A 股股东和 H 股股东权益将得到充分保障。

5.1 潍柴动力具有回报股东的理念和传统

潍柴动力历来重视回报股东权益，在香港联交所上市以来，多次派发股息分红且稳步提高，吸收合并后，企业的经营实力进一步加强，回报股东理念的传统将延续到新的公司，对于全体股东而言将是一种长期稳定的投资回报。(见表一)

5.2 资产总体规模质量提升、发展前景良好保障全体投资者权益

合并完成后，新公司的总资产达到 150 亿元，净资产达到 30.99 亿元，无论与原有的潍柴动力相比还是湘火炬比，新公司的资产规模都产生了巨大的飞跃，并由于产业链的延伸和成本的降低成为行业中更具有话语权的巨头，未来的发展将更加清晰，A 股股东和 H 股股东权益将得到充分保障。公司投资价值的长远提升将保障全体投资者权益。(见表二)

5.3 与原湘火炬相比合并公司业绩改善明显，有利于原湘火炬公司的股东

合并前，湘火炬 2006 年 6 月 30 日的每股净资产为 1.72 元，上半年每股净资产为 0.14 元，合并后存续公司的每股净资产变更为 5.95 元，每股收益为 0.80 元，均出现了大幅提升。考虑到湘火炬的股东(株洲国资和潍柴投资除外)是在每 10 股获得 0.35 股对价后以 1:3.53 的比例，将湘火炬股份转换为合并后存续公司股份，本次合并将使湘火炬原股东享有每股净资产上升为 1.74 元(5.95*(1+0.035)/3.53 元)，较合并前增长 1.2%。每股收益上升为 0.23 元(0.80*(1+0.035)/3.53 元)，较合并前增长 64.3%。每股收益的提升，表明原所持每一股份所享有的公司利润得以提升，股东的收益水平也将随之上升。(见表三)

5.4 A 股流通股在本次换股过程中

7. 机构投资者看好此次并购前景

7.1 国际大行看好公司前景

2006 年 9 月和 11 月，花旗集团和 JP 摩根分别给予潍柴动力 H 股买入和增持的建议，并不约而同地看好此次并购前景。在花旗集团 9 月给出 23.5 港元目标价位的同时，JP 摩根于 11 月给出了 27 港元的更高目标价位。

7.2 前十大流通股股东结构显示机构投资者踊跃

2006 年第三季度显示，湘火炬十大流通股股东均为机构投资者，合计持有 6487 万股，占流通股的 10.84% (上季占 8.73%)，其中易方达价值基金持有 1310 万股居第一位，三家社保基金分别持有 5.6、6.7 亿股。与第二季度相比，前十大流通股股东中，有 7 家机构为新进基金，有 2 家增持，一家不变。主力机构增持迹象十分明显。(见表五)

7.3 筹码集中度有进一步提高的趋势

从今年以来的持股情况看，股东人数不断减少，筹码集中度不断提高。这显示由于潍柴动力吸收合并的预期使众多投资者看好公司的发展前景和二级市场的走势。(见表六)

综上所述，本次吸收合并完成后，新潍柴动力通过内部整合，将实现 1+1>2 的协同效应，打造具有竞争力的汽车零部件集团，全面参与国际市场竞争。充分发挥动力系统核心价值优势，提升产业核心技术创新能力，发挥产业链的优势，推动整车发展，创造更大的利润空间，为股东创造更大价值。而此次股改与吸收合并方案是否能顺利通过将成为企业提升价值的关键所在。