长沙中联重工科技发展股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书草案

(上接D9版)

上述5个股东代表了9位交易对方，具体情况如下：

（一）意大利投资基金Magenta SGR S.p.A.

Magenta SGR S.p.A.是一家意大利投资基金公司（注册办事处为Milan (Italy), Piazza Diaz no. 5，米兰公司登记簿登记号为04944150962）。该公司由Edoarda Lanzavecchia，Luigi Sala和Luciano Balbo于2006年设立，其投资对象为意大利中型规模的公司。目前该公司持有CIFA50.72%的股权。

（二）卢森堡公司Fador è S. à r.l.

Fador è S. à r.l.是一家卢森堡公司（注册办事处为Luxembourg, Rue des Aubepines no. 180, L–1145，卢森堡公司登记簿登记号为B–117674），主要业务是泛欧私人股权投资。目前该公司持有CIFA10.0%的股权。

（三）意大利联合圣保罗银行Intesa Sanpaolo S.p.A.

Intesa Sanpaolo S.p.A.是意大利市值第一的银行（注册办事处为Turin (Italy)，都灵公司登记簿登记号为00799960158）。目前该银行持有CIFA10.0%的股权。

（四）意大利公司Immobiliare BA.STE.DO. S.r.l.

Immobiliare BA.STE.DO. S.r.l.一家意大利公司（注册办事处为Solferino (Italy), Via San Martino no. 32/3，曼托瓦公司登记簿登记号为01550720203）。该公司是CIFA2006年重组前的股东，现通过信托登记持有人Plurifid S.p.A.持有CIFA7.18%的股权。

（五）意大利公司Immobiliare Duemila S.r.l.

Immobiliare Duemila S.r.l.一家意大利公司（注册办事处为Senago (Italy), Via Cavour no. 89，米兰公司登记簿登记号为01551010208）。该公司是CIFA2006年重组前的股东，现通过信托登记持有人Plurifid S.p.A.持有CIFA7.18%的股权。

（六）意大利公司Immobiliare Novanta S.r.l.

Immobiliare Novanta S.r.l.一家意大利公司（注册办事处为Solferino (Italy)，Via Fattori no. 6，曼托瓦公司登记簿登记号为01550700205）。该公司是CIFA2006年重组前的股东，现通过信托登记持有人Plurifid S.p.A.持有CIFA7.18%的股权。

（七）自然人Pasquale Di Iorio

Pasquale Di Iorio1955年3月3日生于Calenza Valforte (Italy)，住址为Milan (Italy), Via Giuseppe Sassi no. 2，税号为DRIPQL55C03C429J。Pasquale Di Iorio是CIFA2006年重组前的股东，现通过信托登记持有人Plurifid S.p.A.持有CIFA2.98%的股权。

（八）自然人Simone Rafael Emdin

Simone Rafael Emdin1961年9月7日生于米兰（意大利），住址为Milan (Italy), Via Carlo Poma no. 18，税号为MDNSNR61P07F205Z。Simone Rafael Emdin是CIFA2006年重组前的股东，现通过信托登记持有人Plurifid S.p.A.持有CIFA2.98%的股权。

（九）自然人Maurizio Ferrari

Maurizio Ferrari1948年12月4日生于米兰（意大利），住址为Milan (Italy), Via Stampa no. 8，税号为CF FRRMRZ48T04F205Q。Maurizio Ferrari是CIFA现任董事长，持有CIFA1.78%的股权。

二、其他说明

上述九个交易对方均与本公司不存在任何关联关系，也不存在由其中任何一方向本公司推荐董事或高级管理人员的情况。

第四章 交易标的基本情况

一、CIFA的基本情况

（一）公司名称：Compagnia Italiana Forme Acciaio S.p.A
（二）企业性质：意大利股份公司（Italian joint stock company）
（三）注册地：Senago, Milan (Italy), Via Stati Uniti d’America No. 2
（四）企业登记代码：于意大利米兰公司登记处No. 02693100121
（五）成立日期：2001年12月20日
（六）股本总额：约1508万欧元
（七）董事长：Maurizio Ferrari
（八）公司主页：http://www.cifa.com

（九）经营业务：金属结构物、混凝土搅拌车和泵车、专用汽车、金属模具、起重设备、拖拉机、隧道建设系统的工业设计、生产、贸易和组装；机动车贸易以及混泥土运输和使用系统和机器的一般性生产和贸易；以及与上述产品的进出口有关的任何活动。

（十）历史沿革：CIFA最早可以追溯到1928年，成立之初主要从事用于钢筋混凝土的钢制模具等产品的制造和销售，20世纪50年代CIFA将其业务拓展到混凝土搅拌车、混凝土泵车、搅拌机及混凝土运输设备。2006年7月Magenta联合其他投资者收购了CIFA72.5%的股份，Magenta成为CIFA的最大股东。此后CIFA经历了一系列并购整合，重新构造了以产品生产线为基础的组织结构，优化了生产流程和生产控制标准，重组了采购流程，增加了在研发和产品设计方面的投入，拓展了产品线，提升了盈利能力强的产品在所有产品中的比例，从而总体提升了市场占有率。

（十一）目前CIFA股东及其持股比例如下表所示：

股东名称	比例	类 型
Magenta SGR S.p.A.	50.72%	意大利投资基金
Fador è S. à r.l.,	10.0%	卢森堡公司
Intesa Sanpaolo S.p.A.,	10.0%	意大利银行
Plurifid S.p.A.	27.5%	代表2006年收购之前的5个股东持有现CIFA的股权，包括Immobiliare BA.STE.Do.S.r.l. (7.18%)，Immobiliare Duemila S.r.l. (7.18%)，Immobiliare Novanta S.r.l. (7.18%)，Pasquale Di Iorio (2.98%)，和Simone Rafael Emdin (2.98%)
Maurizio Ferrari	1.78%	自然人，目前任CIFA董事长
合计	100%	

二、CIFA的权属状况和主要负债

（一）CIFA的权属状况

鉴于本次收购中的CIFA股权系依据意大利法律而由转让方拥有的权利，CIFA资产位于意大利境内。根据律师出具的法律意见，CIFA系依意大利法律正式组建、有效存续且资格完备；CIFA的全部股份系经正式授权且有效发行，均全额缴资，构成CIFA100%的已授权和发行股本。

（二）与本次交易相关的主要负债

CIFA于2006年签署了期限为7年至9年不等的1.1亿欧元优先级贷款、1250万欧元的夹层贷款和期限为10年的1000万欧元的卖方贷款。现有股东将CIFA的全部股权质押给各贷款方，该等股权质押在上述贷款还清之后将被解除。本次交易交割时将全部偿还上述贷款，同时将要求各贷款方出具弃权函。

三、CIFA的主要财务指标

截至2007年12月31日，CIFA总资产约为303.73百万欧元，其中净资产约为52.49百万欧元，负债约为251.24百万欧元。CIFA在2006年和2007年的主要财务数据请见下表：

单位：百万欧元

科 目	2007年12月31日	2006年12月31日
总资产	303.73	292.68
总负债	251.24	249.17
净资产	52.49	43.52
归属于母公司的净资产	52.06	43.08
科 目	2007年度	2006年9–12月
销售收入	303.95	88.25
净利润	8.70	–1.09
归属于母公司的净利润	8.72	–1.10

注：以上主要财务指标来源于德勤会计师事务所（Deloitte Touche Tohmatsu）根据意大利会计准则审计的CIFA财务报表（未按照中国会计准则调整），并已经具有中国证券从业资格的中喜会计师事务所有限公司审阅。CIFA于2006年7月进行了重组，故无法取得2006年9月之前目前的CIFA组织架构下的经审计的财务数据。

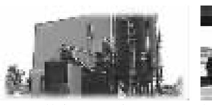
四、CIFA主营业务的具体情况

（一）CIFA主要产品和行业地位

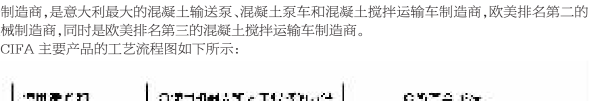
CIFA的主要产品包括：

■混凝土泵送机械类：混凝土输送泵、混凝土泵车、带泵混凝土搅拌运输车、砂浆喷射泵等

■混凝土搅拌运输车类：混凝土搅拌运输车、搅拌运输车配件等

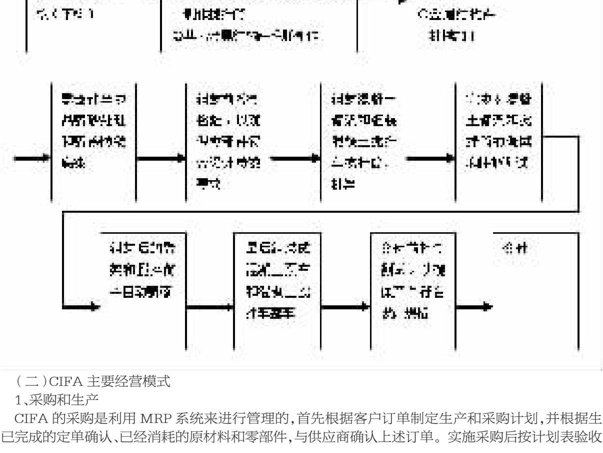


■其他类：混凝土搅拌站、稳定土拌合设备、混凝土施工模板等



CIFA的产品和品牌在行业内均有良好的声誉，目前已经成为欧美具有较强盈利能力的混凝土机械装备制造商，是意大利最大的混凝土输送泵、混凝土泵车和混凝土搅拌运输车制造商，欧美排名第二的泵送机械制造商，同时是欧美排名第三的混凝土搅拌运输车制造商。

CIFA主要产品的工艺流程图如下所示：



（二）CIFA主要经营模式

1、采购和生产

CIFA的采购是利用MRP系统来进行管理的，首先根据客户订单制定生产和采购计划，并根据生成的已完成的定单确认、已经消耗的原材料和零部件，与供应商确认上述订单。实施采购后按计划表验收入库。

CIFA在意大利拥有7个生产基地，分别是Gerenzano基地、Villa di Serio基地、Zanica基地、Montichiari基地、Senago基地1、Senago基地2和Castiglione delle Stiviere基地，采用工厂生产模式组织生产。

2、销售模式

CIFA通过其在70多个国家拥有的58名独立经销商以及在意大利拥有的24家代理机构进行产品销售，覆盖了几乎所有的西欧、东欧、中东与北非国家。除此之外，CIFA在澳洲、美国、墨西哥和一些其他南美国家拥有经销网络。CIFA的经销商多为单一品牌、多种产品的经销商。

CIFA从经销商处获取订单，由经销商负责与市场中的客户直接接洽。CIFA每年公布正式的价格表，并在新产品投放市场后更新价格表。CIFA销售人员可与经销商的人员共同拜访客户，就主要交易进行磋商。对客户的价格由CIFA根据订单数量、客户类型、产品规格和服务协议等因素确定。

（三）主要产品的产销量和市场状况

目前，CIFA公司年产约1200台混凝土泵送机械类（包括混凝土输送泵、混凝土泵车、带泵的混凝土搅拌运输车、砂浆喷射泵）产品，约占销售收入的60%；和3000台混凝土搅拌运输车，约占销售收入的20%；其他产品销售收入约占20%。

近三年来，通过不断的市场拓展并增加产品种类，CIFA产品销售的年复合增长率达到约20%。

根据CIFA提供的产品销售构成，其混凝土泵送机械类产品、混凝土搅拌车及其它产品分别占2007年销售收入的59%、21%和20%。相比2005年该三大类产品48%、27%和25%的销售收入构成可见，CIFA混凝土泵车的销售增长超过其它产品，由于混凝土泵车的毛利率高于混凝土搅拌车的毛利率，未来CIFA计划利用其市场优势，与较高的产品认可度，进一步增加利润率更高的混凝土泵车在销售中的比重。

按照CIFA提供的2007年市场份额，CIFA的主要产品混凝土搅拌车和混凝土泵送机械车在意大利分别拥有80%和70%的市场份额，在西欧有23和20%的市场份额，在东欧有15%和20%的市场份额，另外中东市场中也有10%和8%的市场份额。具体而言，除意大利市场外，在混凝土泵送机械方面，CIFA在比利时、希腊、罗马尼亚和马其顿均占有市场领先地位，在西班牙、丹麦、比利时、芬兰、爱尔兰、瑞士、俄罗斯、阿尔巴尼亚、克罗地亚和斯洛伐克的市场份额超过15%；在混凝土搅拌运输车方面，CIFA在葡萄牙、希腊、阿尔巴尼亚、保加利亚和马其顿均占有市场领先地位，在法国、丹麦、瑞典、瑞士、捷克、罗马利亚和斯洛伐克的市场份额超过15%。

近三年，随着众多新兴市场地区市场需求的增长以及CIFA不断拓展国际市场，CIFA国际市场的销售保持快速增长。2005年以来，CIFA在东欧及俄罗斯市场年复合增长率达到69%，特别是在俄罗斯，保加利亚等的市场，年复合增长率达到171%和73%。同时，CIFA在其它西欧国家、非洲和中东地区保持良好增长速度，年复合增长率为23%和35%。由此，CIFA销售收入的市场构成也发生变化，意大利以外的市场，特别是东欧及俄罗斯等市场的份额进一步提升。按照CIFA提供的2007年销售收入数据，意大利市场占总收入的37%、其他西欧国家市场占18%、东欧及俄罗斯市场占23%，非洲和中东地区占13%，其余地区占9%。与之相比，2005年意大利市场占总收入的48%、其他西欧国家市场占24%、东欧及俄罗斯市场占10%，非洲和中东地区占9%，其余地区占10%。

（四）经销商和原材料供应商

公司通过经销商进行销售，2007年前5大经销商销售额均不超过公司销售总额的5%，且前5大经销商合计销售占公司销售总额的16.4%。

公司2007年前5大供应商采购额均不超过公司销货成本的5%，且前5大供应商合计销售占公司销货成本的16.1%。

（五）CIFA主要产品生产技术和相关专利

CIFA拥有涉及多个国家的60件商标申请及20件专利登记。例如：铰接式混凝土布料输送臂专利（Concrete supply arm with articulated sections），混凝土分配布料臂试验台和混凝土分配布料臂试验测试专利（Test bed for distributing arms to distribute concrete and test method for testing distribution arm），带速度调节功能的混凝土泵送单元油缸活塞系统专利（Concrete pump with means to modulate the speed of the cylinder pistons of the pumping unit），用活塞行程控制混凝土泵S阀冲击专利（Actuation of the S–valve of a concrete pump prior the completion of piston stroke）等专利技术的应用，提高了混凝土泵送单元的工作稳定性和控制的准确性，降低了泵送单元的工作噪音；通过对混凝土泵车布料臂系统的模拟试验，可以指导设计，减小布料臂自重，改善布料臂系统的受力状态，提高了混凝土布料臂的疲劳寿命。

混凝土泵送机械类（包括混凝土输送泵、混凝土泵车、带泵的混凝土搅拌运输车、砂浆喷射泵）产品主要的先进技术包括：搅拌泵车的臂架更加轻量化，使泵车可以在多种道路上行驶；使用了电子控制系统“K–Tronic”使得操作更加便捷安全；设计制造了一体化的泵车和搅拌运输车（带泵搅拌运输车）；在水泥砂浆喷射泵中采用了三节可伸缩机械手，以及电子自动加料系统。

混凝土搅拌运输车类产品主要的先进技术包括：搅拌桶容量增加，整机轻量化设计，使其提高运输量，减少单位运输量的能耗；使用电子控制提高可靠性。

（六）CIFA的重大会计政策或会计估计与本公司存在的较大差异

本交易报告书披露的CIFA财务数据为意大利准则下经意大利审计机构审计后的财务数据。本公司目前采用的是中国企业会计准则。两者之间的主要差异详见本报告书第八章“财务会计信息”中的相关内容。

第五章 本次交易合同的主要内容

一、合同主体、签订时间

本次交易的卖方为：CIFA全体股东Magenta、Fador è、Intesa Sanpaolo、Immobiliare Bastedo、Immobiliare Duemila、Immobiliare Novanta、Di Iorio、Emdin、Ferrari。

本次交易的收购方为：中联重科、弘毅、曼达林和高盛。

本次交易的买卖协议于2008年6月20日签署。

二、交易价格和支付方式

本次交易中，为取得CIFA 100%股权，公司和共同投资方合计出资2.71亿欧元，其中2.515亿欧元为支付给卖方的股权转让价款，0.195亿欧元为应支付的交易费用。根据《买卖协议》，本次交易中卖方全部股权作价3.755亿欧元，除上述由公司和共同投资方合计支付的2.515亿欧元股权转让价款外，差额部分1,24亿欧元最终由CIFA自身长期负债解决。上述资金在交付给卖方时，买方同时将其中的1,000万欧元作为赔偿托管资金交存，该等资金应按照托管协议的条款和条件，托管持有至成交日满12个月之日。如卖方未出现协议约定的承担赔偿义务的情形，则可以在12个月后获得该赔偿托管资金，反之相关赔偿资金将从该赔偿托管资金中扣除。任何情形之下，各卖方承担赔偿义务的最大合计责任不得超过1,000万欧元。

三、交易标的自定价基准日至交割日期间损益的归属

各方一致承认并同意，购买价格不得作任何进一步上调或下调，因此，各方承认并同意，在遵守本协议条款的前提下，就一切目的而言购买价格都是最终的和有约束力的。因此，在购买价格确定后至交割日期间公司所产生的损益均由各购买方享有或承担。

四、合同的生效条件和生效时间

《买卖协议》于各方授权代表签署之日起生效。

五、合同附带的前置条件

各方进行成交的义务以下述每一条件发生或被各方放弃为前提：

（一）弃权函

成交以优先级贷款人在签署日之后六十（60）天内向各卖方和公司交付弃权函为条件。为履行本先决条件的目的，在签署日后五（5）个营业日内，各卖方应申请并且应促使公司申请弃权函。任何情形下，各方应即刻磋商，并尽其最大努力，克服与授予弃权函有关的或因之引起的任何困难。

（二）反垄断审查

成交以本协议拟议交易在签署日之后九十（90）天内，获得意大利共和国反垄断署的审查（形式为：规定的核准期已经届满；或该机构声明该等交易并未导致产生或强化任何支配性地位；或其他形式）为条件。

（三）各项同意

成交以应由各买方在成交之前就本协议拟议交易取得的一切同意、批准和授权，在签署日后九十（90）个日历日之内取得为条件，即下列各项：

1、中联重科特别股东大会的批准；以及
2、下列中国政府部门的批准：
（1）中国证监会
（2）国家发展和改革委员会
（3）商务部
（4）国家外汇管理局
（5）湖南省国有资产监督管理委员会

（四）买方的交割条件

根据《买卖协议》的规定，各买方进行成交的义务，以下列条件在成交之时或之前获满足或被各买方放弃为前提：(1)各买方代表应已收到经各方签署的证明，声明于成交日2006年购买协议没有被修订、放弃或撤销；(2)各买方已收到买卖协议规定的经正式签署的不竞争协议。

六、合同的终止

买卖协议可按照下述规定在成交之前随时以书面形式终止：

1、由各买方共同代表和各卖方共同代表经一致书面同意终止；

2、可由各买方共同代表或各卖方共同代表终止，如果意大利共和国的任何政府部门已经签发命令、判令或裁定，或采取任何其他行动，在每一情形下，均永久地限制、制止或另行禁止本协议或其他交易文件拟议交易的完成，而且此等命令、判令、裁定或其他行动已经是最终的和不可上诉的，但是，因其未履行其在本协议下的任何义务而引发或导致该等命令、判令或裁定签发的一方，不得享有本节规定的终止本协议的权利；

3、如果买方未能在规定期限内完成国内相关机构的审批\备案，则可由卖方共同代表经在相关日期后五（5）个日历日内向买方共同代表交付书面通知而终止。如果各卖方（通过各卖方共同代表）未行使其终止权，则相关日期自动延长三十（30）个日历日（或者各方一致约定的其他更短期限），而买卖协议可由各卖方共同代表在如此延后的相关日期之后的五（5）个日历日内书面终止；

4、如果成交未在签署日后150个日历日内完成，则由买方共同代表或卖方共同代表终止。

七、违约责任条款

在按照上文“合同的终止”第三点约定相关条款终止本协议之后，公司应向各卖方支付金额400万欧元。卖方共同代表应有权提取先行索付银行保函的全额。

第六章 本次交易的合规性分析

本次交易符合《重组办法》第十条的下列规定：

一、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

本次交易系对境外项目的投资，符合国家产业政策。交易标的位于意大利，并不涉及中国境内有关环境保护、土地管理、反垄断等法律和行政法规的规定。

二、不会导致本公司不符合股票上市条件

本公司最近三年无重大违法行为，财务会计报告无虚假记载。本次交易不涉及发行新股，交易完成后，本公司的股本总额和股权分布未发生改变。不存在依据《公司法》、《证券法》、《股票上市规则》应暂停或终止上市的情形。

三、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

本次交易为竞标收购，所涉及的资产定价系本公司会同共同投资方从竞标需要出发，在综合考虑CIFA所处行业状况、其自身经营发展情况和财务状况等诸多因素后，遵循可比公司分析法、可比交易先例分析法、贴现现金流分析法等国际上通行的工程机械制造企业估值常用的方法，按照公平合理的定价原则确定。

本次交易依据《公司法》、《证券法》等法律法规，以及《公司章程》等规定，由本公司董事会提出方案，因涉及关联交易，本公司独立董事在充分了解相关信息的基础上，就本次交易发表了独立意见。公司还聘请了独立财务顾问、法律顾问根据有关规定出具了《独立财务顾问报告》和《法律意见书》，并需召开股东大会就本次交易作出决议，且需经出席会议的股东所持表决权的2/3以上通过，其中关联股东将回避表决。本次交易尚需报中国证监会核准。

因此，本次交易定价公允，审议程序合法合规，不存在损害公司和股东合法权益的情形。

四、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，相关债权债务处理合法

本次交易所涉及的CIFA全部股份系经正式授权且有效发行，均全额缴资，构成CIFA100%的已授权和发行股本。

根据《买卖协议》的约定，转让方应保证对其拟转让股权有完整的可转让的权利。每一卖方对其《买卖协议》所述之比例的股份拥有有效、合法的所有权，且在《买卖协议》受遵守的条件下，有权根据《买卖协议》的条款在成交日时不附任何留置权地向买方转让此等股份。且CIFA的公司章程细则与交易文件并无冲突。

本次收购的各卖方与买方之间除本次交易外不存在其他债权债务关系，本公司与各卖方不存在债权债务关系。

五、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

CIFA的产品品种多、系列全、综合技术领先，且已在东欧、俄罗斯、印度等地区建立了较为完善的销售和服务网络，拥有较高的市场占有率。本次交易完成后，本公司将拥有CIFA的先进技术和成熟海外销售渠道，有利于本公司开拓欧洲市场，提高技术竞争力和品牌知名度，从而增强持续经营能力。

本次交易完成后，本公司的主营业务保持不变，符合国家有关产业政策。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，亦不存在因违反法律、法规和规范性文件而导致公司无法持续经营的情形。

六、本次交易不影响上市公司在业务、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

本次交易为本公司与共同投资方联合收购境外公司CIFA100%股权，本公司将取得对CIFA的控股权。本次交易不会改变本公司现有的与控股股东、实际控制人及其关联人在业务、资产、财务、人员、机构等方面的独立性。

七、本次交易不影响上市公司保持健全有效的法人治理结构

本次交易为本公司与共同投资方收购境外公司CIFA100%股权，不会影响本公司目前健全有效的法人治理结构。

第七章 公司董事会对本次交易定价的依据及公平合理性的分析

一、本次交易定价分析

（一）对本次交易目标公司定价分析的估值方法

本次交易为竞标收购，公司和共同投资方在竞标出价时从竞争需要出发，同时根据使用可比公司分析法、可比交易先例分析法、贴现现金流分析法等国际上通行的工程机械制造企业估值方法，并结合考虑目标公司的盈利能力、财务状况等情况，对本次交易的定价进行了分析。

1、可比公司分析法

该方法将本次交易的估值倍数与其他工程机械行业上市公司的交易倍数进行比较。由于上市公司股票通过市场交易，在一定程度上反映其内在价值，通过与同行业可比上市公司横向比较能够对目标公司的估值范围有一个基本认识。因此这一方法被广泛的应用于各种估值中。

市盈率倍数（P/E：股权价值/净利润）是应用较广的估值倍数，容易理解且数据容易获得。但是，鉴于净利润指标受会计制度、税赋水平等因素的影响较大，不同国别的企业的净利润指标的可比性不强。而EBITDA剔除了诸如财务杠杆使用状况、折旧政策变化、长期投资水平、税率水平等非营运因素的影响，能够更为清晰地展现了企业真正的运营绩效，有利于投资者更为准确地把握企业核心业务的经营状况。因此，本次收购中更主要使用的估值倍数是企业价值/息税折旧摊销前利润（EV/EBITDA）。同时，从指标对企业价值的反映程度上来说，由于剔除了上述因素的影响，企业单一年度的EBITDA指标与企业未来收益和风险的相关性更高，换言之，影响企业单一年度EBITDA水平的因素和影响企业未来所有年度EBITDA水平的因素更为一致。相比之下，影响企业单一年度净利润的因素则相对复杂和多变。

2、可比交易先例分析法

可比公司分析的交易倍数，反映了市场对于同类型公司价值的普遍看法，但往往不包含控制溢价。因此，为了更全面地考察并购过程中对于企业的估值，还应当在全球机械行业内选择先前发生的类似的收购交易，并对这些相似交易的估值倍数进行分析。但同时应当注意，在做可比交易分析时，必须结合每个交易发生时的市场份额、业务领域、交易发生的时间、交易对象的特点等一些因素进行综合考虑。

3、贴现现金流分析法

贴现现金流(DCF)是评估企业整体内在价值的常用方法，也广泛地用于企业并购的财务分析中。其基本思路是预测被收购企业的自由现金流，确定对自由现金流的折现率，然后计算自由现金流的现值区间。该现值区间在一定程度上反映了目标公司的内在价值。

自由现金流量即在一段时期内由企业营业活动或投资活动所创造的现金流，不包括与企业融资活动相关的现金收支。折现率为能够反映自由现金流风险的要求回报率，通常采用加权平均资本成本，即以企业的所有者权益和长期负债所构成的投资成本，以及投资资本所需求的回报率，经加权平均计算来获得折现率。

在这一并购中，我们分析CIFA在未来所能够产生的自由现金流，主要分两种情形：一种考虑CIFA自身独立发展的未来现金流状况；另一种考虑双方整合所产生协同效应，CIFA层面所产生的未来现金流状况。第一种情形是CIFA本身作为独立企业的内在价值，而第二种情形反映了在此次并购完成后，对CIFA的估值，包含了CIFA方面协同效应的价值。

（二）对本次交易目标公司定价分析的估值分析

1、与国内工程机械行业上市公司的估值比较

在国内可比较的同类公司主要包括：中联重科和三一重工。从更广泛的范围上看，其他工程机械公司也可列为可比公司，主要包括：柳工、山推股份、安徽合力、徐工科技、厦工股份等。这里主要采用企业价值/息税折旧摊销前利润倍数和市盈率倍数两种口径对同类公司的估值进行比较。

CIFA与国内工程机械制造行业可比公司估值情况比较表：

单位：百万元，除每股数据外

	最新股价	企业价值	2007年EBITDA	企业价值/息税折旧摊销前利润
中联重科	21.09	32,934	1,513	21.8x
三一重工	27.88	28,491	1,837	15.5x
柳工	21.50	10,433	754	13.8x
山推股份	12.74	10,061	497	20.2x
安徽合力	13.42	4,496	503	8.9x
徐工科技	14.59	8,597	111	77.4x
厦工股份	8.61	6,148	320	19.2x
	中位数			17.4x
	平均值			16.6x
CIFA		5,183	539	9.6x

1. 按2008年6月16日收盘价计算股价以及企业价值
2. CIFA的企业价值为3.775亿欧元的股权价值加上根据2007年经审计的净债务1.125亿欧元计算得到；EBITDA为备考调整数据
3. 计算平均值时将徐工科技估值倍数作为异常值剔除
4. 数据来源：Capital IQ、公司年报、以及其他公开信息

从上表可以看出，国内工程机械制造行业可比公司企业价值/息税折旧摊销前利润倍数中位数为17.4，均值为16.6。

根据本次交易对价以及融资条款，CIFA的企业价值/息税折旧摊销前利润倍数约为9.6，均低于国内工程机械行业制造可比公司的估值。即使考虑到中国作为具有较高成长的新兴市场，证券市场估值倍数可能偏高等原因，这一交易倍数依然具有很强的吸引力。

另外，涉及控制权转移的并购交易对价通常必须包括控制权溢价（指的是收购公司需要支付的高于被收购公司公开市场交易价值的部分）。基于不同研究，控制权溢价通常比被收购公司收购前公开市场交易价值高25%–30%。因此，从可比的角度，如果将这一控制权溢价考虑到本次交易的估值中，CIFA的估值更低于国内工程机械制造行业可比公司的平均估值水平。

2、与行业可比交易先例的估值比较

在行业可比交易分析方面，企业价值/息税折旧摊销前利润的比率（EV/EBITDA）倍数通常是机械行业公司可比分析的主要指标。

根据公开信息，工程机械行业2005年以来的主要控股权并购交易，其EV/EBITDA倍数的中位数为11.0、均值为11.9。

下图表示出了2005年以来重要工程机械行业可比交易的历史企业价值/息税折旧摊销前利润倍数：

生效日期	收购公司	被收购公司	被收购业务	总对价（百万美元）	企业价值/过去十二个月EBITDA
2008年1月	Terex	A.S.V.	橡胶履带机器和橡胶履带行走系统	493	23.6 x
2008年1月	Joy Global	Continental Global	输送系统和大宗物料装卸解决方案	374	10.2 x
2007年5月	Bucyrus	DBT	开采设备制造商	731	5.3 x
2007年3月	CRHPLC	GetazRo–mangSA	施工机械制造商和批发商	442	8.1 x
2006年10月	Oshkosh Truck	JLG Industries	高空作业平台/伸缩臂装卸机/剪式升降车	3,252	11.7 x
2005年3月	日立集团	日立电机工业株式会社	起重机制造商	105	12.3 x
			中位数		11.0 x
			平均值		11.9 x

数据来源：公司公告、Thomson Financials以及其他公开信息根据本次交易对价以及融资条款，CIFA的企业价值/息税折旧摊销前利润倍数约为9.6，低于2005年以来行业可比交易先例的平均估值水平。

3、贴现现金流分析

这一部分的分析主要着眼于CIFA自身在未来所能够产生的自由现金流。在贴现现金流模型中，预测CIFA未来十年的自由现金流状况，同时假设十年之后一定的EV/EBITDA退出倍数，采用一定的贴现率计算这些现金流的现值，也就是CIFA的企业价值。

自由现金流预测中涉及的企业运营业务方面的假设，主要来自于买方的尽职调查材料，包括由买方业务咨询顾问威普提供的行业分析和预测、对目标公司管理层业务计划的分析，与卖方访谈、卖方业务咨询顾问波士顿咨询公司提供的业务尽职调查报告，以及买方管理层的行业运营经验等。

其中主要假设包括以下：

（1）收入增长假定

管理层根据行业经验，通过对行业的分析，根据CIFA目前的产品线，分产品预测未来收入增长。预测增长率与业务咨询顾问威普分析基本一致。

（2）成本结构假定

CIFA主要产品的生产经营模式与买方相似，总体原材料、人工和管理成本历史财务数据较清晰。管理层根据产品经营经验及行业的发展竞争趋势对CIFA利润率作出预测。预测利润率与业务咨询顾问威普分析基本一致。

（3）协同效应假定

经过与买方管理层会谈以及比较、分析，在CIFA层面将会产生的协同效应，主要包括以下三块：利用中联的特定配套件生产优势（如油缸），带来的CIFA成本降低；中联产品进入CIFA销售网络销售；以及利用中联生产能力供应CIFA在印度、俄罗斯的产品组装基地所产生的成本降低。假设协同效应是一个逐步实现的过程，在三年之内实现100%的协同效应。

（4）现金营运成本假定

出于不同地区的不同公司，由于供应商、供应条款、顾客条款、运营模式等不同，造成对营运资金需求并不相同。卖方业务咨询顾问波士顿咨询公司的尽职调查报告提供了对CIFA的基本预测，与买方产品经营经验以及买方业务咨询顾问的预测是比较一致的。

（5）资本性支出假定

卖方业务咨询顾问波士顿咨询公司的尽职调查报告提供了CIFA管理层的资本性支出的详细预测，除了维持性资本性支出之外，还包括了在俄罗斯、印度扩张的资本性支出。经过与买方的访谈，认为双方合作之后，这一部分的资本性支出将会有一定程度的降低，因此作了相应调整。

（6）预测期末企业的变现值

预测期末企业的变现值根据行业相关可比交易的交易估值倍数范围，以及企业期末相应的预期财务指标估计。并通过企业的预测永续增长率检查其合理性。

（7）贴现率假定

以加权平均资本成本去估算贴现率。考虑到目前国际及欧洲市场的资本及借贷成本等因素，我们认为这样的方法是合理的。

我们采用的贴现率范围大约为9%–11%，主要受以下因素影响：无风险收益率；市场风险溢价；Beta系数；股本成本；长期债务成本；税率；债务股本比例。其中，Beta系数参考国际可比上市公司水平，CIFA目标资产负债率根据中联07年底的资产负债率确定（杠杆收购造成CIFA自身未来资产负债率并不具有参考意义）。

综合模型分析，不考虑协同效应，CIFA的企业价值合计为4.90亿欧元到6.54亿欧元之间；考虑协同效应，CIFA的企业价值合计为6.12亿欧元到8.18亿欧元之间。

根据贴现现金流分析所推定出的CIFA自身的内在价值为4.90亿欧元到6.54亿欧元之间。本次交易中CIFA的企业价值，处于这一估值水平的区间底部。尤其是如果考虑到CIFA方面协同效应（不计中联方面的协同效应），那么CIFA在合并集团中的价值能达到6.12亿欧元到8.18亿欧元之间，超过本次交易中CIFA的企业价值。

4、估值分析结论

综上分析，此次交易价格对应的EV/EBITDA交易倍数，低于国内工程机械制造行业可比公司平均交易倍数，与近年国际工程机械行业并购交易的平均估值水平一致，并处于贴现现金流分析结果区间的底部，因此，我们认为本次交易中对CIFA的估值是合理的。

二、独立董事意见

本次收购为竞标收购，所涉及的资产定价系公司会同共同投资方从竞标需要出发，在综合考虑CIFA所处行业状况、其自身经营发展情况和财务状况等诸多因素后，遵循可比公司分析法、可比交易先例分析法、贴现现金流分析法等国际上通行的工程机械制造企业估值常用的方法，按照公平合理的定价原则确定。本次收购定价公允，不存在损害公司和股东合法权益的情形。

第八章 公司董事会就本次交易对上市公司影响的讨论与分析

一、本次交易前本公司财务状况和经营成果的讨论与分析

（一）本次交易前本公司的主要财务状况

1、公司的资产规模

公司最近三年的资产规模及资产盈利能力如下（合并范围）：

项目（万元）	2008年3月31日（未经审计）	2007年12月31日	2006年12月31日	2005年12月31日
流动资产	846,807.93	633,160.83	374,033.54	278,088.43
其中：货币资金	119,076.93	105,042.75	99,032.75	65,102.58
存货	330,442.76	263,168.23	150,194.94	97,984.90
应收账款	238,449.59	167,973.40	93,270.70	91,720.32
非流动资产	231,946.26	220,055.35	162,729.65	139,249.76
其中：固定资产	107,477.65	107,114.46	91,022.08	94,863.92
资产合计	1,078,754.19	853,216.17	536,763.19	417,338.19
归属母公司所有者权益	399,176.72	362,913.93	231,189.25	173,175.35
净资产收益率（摊薄）	9.16%	36.75%	20.93%	17.93%
净资产收益率（加权）	–	45.00%	24.53%	19.12%
总资产报酬率（加权）	5.21%	20.41%	11.17%	9.31%

公司最近三年资产规模逐步扩大，总资产2006年比2005年增长28.62%，2007年比2005年增长58.96%；净资产（归属母公司所有者权益）增长率分别为33.50%和56.98%。公司固定资产投资最近三年扩张不大，资产规模的扩大主要是流动资产的快速增长，公司受行业销售模式影响，产品价值较高，且交货周期较长，部分产品采用分期付款的方式进行销售，在一到二年内分期付清。因此公司的存货和应收账款比重相对较高。

在资产规模快速增长的基础上，公司资产的盈利能力有显著增强，加权净资产收益率和加权总资产报酬率2006年比2005年分别上升了28.29%和11.17%；2007年比2006年上升了83.45%和82.72%，高于资产的增长速度。表明公司良好的经营管理能力能适应不断扩大的资产规模。

公司现有资产规模虽然在国内首屈一指，但与国际同行业领先企业相比尚有较大差距。据全球工程机械行业权威媒体——英国《国际建设》（International Construction）杂志对2006年全球工程机械制造商前50强的排名，中联重科在“世界工程机械制造商50强排行榜”中名列第24位。公司制订了“力争在三到五年内，实现国内工程机械行业规模第一位，进入全球工程机械行业规模前十位”的战略目标，因此实施本次交易对达到公司战略目标具有重要的意义。

2、公司的偿债能力

	2007年度	2006年度	2005年度
资产负债率（合并）	56.04%	56.17%	57.59%
资产负债率（母公司）	54.90%	55.78%	57.13%
流动比率（母公司）	1.41	1.20	1.11
速动比率（母公司）	0.85	0.70	0.70
利息倍数（母公司）	22.08	10.24	7.43

公司的资产负债率、流动比例和速动比例在过去的三年内基本保持稳定。公司资产负债率适中，维持为50%到60%之间；流动比例稳定在1以上；速动比例稳定在0.7以上；利息保障倍数保持在7以上。经分析同行业主要上市公司2007年的主要偿债能力指标，公司的资产负债率（合并）、流动比例和速动比例和行业平均水平持平。公司的已获利息倍数远高于行业平均水平，说明长期偿债能力较强。

公司名称	资产负债率（%）	流动比率	速动比率	已获利息倍数
中联重科	56.04	1.42	0.83	26.32
三一重工	54.85	2.06	1.49	15.71
柳工	45.07	1.67	0.78	415.20
山推股份	45.31	1.37	0.88	31.84
安徽合力	28.64	2.38	1.39	252.27
徐工科技	60.68	1.25	0.69	2.74
厦工股份	66.77	1.23	0.68	7.18
平均值	51.05	1.63	0.96	16.16[注1]
中值	54.85	1.42	0.83	15.71[注1]

数据来源：wind资讯，注：平均值和中值将剔除柳工和安徽合力畸高的数据

（二）本次交易前本公司的经营成果

公司最近三年的经营能力如下（合并）：

项目(万元)	2008年1–3月（未经审计）	2007年度	2006年度	2005年度
营业总收入	253,661.13	897,356.14	465,756.83	327,888.54
营业总成本	206,853.66	762,803.97	415,077.67	295,832.56
营业利润	46,933.64	135,801.15	50,437.59	31,713.74
利润总额	46,374.45	136,432.42	48,536.50	31,362.74
净利润	36,769.79	133,108.78	48,385.02	30,945.42
归属于母公司所有者的净利润	36,556.33	133,358.64	48,242.74	31,047.86
每股收益：				
(一)基本每股收益(元)	0.4807	1.7536	0.6344	
(二)稀释每股收益(元)	0.4807	1.7536	0.6344	

公司的业务经营最近三年进入高速增长期。2006年比之2005年，营业总收入和净利润分别增长了42.05%和56.36%；2007年比之2006年，营业总收入和净利润分别增长了92.67%和175.10%。增长原因主要是由于大批国家重点工程项目（如铁路、公路、港口、机场建设）的陆续开工及大量城镇的基础建设启动，自2006年年初开始工程机械行业产品需求旺盛，同时公司加大了开拓市场的力度和投入。此外，国际市场对中国生产的工程机械需求不断上升，工程机械产品的出口量也在快速增长。公司的净利润构成中，绝大部分来自主营业务利润，其他业务利润、投资收益和营业外收支对公司净利润的影响基本不超过5%。

公司最近三年主营收入分产品销售收入和毛利率构成情况如下：

单位：万元，除比例外

合并	2007年			2006年			2005年		
	营业收入	所占比例	毛利率	营业收入	所占比例	毛利率	营业收入	所占比例	毛利率
起重机械	420,646.00	46.88%	26.53%	221,833.00	47.63%	23.98%	170,860.00	52.11%	24.60%
混凝土机械	350,953.00	39.11%	32.09%	156,947.00	33.70%	30.58%	95,291.00	29.06%	30.83%
环卫机械	56,408.00	6.29%	32.35%	36,885.00	7.92%	31.40%	30,895.00	9.42%	29.00%
路面机械	48,687.00	5.42%	17.12%	23,535.00	5.05%	19.96%	14,998.00	4.58%	19.46%
其他	20,662.00	2.30%	29.49%	26,556.00	5.70%	26.59%	15,845.00	4.83%	26.04%
合计	897,356.00	100.00%	28.63%	465,757.00	100.00%	26.74%	327,889.00	100.00%	26.66%

最近三年，公司主营业务及其结构、盈利能力均未发生较大变化.在公司销售的产品中，起重机械和混凝土机械占据了约80%以上，但是各年之间起重机械和混凝土机械的销售份额随市场需求的不同而略有不同。其他路面机械、环卫机械等产品近年来占总销售的比例一直比较稳定。公司产品的综合毛利率相对稳定，分产品中混凝土机械的毛利率相对较高。本次交易完成后，公司将进一步强化在混凝土机械产品中的市场地位。

二、对交易标的行业特点和经营情况的讨论与分析

（一）行业特点

CIFA主营混凝土机械装备，产品主要为混凝土泵车和混凝土搅拌输送车，属于工程机械制造行业。其上游行业为水泥生产企业，下游为建筑业。因此其增长与水泥行业及建筑业的增长呈正相关。

根据威普的报告显示，2002年至2007年，全球建筑市场的年复合增长率约为6.1%。预计2007年至2012年全球建筑市场仍将保持继续增长态势，年复合增长率约为4.5%，其中亚洲、东欧、南美、非洲和中东等地区的增长率相对较高。建筑市场中基础设施、办公楼以及工业建筑等非民用建筑市场的增长率将超过民用建筑市场。

由于非民用建筑对建筑市场整体影响的加强以及使用混凝土代替其他原材料（如木材）的原因，全球混凝土市场需求一直呈现稳定增长，2002年至2007年的年复合增长率为8.5%。预计从2007年至2012年，全球混凝土市场的需求量将保持大约5.5%的年复合增长率，这主要是考虑到北美和西欧市场未来几年可能会经历经济放缓，但是像东欧及俄罗斯地区、亚太地区、非洲和中东地区等新兴市场受此影响小，预期混凝土增速将高于全球平均增速，分别为6.7%、6.3%和6.2%。

由于使用混凝土泵车及混凝土搅拌车不仅可以有效降低建筑工地劳动力成本、缩短建筑项目完工时间，更可以提高混凝土的质量，预计需使用泵送机械类和搅拌运输车的混凝土的市场增长空间将更为广阔。预计从2007年至2012年的年复合增长率将达到6.2%，高于混凝土行业平均的增长率。而且，鉴于需用混凝土搅拌车和混凝土泵车的混凝土分别仅占全球混凝土市场的40%和15%，而这两项指标在西欧等发达国家约为58%和22%，在亚洲、东欧、非洲和中东地区则低于平均水平，其市场渗透率将有大幅提高的空间。

随着未来对混凝土泵送机械和混凝土搅拌车需求的不断增加，混凝土泵送机械和混凝土搅拌车市场将步入快速增长期。根据上述报告的预测，2007年至2012年，全球混凝土泵车年复合增长率约为8.9%，其中CIFA主要销售区域东欧、非洲和中东、亚洲的增长率较高，分别为9.2%、11.0%、15.3%；搅拌车市场的年增长率约为5.4%，其中CIFA主要销售区域东欧、非洲和中东、亚洲的增长率分别为6.6%、6.2%和6.3%。

（二）交易标的的核心竞争力及行业地位

CIFA全球主要竞争对手是Petzmeister和Schwing公司，根据波士顿咨询公司（BCG）的报告，2006年CIFA在欧洲混凝土泵送机械市场占22.2%的份额，与Schwing公司市场份额相近，而Putzmeister公司拥有33.3%的份额。同期的世界市场中，CIFA占8.9%的市场份额，在欧美生产厂商中列第三，仅次于拥有21.5%和19.0%市场份额的Putzmeister与Schwing公司。2006年欧洲混凝土搅拌车市场CIFA占16.5%的份额，仅次于Putzmeister与Schwing–Steller公司的24.3%和22.3%的份额。同期的世界市场中，CIFA占到5.3%，在欧美生产厂商中列第四，而Oshkosh，Liebherr与Steller公司分别拥有13.7%、11.6%和10.1%的市场份额。另外，CIFA在亚洲及新兴市场主要竞争对手是本公司和三一重工。

作为国际一流的混凝土机械制造商，CIFA拥有知名的品牌，全球化的销售网络，领先的技术工艺，优异的产品质量，完善的售后服务。与行业竞争对手相比，CIFA是唯一一家能够全面提供各类混凝土设备的提供商：包括混凝土泵送机械类（包括混凝土输送泵、混凝土泵车、带泵的混凝土搅拌运输车、砂浆喷射泵）产品、混凝土搅拌运输车、混凝土搅拌站、混凝土喷射台车及混凝土布料机等产品。CIFA的核心竞争优势在其产品的性价比较高，相对于Petzmeister和Schwing公司，CIFA产品具有10–20%的价格优势（混凝土泵价格低17%–20%，搅拌机械价格低8–13%）；相对于亚洲混凝土机械制造商，CIFA产品具有较好的技术优势、更高的品牌知名度和客户美誉度。对于既追求质量，又讲究价格的客户来说，CIFA是他们的首选品牌。

三、交易完成后的财务状况、盈利能力及未来趋势分析

（一）公司的财务安全性

本次交易完成后，本公司将取得对CIFA的控股权。根据中喜会计师事务所有限公司出具的备考报告，假设本次交易已于2007年1月1日完成，则对本公司的影响情况如下：

项目（万元）	2007年12月31日		变化率
	交易前	交易后	
资产合计	853,216	1,550,847	82%
股东权益合计	375,076	511,166	36%
归属于母公司所有者权益合计	362,914	378,086	4%

本次交易后，本公司的资产规模大幅提高。截至2007年12月31日，本公司资产总额将从交易前的853,216万元增至1,550,847万元，增幅为82%。归属于母公司所有者权益合计从交易前的362,914万元增至378,086万元，增幅为4%。

本次交易前后本公司的偿债能力对比如下：

项目	2007年12月31日		变化率
	交易前	交易后	
流动比率	1.42	1.12	–21%
速动比率	0.83	0.65	–22%
资产负债率	0.56	0.67	20%
利息保障倍数	22	6.7	–67%

截至2007年12月31日，假设本次交易完成后本公司资产流动比利率从1.42下降到1.12，下降了21%，速动比例也下降了22%。公司合并报表的资产负债率从交易前的的56%上升到67%。

备考财务数据显示的公司合并报表资产负债率为67%，跟国内同行业上市公司相比（国内同行业上市公司数据详见上文中联重科偿债能力分析章节），高于行业平均值，但低于行业最高值，仍处在一个合理的范围内。

（二）合并后公司2007年备考每股收益增厚

本次交易前后本公司的盈利状况对比如下：

项目	2007年12月31日		变化率
	交易前	交易后	
营业收入（万元）	897,356	1,214,506	35%
营业利润（万元）	135,801	161,150	19%
利润总额（万元）	136,432	161,731	19%
净利润（万元）	133,109	146,043	10%
基本每股收益（元/股）	1.7536	1.86	6%
稀释每股收益（元/股）	1.7536	1.86	6%
净资产收益率（%）	36.75	38.64	5%

本次交易后，本公司的营业收入和利润规模均有较大幅度的增长，根据备考合并的财务数据显示，假设CIFA于2007年1月1日起合并入本公司，则2007年，本公司将实现营业收入1,214,506万元，比交易前897,356万元增长35%；净利润也将由交易前的133,109万元增加到交易后的146,043万元，增幅为10%。基本每股收益1.86元，净资产收益率38.64%。

（三）合并后CIFA自身盈利能力增长分析

根据威普对混凝土泵送机械和混凝土搅拌车的预测，本公司管理层预测未来CIFA在意大利仍将保持主导地位，且市场份额将从2007年的69.5%上升到2010年的72.5%；西欧（除意大利外）和东欧市场作为与意大利临近的重点区域，CIFA将努力争取市场份额，特别是在东欧地区，CIFA的产品性价比高，有很强的竞争优势。预测欧洲（除意大利外）CIFA产品的市场份额将从2007年的14.5%上升到2010年的18.4%。总体而言，CIFA混凝土泵送机械在全球的市场份额从2007年的7.4%上升至2010年的8.1%。

公司管理层认为，CIFA产品仍有巨大的毛利上升空间，主要原因为：

1、根据CIFA的商业计划及市场需求分析，CIFA的销售产品结构会有所调整，主要体现在增加毛利率较高长臂架泵车的销售。根据中联重科混凝土泵车的毛利率资料，长短臂架泵车毛利率约有5%–10%的差异；

2、伴随CIFA销售收入的不断增加、集团实力的增强及全球采购网的搭建，材料采购成本有一定程度的下降；

3、CIFA现有的委托加工资源基本集中于意大利，成本较高。伴随全球委托加工资源的整合，预计委托加工件的成本有较大幅度的降低；

4、现阶段CIFA的人工成本占成本比重较高，伴随CIFA规模的增大，预计有部分规模效益显现，单位产品人工成本将有所下降；

5、预计从2008年起伴随全球性的原材料成本的上涨，CIFA预计将有一定的销售价格的上涨以抵消材料成本的上涨（从CIFA2008年一季度的数据显示其主要产品销售价格上升了约5%，高于材料成本的上涨幅度），但由于原材料成本的上涨可能是一个持续过程，从长期来说会与销售单价的调整将产生一定偏差。

2008年，CIFA继续采取各项措施降低成本。在保持意大利优势市场份额的情况下，着重扩大了在东欧、俄罗斯等销售，取得了明显的效果，业务保持了良好的发展趋势。根据CIFA未经审计的2008年1–4月财务数据，今年1–4月，CIFA的营业收入比2007年同期增长了7%，而且毛利率水平也有所提高，从而使得EBITDA比2007年同期增长19%，达到1,899万欧元。

（四）合并后产生的协同效应

通过本次交易，公司能够在销售渠道、产品先进性、制造技术和企业管理等方面快速提高水平。并购后，通过利用CIFA和公司双方各自的销售渠道、技术优势、产能优势及管理优势，整合资源，优势互补，创立一个具有规模效应协同发展平台，并且可以快速提高公司的品牌知名度和全球市场影响力，更好地服务于不同层面的客户，其提高品牌知名度和竞争力主要体现在：

1、在销售网络方面

CIFA与本公司的销售网络几乎不重叠。共享销售网络将便于公司进入欧洲市场和新兴市场，便于CIFA进入亚洲。

CIFA目前的销售网络包括其在70多个国家拥有的58名独立经销商以及在意大利拥有的24家代理机构，并且已经初步完成了在东欧市场、印度市场和俄罗斯市场的销售布点。而本公司目前的海外销售还基本采用外贸出口的方式进行。在收购CIFA之后公司有望借助CIFA现有的全球销售网络渠道，加快开发全球热点市场，扩大公司的产品在全球的市场份额，提高海外市场竞争力。

另一方面目前本公司在中国的销售网络相当成熟，而CIFA尚未进入中国市场，在本次收购后公司可以引入CIFA有技术优势的产品，利用公司的销售网络进一步扩大公司在中国混凝土机械的市场份额。

2、在品牌方面

收购后将继续利用CIFA知名品牌的优势实施双品牌战略，双品牌策略为公司的市场拓展形成合力，给不同偏好的消费者提供不同的选择，可以共同抵御竞争对手。

3、在产品制造方面

CIFA和本公司在产品制造方面的协同效应主要体现在两个方面，首先，部分本公司占有制造优势的配件产品可以直接供应给CIFA，直接降低CIFA的采购成本。其次，目前部分CIFA的订单由于产能限制目前没有得到充分满足，这部分订单可以通过CIFA在本公司的帮助下直接在中国设厂进行生产进行满足，在中国设厂生产的成本远低于在意大利本土生产。

4、在采购成本方面，公司收购CIFA后，两公司合并的采购规模可以增加与供应商谈判和议价的能力，显著降低采购成本。

5、在产品技术方面，公司收购CIFA后，利用CIFA地处装备制造业发达区域的优势，共享CIFA的基础技术研究成果，使公司在产品研发方面更直接的了解欧洲产品先进技术和发展动向，加快公司技术创新的步伐。

四、本次交易的战略意义

（一）交易完成后将迅速提升本公司在全球混凝土机械的市场地位

本次交易将改变全球混凝土机械市场的竞争格局。交易完成后，本公司将稳居中国第一大混凝土机械制造商的地位，接近世界第一。

（二）交易完成后将对公司国际化战略产生积极意义

经过15年的努力，公司目前已经成功站在国内工程机械行业的制高点上，领导着行业的技术创新和产品进步。如何在国内行业排头兵的地位上百尺竿头再进一步，关键是要实现企业的国际化战略。收购CIFA，将是公司国际化战略中快捷和关键的步伐。

1、可以快速提升公司混凝土机械的技术水平

目前，公司在混凝土机械制造方面虽然领先于国内同行业，但是，无论从产品先进性、可靠性，还是制造工艺等方面与欧洲同行业领先企业相比，公司都还存在一定的差距，特别是在品牌知名度、用户认可度方面远落后于欧洲同行领先制造商。CIFA产品品种多、系列全，混凝土机械产品除了涵盖公司混凝土搅拌站、混凝土搅拌运输车、混凝土输送泵、混凝土泵车及混凝土布料机外，还有混凝土喷射台车、带输送泵混凝土运输车、隧道混凝土施工模板等产品，并且已开发出长臂架混凝土泵车。而且产品综合技术领先国内技术，CIFA产品在在产品设计理念方面以及泵车臂架智能控制技术、在液压系统控制技术、泵车金属结构优化以及焊接技术和涂装工艺方面领先于包括公司在内的中国企业。因此，如果能够完成对CIFA的收购，就可以将CIFA技术引入公司，无论是在产品技术性能方面，还是在制造工艺水平方面都有利于公司混凝土机械制造的技术提升。

2、迅速将公司生产经营管理能力提高到国际水平

中国制造业与国际先进水平在生产经营管理方面的差距，将是中国企业真正成为国际化企业的关键障碍。公司根据国内上市公司2007年年度报告从管理的口径比较了CIFA和国内同行业企业同等资产投入下的人均劳动生产效率。2007年，CIFA984名员工共计投入固定资产和流动资产204,058万元，形成主营业务收入314,567万元，国内同行业领先企业在同样资产投入的情况下，人均创造主营业务收入只有CIFA的十六分之一。公司虽然是国内领先企业，但与国际先进企业相比，管理提升的空间仍十分巨大。

多年以来，我国制造业一直在致力于向发达国家学习技术和管理，但是，参观、访问方式的学习，已经难以真正理解和掌握先进管理的精髓。如果能够完成对CIFA的收购，公司将以学习的心态对CIFA进行整合，通过对CIFA制造中心平移国内等方式，使公司现有制造单元有机会近距离的学习先进的生产与运作管理经验，通过人才尤其是基层管理人才的交流，完成国内制造单元的管理能力向国际水平的提升。

3、可以迅速建立起全球市场网络和全球品牌知名度

由于公司主导产品与固定资产投资关系密切，因此国内固定资产投资能否持续提供巨大的市场空间决定了产品的销量和企业的增长。最近五年，国内固定资产投资虽然依旧维持较高增长，但增速逐年回落，已从2003年的27.7%下降到2007年的24.8%。受其影响，国内工程机械需求量的增速也在趋缓。但与此相反的是，近几年全国主要工程机械制造企业都在大量投入技术改造，工程机械的产能在迅速扩大，预计这些产能将在两到三年后集中释放，届时国内工程机械产品市场将进入一个前所未有的白热化竞争时代。因此，要保持企业的快速发展，缓解国内市场的恶性竞争，公司必须大力拓展海外市场。

2007年公司海外销售收入占总销售收入的比例已达到12%，海外销售将是公司未来业务增长的重要驱动力。但是，海外市场的继续扩大，已经面临销售和服务网络不完善、品牌知名度和认同度不高、对目标市场的需求特点不熟悉等问题。CIFA的产品在东欧、俄罗斯等地区的市场占有率较高，建立了较为完善的销售和服务网路。通过本次交易，公司不仅能在较短的时间内进入东欧、俄罗斯、印度等具有发展潜力的新兴市场，能节约开拓欧洲市场的高昂费用，积累资金拓展其它市场，而且通过品牌互动，迅速提高中联品牌在国际市场的地位。

五、交易完成后公司的整合考虑

本次收购为产业整合，详细的整合方案还需要双方的业务团队共同磋商。但是，整合将主要依据以下思路展开：

第一、收购后CIFA的定位和发展愿景：CIFA作为本公司混凝土机械海外事业平台，阶段性独立发展。本公司将在大事业部的管理架构下，协调公司和CIFA的资源，通过双品牌运作，逐步打造国际混凝土机械行业的第一品牌。

第二、整合的基本步骤：“稳定–磨合–融合”。CIFA本身是一个不错的企业，具有世界一流的管理团队。成功收购后，本公司将高度重视CIFA的稳定性、公司文化和员工士气。在尊重CIFA现有管理和文化特性的前提下，采取必要措施，尽快促进双方的了解。在稳定中磨合，在磨合中融合，在融合中整合。通过尊重信任和缔结利益共同体，最后使CIFA成为中联重科大家庭中的一部分。

第三、以“文化缓冲地带”减少整合前期不同企业文化的直接碰撞。本次收购本公司专门引进共同投资方，作为整合前期的“文化缓冲地带”。共同投资方中，弘毅投资是具有国际视野的中国本土基金，高盛公司是具有全球投资管理经验的投资机构，而曼达林基金的管理团队则是相对了解中国国情的意大利本土团队，这一组合可以在整合前期有效地缓冲文化和理念的冲突，保证重组整合的顺利进行。

第四、学习与管理并重。摆正公司自身的心态，尊重被收购企业。看到公司自身国内领先企业优势的同时，更看到自身与国际先进制造业之间的差距，既要管理，更要学习，在管理中学习，在学习中管理，取长补短，整合和互补双方在各自管理优势、渠道优势，建立联合研发平台，双方在价值链的各个环节共享资源，实现双方企业的共同有价值的成长。

第九章 财务会计信息

一、交易标的2006年9–12月和2007年的财务报表

以下财务会计信息的原始来源为德勤会计师事务所（Deloitte Touche Tohmatsu）根据意大利会计准则审计的CIFA财务报表，下列财务报表已经具有中国证券从业资格的中喜会计师事务所有限公司审阅。

（一）调整前CIFA2007年财务数据

(下转D12版)