

2014 年 12 月 31 日

运输设备

南北车合并 中国高铁加快装备全球

南北车合并事项: 12 月 30 日晚上,中国南车、中国北车相继公告合并预案,主要内容包括: 1) 合并方式采取中国南车吸收合并中国北车的方式,中国北车 A 股和 H 股股票予以注销; 2) 合并的换股比例为 1:1.10,即每 1 股中国北车 A/H 股票换取 1.10 股中国南车发行的 A/H 股票; 3) 定价基准以首次董事会决议公告日前 20 个交易日的均价; 4) 合并后新公司名称拟定为中国中车股份有限公司; 简称中国中车; 5) 合并不会导致实际控制人变更。

我们的分析与判断:

■ **龙头合并增强协同效应,强强联合提升国际竞争力。**在国内外轨道交通市场快速发展的背景下,此次两家国内铁路设备行业龙头企业进行战略合作,是国家战略意志的产物,通过对两家公司的相同业务及资产进行重组整合,采购环节能缩减成本,在销售体系避免重复建设。在海外市场上,避免两家企业恶性竞争,形成一种合力,统一布局海外投资,避免资源浪费,提高投资效率;整合海外销售队伍,制定统一的海外市场拓展战略,推动中国高铁成为国际市场上强有力的竞争者。

■ **“一带一路”国家战略,加速中国高铁装备全球。**根据国际铁路联盟(UIC) 2014 年 9 月 1 日的统计报告,世界上有运营、在建和规划高铁的国家和地区总共 22 个,运营高铁里程 22,954 公里,在建高铁线路里程 12,754 公里,计划建设里程 4,459 公里,远期规划建设里程 14,382 公里,总计 54,550 公里。中国高铁的建设成本是欧美国家的 1/3 到 1/2,拥有世界运营线路最长高铁网,高铁技术世界领先水平,技术层次多样化,一整套行业标准;提供从工程设计、建造、设备制造及运营管理解决方案的竞争优势,能够在全世界兴建高铁大潮中收获非常大的潜在市场空间。

■ **国内轨道交通三网融合推动铁路设备行业持续增长。**根据国家高速铁路规划,干线铁路及客运专线将继续保持快速增长。城际铁路网方面,截至目前各城市群规划城际铁路总里程超过 1.9 万公里;城市轨道交通,目前有 38 个城市公布地铁建设规划,其中 36 个获批,中国地铁建设进入高峰期。2015-20 年平均竣工里程 1000 公里左右,三网融合带来铁路设备行业发展空间大。

■ **业务整合规避同业竞争,利好时代电气、时代新材。**南车下属时代新材、南车时代电气存在与中国北车的潜在同业竞争,北车所属子企业在轨道车辆用空气弹簧、轨道车辆用橡胶金属件领域与时代新材存在竞争;在传动控制系统、网络控制系统、牵引供电系统、制动系统、轨道工程机械、电子元器件、真空卫生系统领域与时代电气存在竞争。合并后新公司将进行业务整合,有望将北车相关业务注入时代电气和时代新材,两者成为此次合并的最大受益者。

■ **重申“领先大市-A”评级,把握板块性机会。**三网融合带来巨大市场空间,改革开启铁路建设资金来源多元化;一带一路国家战略加快中国高铁开拓海外市场,打开行业未来增长新空间,我们重申行业“领先大市-A”评级。南北车合并将带动整个铁路建设产业链的整体强势,持续重点推荐中国北车/中国南车、时代新材,建议重点关注高铁核心零部件国产化受益的南车时代电气(H) 太原重工、晋西车轴、晋亿实业、轴研科技、博深工具。我们认为给予南北车 2015 年 20 倍 PE 相对合理,对应中国南车目标价为 10.0 元,中国北车目标价 11.5 元,股价涨幅均超过 50%以上,重申“买入-A”评级。

行业动态分析

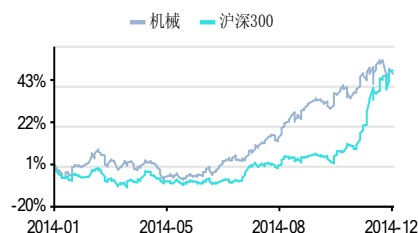
证券研究报告

投资评级 领先大市-A

维持评级

首选股票	目标价	评级
601299 中国北车	11.5	买入-A
601766 中国南车	10.0	买入-A

行业表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-24.08	-31.08	-5.78
绝对收益	-0.98	9.99	44.58

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511090004
wangsw@essence.com.cn
021-68763578

邹润芳

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514040001
zourf@essence.com.cn
021-68763702

报告联系人

朱元骏

021-68765053

zhuyj2@essence.com.cn

相关报告

运输设备:高铁出海再下一城 海外市场加快开拓	2014-12-21
运输设备:动车组招标再次启动,海外开拓打开行业增长空间	2014-10-17
铁路投资加速 设备行业高景气持续	2014-08-05

1. 南北车公布合并预案 上市公司股票 31 日复牌

12 月 30 日晚上，中国南车、中国北车相继公告合并预案，主要包括：

- **合并方式：**技术上采取中国南车吸收合并中国北车的方式，即中国南车向中国北车全体 A 股换股股东发行南车 A 股股票、向北车 H 股换股股东发行南车 H 股股票，中国北车 A 股股票和 H 股股票相应予以注销。
- **合并的换股比例：**具体换股比例为 1:1.10，即每 1 股中国北车 A 股股票可以换取 1.10 股中国南车将发行的南车 A 股股票，每 1 股中国北车 H 股股票可以换取 1.10 股中国南车将发行的南车 H 股股票。
- **定价基准：**换股比例系由合并双方在以各自首次董事会决议公告日前 20 个交易日的交易均价为市场参考价的基础，综合考虑历史股价、经营业绩、市值规模等因素，公平协商而定。
- **合并后存续的新公司：**合并后新公司的名称初步拟定为中国中车股份有限公司；简称：中国中车。
- **此次合并不会导致实际控制人变更，**中国南车控股东南车集团，实际控制人国务院国资委；中国北车控股东北车集团，实际控制人国务院国资委。此次合并实施完毕后，新公司实际控制人仍为国务院国资委，并不会导致实际控制人变更。
- 中国南车/中国北车的公司股票自 2014 年 12 月 31 日起复牌交易。

2. 龙头合并形成“1+1>2”效应 强强联合提升国际竞争力

在国内外轨道交通市场快速发展的背景下，此次两家国内铁路设备行业龙头企业进行战略合并，是国家战略意志的产物，通过对两家公司的相同业务及资产进行重组整合，合并后新公司的业务规模得以提升，国际竞争力大幅增强，最终将形成以轨道交通装备为核心，跨国经营、全球领先的大型综合性产业集团。

- **强强联合，提升国际市场竞争力。**南北车合并后，在走向海外市场的过程中，避免两家企业海外市场上的恶性竞争，形成一种合力，统一布局海外投资，避免资源浪费，提高投资效率；整合海外销售队伍，制定统一的海外市场拓展战略，在国际竞争中获得更加有利的地位，实现资源、技术、市场的协作共赢。与庞巴迪、西门子、阿尔斯通等国际企业展开竞争，推动中国高铁成为国际市场上强有力的竞争者。
- **优势互补，增强协同性效应。**南车、北车双方在研发、生产、采购、销售等领域充分发挥协同效应，实现资源合理配置，提升公司整体实力。通过统筹研发资源，构建可持续发展的研发体系，融合双方优势技术，加速实现核心技术突破；利用双方公司在动车组、机车、客车、货车、城轨地铁等拥有的多种型号产品，优化产品体系，实现产品的谱系化、标准化和模块化，为客户创造更大价值；实现生产基地专业化、地域化分工，统筹规划未来投资，实现供应体系、销售体系全球整合，充分挖掘规模效应和协同效应。
- **促进新产业的发展，打造多元化业务板块。**此次合并完成后有利于新公司在技术、市场、人才、管理、资金等方面节约大量资源，用于支持新产业的发展，加快新产业的成长。经过多年积累，两家公司在风电设备、新能源汽车、光伏产品为代表的的新能源业务，以高分子复合材料为主的新材料业务，包括通用机电，工程机械、大

功率 IGBT 组建、信息技术等在内的其他新产业方面，均取得了较好的业绩。本次合并完成后，上述新业务板块，将会迎来更好的发展契机。同时，围绕轨道交通专门产品的生产与销售，新公司能够提供一系列包括金融服务、物流贸易、通承总包、融资租赁在内的增值服务。这些增值服务在促进传统主业发展的同时，其自身也将为公司带来新的业绩增长点。

总之，合并完成后，新公司可以进一步完善产品组合、充分发挥规模效应和协同效应、增强技术实力、优化全球产业布局 and 资源配置，进一步增强核心竞争力，加快建设成为具有国际竞争力的世界一流企业。

3. “一带一路” 国家战略 加速中国高铁装备全球

近年来，国家领导人多次提出加强“互联互通”及建设“一带一路”的战略构想，围绕区域经济合作的主线，贯穿欧亚大陆，东边连接亚太经济圈，西边进入欧洲经济圈。未来十年将对外投资 1.2 万亿美元。筹建丝路基金、亚洲基础设施投资银行和金砖国家开发银行等举措，也将为亚太及全球发展中国家基础设施建设提供资金支持。全球轨道交通行业面临广阔的市场空间。

图 1：中国提出“一带一路”发展战略



数据来源：新华网，安信证券研究中心

近年来，中国积极倡导建设泛亚高铁、中亚高铁、欧亚高铁、中俄加美高铁等四条世界级的高铁线路。这四条高铁线路长，跨越不同文化和不同地质条件的区域，投资大，这些都堪称是世界级的。

我国拥有先进的高铁建设能力和丰富的管理经验，高铁运行里程世界最长，地质构造、气候最为复杂，去年以来，“中国高铁”已是国家领导人出访的新外交名片，在“高铁外交”的带动下，经过多年积淀的中国铁路技术，正加快走出去的步伐，展现了高层对我国高铁技术的自信，我们认为基于新政府主导下的高铁外交，在国际场合持续推荐中国的高铁技术和设备，对于我国的高铁行业积极走出国门，开拓海外市场具有非常强的促进作用。

中国的高铁具有无与伦比的明显优势：

- 拥有世界上运营线路最长的快速铁路网；
- 高铁运行的地质、天气情况最复杂，能够适应不同国家的地质气候条件；
- 高铁技术世界领先水平，技术层次多样化，
- 具备从工程设计、建造、设备制造及运营管理较为完善的系统工程
- 相对于日本新干线、德国和法国的高铁技术，中国高铁具有明显的成本优势

根据国际铁路联盟（UIC）2014年9月1日发布的统计报告，世界上有运营、在建和规划高铁的国家和地区总共22个，运营高铁里程22,954公里，在建高铁线路里程12,754公里，计划建设里程4,459公里，远期规划建设里程14,382公里，总计54,550公里。

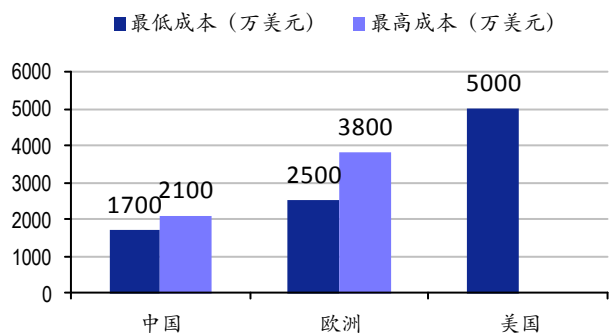
表 1：世界各国地区的铁路建设规划

所属地区	国别	运营里程（公里）	在建线路（公里）	计划建设（公里）	远期规划（公里）	合计（公里）
亚洲	中国	11,132	7,571		3,777	22,480
	日本	2,664	779		179	3,622
	韩国	412	247	49		708
	印度				495	495
	沙特阿拉伯		550			550
	中国台湾	345	9			354
	其他地区	688	469	1,210	548	2,915
	合计	15,241	9,625	1,259	4,999	31,124
欧洲	法国 TGV	2,036	757	50	2,357	5,200
	德国	1,352	466		324	2,142
	西班牙	2,515	1,308		1,702	5,525
	意大利	923	125		221	1,269
	英国	113			543	656
	俄罗斯			3,150		3,150
	瑞典				750	750
	其他地区	412	273		1,718	2,403
	合计	7,351	2,929	3,200	7,615	21,095
美洲	巴西				511	511
	美国	362			777	1,139
世界其他地区			200		480	680
合计		22,954	12,754	4,459	14,382	54,549

数据来源：UIC，安信证券研究中心

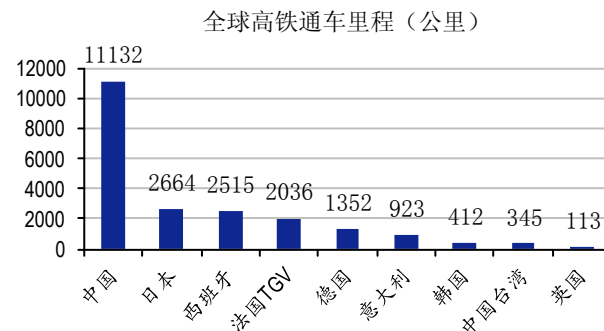
中国高铁的建设成本是欧美国家的1/3到1/2，成本优势非常明显。根据世界银行的统计，欧洲国家的高铁每公里建设成本2500万美元到3800万美元，美国的高铁建设每公里成本5000万美元以上，而我国的高铁建设成本仅为1700万美元到2100万美元，明显低于欧美等发达国家。

图 2：中国的高铁建设成本明显低于欧美国家



数据来源：中国铁路总公司，安信证券研究中心

图 3：世界运行的高铁线路里程 22,954 公里



数据来源：UIC，安信证券研究中心

目前，中国正在紧密合作的海外高铁项目（包含合作意向）总里程共有 5,892 公里，包括美国、俄罗斯、因迪、墨西哥、泰国等国家都有意愿与中国在高铁建设方面展开合作。

表 2：我国近期紧密合作的海外高铁项目（含合作意向）

国家	规划线路	里程（公里）	规划投资（亿元）	开工时间	通车时间
墨西哥	墨西哥城至克雷塔罗高速	210	270	2014	2017
委内瑞拉	迪那科-阿那科	471.5	75 亿美元	2014	
土耳其	安伊高铁	533			
俄罗斯	莫斯科-喀山高铁	770	1063		2018
美国	萨克拉门托至洛杉矶、圣地亚哥	1287	680 亿美元		2029
泰国	廊开-玛达朴港，曼谷-罗勇	867	122 亿美元	2015	2019
印度	德里-钦奈高铁走廊	1754	1979.88		
合计		5892.5			

数据来源：公开资料整理；安信证券研究中心

2013 年，全球轨道交通装备市场的规模大概是 1240 亿美元，其中中国市场大概占 200 多亿美元，在剩下的 1000 多亿美元的海外市场份额当中，南北车合计的海外市场占有率大概是 2.2%。可以说，在海外市场还有很大的拓展空间。从两家公司目前的收入情况来看，海外收入虽然近几年在逐步提升，但在总体收入当中的占比并不是很高。2013 年，南北车合计的海外收入占比大概是 7.2%，前几年也都不超过 10%。

两家公司合并后，新公司将统筹两家企业在海外的资源，统一布局海外投资；共享销售网络，整合海外销售团队，制定统一的海外市场图展战略，集中力量在国际竞争中获得更多的市场份额；统一品牌形象，整合双方的优势和品牌影响力，提高国际竞争力。

4. 国内铁路三网融合

同时国内中国轨道交通的三网融合，并产生巨大的市场空间，根据国家高速铁路规划，干线铁路及客运专线将继续保持快速增长。城际铁路网络方面，截至目前各城市群规划城际铁路总里程超过 1.9 万公里。城市轨道交通系统方面，目前有 38 个城市公布地铁建设规划，其中 36 家获批，中国地铁建设进入高峰期。2015-2020 年平均竣工里程 1000 公里左右，三网融合将带来很大的市场发展空间。

5. 重申行业“领先大市-A”评级

未来两年随着高铁新线投运步入高峰，铁路设备需求增长持续旺盛，市场化改革细则陆续出台开启铁路建设资金来源多元化。目前在手订单饱满奠定上市公司业绩高增长；一带一路国家战略加快中国高铁开拓海外市场，打开行业未来增长新空间，我们重申行业“领先大市-A”评级。持续重点推荐中国北车/中国南车，建议重点关注高铁核心零部件国产化大幅提升受益的太原重工、晋西车轴、轴研科技、晋亿实业、博深工具。

两家公司自 10 月 27 日停牌期间，受益于“一带一路”战略的主要标的公司中国建筑、中国铁建、中铁二局、中国中铁、中工国际等股价平均涨幅达到 125%，我们认为，铁路设备行业也将直接受益于未来一带一路大战略，我们认为给予南北车 2015 年 20 倍 PE 相对合理，对应中国南车目标价为 10.0 元，中国北车目标价 11.5 元，股价涨幅均超过 50% 以上，重申“买入-A”评级。

6. 风险提示

国内铁路投资增速大幅下滑的风险；南北车合并方案审批风险以及 H 股小股东投票无法通过的风险；海外高铁建设进程缓慢，出口市场面临较大的政治风险。

■ 公司评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

王书伟、邹润芳分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮 编： 200123

北京市

地 址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮 编： 100034

