中国国际金融有限公司

关于中国南车股份有限公司、中国北车股份有限公司合并之估值报告

2015年1月

声 明

一、本报告分析对象为上市公司，相关资料来源于公开信息。

二、本报告为中国国际金融有限公司（下称“中金公司”）根据《上市公司重大资产重组管理办法》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号——上市公司重大资产重组（2014 年修订）》等 A 股上市公司重大资产重组相关法规和规范性文件的要求出具，供 A 股投资者使用。本报告不构成对任何第三方的建议、推荐或补偿。

三、本报告中的分析、判断和结论受报告中假设和限定条件的限制，使用者应当充分考虑报告中载明的假设、限定条件及其对结论的影响。

四、就报告中所涉及的公开信息，本报告不构成对其准确性、完整性或适当性的任何保证。

五、本报告未对交易双方的业务、运营、财务状况进行全面分析，亦未对交易双方未来发展前景发表任何意见。

六、在形成本报告的过程中，并没有考虑任何特定投资者的投资目标、财务状况、纳税状况、风险偏好或个体情况。由于不同的投资者有不同的投资目的和组合，如需要具体的建议，投资者应及时就其投资组合咨询其各自的股票经纪人、律师、会计师，税务顾问或其它专业顾问。

七、除非本报告中另有定义，本报告中所使用的术语简称应具有《中国南车股份有限公司、中国北车股份有限公司合并报告书（草案）》对该等术语所规定的含义。

第一章 背景情况介绍

一、交易双方概况

中国南车股份有限公司（下称“中国南车”）是一家 A+H 两地上市公司，其 A 股及 H 股于 2008 年 8 月分别于上交所及香港联交所上市。于本报告基准日，中国南车已发行总股数为 13,803,000,000 股，包括 11,779,000,000 股中国南车 A 股及 2,024,000,000 股中国南车 H 股。中国南车的控股股东为南车集团，于本报告基准日，其直接及间接持有中国南车约 57.15% 股权，而其他中国南车 A 股股东及中国南车 H 股股东分别持有中国南车约 28.18% 及约 14.66% 的股权。中国南车主要从事铁路机车、客车、货车、动车组、城轨地铁车辆及重要零部件的研发、制造、销售、修理和租赁，以及轨道交通装备专有技术延伸产业等。于本报告基准日，中国南车旗下拥有 21 家全资及控股一级子公司。另外，时代电气（股份代号：3898）及时代新材（股份代号：600458）为中国南车分别于香港联交所及上交所上市的间接控股子公司。

中国北车股份有限公司（下称“中国北车”）是一家 A+H 两地上市公司，其 A 股于 2009 年 12 月于上交所上市，其 H 股于 2014 年 5 月在香港联交所上市。于本报告基准日，中国北车已发行总股数为 12,259,780,303 股，包括 10,126,083,903 股中国北车 A 股及 2,133,696,400 股中国北车 H 股。中国北车的控股股东为北车集团，于本报告基准日，其直接及间接持有中国北车约 54.65% 股权，而其他中国北车 A 股股东及中国北车 H 股股东分别持有中国北车约 27.95% 及约 17.40% 的股权。中国北车的主营业务为轨道交通装备（含动车组及城市轨道交通车辆）、工程机械、机电设备、环保设备、相关部件等产品的研发、制造、修理及技术服务、设备租赁等。于本报告基准日，中国北车旗下拥有 29 家全资及控股一级子公司。

交易双方具体业务、财务等情况请参阅本次交易相关之《中国南车股份有限公司、中国北车股份有限公司合并报告书（草案）》。

二、本次交易方案

中国南车与中国北车按照“坚持对等合并、着眼未来、共谋发展，坚持精心谋划、稳妥推进、规范操作”的合并原则，技术上采取中国南车吸收合并中国北车的方式进行合并，即中国南车向中国北车全体 A 股换股股东发行中国南车 A 股股票、向中国北车全体 H 股换股股东发行中国南车 H 股股票，并且拟发行的 A 股股票将申请在上交所上市流通，拟发行的 H 股股票将申请在香港联交所上市流通，中国北车的 A 股股票和 H 股股票相应予以注销。合并后新公司同时承继及承接中国南车与中国北车的全部资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利与义务。合并后新公司将采用新的公司名称和组织机构代码、股票简称和代码、法人治理结构、战略定位、组织架构、管理体系、公司品牌等（其中股票简称和代码的变更取决于可操作性的进一步论证），从而实现双方的对等合并。

本次合并中，中国南车和中国北车的 A 股和 H 股拟采用同一换股比例进行换股，以使同一公司的所有 A 股股东和 H 股股东获得公平对待，从而同一公司的不同类别股东持有股比的相对比例在合并前后保持不变。本次合并的具体换股比例为 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中国南车 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中国南车 H 股股票。

上述换股比例系由合并双方在以相关股票于中国南车和中国北车分别审议本次合并有关事宜的首次董事会决议公告日（下称“首次董事会决议公告日”）前 20 个交易日的交易均价作为市场参考价的基础上，综合考虑历史股价、经营业绩、市值规模等因素，经公平协商而定。具体而言，中国南车 A 股和 H 股的市场参考价分别为 5.63 元/股和 7.32 港元/股；中国北车 A 股和 H 股的市场参考价分别为 5.92 元/股和 7.21 港元/股；根据该等参考价并结合前述换股比例，中国南车的 A 股股票换股价格和 H 股股票换股价格分别确定为 5.63 元/股和 7.32 港元/股，中国北车的 A 股股票换股价格和 H 股股票换股价格分别确定为 6.19 元/股和 8.05 港元/股。

三、报告目的

2014年12月29日~30日，中国南车第三届董事会第七次会议审议通过了本次合并的具体方案及相关事宜、本次合并涉及的相关协议及信息披露文件，同意公司进行本次合并。本报告目的是为中国南车董事会提供参考，分析本次合并的定价是否公允、合理以及是否存在损害上市公司及其股东利益的情形。

四、报告基准日

本次交易首次董事会决议公告日为2014年12月31日。本报告所引用的市场价格数据截至2014年12月30日。

第二章 估值思路及方法选择

一、估值思路及方法选择

从并购交易的实践操作来看，一般可以通过可比公司法、现金流折现法等方法进行交易价格合理性的分析。

可比公司法是根据相关公司的特点，选取与其可比的上市公司的估值倍数作为参考，其核心思想是利用二级市场的相关指标及估值倍数对本次交易定价进行分析。

现金流折现法的基本步骤如下：首先，建立、利用财务模型，对未来净利润、现金流等财务数据进行预测；其次，针对相关公司的特点，选取合理的折现率（即“加权平均资本成本”，WACC），对自由现金流进行贴现，以预期收益为基础，通过估算未来预期收益的现值，得到企业价值。

以上两种方法的优点、缺点以及适用性如下：

可比公司法的优点在于，该方法基于有效市场假设，即假设交易价格反映包括趋势、业务风险、发展速度等全部可以获得的信息，相关参数较为容易获得。其缺点在于，很难对可比公司业务、财务上的差异进行准确调整，较难将行业内并购、监管等因素纳入考虑。

现金流折现法的优点在于，从整体角度考察业务，是理论上最为完善的方法；受市场短期变化和非经济因素影响少；可以把合并后的经营战略、协同效应结合到模型中；可以处理大多数复杂的情况。其缺点在于，财务模型中变量较多、假设较多；估值主要基于关于未来假设且较敏感，由于行业处于高度竞争状态，波动性较大，可能会影响预测的准确性；具体参数取值难以获得非常充分的依据。

本报告将结合本次交易的实际情况，从以上两种方法中选择合适的方法对本次合并价格的合理性予以考察和分析。

此外，本次合并属于公开市场合并，交易双方为上市公司，交易双方股票在二级市场已经形成历史交易价格，故市场价格也是衡量本次交易定价合理性的重要参考。因此，本报告也将结合交易双方的历史交易价格分析本次合并价格的合

理性。

二、可比公司法分析

可比公司法，是指对公司价值进行分析时，重点关注并以具有相似业务的上市公司估值为基础以判断相关公司估值倍数的合理性。

在 A 股市场，本次交易的可比公司为 A 股上市铁路设备制造企业，主要企业的名称、股票代码、市值和净利润情况如下表所示：

公司名称	股票代码	市值 (万元)	2013 年度归属于 母公司股东净利 润 (万元)
中国南车	601766.SH	8,005,740	413,997
中国北车	601299.SH	7,907,558	412,856
晋西车轴	600495.SH	1,651,865	11,438
北方创业	600967.SH	1,220,254	25,852
南方汇通	000920.SZ	803,910	6,516
康尼机电	603111.SH	685,302	11,699
北方股份	600262.SH	345,100	11,831

数据来源：Wind 资讯，按市值降序排序，截至 2014 年 12 月 30 日

综合考虑产品、市值规模、利润规模等因素，上述可比公司中，与中国北车最为可比的是中国南车；其余可比公司的利润规模、市值规模均未达到中国南车或中国北车的 25%，业务和产品也与中国南车及中国北车存在较大差异，可比性较低。

本次交易中，根据市场参考价并结合前述换股比例，中国北车的 A 股股票换股价格确定为 6.19 元/股。该等换股价格所对应的 2013 年市盈率与中国南车基于首次董事会决议公告日前 20 个交易日交易均价（即中国南车换股价格）对应的 2013 年市盈率比较如下：

	中国南车	中国北车
A 股股票换股价格（元/股）	5.63	6.19
A 股股票换股价格对应市值（万元）	7,771,089	7,588,804
2013 年归属于母公司股东的净利润（万元）	413,997	412,856

A 股股票换股价格对应的市盈率（倍）	18.77	18.38
--------------------	-------	-------

注：中国北车 2014 年 5 月发行了 H 股，上述测算基于中国北车 H 股发行后的总股本

如上表所示，本次合并中，中国南车换股吸收合并中国北车的换股价格所对应的市盈率水平近似，体现了对等合并的原则，定价公允、合理。

三、现金流折现法

现金流折现法为基于未来预测的估值方法。本次交易合并对象为上市公司，在合并完成之前，受上市监管及商业保密限制不能提供更为详细的财务资料及未来盈利及现金流预测。此外，由于本次合并的对象均为上海证交所和香港联交所同时上市的上市公司，公布未来盈利及现金流预测可能会引起股价异动，增加本次合并成功的不确定性，因此本次合并未进行盈利及现金流预测。

因缺乏相关的可靠的财务预测数据，本次交易无法使用现金流折现法进行估值分析。

四、与历史交易价格比较

本次交易中，中国南车的 A 股股票换股价格确定为 5.63 元/股，该等换股价格与首次董事会决议公告日之前一段时间中国南车 A 股股票交易均价比较如下：

首次董事会决议公告日	中国南车 A 股股票交易均价（元/股）	中国南车换股价格/交易均价
前 1 个交易日	5.96	94.46%
前 5 个交易日	5.83	96.57%
前 10 个交易日	5.74	98.08%
前 15 个交易日	5.68	99.12%
前 20 个交易日	5.63	100.00%

本次交易中，中国北车的 A 股股票换股价格确定为 6.19 元/股。该等换股价格与首次董事会决议公告日之前一段时间中国北车 A 股股票交易均价比较如下：

首次董事会决议公告日	中国北车 A 股股票交易 均价（元/股）	中国北车换股价格/交易 均价
前 1 个交易日	6.60	93.79%
前 5 个交易日	6.30	98.25%
前 10 个交易日	6.11	101.31%
前 15 个交易日	6.01	103.00%
前 20 个交易日	5.92	104.56%

如上表所示，中国南车和中国北车的 A 股股票换股价格与首次董事会决议公告日前 1 个交易日、前 5 个交易日、前 10 个交易日、前 15 个交易日和前 20 个交易日的 A 股交易均价相比，差异均在合理范围内。

此外，本次合并的具体换股比例为 1:1.10；中国南车 A 股和中国北车 A 股历史交易均价所对应的换股比例如下：

	1 个交易日	20 个交易日	60 个交易日
中国南车 A 股交易均价（元/股）	5.96	5.63	5.44
中国北车 A 股交易均价（元/股）	6.60	5.92	5.50
对应的 A 股换股比例	1.107	1.052	1.011

如上表所示，本次合并中 1:1.10 的换股比例处于中国南车 A 股和中国北车 A 股近期历史交易均价比例的合理范围内。

综合上述换股价格和换股比例与历史交易价格的比较，本次交易定价公允、合理。

第三章 报告假设

一、一般假设

1、公开市场假设

公开市场假设，是假定在市场上交易的资产，或拟在市场上交易的资产，资产交易双方彼此地位平等，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，以便于对资产的功能、用途及其交易价格等作出理智的判断。公开市场假设以资产在市场上可以公开买卖为基础。

2、持续经营假设

持续经营假设是指以企业持续、正常的生产经营活动为前提，在可以预见的未来，企业将会按当前的规模和状态持续经营下去，不会停业，也不会大规模削减业务。

二、特殊假设

1、本报告假设报告基准日外部经济环境不变，国家现行的宏观经济不发生重大变化。

2、企业所处的社会经济环境以及所执行的税赋、税率等政策无重大变化。

3、相关公司在未来经营期内的管理层尽职，并继续保持目前的经营管理模式持续经营。

4、无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素对企业造成重大不利影响。

5、本报告假设相关的基础资料、财务资料和公开信息是真实、准确、完整的。

当上述条件发生变化时，本报告中的分析一般会失效。

第四章 报告结论

一、报告结论

基于前述分析，考虑到本次交易为两家上市公司之间的合并，本报告主要采用可比公司法并结合对历史交易价格的比较对本次合并价格的合理性进行分析，认为本次交易的定价公允、合理，不存在损害中国南车及其股东利益的情况。

二、报告使用限制

本报告只能用于本报告载明的目的和用途。同时，本报告是在报告所述目的下，论证本次合并价格是否合理，未考虑国家宏观经济政策发生变化以及遇有自然力和其它不可抗力对资产价格的影响。当前述条件以及本报告遵循的持续经营假设等条件发生变化时，本报告结论一般会失效。本机构不承担由于这些条件的变化而导致报告结果失效的相关法律责任。

本报告成立的前提条件是本次经济行为符合国家法律、法规的有关规定，并得到有关部门的批准。

未征得本机构同意并审阅相关内容，本报告的全部或者部分内容不得被摘抄、引用或披露于公开媒体，法律、法规规定以及相关当事方另有约定的除外。

本机构在报告中发表的意见均基于截止 2014 年 12 月 30 日收集的市场情况、经济形势、财务状况等信息。本报告未考虑上述日期后发生的事件及情况。投资者应关注基准日后续发布的相关公告或事件。根据本报告目的，本报告未考虑相关公司未来的交易活动及股价表现。

本报告的使用有效期为 6 个月：自 2014 年 12 月 31 日至 2015 年 6 月 30 日使用有效。