

新股报告

轨道交通装备的领军企业

铁路设备

2009 年 12 月 21 日

中国北车（601299.SH）新股申购策略

投资建议：

申购

所在行业最近 52 周走势：



发行相关数据：

网上发行数量：不超过 18 亿股
 网上发行价格：5.56 元
 网上申购简称：中国北车
 网上申购代码：780299

报告作者：

行业研究员：赵心

联系方式

电话：0510-82833217

Email: zhaoxin@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

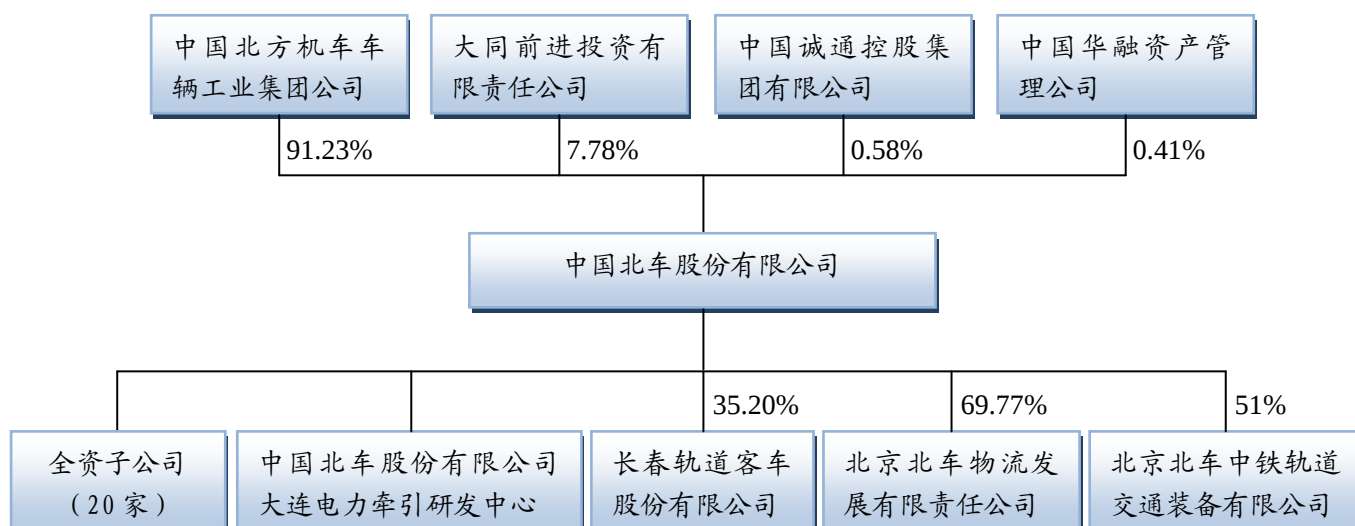
摘要：

- 中国北车是国内轨道交通装备行业的绝对领军企业。公司的产品系列齐全、技术水平先进，研发制造能力强，在机车、客车、货车、动车等市场中占有率接近或超过50%，与中国南车形成了国内轨道交通装备领域寡头竞争的格局。
- 公司具有领先的技术优势和研发能力。公司拥有多个研发中心和专业研究所，具有强大的轨道交通装备研发能力，通过吸收消化引进技术，公司具备了高端轨道交通装备的生产制造和创新能力。
- 行业进入壁垒高。由于产业政策、技术准入壁垒、资金壁垒等众多因素的限制，国内轨道交通装备行业主要为中国北车和中国南车所垄断，两者的国内市场占有率超过90%，国外厂商无法直接进入中国市场，而国内也没有可能产生新的大型轨道交通装备制造商。行业的高进入壁垒有效防止了可能出现的无序竞争。
- 行业增长空间较大。国内铁路基础设施建设仍处于快速增长时期，根据规划，2010年全国铁路营业里程将达到9万公里以上，2020年铁路网总规模将达到12万公里以上，再加上原有线路的改造，仍将推动铁路车辆设备需求的快速增长。随着经济发展，城市轨道交通也将快速发展。公司所处行业的增长空间仍然较大。
- 公司的合理价格区间5.88-6.72元。根据我们预计公司净利润持续增长，09-11年每股收益摊薄后分别为0.16元、0.21和0.31元。参考公司同行业的在A股上市的公司估值情况，我们认为公司的合理价格区间为5.88-6.72元，对应09年的动态PE为28-32倍。
- 中国北车发行价为5.56，对应2010年市盈率为26倍，位于我们对其合理价格预期的下限。近期沪市新股表现不佳，但从各机构对中国北车的合理价格判断情况看，出现破发的几率较小，而首日涨幅空间约为15%-20%。
- 建议投资者申购。

一、基本情况

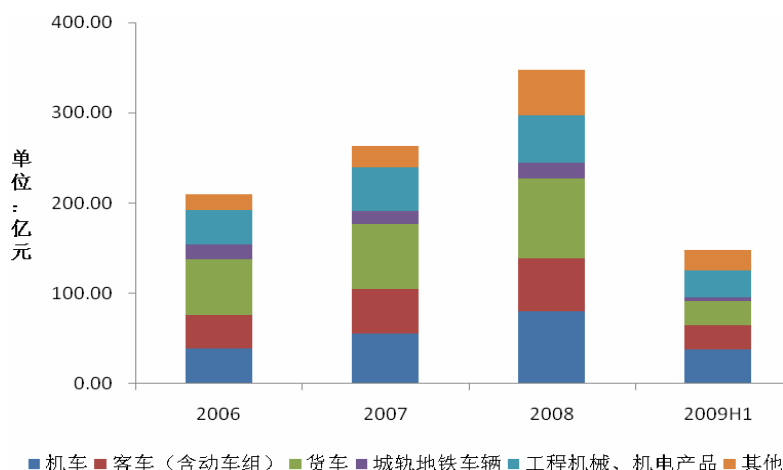
中国北车是国内轨道交通装备制造领域的领军企业，公司产品齐全、技术先进，研发制造实力强，与中国南车旗鼓相当，构成了国内轨道交通装备制造领域的寡头垄断格局，两者的国内市场占有超过90%。公司目前的主要产品有铁路机车车辆（包括机车、客车、货车、动车组等多种产品），城市轨道车辆、铁路工程机械、机电设备、环保设备、相关部件等产品的开发设计、制造、修理及技术服务、设备租赁等业务。公司在机车、客车、货车、动车等市场中国内占有率接近或超过50%。

图表1：中国北车发行前股权结构



资料来源：公司招股说明书

图表2：中国北车主营业务收入构成情况



资料来源：公司招股说明书

二、申购情况

表 1：本次发行基本情况

股票简称	中国北车	发行数量	不超过 30 亿股
发行价格	5.56 元/股	发行市盈率	49 倍（发行后总股本）
网下配售数量	不超过 12 亿股	占本次发行比例	不超过 40%
网上发行	发行总量减去网下最终发行量	占本次发行比例	60%
网上申购时间	2009 年 12 月 21 日	申购代码	780299
发行方式	网下配售+网上定价发行	申购简称	中国北车
最近三年	2008	2007	2006
每股收益（摊薄）	0.13 元	0.07 元	-

数据来源：公司公告

二、募集资金用途

本次A股发行筹集资金扣除发行费用后将根据轻重缓急，投资于以下项

目：

图表3：中国北车募投项目

类别	顺号	项目名称	项目实施单位	项目总投资	募集资金投资额度
第一类	高速动车组、大功率电力和内燃机车技术引进消化吸收再创新国产化技术改造项目				
1	高速动车组	(1) 时速 350 公里动车组制造平台建设项目	北车长客集团	205,300	131,200
		(2) 时速 300 公里动车组技术引进消化吸收和国产化技术改造项目	唐山客车公司	74,950	18,000
		(3) 时速 300 公里动车组仓储系统建设项目	唐山客车公司	9,000	9,000
		(4) 时速 200 公里动车组技术引进消化吸收和国产化技术改造项目	长客股份公司	49,920	16,000
		(5) 高速列车系统集成国家工程实验室建设项目	长客股份公司	12,600	11,400

		(6)	时速 300 公里动车组转向架技术引进消化吸收和国产化技术改造项目	长客股份公司	9,800	9,800
2	大功率电力、内燃机车	(7)	六轴大功率交流传动电力机车技术引进消化吸收和国产化技术改造项目	同车公司	39,800	38,800
		(8)	9600kW 大功率交流传动电力机车技术改造项目	大连车辆公司	46,100	45,100
		(9)	生产六轴大功率交流传动电力机车技术改造项目	二七装备公司	48,490	19,500
		(10)	大功率交流传动内燃机车技术引进消化吸收和国产化技术改造项目	大连车辆公司	50,000	47,800
3	铁路工程机械	(11)	大型养路工程机械技术引进消化吸收和国产化技术改造项目	二七装备公司	20,000	20,000
		(12)	大功率交流机车微机网络控制系统及内燃机车柴油机关键部件技术引进消化吸收和国产化技术改造项目	大连所公司	10,400	6,400
4	系统及关键零部件	(13)	时速 200 公里动车组配套列车网络系统、制动系统和钩缓装置技术引进消化吸收和国产化技术改造项目	四方所公司	11,930	3,000
		(14)	加强电力牵引核心技术自主创新能力技术改造项目	电牵研发中心	9,000	9,000
小计					597,290	385,000
第二类	适应铁路运输提速、重载需要,提升产品质量和工艺技术水平及国际竞争能力项目					
1	货车领跑扩大优势	(15)	提高铁路货车水平及关键零部件专业化生产技术改造项目	齐齐哈尔装备公司	36,000	22,000
		(16)	建设铁路货车研发中心和组装基地建设项目	齐齐哈尔装备公司	22,150	16,070
2	提升国际竞争力	(17)	出口铁路客车生产技术改造项目	长客股份公司	38,000	36,000
3	提高工艺技术水平	(18)	适应 25 吨轴重货运重载技术开发提高 70 吨级铁路新型罐车制造工艺水平技术改造项目	西安装备公司	21,500	19,600

水平

		(19)	新型电力机车检修和提高工程车制造工艺水平技术改造项目	太原装备公司	33,000	31,000
		(20)	建设快速重载铁路货车研发与制造基地改造项目	齐齐哈尔装备公司	27,000	9,400
小计					177,650	134,070
第三类	利用核心技术开发相关多元产品市场、提高企业经济效益项目					
		(21)	风力发电和研发中心项目	永济电机公司	100,000	52,500
		(22)	大型钢结构产业基地及智能化装配设备技术改造项目	济南装备公司	30,000	27,000
		(23)	列车电气产品及空气弹簧产品技术改造项目	四方所公司	38,700	29,030
小计					168,700	108,530
第四类	信息化系统建设项目					
		(24)	整体信息化建设工程项目	中国北车	60,000	16,000
小计					60,000	16,000
合计					1,003,640	643,600

资料来源：公司招股说明书

三、公司主营业务分析

3.1 轨道交通装备

公司是国内轨道交通装备的领军企业，具有很强的竞争优势。公司轨道交通装备产品的国内市场占有率处于领先地位，机车、客车、货车、动车等市场中占有率接近或超过50%。公司的技术和研发能力国内领先，拥有多个研发中心和专业研究院，具有强大的轨道交通装备研发能力，通过吸收消化引进技术，公司具备了高端轨道交通装备的生产制造和创新能力。公司具有完整的轨道交通装备产品线，涵盖了铁路电力机车、内燃机车、客车、动车组、城市轨道交通车辆等多种产品，能够全面满足客户需求。凭借公司的领先地位，在国内市场，公司和中国南车两分天下，铁道部采购产品时，对两者的采购量相对较为均衡，两者市场占有率超过95%。

轨道交通装备市场持续增长。随着中国经济的持续快速发展，作为运能大、成本低的交通运输方式，中国的铁路仍将保持较快增长。根据“十一五”规划，“十一五”期间，中国的铁路投资将达到1.5万亿，建设新线17000公

里，建设既有线复线8000公里，既有线电气化改造15000公里，2010年全国铁路营运里程将达到9万公里以上。而在2007年制定的《综合交通网中长期发展规划》则提出，到2020年，中国铁路网总规模将达到12万公里以上，复线率和电气化率分别达到50%和60%以上。铁道部在2008年底表示，根据客货运输需要和新建铁路投产情况，未来四年计划安排机车车辆购置投资约5000亿元。铁路运输装备将保持快速增长。在城市轨道交通运输领域，城市人口的增长，大城市对城市轨道交通需求持续增长，全国已有19个城市的轨道交通规划得到国家批准，到2015年前后计划建设的轨道交通线路总长2100公里（截至2008年底，全国城市轨道交通运营总里程为813.7公里），并且还有28个城市规划建设城市轨道交通线网。同时，国家推进轨道交通装备现代化等因素也将推动轨道交通装备需求的增长。

图表4：全国轨道交通装备实际保有量及2010年预测保有量

产品	2006年	2007年	2008年	2006-2008年 复合增长率	2010年预测	2008-2010年 复合增长率
机车（台）	17,799	18,306	18,437	1.78%	19,000	1.52%
客车（辆）	42,659	43,460	42,471	-0.22%	45,000	2.93%
动车组（列）	-	105	176	-	400	50.76%
货车（辆）	558,483	571,078	591,793	2.94%	627,869	3.00%
城轨地铁车辆（辆）	3,176	3,854	4,300	16.36%	7,000	27.59%

资料来源：公司招股说明书

3.2 工程机械和机电产品

公司是工矿机车和铁路起重机领域的龙头。2008年，公司工矿机车产品和铁路起重机产品的国内市场占有率分别为42.3%和78.4%。随着新建铁路和铁路改造需求的增长，铁路工程机械装备的市场也随之扩大，预计未来大型养路机械将保持稳定的需求。

公司的风力发电电机和油田电机产品的市场占有率国内领先。凭借在轨道交通装备电机领域的技术优势，公司进军风力发电电机和油田电机领域，取得了良好的效果。2008年，公司的风力发电电机销售占国产风力发电电机装机总容量的56%。近年来，中国风电市场发展迅速，随着节能减排的需求增长，风电市场仍将保持快速增长。2008年末，中国的风电装机容量约为1221万千瓦，而根据规划，到2020年，中国的风电装机容量将达到8600万千瓦。公司的风力发电电机产品有广阔的市场发展前景。

四、主要风险分析

4.1 宏观经济风险

公司所处的行业与国民经济的发展具有较强的相关性，国民经济快速发展将对轨道交通行业的快速发展产生良好的影响，而如果国民经济景气度下降从长期来看则将对公司的业务产生不利影响。此外，轨道交通装备制造业受国家产业政策影响较大，如果产业政策发生变化，可能影响公司的市场环境和发展空间。

4.2 原材料价格波动的风险

公司主要原材料为钢材、铝材和铜材。。2009 年上半年、2008 年、2007 年和2006 年，本公司原材料成本占生产成本的比例分别为82.92%、83.58%、83.66%和78.51%，未来如果原材料价格出现较大的波动，可能对公司的经营造成不利影响。

4.3 客户相对集中的风险

公司的客户主要集中在铁道部及其所属的铁路局和少数拥有自备车的大型工矿企业，对主要客户具有一定程度的依赖。如果铁道部及其所属的铁路局由于某些原因降低对公司产品的需求，将对公司的经营产生不利影响。

4.4 募集资金投资项目风险

铁路交通装备制造行业是资本密集型、技术密集型行业，需要大规模的资金投入。公司本次募集资金的投资项目，如果因市场环境、技术、管理、环保等方面出现不利变化，可能影响募投项目的预期盈利，同时，如果投资项目投产后不能达到预期的投资利润率，固定资产每年产生的折旧费用将可能对本公司的利润水平造成影响。

4.5 税收政策变化及补贴收入变化对公司盈利影响的风险

公司（含子公司）在所得税、增值税方面享受若干优惠政策，同时公司还享受一些补贴收入。2009年上半年、2008 年、2007 年和2006 年，本公司的实际税率分别为19.44%、10.86%、17.90%和18.90%，低于25%的标准税率；2009年上半年、2008 年、2007 年和2006 年，公司的补贴收入占同期利润总额的比例分别为9.78%、8.96%、10.11%和4.31%。如果税收和补贴政策发生变化，将对公司盈利产生影响。

五、盈利预测

我们预测，公司2009年、2010年和2011年的净利润分别为26.27亿元、30.39

亿元和36.11亿元，对应摊薄后EPS分别为0.14元、0.18元和0.21元。

图表4：公司盈利预测

会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	35,768.15	39,914.54	46,397.97	55,709.84
营业成本	29676.92	32929.49	38046.33	45682.07
营业税金及附加	164.74	183.61	213.43	256.27
营业费用	787.35	918.03	1067.15	1281.33
管理费用	3341.64	3672.14	4175.82	5013.89
财务费用	258.91	287.38	324.79	389.97
资产减值损失	127.52	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	231.64	196.90	226.43	271.72
营业利润	1642.71	2120.78	2796.88	3358.04
营业外收入	346.92	200.00	0.00	0.00
营业外支出	59.09	0.00	0.00	0.00
利润总额	1930.53	2320.78	2796.88	3358.04
所得税	244.93	278.49	335.63	402.97
净利润	1685.60	2042.28	2461.25	2955.08
少数股东损益	301.36	350.00	385.00	442.75
归属母公司净利润	1384.24	1692.28	2076.25	2512.33

资料来源：国联证券研究所

六、估值：5.88-6.72 元

A股可比公司估值：5.88-6.72 元

我们选取了可比的在A股上市的4家轨道交通装备制造公司作为中国北车的估值对比。根据09年12月11日收盘价计算的可比公司2010年平均预测市盈率31.61倍(下表)。以2010年28-32倍的市盈率估值,对应的股价为5.88-6.72。我们认为较为合理的估值在5.88-6.72之间。

图表5：A股可比公司估值

证券代码	证券简称	EPS (2009E)	EPS (2010E)	PE (2009E)	PE (2010E)
600495.SH	晋西车轴	0.42	0.58	47.76	34.70
600967.SH	北方创业	0.28	0.33	45.76	38.62
601766.SH	中国南车	0.15	0.21	37.25	26.35
601002.SH	晋亿实业	0.13	0.27	56.56	26.77
平均值				46.83	31.61

资料来源：WIND 国联证券

六、申购建议：（申购）

12月16日申购创业板的资金可先后参加21日对中国北车的申购，以及24日对创业板的申购或25日对中国化学的申购，资金利用效率较高，所以预计大部分投资者将选择这条申购路线。16日申购创业板的资金达到8000亿左右，预计大部分将转向申购中国北车。在网上资金冻结9000亿的情况下，中国北车中签率为1.11%，50万-55万申购资金可以中得一签。中国北车发行价为5.56，对应2010年盈率为26倍，位于我们对其合理价格预期的下限。近期沪市新股表现不佳，但从各机构对中国北车的合理价格判断情况看，出现破发的几率较小，而首日涨幅空间约为15%-20%。

建议投资者申购，作为接下来继续申购创业板或中国化学的过渡

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。