

中国北车（601299）：行业巨头上市，分享未来高速增长

机械/铁路设备

合理价：5.46-6.51 元

报告日期：2009 年 12 月 18 日

主要财务指标（单位：亿元）

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	347.10	399.28	537.98	801.18
(+/-)	31.62%	15.20%	34.74%	48.92%
营业利润	12.05	11.93	19.16	30.80
(+/-)	29.88%	-0.95%	60.50%	60.79%
归属于母公司 的净利润	11.30	11.41	17.06	27.00
(+/-)	52.28%	0.95%	49.51%	58.27%
每股收益（元）	0.14	0.14	0.21	0.33
市盈率（倍）	40.83	40.44	27.05	17.09

公司发行新股基本情况

发行日期	2009.12.21
发行后总股本（万股）	830000
发行股数（万股）	250000
发行价格（元）	5.56
发行市盈率（倍）	40.83
发行动态市盈率（倍）	40.44
行业滚动市盈率（倍）	31.43
第一大股东	北车集团
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	91.23% / 61.00%
发行前每股净资产（元）	1.16

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度摊薄后 EPS；

发行动态市盈率=发行价/发行当年预测摊薄后 EPS；

天相机械组

010-66045590 zhangqi@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 公司此次发行 A 股 25 亿股，发行后总股本为 83 亿股。发行后公司第一大股东北车集团持股比例从 91.23% 下降到 61.00%。
- 中国北车主要从事铁路机车车辆（含动车组）、城市轨道交通车辆、工程机械、机电设备、环保设备、相关部件等产品的开发设计、制造、修理及技术服务等业务。是我国产品系列最齐全、技术水平最先进、研发制造能力最强的轨道交通装备制造业领军企业，也是全球规模最大的轨道交通装备制造商之一。从成长性来看，公司目前已经是世界上收入增长最快的轨道交通设备生产厂商。
- **双寡头的竞争格局稳定，但对下游处于弱势地位。**公司在国内市场的主要竞争对手是南车集团。两集团业务领域相同，总体竞争实力相当。目前，两集团国内市场占有率总和超过 95%。该行业具备天然的技术和资金壁垒，同时具有政策壁垒，总体上，行业仍将长期处于相对稳定的双寡头垄断格局。铁道部既是行业内最主要的客户，也是行业的管理者，掌握主要的定价权。目前主要通过招议标的方式定价，总体上还算规范，但整个行业竞争的市场化程度仍然较低，行业对下游的议价能力较弱。上述产业竞争环境的特点决定了市场上的竞争者很难通过产品价格来提升盈利能力，未来的发展将主要依靠市场容量的扩大、技术的创新和成本控制等方面来实现。
- **行业驱动力强，未来增长明确。**行业的驱动力主要来自广阔的需求、国家政策的扶持、产品技术升级替代和产业转移带来的国际市场机遇。预计在产业强大驱动下，铁路机车、客车、货车将实现购置量、保有量双增长。未来增长比较明确。
- **公司业务结构多元化，发展前景广阔。**北车的主要业务包括机车、客车（含动车组）、货车、城市轨道交通、铁路工程机械和机电产品等。动车组业务将成为未来客车的主流方向；公司目前在大功率电力机车市场领先；公司货车业务品种齐全、增幅明显；城轨地铁车辆业务暂未到交付期，将有望成为未来的增长点；工程机械、机电产品业务占比稳定，市场领先。

- **募集资金投向分析。**募集资金投资项目主要为四大类：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；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；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；及信息化系统建设项目。项目计划实施完毕达产后，公司的生产规模、技术水平、制造能力和产品结构等都将得到较大幅度的提高，将进一步提高公司的盈利能力，突出和提高公司的核心业务竞争能力，为公司在国内和国际市场进一步确立更加稳定的竞争地位。
- **盈利预测及估值。**按照此次中国北车发行25亿A股，总股本扩大至83亿股计算，公司2009、2010、2011年全面摊薄每股收益分别为0.14元、0.21元和0.33元。目前A股铁路设备相关上市公司2010年的平均市盈率为30倍左右。综合考虑公司业绩增速、垄断的市场地位、产品特性以及经营风险等因素，我们认为公司2010年的合理估值区间为26-31倍之间，按照2010年每股收益0.21元计算，合理价格区间为5.46元至6.51元。
- **公司面临的主要风险：**1) 宏观调控风险；2) 原材料价格波动风险；3) 募集资金项目的风险；4) 行业管制政策变动的风险。

正文目录

1. 公司概况	5
1.1 公司基本情况	5
1.2 公司股本结构	5
1.3 公司主营业务构成状况及行业地位	6
2. 行业概况	7
2.1 双寡头的竞争格局稳定，但对下游处于弱势地位	7
2.2 行业驱动力强，未来增长明确	9
2.3 行业发展趋势	12
3. 公司业务分析	12
3.1 动车组业务——未来客车的主流方向	13
3.2 机车业务——大功率电力机车市场领先	13
3.3 货车业务——品种齐全、增幅明显	14
3.4 城轨地铁车辆业务——未到交付期，未来的增长点	14
3.5 工程机械、机电产品业务——占比稳定，市场领先	14
4. 募集资金项目分析	15
5. 公司竞争优势	16
5.1 国内铁路装备行业领导者、领先的市场地位	16
5.2 完整产品线	16
5.3 领先的技术优势和研发能力	16
6. 财务分析	17
6.1 成长性全球领先	17
6.2 偿债能力分析	17
6.3 营运能力分析	18
7. 盈利预测与估值分析	18
7.1 盈利预测	18
7.2 估值——合理价位 5.46-6.51 元	20
8. 风险揭示	21

图表目录

图表 1: 中国北车历史沿革.....	5
图表 2: A 股发行前后股权结构变化（以发行 25 亿股作为基本情景假设）	5
图表 3: 公司发行前股权结构图	6
图表 4: 公司 2008 年和 2009 年上半年收入占比情况	6
图表 5: 北车市场竞争情况	8
图表 6: 中国北车前五大供应商采购情况	9
图表 7: 中国北车前五大客户占公司营业收入比例情况	9
图表 8: 各国铁路人均占有量和密度比较	10
图表 9: 我国铁路营业里程（公里）和机车购置费（万元）情况	10
图表 10: 我国铁路相关规划政策	11
图表 11: 2006 年-2008 年全国轨道交通装备各产品实际保有量及 2010 年预测保有量	12
图表 12: 2006 年-2009 年上半年公司产品构成情况	13
图表 13: 北车近年来产能销量情况	15
图表 14: 公司 A 股募股资金投向情况	15
图表 15: 2008 年公司收入情况和成长情况	17
图表 16: 公司偿债能力指标	18
图表 17: 公司营运能力指标	18
图表 18: 中国北车（601299）产品收入预测	19
图表 19: 中国北车（601299）利润表预测	20
图表 20: 中国北车相对估值	20

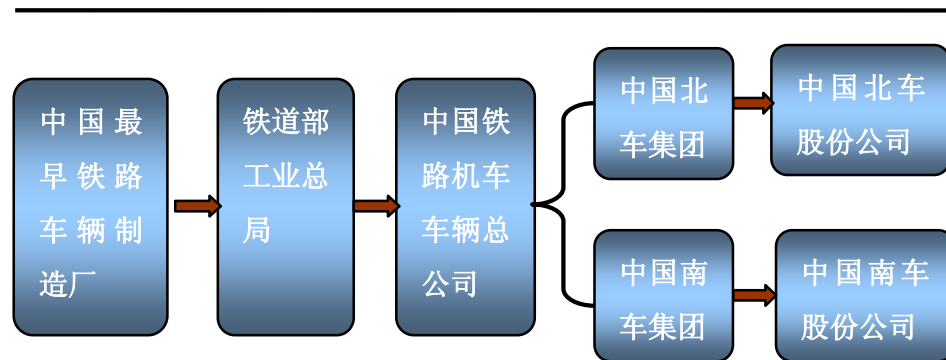
1. 公司概况

1.1 公司基本情况

中国北车是经国务院国资委批准，由北车集团作为主发起人联合前进投资、诚通集团、华融公司发起设立的股份有限公司。公司成立于2008年6月26日，注册资本为58亿元。北车集团为公司的控股股东，共持有公司52.9亿股，占发行前公司总股本的91.23%。截至目前，公司共有20家全资子公司、1家分公司和3家控股子公司。

中国北车主要从事铁路机车车辆（含动车组）、城市轨道车辆、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。是中国产品系列最齐全、技术水平最先进、研发制造能力最强的轨道交通装备制造企业，也是全球规模最大的轨道交通装备制造企业之一。

图表 1：中国北车历史沿革



资料来源：招股说明书 天相投顾

1.2 公司股本结构

公司此次发行前的总股本为58亿股，首次发行规模约为25亿股，占本次发行后总股本比例约为30%。

图表 2：A 股发行前后股权结构变化（以发行 25 亿股作为基本情景假设）

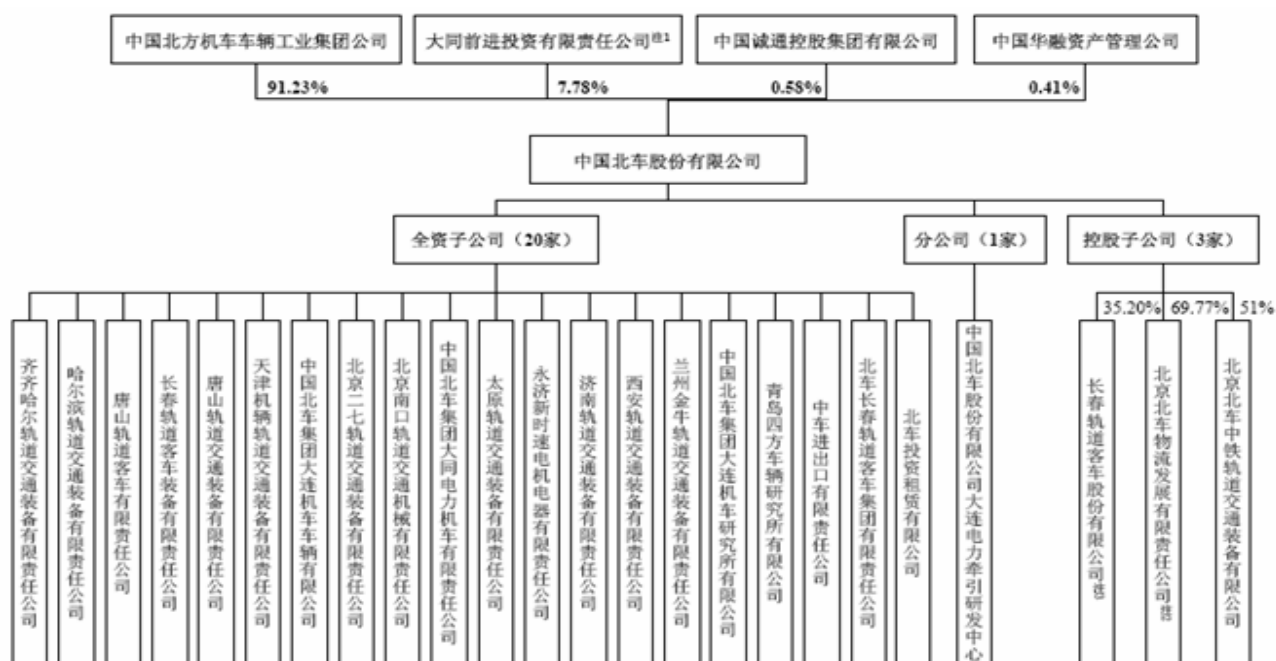
股东名称	发行前		发行后	
	股票数量（亿股）	持股比例（%）	股票数量（亿股）	持股比例（%）
北车集团（SS）	52.91	91.22%	50.63	61.00%
前进投资（SS）	4.51	7.78%	4.32	5.20%
诚通集团（SS）	0.34	0.59%	0.32	0.39%
华融公司（SS）	0.24	0.41%	0.23	0.28%
全国社会保障基金理事会（不超过）	-	-	2.50	3.01%
A 股公众投资者（不超过）	-	-	25.00	30.12%
合计	58.00	100.00%	83.00	100.00%

资料来源：天相投顾整理

注：SS 代表国有股东



图表 3：公司发行前股权结构图



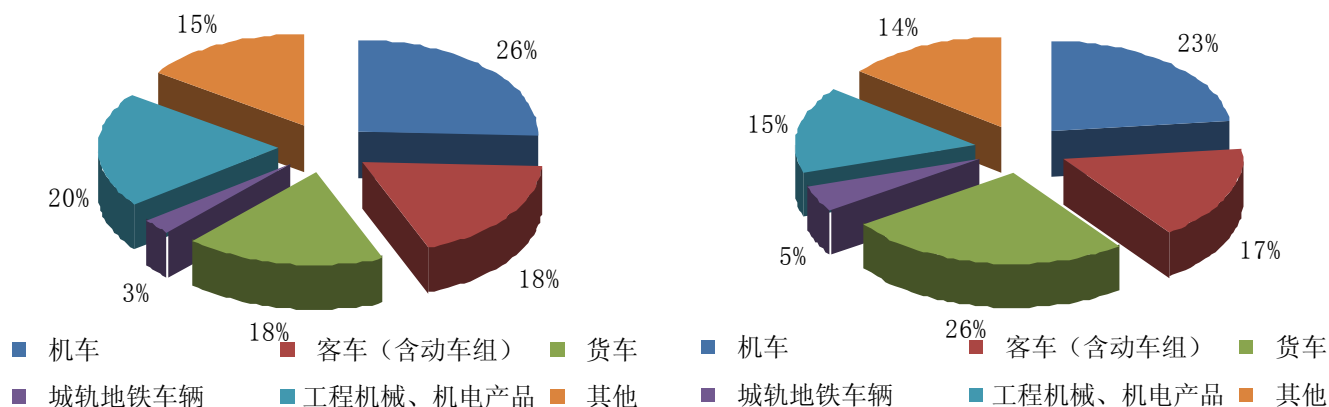
资料来源：招股说明书 天相投顾整理

1.3 公司主营业务构成状况及行业地位

公司是我国产品系列最齐全的轨道交通装备制造领军企业，也是全球规模最大的轨道交通装备制造制造商之一。目前公司的主要产品包括：铁路机车、客车（包括动车组）、货车、城轨地铁车辆、工程机械装备、风力发电电机等。

从公司 2008 年和 2009 年上半年的收入占比来看，公司的业务结构比较稳定，营业收入主要来源于机车、客车（含动车组）、货车、工程机械、机电产品（含配件）和其他收入。

图表 4：公司 2008 年和 2009 年上半年收入占比情况



资料来源：招股说明书 天相投顾整理

从目前国内轨道交通设备产品的市场占有率来看，公司处于领先地位：

- 截至2009年6月底，引进先进技术联合设计生产的大功率机车累计签单量占中国铁路市场采购总量的60.6%；
- 截至2009年6月底新造铁路客车量占中国铁路客车保有量的60%以上；
- 截至2009年6月底新造动车组累计签单量的市场占有率达到51.6%。在时速350公里以上新一代动车组领域具有领先的技术优势和市场地位；
- 拥有以C70为代表的敞车、棚车、罐车和漏斗车等系列货车和以C80 为代表的铝合金、不锈钢运煤敞车等系列货车，近三年新造铁路货车相对主要竞争对手的市场占有率持续超过50%；
- 截至2009年6月底制造的城轨地铁车辆占国内在用城轨地铁车辆总数的50%以上；
- 制造的工矿机车系列产品和铁路起重机系列产品2008年的国内市场占有率分别达到42.3%和78.4%；
- 风力发电电机的市场占有率国内领先。公司2008年销售的风力发电电机占当年国内销售的风力发电电机装机总容量的56%。

2. 行业概况

2.1 双寡头的竞争格局稳定，但对下游处于弱势地位

一、南北对峙、均分天下

公司在国内市场的主要竞争对手是南车集团。两集团业务领域相同，各自拥有自主开发、完整配套、设备先进、规模经营的轨道交通装备研发制造体系，轨道交通装备产品门类齐全，总体竞争实力相当。目前，两集团国内市场占有率总和超过95%。

北车在电力机车研发制造以及铁路大型工程机械等领域具有一定的比较优势，具备了350公里动车组独有的技术优势，并且在大功率电力机车领域相对领先。此外，公司在新造业务方面具有明显的优势，过去三年中，公司在机车、货车以及城轨地铁车辆的新造市场上基本保持着高于50%的相对市场占有率，而南车在列车的维修改造、200公里动车组和城轨研发方面相对领先。

图表 5：北车市场竞争情况

产品类别	2008 与南车集团相对市场占有率	2007	2006	主要竞争对手简要情况	
				国内	国外
机车新造	76%	57%	47%	南车集团	GE、西门子、阿尔斯通、庞巴迪等
客车新造（含动车组）	44%	43%	52%	南车集团	庞巴迪、西门子、阿尔斯通、川崎重工
货车新造	55%	52%	54%	南车集团、重庆长征、晋西铁路、北方创业	Trinity、Greenbrier等
城轨地铁车辆新造	52%	59%	69%	南车集团	庞巴迪、西门子、阿尔斯通
机车修理	41%	44%	43%	南车集团、柳州机车、宝鸡机车	-
客车修理（含动车组）	51%	49%	49%	南车集团、柳州机车、沈阳客车	-
货车修理	50%	47%	47%	南车集团、广州铁道、柳州机车	-

资料来源：中国铁道年鉴 招股说明书 天相投顾整理

注：统计口径为：北车产品产量/北车集团和南车集团产品产量之和

二、壁垒森严、进入困难

轨道交通装备制造业是一个非常专业化的特殊工业领域，尤其是高端产品，技术复杂，并且多数为专有技术，再加上产业链长，配套技术种类繁多，难以短时间掌握。因此行业具备天然的技术壁垒。

同时，由于轨道交通装备制造业属于资本密集型行业，生产、销售所需的基础设施投资巨大，新进入者往往难以筹集到足够的创始资本。此外，由于该行业具有显著的规模经济效应，部分企业难以达到规模经济，导致成本过高，进一步增加了对资本的要求。因此行业具备较强的资金壁垒。

放眼国际，我国铁路设备企业面临庞巴迪、阿尔斯通、西门子、通用电气、川崎重工等国际轨道交通运输装备生产巨头的潜在竞争。但由于我国制定的相关产业政策规定国外轨道交通装备制造企业尚不能在国内独立开展整车生产业务，只能通过合资设厂、技术输出、联合体投标等方式进入并拓展了我国市场。因此行业目前具备一定的政策壁垒。

在森严的壁垒下，可以预计我国轨道交通设备行业的竞争仍将在长时间内延续稳定的双寡头格局。

三、上游分散、下游集中

轨道交通设备行业的上游原材料主要包括钢材、铜材、铝材等，原材料占生产成本约80%；同时随着轨道车辆产品朝着高档化和集成化方向发展，车辆自制部分逐渐减少，外购部分日益增多，配套料件的质量、性能、成本、技术和供应能力对整车影响越来越大，因此行业对上游原材料有一定的依赖性。但由于行业的上游供应商不甚集中，对单一供应商过度依赖的风险较小。

图表 6：中国北车前五大供应商采购情况

时间	前五大供应商采购额	公司当期累计采购总额	前五名供应商采购额占比
2009 年上半年	198,369.0	1,193,822.3	16.62%
2008 年	303,194.2	2,562,108.0	11.83%
2007 年	183,484.4	1,995,339.5	9.20%
2006 年	149,463.2	1,510,815.1	9.89%

资料来源：招股说明书 天相投顾整理

由于铁路产品专用性特点，目前公司的下游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。近年来，公司对前五大客户的销售收入占总销售收入的比例均保持在60%以上，而公司最大的客户——铁道部及其所属的铁路局的销售收入占比则50%-60%左右，体现出公司对下游的强依赖性。

铁道部既是行业内最主要的客户，也是行业的管理者，掌握主要的定价权。目前主要通过招议标的方式，结合国际市场情况和技术、资历等状况，由铁道部工程交易中心统一负责定价，总体上还算规范，但整个行业竞争模式的市场化程度仍然较低，行业对下游的议价能力较弱。

图表 7：中国北车前五大客户占公司营业收入比例情况

时间	前五大客户营业收入	公司当期营业收入	前五名客户营业收入占比例
2009 年上半年	891421.5	1482946.3	60.11%
2008 年	2123701.9	3471072.0	61.18%
2007 年	1842271.6	2637120.5	69.86%
2006 年	1395713.6	2098037.9	66.52%

资料来源：招股说明书 天相投顾整理

总体上来看，我国轨道交通行业将长期处于一个相对稳定的双寡头垄断格局，同时，也处在一个政府管制力度强，市场化程度较低，定价权较弱的竞争环境。

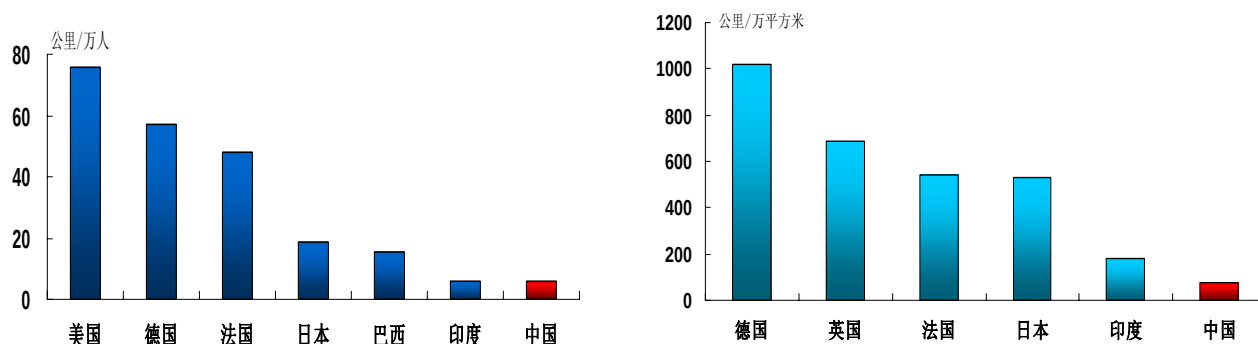
上述产业竞争环境的特点就决定了市场上的竞争者很难通过控制价格来提升盈利能力，未来的发展将主要依靠市场容量的扩大、技术的创新和成本控制等方面来实现。

2.2 行业驱动力强，未来增长明确

一、需求空间广阔

目前，相对于我国整体经济的高速发展，我国的铁路建设严重滞后，目前我国以8%的营业里程完成了全球25%的货运周转和29%的客运周转，是世界上最忙的铁路网。与发达国家相比，我国的铁路密度和人均铁路占有量相对偏低。按人口算，我国的铁路人均占有量为0.56公里/万人，相当于美国的1/13、德国的1/10、日本的1/3。按国家面积算我国的铁路密度是80公里/万平方米，相当于德国的1/13、英国的1/9、日本的1/7。

图表 8：各国铁路人均占有量和密度比较



资料来源：铁道部 天相投顾整理

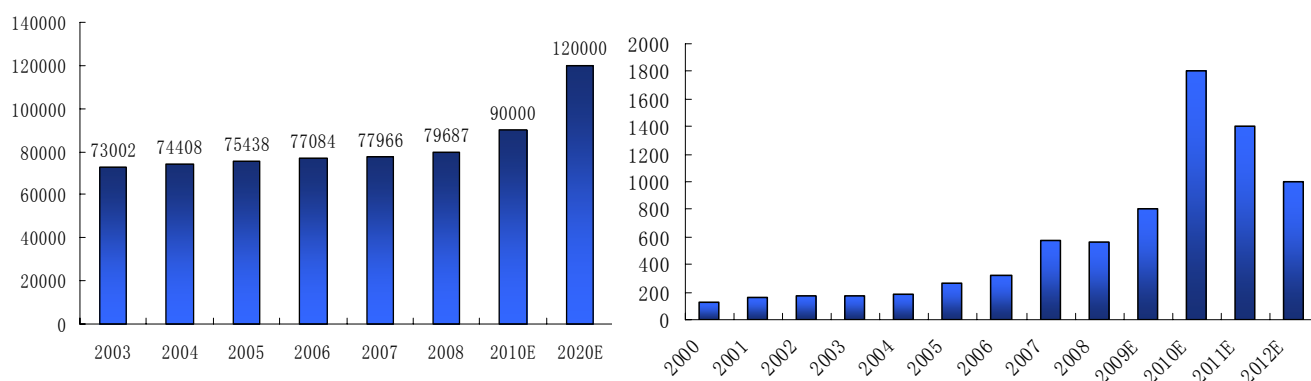
为了缓解运输压力、扩大经济发展半径和适应我国经济的高速腾飞，我国从“十一五”开始大力发展铁路建设，掀起了我国铁路发展史上前所未有的高潮。而铁路的大规模建设必将带来铁路机车的巨大需求。

根据“十一五”规划，2010年全国铁路营业里程将达到9万公里以上，复线、电气化率均达到45%以上。根据2008年11月调整后的《综合交通网中长期发展规划》，到2020年铁路网总规模将达到12万公里，复线率和电气化率分别达到50%和60%。

铁路建设为轨道交通装备制造业的发展提供了良好的发展环境。在铁路建设、铁路运输大力发展的同时，国家也加大了铁路机车车辆的购置规模。按照“十一五”规划，国家铁路机车车辆购置和改造总额为2,500亿元，即年均复合增长21.5%，相比“十五”期间的950亿元，增幅超过160%。2008年底，铁道部进一步表示，根据客货运输需要和新建铁路投产情况，未来四年计划共安排机车车辆购置投资约5,000亿元，其中2009年和2010年约为3,000亿元。

随着铁路建设进程的推进，铁路建设目前已经处于高峰期，预计未来2-3年就将迎来铁路设备采购的高峰期。

图表 9：我国铁路营业里程（公里）和机车购置费（万元）情况



资料来源：铁道部 天相投顾整理

在铁路运输行业快速发展的同时，城市化进程的加快对中国城轨地铁车辆制造起到了积极的促进作用。二三十年来，我国城市化进程明显加快，城市化率由1979年的

17.9%，提高到2008年的45.68%。到2008年底，全国城市总数达655个。预计到2020年，中国的城市化率将达到60%。城市化进程加速的同时，也为社会发展带来了交通、污染、能源消耗等问题。从目前来看，发展轨道交通无疑将是解决这些问题的根本出路。

在世界主要大城市中，轨道交通运输量占公交运量的50%以上，有些甚至达70%以上。巴黎1000万人口，年客运量12亿人次，轨道交通承担70%的公交运量。这一比例在莫斯科是55%。伦敦共有9条地铁线，总长500公里，日运300万人次，能满足40%的出行人员的需要。日本东京大都市圈现有280多公里地铁线，轨道交通系统每天运送旅客3000多万人次，承担全部客运量的86%。

我国城市轨道交通建设速度迅猛。1995年至2008年12年间，我国已有10个城市拥有已建成的轨道交通线路30条，运营总里程835.5公里。全国已有19个城市的轨道交通线网规划得到国家批准，到2015年前后计划建设轨道交通线路总长约2,100公里，总投资超过8,000亿元，规划建设轨道交通网络的城市总数达到28个。另根据统计，至2010年，中国规划建设地铁和城市轻轨线路达55条，总长度达约1,500公里，投资预算5,000亿元，需配属车辆超过6,000辆，年均需求量超过1,200辆。近期，国务院又批复了22个城市的地铁建设规划，总投资达8820.03亿元。

国务院批准地铁建设有3项指标——城市人口超300万、GDP超1000亿元、地方财政一般公共预算收入超100亿元。目前全国有近50个城市达标，我国轨道交通建设未来发展有着巨大潜力。

二、国家政策扶持

为了促进我国铁路运输的发展，国家有关部门曾先后多次出台相关指导政策和规划。按照“十一五”规划，国家铁路机车车辆购置和改造总额为2,500亿元，年均复合增长21.5%。而在2008年底，铁道部进一步表示，根据客货运输需要和新建铁路投产情况，未来四年计划共安排机车车辆购置投资约5,000亿元，其中2009年和2010年约为3,000亿元。

从“九五”至“十一五”铁路发展规划以及2008年底的中长期铁路规划的调整来看，我国大力发展轨道交通的政策力度正在加强，国家政策的大力扶持也将为我国轨道交通事业的发展提供最直接的驱动力。

图表 10：我国铁路相关规划政策

		“九五” 1996-2000	“十五” 2001-2005	“十一五” 2006-2010	中长期铁路网规划 2006-2020
全国铁路 营业里程	期末总计	68650	75000	95000	120000
	年均增加	1252	1400	4000	3000
客运专线	总计	0	0	7000	16000
	年均增加	0	1400	1067	
复线	期末总计	21408	25000	40500	60000
	年均增加	900	1000	3100	2333
电气化	期末总计	14900	20000	40500	72000
	年均增加	1032	1020	4100	3467

资料来源：铁道部 天相投顾整理

三、产品技术升级替代

近几年，轨道交通行业朝着高速、重载、专业的方向不断发展，促进了相关技术的升级换代。技术升级换代加速了老型产品的淘汰，提高用户对新产品的需求量，从而拉动新产品销量，也帮助国内轨道交通装备企业拓展了国际市场，提高了轨道交通装备制造业整体收入水平及盈利水平。

四、轨道交通装备制造业转移，带来国际市场机遇

随着全球经济一体化进程和国际经济技术合作的不断加快，高新技术产业的开发与发展促使传统产业以技术转让、合作生产等方式迅速向发展中国家转移，给中国装备制造业带来了难得的发展机遇。近几年，中国轨道交通装备制造企业通过引进、消化、吸收、再创新，突破了一系列高端产品的技术瓶颈，产品竞争力得到了较大提升，出口大幅增长。

目前，公司已经开始越来越多的积极参与国际竞争，不仅拓展了哈萨克斯坦、伊朗等中西亚市场，而且向发达国家和地区市场批量出口了具有较高技术含量的客车、货车和城轨地铁车辆。公司产品出口的地区已经从2000年的20多个增长到2009年的50多个，遍及北美、南美、东南亚以及澳大利亚等地。2009年上半年、2008年、2007年和2006年的国外市场签约额分别为6.62亿美元、11.09亿美元、6.01亿美元和5.12亿美元。

2.3 行业发展趋势

2008年我国铁路客、货运输周转量较2001年增长比例分别为63.2%和68.9%，而铁路机车、客车和货车的保有量增长比例分别为17.0%、14.1%和31.5%，存在较大的滞后。预计在产业强大驱动下，铁路机车、客车、货车将实现购置量、保有量双增长，行业未来的增长比较明确。

图表 11：2006 年-2008 年全国轨道交通装备各产品实际保有量及 2010 年预测保有量

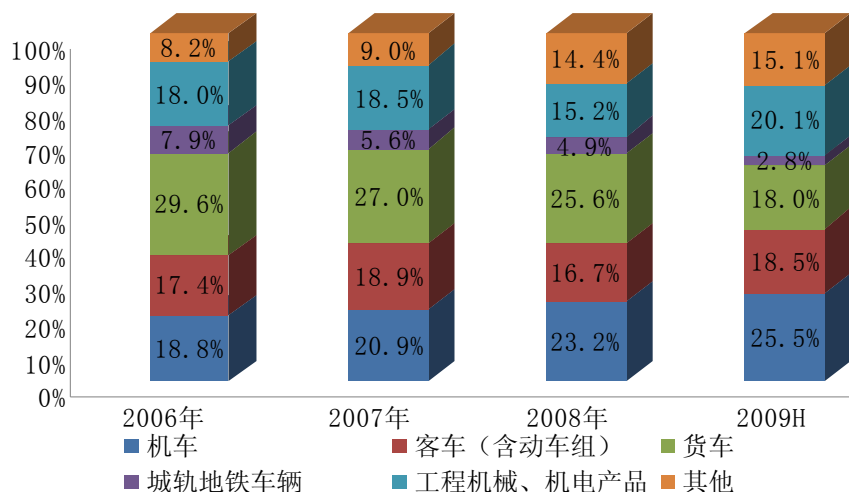
产品	单位	2006 年	2007 年	2008 年	2006-2008年 复合增长率	2010E	2008-2010年复 合增长率
机车	台	17,799	18,306	18,437	1.78%	19,000	1.52%
客车	辆	42,659	43,460	42,471	-0.22%	45,000	2.93%
动车组	列	-	105	176	-	400	50.76%
货车	辆	558,483	571,078	591,793	2.94%	627,869	3.00%
城轨地铁车辆	辆	3,176	3,854	4,300	16.36%	7,000	27.59%

资料来源：国家统计局、铁道统计公报、行业统计资料，动车组指 200 公里及以上动车组

3. 公司业务分析

中国北车的主要业务包括机车、客车（包含动车组）、货车、城市轨道交通、铁路工程机械和机电产品等。从近三年的收入构成来看，公司的业务结构呈现多元化和均衡化格局，而且相对比较稳定。

图表 12：2006 年-2009 上半年公司产品构成情况



资料来源：招股说明书 天相投顾整理

3.1 动车组业务——未来客车的主流方向

公司拥有国际一流水平的动车组生产设施，与西门子合作的350公里动车组和与阿尔斯通合作的200公里动车组已经投入运营。其中唐山客车公司制造的动车组在京津线上试运营跑出了394.3公里/小时的“中华第一速”，目前公司的动车组产品已成为京沪高速的主力车型。截至2009年6月底，公司动车组累计订单量的市场占有率达到51.6%。其中时速300-350公里等级动车组的累计订单量市场占有率达到50%。

高速动车组作为未来客车业务的发展方向，正日益成为公司的支柱业务之一。2006至2008年，公司动车组新造业务收入的年复合增长率达到271.30%，增幅显著。目前公司拥有的CRH系列高速动车组研发平台世界一流、技术含量高。凭借技术优势，公司已获得总金额392亿的100列（16辆编组）新一代高速动车组订单。随着未来设计时速300公里以上京沪高铁及多条城际高速客运专线的逐步建成，公司生产的350公里CRH3型高速动车组将拥有更广阔的市场前景，未来动车组业务将成为公司的重要收入增长点之一。

3.2 机车业务——大功率电力机车市场领先

机车业务收入是公司营业收入的重要组成部分，2009上半年、2008年、2007年和2006年，公司的机车业务收入分别占营业收入的25.47%、23.18%、20.94%和18.81%，占比逐年上升。公司所属机车新造企业（大连机车公司、同车公司、二七装备公司）全部进入铁路装备现代化技术引进消化吸收行列，并均已具备批量生产制造能力，形成了行业竞争和发展的优势。在中国铁路技术引进、国产化大功率交流传动机车的全部8个产品中，公司占有5个。

同时，公司还拥有中国最大的内燃机车生产、出口基地（大连机车公司）和电力机车检修基地（太原装备公司）。



3.3 货车业务——品种齐全、增幅明显

货车业务收入是公司营业收入的重要组成部分，2009年上半年、2008年、2007年和2006年，公司的货车业务收入分别占营业收入的18.00%、25.60%、27.04%和29.62%，占比相对较为稳定，2006年至2008年，货车业务收入的年复合增长率为19.57%，增幅较大。

公司铁路货车品种齐全、研发制造能力国内领先并达到国际先进水平，年生产能力1.98万辆，市场占有率超过国内主要竞争对手。公司目前拥有全球技术先进的铁路货车制造和出口基地（齐齐哈尔装备公司），该基地是国家铁路货车设计、制造的骨干企业。公司产品涵盖所有中国铁路需求的货车，其中C70型通用敞车和P70型棚车已成为铁路运输的主力车型；C80B型不锈钢运煤敞车成为中国最高水平的货运专线的运煤专用车辆。

目前国内干线货运主型货车的技术标准主要由公司创制，显示出公司在该领域的领导地位。

3.4 城轨地铁车辆业务——未到交付期，未来的增长点

公司城轨地铁车辆产品设计水平已迈入世界先进水平行列。截至2009年6月底，全国10个城市已开通了城轨，在用车辆4,000多辆，公司制造的城轨地铁车辆占当时国内在用城轨地铁车辆总数的50%以上，在各城轨地铁制造厂家中位居第一。

2009上半年、2008年、2007年和2006年，公司的城轨地铁车辆业务收入分别占营业收入的2.83%、4.88%、5.64%和7.89%，占比逐年下降，主要是由于产品正处于生产过程中，还未到交付客户结转收入阶段。2006至2008年，城轨地铁车辆业务收入的年复合增长率为1.17%。未来城轨地铁车辆业务将成为公司的重要收入增长点之一。

3.5 工程机械、机电产品业务——占比稳定，市场领先

2009上半年、2008年、2007年和2006年，公司的工程机械、机电产品业务（含配件）销售收入合计分别占营业收入的20.13%、15.23%、18.45%和18.04%，占比相对稳定。2006至2008年，工程机械、机电产品业务（含配件）收入的年复合增长率为18.19%。该业务板块持续增长主要是由于公司针对市场需求，利用现有资源，积极开拓相关多元市场，特别是在铁路建设与养路机械、铁路起重装卸机械及风电设备等方面在市场占有率取得了长足的发展。未来工程机械、机电产品等与轨道交通装备相关的延伸产业将成为公司的又一个重要收入增长点。

工程机械装备方面：公司是国内铁路工程机械装备重要供应商，大型铁路养路机械、起重机、工矿机车等铁路工程机械产品的技术水平和市场占有率国内领先。公司大型养路机械制造基地（二七装备公司）的15列路基处理车、10列轨道打磨车产品合同是铁道部确定的技术引进、消化吸收项目，具有广阔的市场前景。公司制造的工矿机车系列产品和铁路起重机产品2008年的国内市场占有率分别达到42.3%和78.4%。

机电产品方面：风力发电电机和油田电机的市场占有率国内领先。2008年共销售风力发电电机1,953台，占当年销售的国产风力发电电机装机总容量的56%。2009上半

年,公司的风力发电电机占国内三大集成生产商当年采购国产电机装机容量的一半以上。公司拥有风力发电电机用户20家,产品功率等级覆盖600千瓦至3兆瓦系列,基本满足了我国风电设备制造业的需求。

图表 13: 北车近年来产能销量情况

业务 年份	单位	产能					销量		
		2009	2008	2007	2006	2009H	2008	2007	2006
机车新造	台	700	640	640	640	275	649	456	444
客车新造						1,121	564	724	989
动车组新造	辆	2,900	1,700	1,700	1,700	68	264	192	18
城轨地铁车辆新造						94	439	379	453
货车新造	辆	19,800	19,800	19,800	19,800	3,950	19,285	16,558	16,349
起重机械新造	台	20	20	20	20	3	5	5	7
风力发电电机新造	台	1,800	1,800	1,800	650	1,280	1,953	1,501	531
机车修理	台	800	600	600	600	278	778	691	562
客车修理						480	1,717	1,898	1,803
动车组修理	辆	2,000	1,700	1,700	1,700	0	25	12	0
城轨地铁车辆修理						0	0	0	0
货车修理	辆	28,100	28,100	28,100	28,100	4,812	15,088	15,227	14,086
起重机械修理	台	15	15	15	15	11	7	13	8

资料来源: 招股说明书 天相投顾整理

4. 募集资金项目分析

公司此次募集资金主要用于公司的主营业务,募集资金投资项目主要为四大类,分别为: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;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;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;及信息化系统建设项目。

图表 14: 公司 A 股募股资金投向情况

类别		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	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	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	108,530
第四类	信息化系统建设项目	16,000
合计		643,600

资料来源: 招股说明书 天相投顾整理

公司募集资金投资项目涉及的产品主要为轨道交通装备产品,如动车组、大功率内燃机车、大功率电力机车、新型提速、重载货车、铁路机车车辆关键零部件等。募集资金投资项目计划实施完毕达产后,公司的生产规模、技术水平、制造能力和产品结构等都将得到较大幅度的提高,将进一步提高公司的盈利能力,突出和提高公司的核心业务竞争能力,为公司在国内和国际市场进一步确立更加稳定的竞争地位。



5. 公司竞争优势

5.1 国内铁路装备行业领导者、领先的市场地位

- 具备国际先进的电力机车和内燃机车研发与制造能力，拥有中国最大的机车制造基地；
- 铁路客车的研发制造能力国内最强，品种系列最齐全，拥有国内最大的客车研发制造基地，产品和技术出口海外，并率先向发达国家出口了客车产品；
- 拥有国际先进的动车组制造技术和最大的研发制造能力；
- 铁路货车的研发制造能力国内最强并达到国际先进水平，拥有世界最大的铁路货车制造基地之一；
- 是中国最早、研发能力最强、生产能力最大、市场份额最高、品种最全的城轨地铁车辆研发制造商，亦是国内出口城轨地铁车辆产品最早、出口数量最多的企业；
- 是国内铁路工程机械装备重要供应商，大型铁路养路机械、起重机、工矿机车等铁路工程机械产品的技术水平和市场占有率国内领先；
- 是国内轨道交通装备电机、油田电机和风力发电电机最大的制造商。

5.2 完整产品线

公司拥有完整的轨道交通装备产品组合，包括铁路电力机车、内燃机车、客车、动车组、货车和城轨地铁车辆，同时具备对前述产品强大的修理能力，因而能满足客户对轨道交通装备产品的多种需求和全方位服务。

此外，公司将积极拓展相关多元化产品作为公司的主要战略，将整合工程机械装备和机电产品板块的研发和制造资源，按照不同产品所处的阶段，将灵活采取投资新建、扩能建设等措施，打造若干工程机械和机电产品板块制造基地。进一步巩固和提升特定产品的领先优势，实现公司的多元化发展和快速扩张。

5.3 领先的技术优势和研发能力

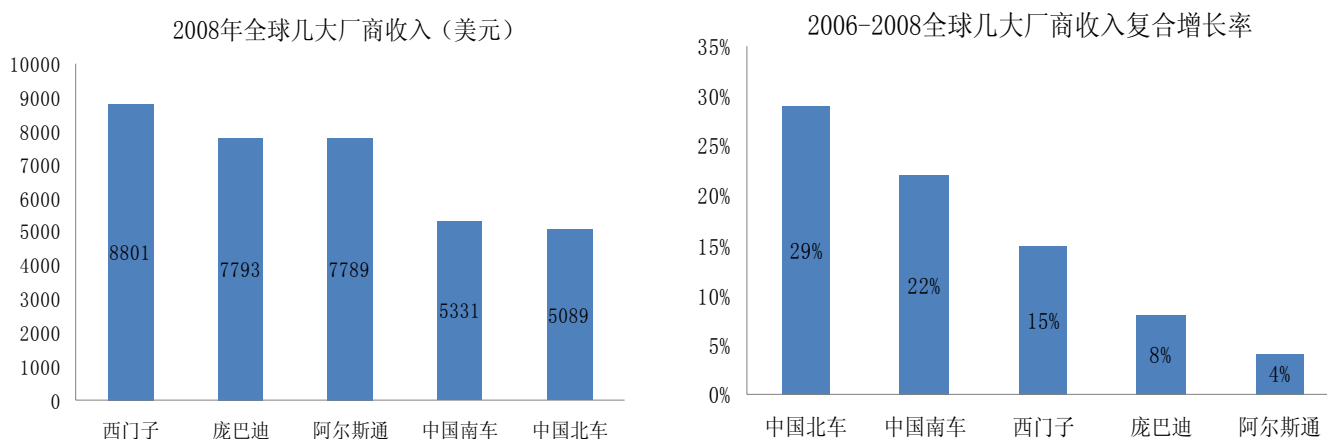
公司拥有电力牵引、客车、货车和客车电气四个研发中心，机车和车辆两个专业研究所以及六个国家认定的企业技术中心，企业技术中心的数量居行业之首；公司下属长客股份公司、唐山客车公司作为行业内仅有的两家企业进入国家首批91家创新型企业的行列；此外，公司还拥有高速列车系统集成国家工程实验室（北方）。公司下属企业均拥有各自的研发部门，拥有完备的研发组织和试验、检测、研发设施，能够完成不同档次、不同用途和不同速度等级轨道交通运输装备产品和关键零部件的开发，满足不同用户的需求。

6. 财务分析

6.1 成长性全球领先

依托于我国近年来铁路运输的快速发展、城市化的不断推进，我国轨道交通制造业也迎来了一个发展的高峰。而北车得益于经营规模的迅速扩张和技术升级的逐步完成，也正在经历一个超高速的发展阶段。与西门子、庞巴迪等国际巨头相比，北车虽然在收入规模上尚有差距，但从成长性来看，北车目前已经是世界上收入增长最快的国际领先企业。

图表 15：2008 年公司收入情况和成长情况



资料来源：各公司年报 公司招股书 天相投顾整理

6.2 偿债能力分析

截至2009年上半年和2008年底，公司的流动比率分别为0.81和0.86，速动比率分别为0.50和0.53，基本保持稳定。公司流动资产中货币资金所占比例较高，资产流动性较强，因此公司短期偿债能力较强。

公司2009上半年、2008年、2007年和2006年的利息保障倍数分别为5.84、4.87、5.50和3.46，保持在较高的偿付水平。2008年较2007年利息保障倍数略有下降，主要是由于公司业务规模扩张较快，资金需求加大，促使公司借款规模有所增加，再加之2006年至2008年第三季度的贷款基准利率持续上调，由此导致利息支出增加较大。

资产负债率较高，主要是由于公司在生产经营过程中形成的无息流动负债如应付账款和预收款项金额较高所致。扣除无息负债，公司的付息负债占资产总额的比例分别为19.64%和22.75%。

图表 16：公司偿债能力指标

	2009H	2008年	2007年	2006年
流动比率（倍）	0.81	0.86	不适用	不适用
速动比率（倍）	0.5	0.53	不适用	不适用
资产负债率（母公司）（%）	46.16	41.24	不适用	不适用
资产负债率（合并报表口径）（%）	84.1	82.3	不适用	不适用
利息保障倍数	5.84	4.87	5.5	3.46

资料来源：公司招股书 天相投顾整理

6.3 营运能力分析

2009年上半年和2008年，公司的应收账款周转率分别为4.03次和4.54次，该比率较低主要与公司订单交货期相关，且部分客户的付款期相对较长。

2009年上半年和2008年，公司的存货周转率分别为2.54次和3.46次，该比率较低的主要原因是由于2009年上半年和2008年公司CRH系列高速动车组、和谐系列机车等高新技术产品进入大规模批量生产阶段，所需原材料增长较快，且种类多、价值高。同时2008年前三季度通货膨胀率较高，主要原材料价格上涨过快，为保证正常的订单生产并控制成本，公司加大了存货中原材料的储备，上述两方面原因导致2009年上半年和2008年存货余额较大。

图表 17：公司营运能力指标

	2009H	2008年	2007年	2006年
应收账款周转率（次/年）	4.03	4.54	不适用	不适用
存货周转率（次/年）	2.54	3.46	不适用	不适用

资料来源：公司招股书 天相投顾整理

7. 盈利预测与估值分析

7.1 盈利预测

假设条件一：公司募投项目如期建设完毕，并实现预期的经济效益。

假设条件二：公司在主营业务各领域能够持续获得订单，使增资后扩大的产能不被闲置。

假设条件三：公司各项业务毛利率相对稳定且随着业务结构进一步优化相应有所提升。

假设条件四：不考虑不可抗力因素。

假设条件五：国家相关的税收政策，产业政策在未来几年内，不会有大幅变动。

假设条件六：按照公司发行 25 亿股后总股本 83 亿股计算 EPS。

综合上述分析，我们预计公司2009年、2010、2011年分别实现销售收入399.28

亿元、537.98亿元、801.18亿元，实现归属于母公司所有者净利润11.41亿元、17.06亿元和27亿元。

按照此次中国北车发行25亿A股，总股本扩大至83亿股计算，全面摊薄后2009、2010、2011年每股收益分别为0.14元、0.21元和0.33元。

图表 18：中国北车（601299）产品收入预测

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货车					
收入（万元）	713,026	888,429	706,301	833,435	933,447
增长率	14.74%	24.60%	-20.50%	18.00%	12.00%
机车					
收入（万元）	552,258	804,540	973,493	1,440,770	1,671,293
增长率	39.92%	45.68%	21.00%	48.00%	16.00%
客车					
收入（万元）	327,116	202,661	415,455	311,591	342,750
增长率	-3.13%	-38.05%	105.00%	-25.00%	10.00%
动车组					
收入（万元）	172,051	377,061	390,258	975,645	2,926,936
增长率	529.07%	119.16%	3.50%	150.00%	200.00%
城轨地铁车辆					
收入（万元）	148,711	169,472	268,613	389,489	525,810
增长率	-10.18%	13.96%	58.50%	45.00%	35.00%
工程机械、风电产品					
收入（万元）	486,472	528,560	663,343	796,011	915,413
增长率	28.56%	8.65%	25.50%	20.00%	15.00%
其它					
收入（万元）	237,487	500,310	575,357	632,892	696,181
增长率	37.35%	110.67%	15.00%	10.00%	10.00%
合计（万元）	2,637,121	3,471,033	3,992,820	5,379,835	8,011,832
	25.69%	31.62%	15.03%	34.74%	48.92%

资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

图表 19：中国北车（601299）利润表预测

单位：万元	2007年	2008年	2009年E	2010年E	2011E
营业收入	2,637,121	3,471,033	3,992,820	5,379,835	8,011,832
增长率(%)	25.69%	31.62%	15.20%	34.74%	48.92%
减：营业成本	2,209,174	2,950,727	3,441,012	4,598,683	6,800,443
营业税金及附加	9,259	13,292	15,313	20,632	30,726
资产减值损失	8,771	6,091	7,431	6,761	7,096
营业毛利	409,918	500,923	551,808	781,152	1,211,389
增长率(%)	33.85%	22.20%	10.16%	41.56%	55.08%
毛利率(%)	16.23%	14.99%	13.82%	14.52%	15.12%
减：销售费用	43,729	59,865	58,295	79,084	120,177
管理费用	245,750	277,534	340,188	454,596	681,006
财务费用	35,428	59,530	67,479	90,919	140,207
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	7,756	16,490	33,500	35,000	38,000
影响营业利润的其他科目	0	0	0	0	0
营业利润	92,767	120,484	119,346	191,553	307,999
营业利润率(%)	3.52%	3.47%	2.99%	3.56%	3.84%
加：营业外收入	26,392	26,618	33,172	32,000	32,500
减：营业外支出	8,503	4,149	29	3,300	3,200
利润总额	110,656	142,953	152,489	220,253	337,299
增长率(%)	200.99%	29.19%	6.67%	44.44%	53.14%
利润率(%)	4.20%	4.12%	3.82%	4.09%	4.21%
减：所得税	19,805	15,534	22,873	34,139	52,281
实际税负比率(%)	17.90%	10.87%	15.00%	15.50%	15.50%
少数股东损益	16,624	14,384	15,504	15,504	15,000
归属于母公司所有者的净利润	74,227	113,035	114,112	170,610	270,017
增长率(%)	463.80%	52.28%	0.95%	49.51%	58.27%
净利润率(%)	2.81%	3.26%	2.86%	3.17%	3.37%
每股收益(元)	0.09	0.14	0.14	0.21	0.33

数据来源：公司招股说明书 天相投资顾问有限公司

7.2 估值—合理价位 5.46-6.51 元

目前A股上市公司中，中国南车具有较好的可比性，此外晋亿实业、北方创业也主要从事铁路运输设备制造，具有一定可比性。

图表 20：中国北车相对估值

股票名称	股票代码	股价 (12.17)	每股收益 (EPS) (元)			市盈率 (P/E)		
			2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
中国南车	601766	5.81	0.16	0.20	0.32	36.31	29.05	18.16
北方创业	600967	11.99	0.25	0.45	0.70	47.96	26.64	17.13
晋西车轴	600495	19.69	0.27	0.51	0.62	72.93	38.61	31.76
平均							31.43	

数据来源：天相投顾

目前A股铁路设备相关上市公司2010年的平均市盈率为30倍左右。综合考虑公司业绩增速、垄断的市场地位、产品特性以及经营风险等因素，我们认为公司2010年的合理估值区间为26-31倍之间，按照2010年每股收益0.21元计算，合理价格区间为5.46元至6.51元。

8. 风险揭示

宏观调控风险：宏观调控有可能导致铁路项目延期开工，若政府实施严厉宏观调控政策，公司未来业绩不确定性将提高，但我们认为08年出台严格宏观调控措施的可能性较低。

原材料价格波动风险：从公司披露的材料可以看出，公司原材料成本占生产成本的比例最近三年一直高达80%，钢材、铜、铝的价格剧烈波动会直接影响到公司利润率水平。因此若钢材等原材料价格继续大幅上涨，公司获利能力将有所下降。

募集资金项目的风险：公司募集资金项目数目较多，对实施难度和管理水平要求较高，若某些项目出现市场环境不利的变化，或者项目的投资进度出现延期等问题，将可能影响公司的经营业绩。

行业管制政策变动的风险：公司的主要客户是铁道部及其下属的局，铁道部的定价能力较强，考虑整个铁路装备市场的竞争格局和竞争状况，存在铁道部控制和压低竞标价格，铁路装备制造行业整体毛利率水平下降的风险。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014