

增持 首次
中国北车（601299）
2010 年 2 月 24 日

收购上海轨发有利于争夺沪地铁车辆市场

机械行业核心分析师：龙华
longh@htsec.com
021-23219411

今日中国北车股份有限公司公告收购上海轨道交通设备发展有限公司股权并增资。公司收购上海电气集团股份有限公司所持上海轨道交通设备发展有限公司（“上海轨发公司”）44.79%的股权，并单方认购上海轨发公司新增注册资本。前述收购价款和增资价款以 2009 年 9 月 30 日为评估基准日确定，收购价款为人民币 3.65 亿元，增资价款为人民币 8491 万元。本次股权收购和增资完成后，上海轨发公司注册资本由人民币 6 亿元增加至人民币 6.63 亿元。其中，中国北车持股 50%；上海电气持股 34.91%；上海电气（集团）总公司持股 15.09%。

点评：

上海轨发公司主要经营轨道车辆及配件的设计、制造、销售、租赁、维修、轨道交通机电设备集成和工程承包等业务。在与中国北车合资前已具备中国城市轨道交通 C 型地铁车辆的生产资质。上海轨发公司 2008 年销售收入为人民币 10.51 亿元、利润为人民币 1.07 亿元。对应与净资产 7.34 亿元计算，净资产收益率达到 14.58%。中国北车以 4.5 亿元人民币的投资获得上海轨发公司 50% 股权，投资溢价率约为 10%，投资价格较为合理。收购上海轨发公司后，中国北车虽然不能将其并表，但可计入该公司 50% 的净利润作为投资收益，即使该公司利润无增长也将为中国北车每年净利润带来 5350 万元的增长，折 EPS0.6 分钱。另外，我们收集到上海轨发公司目前涉及城轨地铁项目情况如下：公司分别同法国阿尔斯通公司、美国 GE-FUNUC 公司组建了 3 家合资企业，每年可集成总装 300 辆车、169 套牵引系统设备以及监控系统等相关设备，并将形成每年维修 1000 辆车的能力。近年来，公司及下属企业加强同阿尔斯通等国际著名公司和国内轨道交通建设、设计、运营等单位合作，为上海轨道交通五号线提供全部车辆（估计约 200 辆 A 型车，十几亿元订单额），为上海轨道交通三号线、五号线以及南京地铁南北线等项目提供牵引设备，为上海轨道交通三号线、广州地铁二号线等项目提供监控系统设备。目前又承担了 A 型大车国产化研制开发（上海市首批科教兴市重大产业化项目），上海轨道交通八号线 168 辆 C 型车和一号线延伸段 64 辆 A 型大车的制造，八号线、九号线、二号线的供电系统设备成套等项目。

我们虽然认为中国北车投资 4.5 亿元人民币收购并增资得到上海轨发公司 50% 的股权具有重要意义，但是我们注意到 2010 年 2 月 4 日，同属于上海电气集团控制下的自仪股份公告称与上海电气集团进行关联交易以 335.76 万元的低价受让上海轨道交通设备发展有限公司综合监控系统相关资产。同时，轨道交通公司将上述资产涉及的 22 名员工劳动关系全部转移至自仪股份，成为自仪股份的员工，协议双方将与这些员工签订劳动合同转移协议书。我们认为上海轨道交通设备发展有限公司综合监控系统相关资产是上海轨发公司城轨车辆、牵引系统、监控系统和供电系统 4 类业务中的优质资产之一，且人员精简，以低价转让给上海电气关联公司自仪股份对中国北车而言是一项损失。

我们认为该事件最为重要的意义在于中国北车从此在中国城轨交通关键城市上海设立了一个重要生产和研发基地，落地上海本土，将有助于中国北车与南车争夺上海地铁车辆市场。国有资产监督管理委员会网站显示，中国南车 2009 全年已累计获得 108.4 亿元的国内地铁车辆订单，接单总额占到市场签约总量的 53.3%。我们分析，目前及未来南北车将以落地建有轨道交通的城市合资经营轨道车辆生产销售作为重要手段进行城轨车辆业务的竞争。我们收集了此前中国北车和中国南车在各建设轨道交通的城市合资经营轨道车辆等项目情况如下：

表 1 中国北车和中国南车在各建设轨道交通的城市合资经营轨道车辆等项目情况

	中国北车	中国南车
传统生产基地所在地	长春、大连、	南京、株洲、青岛
新设生产基地	重庆、上海、天津	天津、广州、郑州

资料来源：互联网、公司资料、海通证券研究所

中国北车仅收购上海轨发公司 50% 股权即投资了 4.5 亿元人民币。我们认为,随着建设城轨地铁的城市的增多,已设立及未来希望设立地铁车辆制造厂的城市数量将持续增多,这将对北车和南车未来对各地组装厂投资的资金带来大量需求。我们同时认为,南车和北车在各地设立地铁组装厂将对该公司在当地的订单获取带来便利条件。

我们维持对中国北车未来 2009-2011 年的盈利预测为 0.15、0.22 和 0.33 元,目前股价对应于 2010 年动态市盈率为 25 倍,给予中国北车“增持”评级。

表 2 中国北车各产品未来年度营业收入及增长率预测

	2006	2007	2008	2009H1	2009H2E	2009E	2010E	2011E
分项营业收入(万元)								
机车	394707.30	552257.90	804539.80	377716.40	592901.69	970618.09	1367067.73	1913894.82
客车(含动车组)	365043.30	499166.90	579721.90	274265.80	550245.44	824511.24	1471023.57	2600999.42
其中:客车新造	223221.00	211473.70	104512.60	184477.90	135867.87	320345.77	304446.13	319668.44
其中:动车组新造	27350.40	172050.50	377061.10	54784.70	360778.92	415563.62	1050629.34	2151819.14
其中:客车\动车组修理	114471.90	115642.70	98148.20	35003.20	53598.65	88601.85	115948.10	129511.84
货车	621416.60	713026.00	888429.30	266862.40	434389.22	701251.62	911964.17	998225.22
城轨地铁车辆	165560.50	148710.80	169471.60	41918.60	220072.65	261991.25	363945.14	477678.00
工程机械、机电产品	378404.00	486472.00	528598.80	298481.50	388025.95	686507.45	856671.96	1026836.47
其他	172906.20	237486.90	500310.60	223701.60	346737.48	570439.08	627482.99	690231.29
合计	2098037.90	2637120.50	3471072.00	1482946.30	2532372.43	4015318.73	5598155.56	7707865.22
营业收入 YOY (%)								
机车		39.92	45.68			20.64	40.85	40.00
客车		-3.13	-38.05			101.79	2.80	6.85
动车组		529.06	119.16			10.21	152.82	104.81
货车		14.74	24.60			-21.07	30.05	9.46
城轨地铁车辆		-10.18	13.96			54.59	38.92	31.25
工程机械、机电产品		28.56	8.66			29.87	24.79	19.86
其他		37.35	110.67			14.02	10.00	10.00
合计		25.69	31.62			15.68	39.42	37.69

资料来源:公司资料、海通证券研究所

表 3 中国北车盈利预测 (万元)

	2007	2008	2009H1	2009E	2010E	2011E
毛利率 (%)	16.23	14.99	13.79	14.74	14.52	15.00
营业税金及附加/营业收入 (%)	0.35	0.38	0.21	0.27	0.35	0.35
销售费用/营业收入 (%)	1.66	1.72	1.46	1.46	1.50	1.47
管理费用/营业收入 (%)	9.32	8.00	8.50	8.23	8.15	8.07
财务费用/营业收入 (%)	1.34	1.72	1.51	1.51	0.75	0.83
所得税/利润总额 (%)	17.90	10.86	19.44	17.77	19.00	19.00
少数股东损益/净利润 (%)	18.30	11.29	8.73	8.22	8.00	8.00
销售净利率 (%)	2.81	3.26	2.59	3.12	3.25	3.52
总股本(万)	830000	830000	830000	830000	830000	830000
全面摊薄 EPS (元)	0.089	0.136	0.046	0.151	0.220	0.327
一、营业总收入	2637120.50	3471072.00	1482946.30	4015318.73	5598155.56	7707865.22
营业收入	2637120.50	3471072.00	1482946.30	4015318.73	5598155.56	7707865.22
二、营业总成本	2552109.70	3367038.80	1450700.40	3889167.19	5393565.32	7383349.31
营业成本	2209173.60	2950727.00	1278424.30	3423580.11	4785374.77	6551912.14
营业税金及附加	9258.50	13292.40	3111.00	10708.12	19593.54	26977.53
销售费用	43728.60	59864.50	21598.00	58480.10	83978.92	113314.51
管理费用	245750.40	277534.00	126059.80	330564.07	456263.55	621928.01
财务费用	35427.80	59530.20	22391.30	60628.09	42263.83	64010.42
资产减值损失	8770.80	6090.70	-884.00	5206.70	6090.70	5206.70
三、其他经营收益						
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7756.00	16490.10	13018.50	26037.00	26037.00	26037.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	92766.80	120523.30	45264.40	152188.54	230627.24	350552.91
加: 营业外收入	26392.20	26618.00	8347.90	16695.80	16695.80	16695.80
减: 营业外支出	8503.00	4149.30	1422.10	2844.20	2844.20	2844.20
五、利润总额	110656.00	142992.00	52190.20	166040.14	244478.84	364404.51
减: 所得税	19805.40	15534.20	10146.20	29500.69	46450.98	69236.86
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	90850.60	127457.80	42044.00	136539.45	198027.86	295167.65
减: 少数股东损益	16623.60	14383.70	3669.00	11228.64	15842.23	23613.41
归属于母公司所有者的净利润	74227.00	113074.10	38375.00	125310.81	182185.63	271554.24

资料来源: 公司资料、海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

龙 华：机械行业核心分析师

重点研究上市公司：中国南车、时代新材、天马股份、华东数控、中铁二局、晋西车轴、昆明机床、晋亿实业、北方创业。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内,行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。