



中国北车

多轮驱动，接轨世界

首次覆盖

投资亮点

我们首次覆盖中国北车 H 股给予推荐评级，12 个月目标价 7.92 港元，当前股价存在 51.4% 的向上空间。

- ▶ **中国北车是轨道交通装备市场中的领军公司，具有光明前景。** 我们预计中国北车将受益于 2014/2015 年高铁建设热潮和“十三五”期间城际铁路的发展，从而保持稳定增长。同时，海外市场扩展和新兴业务崛起也将对公司未来增长提供支持。
- ▶ **中国北车 2014 年上半年保持良好运营势头。截至五月底，北车在手订单约 1,120 亿元，相当于公司 2013 年收入的 115%。** 从设备交付量来看，二季度客车、货车交付加速，动车组、机车保持快速增长。考虑到铁总年内连续两次上调投资计划，且设备购置投资计划达 1,430 亿元，同比增长 33.4%，我们预计 2014 年 3 季度铁总会招标采购更多铁路装备，动车组招标亦有望启动。
- ▶ **北车 H 股相较南车 H 股被低估。** 我们从技术实力、增长速度、盈利能力、市场份额、海外扩展以及新订单/在手交货订单等方面将北车和南车进行比较，发现两家公司在以上方面基本相似，而北车 H 股相较南车 H 股折让 32%。

财务预测

2013 ~ 2015 年利润年均复合增长 22.9%。 我们预计北车 2014/2015 年收入增长 10.3%/11.2% 至 1,073 亿/1,193 亿元，净利润增长 31.1%/15.1% 至 54 亿/62 亿元，每股收益为 0.44/0.51 元。

估值与建议

我们首次覆盖中国北车 H 股给予推荐评级。12 个月目标价 7.92 港元，与当前股价相比存在 51.4% 的上涨空间，对应 2015 年市盈率 12.0 倍。

目前中国北车 H 股价对应 9.4 倍/7.9 倍 2014/2015 年市盈率，显著低于中国南车 H 股的 13.4 倍/11.7 倍和中国北车 A 股的 10.4 倍/9.0 倍。

风险

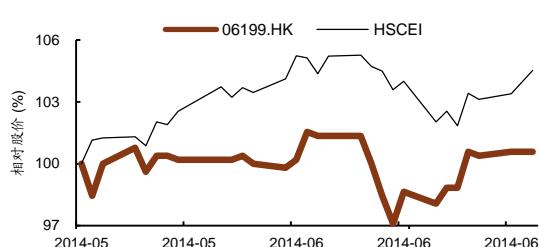
宏观经济波动；国际市场风险；市场竞争加剧；外汇风险。


吴慧敏

分析员
huimin.wu@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080511030004

孔令鑫

联系人
lingxin.kong@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080112080005

首次覆盖推荐						
股票代码		601299.SH	06199.HK			
最新收盘价		人民币 4.59	港币 5.23			
目标价		人民币 6.00	港币 7.92			
52周最高价/最低价		人民币 5.80-3.66	港币 5.30-4.99			
总市值(亿)		人民币 560	港币 698			
30 日日均成交额(百万)		人民币 150.25	港币 122.69			
发行股数(百万)		10,245	2,134			
其中：自由流通股(%)		32	82			
30 日日均成交量(百万股)		33.94	23.57			
主营行业						
机械						
						
(人民币 mn)						
2012A 2013A 2014E 2015E						
营业收入	92,261	97,241	107,297	119,299		
增速	3.3%	5.4%	10.3%	11.2%		
净利润	3,400	4,129	5,414	6,233		
增速	13.9%	21.4%	31.1%	15.1%		
每股净利润	0.28	0.34	0.44	0.51		
每股净资产	2.83	3.08	4.07	4.43		
每股股利	0.08	0.17	0.11	0.15		
每股经营现金流	0.15	0.40	0.40	0.43		
市盈率	15.2	12.1	9.4	7.9		
市净率	1.5	1.3	1.0	0.9		
EV/EBITDA	7.8	6.1	5.4	4.8		
股息收益率	2.0%	4.1%	2.7%	3.8%		
平均总资产收益率	3.3%	3.6%	4.2%	4.5%		
平均净资产收益率	11.4%	11.4%	12.4%	12.0%		

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部



目录

投资概要	6
北车 H 股 IPO 简介	9
北车通过 H 股 IPO 筹得资金 100 亿港元	9
募集资金将用于提升公司竞争实力	9
H 股 IPO 完成后北车股权结构改善	9
短期和长期看，行业趋势均仍然向好	11
年初以来，铁总两次提高投资计划	11
铁总启动 2014 年首批车辆招标	11
长期前景好于预期	12
北车 2014 年上半年经营状况保持良好势头	13
在手订单充裕	13
轨道交通装备交付情况进展良好	13
利润率处于上升趋势	13
与南车相比，北车价值被低估	15
北车和南车采用了不同的动车组技术原型	15
过去三年稳定增长	15
北车盈利能力提升，南车盈利能力保持稳定	16
北车和南车市场份额基本相同	17
北车和南车存在相同的海外扩张趋势	18
北车和南车新签订单和在手订单也大致相同	19
北车 H 股与南车 H 股相比存在显著折价	19
盈利预测与估值	20
盈利预测	20
估值与建议	21
风险	23
附录：多轮驱动，支持未来增长	24
动车组：即将迎来新建线路投入运营高峰期	24
机车与货车：受益于电气化率上升和重载化趋势	25
城轨地铁车辆：未来 10 年增长驱动力	27
全球轨道交通装备市场增长潜力	29
新业务成为新的增长驱动力	31

图表

图表 1：北车收入与归属股东净利润预测（2011-2015e）	4
图表 2：北车总资产与股东权益预测（2011-2015e）	4
图表 3：2013 年收入与毛利结构	4
图表 4：历史与预测财务数据	5
图表 5：北车与同行业公司对比	6
图表 6：IPO 北车 H 股 IPO 简介	9
图表 7：北车 H 股 IPO 募集资金用途	9
图表 8：北车主要股东持股情况	10

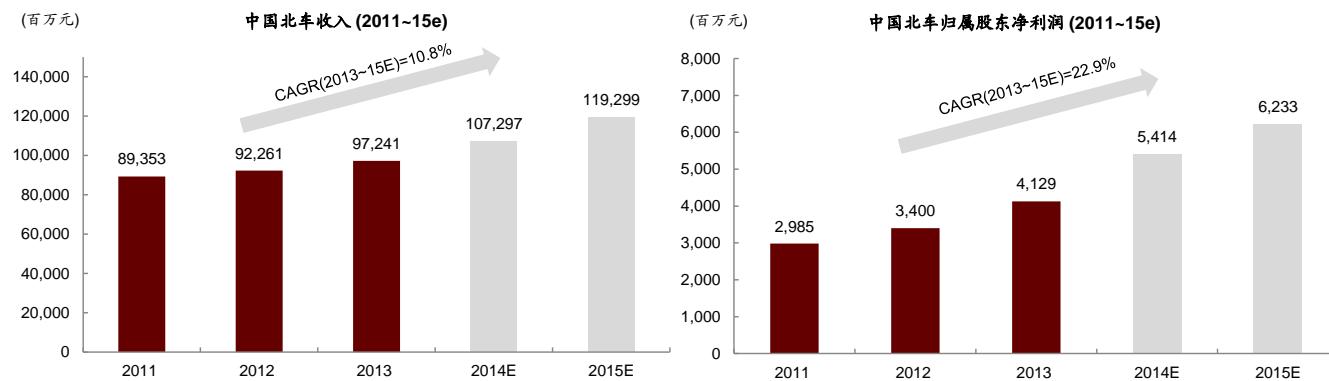
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



图表 9: H 股 IPO 发行后北车股权结构	10
图表 10: 铁路计划投资规模与实际投资完成情况	11
图表 11: 铁总 2014 年新招标采购订单	12
图表 12: 城际铁路是重要的增量	12
图表 13: 北车近两次公告的新签订单	13
图表 14: 季度业绩分析	14
图表 15: 南车和北车动车组原型和技术改进后产品	15
图表 16: 南车和北车 2011-2013 年收入增速	16
图表 17: 南车和北车 2011-2013 年净利润增速	16
图表 18: 2011-2013 年北车盈利能力提升，南车盈利能力保持稳定	16
图表 19: 2011-2013 年北车和南车资产回报率和净资产收益率基本保持稳定	17
图表 20: 铁总 2013 年采购中企业中标份额	17
图表 21: 基于 2011-2013 年轨道交通装备交付规模下的市场占有率	18
图表 22: 北车与南车海外业务收入占比	18
图表 23: 北车与南车 2013 年新签订单	19
图表 24: 截止 2013 年底北车和南车在手订单	19
图表 25: 未来几年北车将保持高速增长	20
图表 26: 北车各业务收入预测	21
图表 27: 北车各业务毛利预测	21
图表 28: 估值表	22
图表 29: 十二五高铁线路建设计划	24
图表 30: 2014 年投入运营的高铁线路	24
图表 31: 2015 年投入运营的高铁线路	25
图表 32: 中国高铁运行密度相对较低	25
图表 33: 十二五期间我国机车需求测算	26
图表 34: 历史与预测机车招标	26
图表 35: 全球货车轴重对比	27
图表 36: 我国城市轨道交通运载量在整体交通出行中的比例仍然较低	27
图表 37: 2013 年我国有 19 个城市拥有城市轨道交通系统	28
图表 38: 我国城轨车辆保有量正在快速增长	28
图表 39: 全球铁路市场正处于稳健发展中	29
图表 40: 全球高铁修建计划	30
图表 41: 轨道交通装备企业 2013 年海外业务收入占比	30
图表 42: 北车已经建立了 16 个海外服务站，用于提供现场支持	31
图表 43: 风电装机容量有望保持小幅增长	32

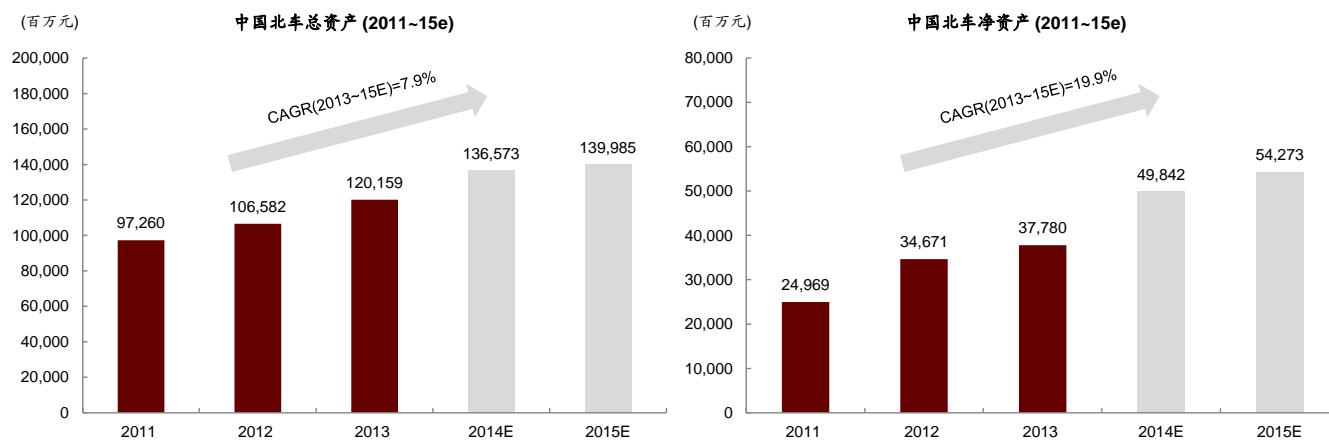


图表1：北车收入与归属股东净利润预测（2011-2015e）



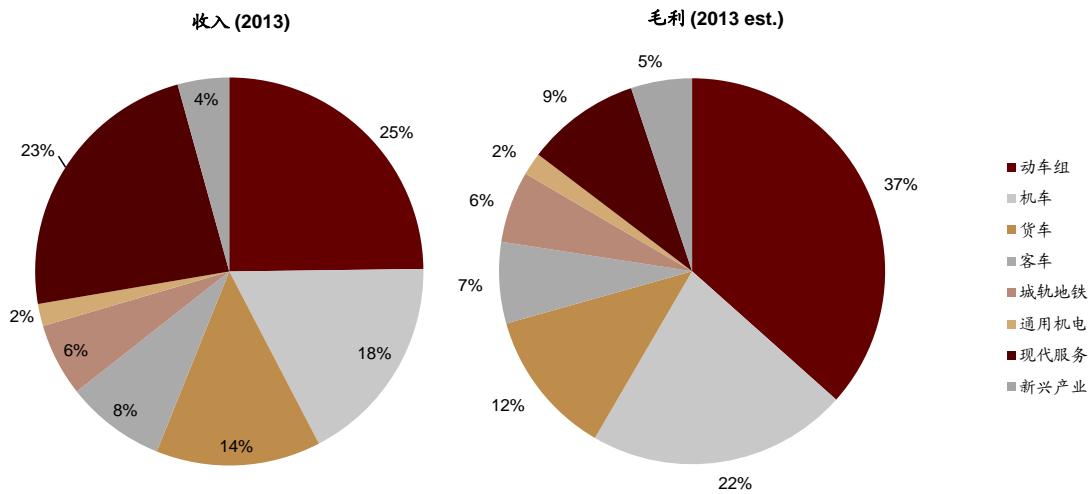
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表2：北车总资产与股东权益预测（2011-2015e）



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表3：2013年收入与毛利结构



资料来源：公司数据、中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



图表 4：历史与预测财务数据

损益表(百万元)	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	64,323	89,353	92,261	97,241	107,297	119,299
营业成本	55,837	77,349	78,707	80,103	88,568	98,896
营业税金及附加	181	298	471	628	644	358
主营业务利润	8,304	11,706	13,084	16,509	18,085	20,045
销售费用	1,116	1,468	1,723	2,018	2,124	2,362
管理费用	4,754	5,847	6,665	7,645	8,047	8,947
财务费用	468	1,225	1,059	1,127	1,028	830
资产减值损失	87	252	235	1,139	900	990
投资收益	142	239	240	251	270	200
营业利润	1,980	3,183	3,642	4,826	6,249	7,123
营业外净收入	403	431	512	273	328	360
税前利润	2,383	3,614	4,155	5,099	6,577	7,483
所得税	341	509	603	873	1,052	1,122
净利润	2,042	3,105	3,552	4,226	5,524	6,360
归属于母公司股东的净利润	1,924	2,985	3,400	4,129	5,414	6,233
少数股东权益	118	120	152	97	110	127
现金流量表(百万元)						
经营活动现金流量净额	1,279	-2,515	1,796	4,887	4,933	5,332
投资活动现金流量净额	-7,421	-8,772	-5,986	-5,801	-6,135	-5,274
融资活动现金流量净额	133	11,965	6,672	-330	8,947	-11,164
货币资金增加额	-6,009	678	2,483	-1,245	7,745	-11,106
资产负债表(百万元)						
货币资金	5,325	6,038	9,028	9,332	17,077	5,971
应收帐款	10,830	15,929	21,813	30,385	30,656	36,151
预付帐款	9,924	7,582	5,413	4,817	5,326	6,923
存货	24,441	31,054	24,726	18,640	19,682	23,547
流动资产合计	52,638	63,139	64,287	70,729	81,352	81,684
固定资产	13,255	15,418	19,822	22,707	25,480	27,779
在建工程	3,906	6,392	5,270	5,185	5,703	5,703
无形资产	7,117	8,033	8,600	9,609	10,098	10,392
非流动资产合计	27,763	34,121	42,295	49,430	55,221	58,300
资产总计	80,401	97,260	106,582	120,159	136,573	139,985
短期借款	1,458	10,111	5,761	10,616	12,616	2,000
应付票据	7,053	8,100	9,692	8,002	8,847	9,879
应付帐款	16,936	22,686	23,655	28,025	30,986	34,599
预收帐款	17,802	11,340	6,342	10,134	11,182	13,123
其他应付款	1,757	2,034	2,278	2,936	3,247	3,625
流动负债合计	51,465	65,254	65,266	74,008	77,317	74,780
长期借款	22	220	26	1,415	1,831	3,221
非流动负债合计	4,177	5,714	5,068	6,586	7,518	8,908
负债合计	55,643	70,967	70,333	80,593	84,835	83,688
归属于母公司股东所有者权益合计	23,542	24,969	34,671	37,780	49,842	54,273
少数股东权益	1,216	1,323	1,577	1,785	1,896	2,023
所有者权益合计	24,758	26,292	36,249	39,566	51,738	56,296
负债和权益	80,401	97,260	106,582	120,159	136,573	139,985
财务指标						
毛利率	12.9%	13.1%	14.2%	17.0%	16.9%	16.8%
营业利润率	3.1%	3.6%	3.9%	5.0%	5.8%	6.0%
净利率	3.0%	3.3%	3.7%	4.2%	5.0%	5.2%
资产收益率	2.4%	3.1%	3.2%	3.4%	4.0%	4.5%
净资产收益率	8.2%	12.0%	9.8%	10.9%	10.9%	11.5%
资产负债率	69.2%	73.0%	66.0%	67.1%	62.1%	59.8%
每股盈利	0.23	0.24	0.28	0.34	0.44	0.51
每股净资产	1.92	2.04	2.83	3.08	4.07	4.43

资料来源：公司数据、中金公司研究部



投资摘要

北车：轨道交通装备制造市场中的龙头企业，前景光明

来自德国著名咨询公司 SCI Verkehr 的数据显示，按照 2012 年新轨道交通装备销售收入衡量，北车为全球最大的轨道交通装备制造企业与方案供应商。北车提供的产品与服务涵盖完整的轨道交通装备产业链，其中包括高速动车组、机车、客车、货车、城轨地铁车辆、铁路工程装备以及轨道交通装备中的核心系统与配件。

图表 5：北车与同行业公司对比

2013	世界排名	收入	收入分布	市场份额*	海外收入占比	毛利率	净利率
中国北车	No.1	百万元 97,241	1) 轨道交通装备: 70.5% 2) 其他: 29.5%	1) 动车组: 46% 2) 机车: 54% 3) 货车: 53% 4) 客车: 42% 5) 城轨地铁: 53%	7.8%	17.0%	4.2%
中国南车	No.2	百万元 96,525	1) 轨道交通装备: 66.1% 2) 其他: 33.9%	1) 动车组: 42% 2) 机车: 46% 3) 货车: 38% 4) 客车: 58% 5) 城轨地铁: 47%	6.6%	17.2%	4.3%
庞巴迪	No.3	百万美元 18,151	1) 航空航天设备: 51.7% 2) 交通运输设备: 48.3%	N/A	92.6%	13.7%	3.2%
阿尔斯通*	No.4	百万欧元 20,269	1) 火电: 45.3% 2) 交通装备: 26.9% 3) 电网: 18.9% 4) 可再生能源: 8.9%	N/A	89.3%	19.5%	4.0%
西门子	No.7	百万欧元 75,882	1) 能源: 34.8% 2) 市政与基建: 22.6% 3) 工业: 22.3% 4) 医药: 17.9% 5) 其他: 2.4%	N/A	85.8%	27.4%	5.6%
川崎重工	N/A	百万美元 13,713	1) 摩托车及发动机: 19.5% 2) 航空航天设备: 18.6% 3) 涡轮及机械: 16.1% 4) 轨道交通装备: 10.1% 5) 其他: 35.8%	N/A	52.2%	15.8%	2.4%

资料来源：铁路总公司，公司数据、中金公司研究部 注：阿尔斯通财务数据起始时间为 2012 年；市场占有率为 2011-2013 年产品交付情况；全球排名根据 2012 年新轨道交通装备销售收入计算得出。

我们看好北车，对公司前景抱有信心，具体理由如下：

- ▶ **北车是中国高铁建设热潮中的受益者。**在 2008 年中国政府公布大规模刺激方案后，国内高铁取得快速发展。考虑到高铁建筑周期一般在 3-4 年，我们判断 2014-2014 年将再次迎来高铁竣工高峰期。北车作为轨道交通装备行业中的龙头企业定会受益于行业的强劲增长。
- ▶ **全球轨道交通装备市场存在巨大增长潜力：**SCI Verkehr 提供的数据表明 2012 年全球轨道交通装备市场规模达到 1165 亿美元。鉴于公司较高的品牌知名度、丰富的产品线以及完善的海外市场布局，我们预计到 2015 年底北车海外业务占比将从 2013 年的 7.8% 攀升至 15% 左右。
- ▶ **新业务将成为新的增长驱动力：**除轨道交通装备以外，北车还拥有机电产品、项目管理、风电机组和污水循环系统等新兴业务。我们认为，这些新兴业务将为北车

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



贡献不菲的收入，预计 2013-2015 年新兴业务和机电产品年均复合增速分别为 20.0% 和 10.7%。

北车 H 股 IPO 简介

北车于 2014 年 5 月 22 日登陆香港市场，共发行 1,939,724,000 股 H 股，约占发行后公司总股本的 15.82%。

此次 IPO 发行价 5.17 港元，北车通过向全球投资者配售共募集资金 100 亿港元，主要用于发展项目管理和金融租赁业务、建造液化天然气设施、采购新设备、偿还银行贷款、补充流动资金和进行其它投资。

短期和长期来看，行业发展趋势仍然向好

年初以来，铁总已经两次上调投资计划，上调后的投资规模为 8,000 亿元，同比增长 20.5%，高出最初投资计划 27%。其中，设备采购计划上调至 1,430 亿元，同比增长 33.6%，高于预期。

铁总 2014 年设备采购已经启动。从四月末开始，铁总已采购 1,071 辆机车，2,843 辆客运车辆和 5,394 辆货运车辆。由于设备采购计划已经上调，我们预计 2014 年 3 季度铁总将招标采购更多机车和动车组。

从长期来看我们同样更加乐观。通过对全部高铁和城际铁路自下而上的分析，我们估计 2016~2020 年城际铁路运营里程将达到 1.08 万公里。考虑到主要高铁线路的完工，2016~2020 年铁路运营总里程将达到 1.72 万公里，比 2011~2015 年增长 7%，远好于市场预期。

2014 年上半年公司经营状况保持良好势头

北车在手订单充裕。截止 5 月底，公司在手订单达到 1,120 亿元左右，相当于 2013 年公司收入的 115%。

出口订单成为亮点：在公司近两次公告的新签订单 365 亿元当中，出口订单达到 76 亿元，相当于已公布订单总金额的 20.7%，成为一大亮点。另外，我们预计铁总未来将招标采购更多新的高速动车组。

轨道交通设备交付情况进展良好：我们看到公司货车和客车生产步伐加快，估计上半年动车组和机车交付量同比分别增长 75% 和 48%，符合我们对全年的交付预期。

利润率处于上升趋势中：2014 年 1 季度，北车毛利率同比上升 5 个百分点，季度环比上升两个百分点，主要是由于来自高毛利产品—时速 350 公里动车组的收入贡献增加同时零配件自给率提高。展望未来，我们预计公司利润率将维持在较高水平。

与南车相比，北车被市场低估

我们从技术实力、增长速度、盈利能力、市场份额、海外扩张以及新签订单和在手订单等方面对北车和南车进行比较。虽然两家公司在历史增速和盈利能力方面略有不同，但在技术实力、市场份额、海外扩张和订单等其它方面基本相同。但是，北车 H 股目前股价对应 2014 和 2015 年预测市盈率 9.4 倍和 7.9 倍，而南车 H 股估值分别为 13.4 倍和 11.7 倍。



盈利预测

过去三年，北车保持快速增长势头和良好的盈利能力，凸显出其在行业中的龙头地位。我们预计，北车2014和2015年收入分别增长10.3%和11.2%至1,073亿元和1,193亿元，2013-2015年年均复合增速为10.8%。

另外，我们预计2014和2015年净利润分别增长31.1%和15.1%，至54亿元和62亿元，对应2013-2015年年均复合增速22.9%。

估值与建议

我们首次覆盖中国北车H股给予推荐评级。12个月目标价7.92港元，较当前股价存在51.4%的上涨空间，对应2015年市盈率12.0倍。

目前北车H股价对应9.4倍/7.9倍2014/2015年市盈率，显著低于南车H股的13.4倍/11.7倍和北车A股的10.4倍/9.0倍。

风险

宏观经济风险：高铁发展高度取决于宏观经济状况。宏观经济波动性可能导致铁路投资增加、减少或推迟。

国际市场风险：北车出口业务前景取决于全球经济复苏，主要国家铁路发展计划出现任何变化都将会对北车海外业务扩张带来风险。

竞争风险：目前，国内铁路市场受到铁总监管，北车在市场中形成寡头垄断，占有率高达50%。但是，城轨地铁车辆市场中项目所有者为地方政府，北车可能不得不面临海外公司等更多竞争对手。

汇率风险：2013年北车海外业务占比为7.8%。北车长期以来一直从海外进口部分主要零配件，因此在汇率出现大幅波动时可能面临外汇汇率风险。



北车 H 股 IPO 简介

北车通过 H 股 IPO 筹得资金 100 亿港元

北车于 2014 年 5 月 22 日登陆香港市场，共发行 1,939,724,000 股 H 股，约占此次全球配售后公司总股本的 15.82%。

此次 IPO 发行价 5.17 港元，对应 2014 年市盈率 9.3 倍。北车通过向全球投资者配售共募集资金 100 亿港元。

图表 6: IPO 北车 H 股 IPO 简介

项目	
上市日期	2014/5/22
发行价格（港币）	5.17
初始发行（百万股）	1,821
绿鞋期权（百万股）	119
总募集资金（百万港币）	10,028

资料来源：公司数据、中金公司研究部

募集资金将用于提升公司竞争实力

北车发行 H 股旨在利用海外融资平台提升其品牌形象、满足资本需求和改善资本结构。此次募集资金将主要用于项目管理、发展金融租赁业务、建造液化天然气设施、采购新设备、偿还银行贷款、补充流动资金和进行其它投资。

图表 7: 北车 H 股 IPO 募集资金用途

募集资金用途	占比
1 进一步开展项目管理，融资租赁等业务，建设 LNG 装备工厂	26.5%
2 购买焊接机器人、高速加工机床中心等设备	20.0%
3 投资与海外市场，建立海外研发、制造、服务中心	10.0%
4 研发高速动车组及其关键配件、高原电力机车等高端产品	8.5%
5 建设环形试验线	5.0%
6 偿还银行贷款	20.0%
7 补充流动资金	10.0%
合计	100.0%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

H 股 IPO 完成后北车股权结构改善

在北车上市过程中，国有股东北京北车投资有限责任公司（以下简称“北车投资”）根据国务院有关规定向社保基金会转让了 193,972,400 股股份，所转让的股份随后直接转换为 H 股。

在北车完成 H 股 IPO 后，北车集团所持股权从 61.6% 降至 51.8%，北车投资股权比例从 5.23% 降至 2.82%，国有股权占比下降 12.2 个百分点。

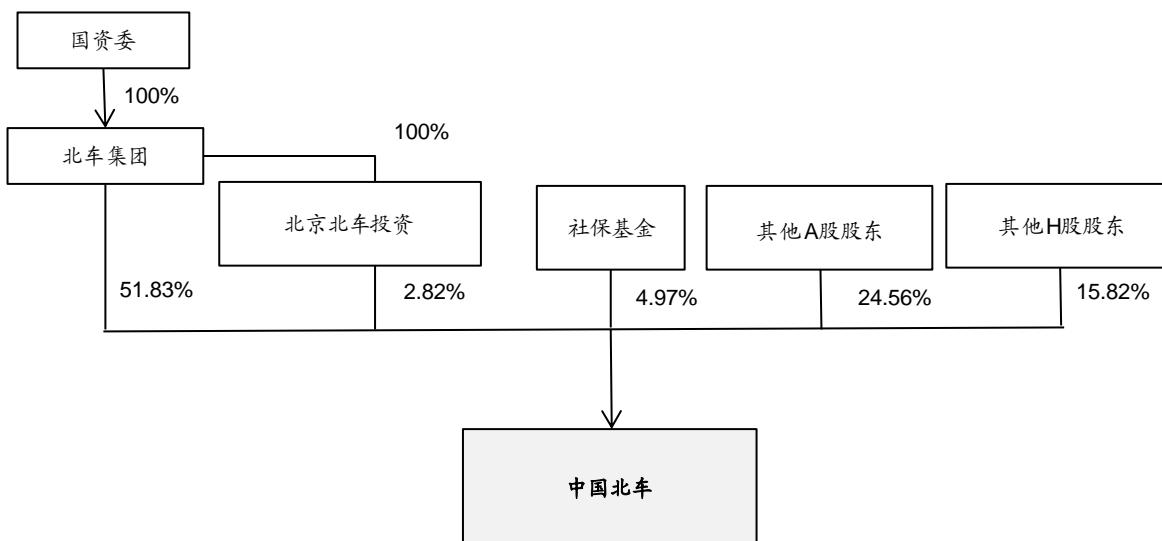


图表 8：北车主要股东持股情况

	股数	占比
北车集团	6,354,547,154	51.83%
北京北车投资	345,610,920	2.82%
社保基金	609,371,519	4.97%
其他A股股东	3,010,526,710	24.56%
其他H股股东	1,939,724,000	15.82%
合计	12,259,780,303	100.00%
A股小计	10,126,083,903	82.60%
H股小计	2,133,696,400	17.40%
合计	12,259,780,303	100.00%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 9：H股 IPO 发行后北车股权结构



资料来源：公司数据、中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



短期和长期看，行业趋势均仍然向好

年初以来，铁总两次提高投资计划

2014年1月，铁总确定铁路投资计划6,300亿元，同比下降5%；4月8日，铁总将投资计划提高到7,200亿元，同比增长8%；4月30日，又再次上调到8,000亿元，同比增长20.5%，较最初投资计划高出27%。与此同时，新开通线路里程从6,600公里上调到7,000公里，新开工项目从44个提高到64个。另外，设备采购计划上调至1,430亿元，同比增长33.6%，高于预期。

图表 10：铁路计划投资规模与实际投资完成情况

	2014			2013			2012			2011		
	年初计划	第一次 调整	第二次 调整	实际完成	年初计划	调整后 计划	实际完成	年初计划	调整后 计划	实际完成	年初计划	
固定资产投资(亿元)	6,300	7,200	8,000		6,500	6,600	6,638	5,160	6,300	6,310	8,500	5,906
其中：基本建设(亿元)					5,200	5,300	n.a.	4,060	5,160	5,185	7,000	4,611
其中：车辆购置及更新改造(亿元)					1,300	1,300	n.a.	1,100	1,140	1,125	1,500	1,295
新线投产(公里)	6,600	7,000	7,000		5,200	n.a.	5,586	6,366	5,510	n.a.	7,901	2,167
新开工项目(个)	44	48	64		38	47	n.a.	9	22	n.a.	70	n.a.

资料来源：铁总，中金公司研究部

铁总启动2014年首批车辆招标

4月底，铁总启动首批车辆招标，已采购了1,071辆机车，2,843辆客运车辆和5,394辆货运车辆。与今年初宣布的计划相比，机车采购已经超过原计划（2,400辆客车和1,000辆机车）。

鉴于设备采购计划的提高，我们预计更多机车和动车组招标即将开启。从全年来看，

从已公布的招标结果来看，按照中标数量衡量，北车在铁总机车、货车和客车采购中所占份额分别为50.1%、45.3%和43.9%。



图表 11：铁总 2014 年新招标采购订单

	合计	北车	南车	其他
客车	2,843	1,247	1,596	0
市场份额		43.9%	56.1%	0.0%
25G AC380V	886	360	526	0
25G DC600V	600	278	322	0
25T	1,357	609	748	0
货车	5,394	2,400	1,400	1,500
市场份额		45.3%	26.4%	28.3%
GQ70	3,000	1,400	200	1,400
KZ70	800	500	200	100
SQ6	1,500	500	1,000	0
T11BK	94			
机车	1,071	499	497	0
市场份额		50.1%	49.9%	0.0%
9600kW	345	169	176	0
7200kW	651	330	321	0
9600kW (大秦线)	50			
7200kW (大秦线)	25			

资料来源：铁总、中金公司研究部

长期前景好于预期

市场担心进入“十三五”后，铁路固定资产投资会减少。但根据我们自下而上的分析，2016~2020 年城际铁路运营里程将达到 1.08 万公里。考虑到主要高铁线路的完工，2016~2020 年铁路运营总里程将达到 1.72 万公里，比 2011~2015 年增长 7%，远好于市场预期¹。

图表 12：城际铁路是重要的增量



资料来源：发改委、中金公司研究部

¹请参考我们于 2014 年 6 月 13 日发布的报告《城际铁路担纲“十三五”，看好轨交装备长期前景》。



北车 2014年上半年经营状况保持良好势头

在手订单充裕

截止 5 月底，北车在手订单金额达到 1,120 亿元，相当于公司 2013 年收入的 115%。

新签订单中，出口是一大亮点。在近两次公告的新签订单中，出口订单达到 76 亿元，相当于公布新订单总额的 20.7%。其中，北车将向南非 Transnet 出口 232 列柴油机车，总金额 57 亿元，为我国有史以来最大规模的一次内燃机车出口订单。

北车未来有望获得铁总更多订单。考虑到铁总年内连续两次上调投资计划，而设备购置投资已上调至 1,430 亿元，我们预计，铁总下半年将公布更多新的招标采购计划，其中动车组招标亦有望于近期启动。

图表 13: 北车近两次公告的新签订单

客户	产品	金额（十亿元）
1 南非 Transnet Freight Rail	内燃机车	5.7
2 内蒙古集通铁路	客车	0.1
3 铁路总公司	动车组维修	0.5
4 重庆轨道交通	城轨地铁 BT 项目	7.9
5 铁路总公司	机车维修	0.6
6 北京轨道交通建设管理公司	养护机械	0.6
7 菲律宾交通部	轻轨	0.5
8 VALE 莫桑比克公司	货车	1.0
9 必和必拓铁矿公司	货车	0.3
10 Pilbara Iron	货车	0.1
11 深圳地铁集团	城轨地铁车辆	3.0
12 铁路总公司	机车	11.5
13 铁路总公司	客车	4.1
14 铁路总公司	货车	0.6
合计		36.5

资料来源：公司数据、中金公司研究部

轨道交通装备交付情况进展良好

由于铁总推迟设备采购，北车 1-5 月份机车、货车和客车产量同比有所下降。不过，今年前五个月货车和客车同比降幅分别为 28.8% 和 64.7%，与 1-4 月份的 44.5% 和 68.4% 的降幅相比分别收窄了 15.7 和 3.7 个百分点。随着铁总招标采购重启，我们预计 6 月份降幅将进一步收窄。

动车组和机车方面，我们预计今年上半年北车将交付 70 列动车组和 65 辆机车以满足暑期客运高峰需求，交付规模同比分别增长 75% 和 48%，符合我们对全年交付节奏的预期水平。

利润率处于上升趋势

今年 1 季度，北车实现收入 147 亿元，同比下降 16.3%。但是，毛利率同比上升 5 个百分点，季度环比上升两个百分点，主要是由于来自高毛利产品—时速 350 公里动车组的收入贡献增加同时零配件自给率提高。

因此，北车 1 季度净利润率同比和环比分别上升 1.8 个百分点和 1.5 个百分点，净利润同比增长 19.2%。展望未来，我们预计公司利润率将继续保持上升趋势。



图表 14: 季度业绩分析

百万元	1Q13	2Q13	1H13	3Q13	1~3Q13	4Q13	2013	1Q14	YoY %
营业收入	17,548	19,367	36,915	21,518	58,433	38,808	97,241	14,688	
YoY, (%)	-4.6%	-20.8%	-13.8%	0.3%	-9.1%	38.8%	5.4%	-16.3%	
减：营业成本	14,758	15,759	30,517	18,090	48,607	31,496	80,103	11,621	
营业税金及附加	151	92	243	106	349	279	628	118	
毛利	2,638	3,516	6,154	3,322	9,477	7,033	16,509	2,949	11.8%
营业费用	297	599	897	460	1,356	662	2,018	263	-11.6%
管理费用	1,314	1,456	2,770	1,748	4,518	3,127	7,645	1,480	12.6%
财务费用	155	274	429	162	591	536	1,127	181	17.1%
资产减值损失	31	210	241	75	317	822	1,139	35	13.1%
加：公允价值变动收益	1	-1	-1	-2	-4	-2	-6	-1	
投资收益	47	37	83	110	193	58	251	53	13.4%
营业利润	888	1,010	1,898	986	2,884	1,942	4,826	1,041	
YoY, (%)	14.6%	-14.8%	-3.2%	24.2%	4.7%	118.8%	32.5%	17.2%	
营业外净收入	43	42	85	87	173	100	273	70	
利润总额	931	1,052	1,983	1,074	3,057	2,042	5,099	1,112	19.4%
YoY, (%)	12.8%	-16.3%	-4.8%	28.1%	4.7%	65.5%	22.7%	19.4%	
减：所得税费用	168	186	354	196	550	323	873	211	
净利润	763	866	1,629	878	2,507	1,719	4,226	900	
其中：归属本公司股东	735	832	1,567	823	2,390	1,739	4,129	876	19.2%
归属少数股东权益	28	34	62	56	117	-20	97	24	
总股本	12,260	12,260	12,260	12,260	12,260	12,260	12,260	12,260	
全面摊薄每股收益(元)	0.06	0.07	0.13	0.07	0.19	0.14	0.34	0.07	
YoY, (%)	10.7%	-16.2%	-5.4%	19.1%	1.8%	65.2%	21.4%	19.2%	
毛利率	15.0%	18.2%	16.7%	15.4%	16.2%	18.1%	17.0%	20.1%	5.0%
营业费用率	1.7%	3.1%	2.4%	2.1%	2.3%	1.7%	2.1%	1.8%	0.1%
管理费用率	7.5%	7.5%	7.5%	8.1%	7.7%	8.1%	7.9%	10.1%	2.6%
财务费用率	0.9%	1.4%	1.2%	0.8%	1.0%	1.4%	1.2%	1.2%	0.4%
净利率	4.2%	4.3%	4.2%	3.8%	4.1%	4.5%	4.2%	6.0%	1.8%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



与南车相比，北车价值被低估

北车和南车采用了不同的动车组技术原型

2004 年，在铁道部授权下，北车和南车开始将国外技术引入到国内高速动车组制造行业中。具体而言，北车引入西门子和阿尔斯通技术，形成了 CRH3 和 CRH5 制造技术，并独立开发出了 CRH3A 和 CRH380B/C 制造技术。

与此同时，南车引入庞巴迪和川崎重工的技术，形成了 CRH1 和 CRH2 制造技术，并独立开发出了 CRH380A 和 CRH6 制造技术。

图表 15：南车和北车动车组原型和技术改进后产品

中国北车				中国南车			
动车组	时速	产品系列	简介	动车组	时速	产品系列	简介
	250km/h	CRH5	8辆编组，原型车为Alstom SM3		200km/h	CRH1	8辆编组，原型车为Bombardier Regina
	250km/h	CRH3A	8辆编组，基于CRH380BL技术，自主研发而成		200km/h	CRH2	8辆编组，原型车为Kawasaki E2-1000
	350km/h	CRH3	8辆编组，原型车为Siemens Velaro-E		200km/h	CRH6A	8辆编组，基于CRH2和CRH380A技术自主研发而成，专为城际铁路设计
	350km/h	CRH380B	8辆编组，基于CRH3技术自主研发而成，中国唯一在运营的高寒动车组车型		350km/h	CRH380A	8辆编组，最高运营时速可达380km/h，基于CRH2技术自主研发而成
	350km/h	CRH380BL	16辆编组，基于CRH3技术自主研发而成		350km/h	CRH380AL	16辆编组，最高运营时速可达380km/h，基于CRH2技术自主研发而成
	350km/h	CRH380CL	16辆编组，基于CRH3和CRH380BL技术自主研发而成				

资料来源：公司数据、中金公司研究部

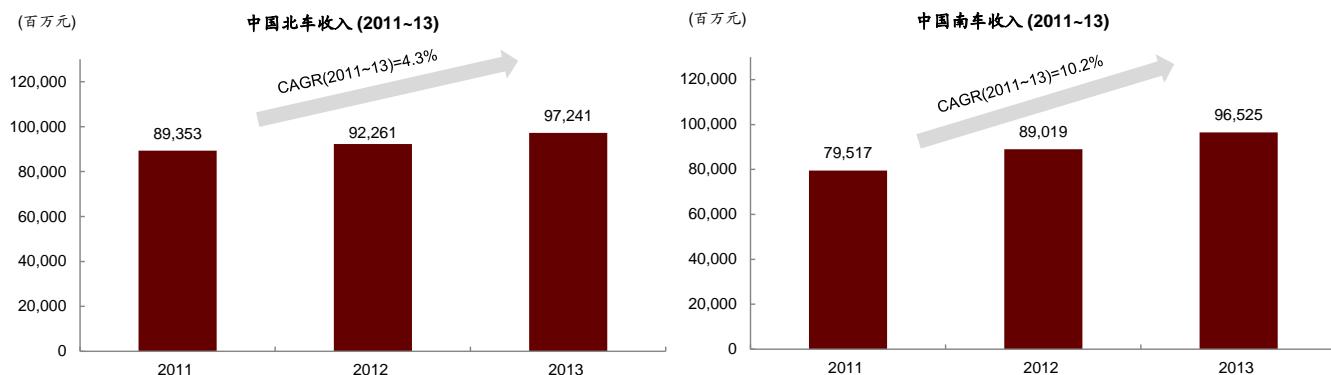
过去三年稳定增长

2011-2013 年，北车收入从 894 亿元增至 972 亿元，对应年均复合增速 4.3%；南车收入从 795 亿元攀升至 965 亿元，对应年均复合增速 10.2%。

与此同时，北车归属股东净利润从 30 亿元攀升至 41 亿元，对应年均复合增速 17.6%；南车则从 39 亿元增长至 41 亿元，对应年均复合增速 3.5%。

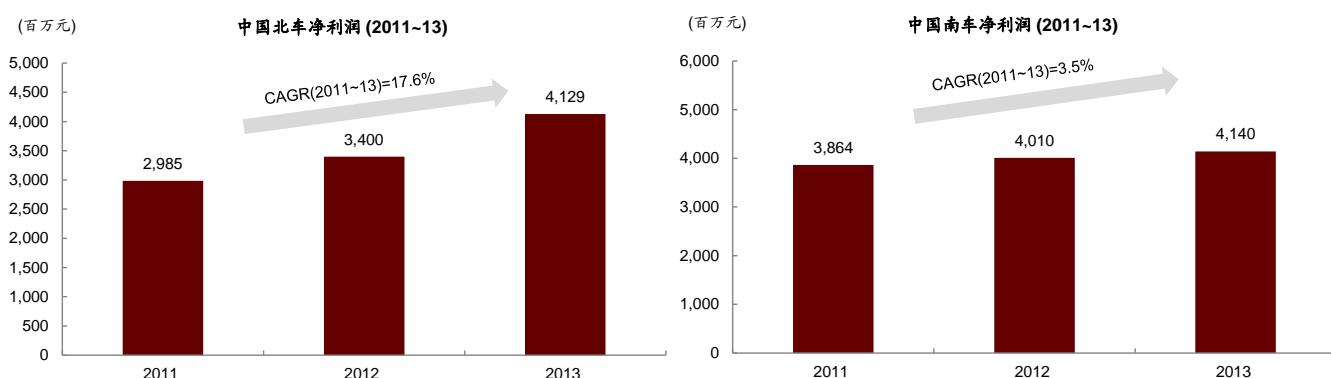


图表 16: 南车和北车 2011-2013 年收入增速



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 17: 南车和北车 2011-2013 年净利润增速



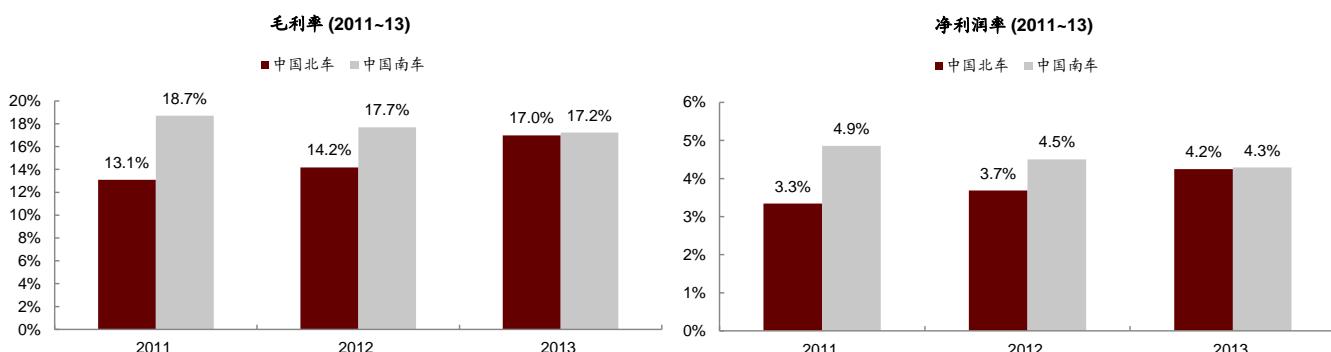
资料来源：公司数据、中金公司研究部

北车盈利能力提升，南车盈利能力保持稳定

2011-2013年，北车毛利率从13.1%攀升至17.0%，净利润率则从3.3%上升至4.2%，主要是由于北车采用了更多公司内部制造的配件产品。

得益于盈利能力提升，北车资产回报率从2011年的3.4%攀升至2013年的3.6%，而净资产收益率由于杠杆率下降从12.3%回落至11.4%。

图表 18: 2011-2013 年北车盈利能力提升，南车盈利能力保持稳定

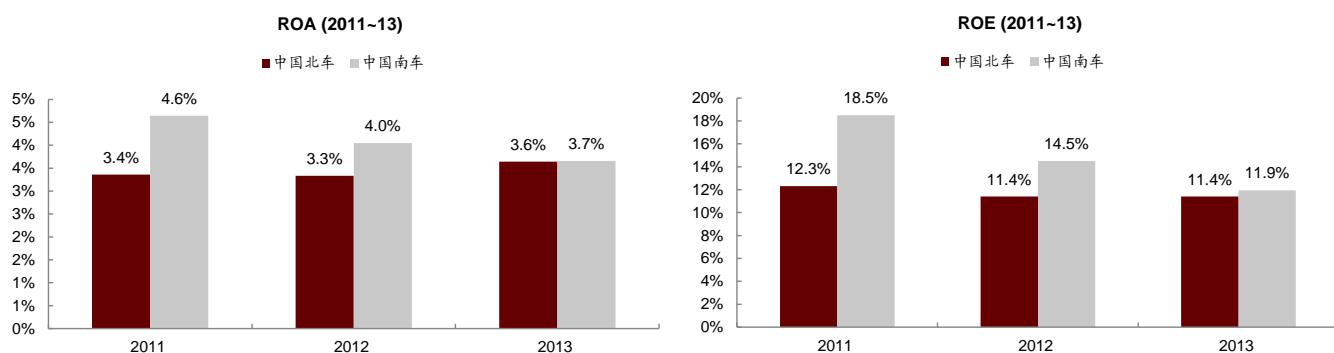


资料来源：公司数据、中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



图表 19: 2011-2013 年北车和南车资产回报率和净资产收益率基本保持稳定



资料来源：公司数据、中金公司研究部

北车和南车市场份额基本相同

在 2013 年铁总全部采购招标中，北车在时速 350 公里动车组、机车和货车采购数量中分别中标 66.0%、53.2% 和 47.8%。

按照 2011-2013 年产品交付规模衡量，北车在动车组、机车、货车、客车和城轨地铁市场中的份额分别为 45%、54%、53%、42% 和 53%。

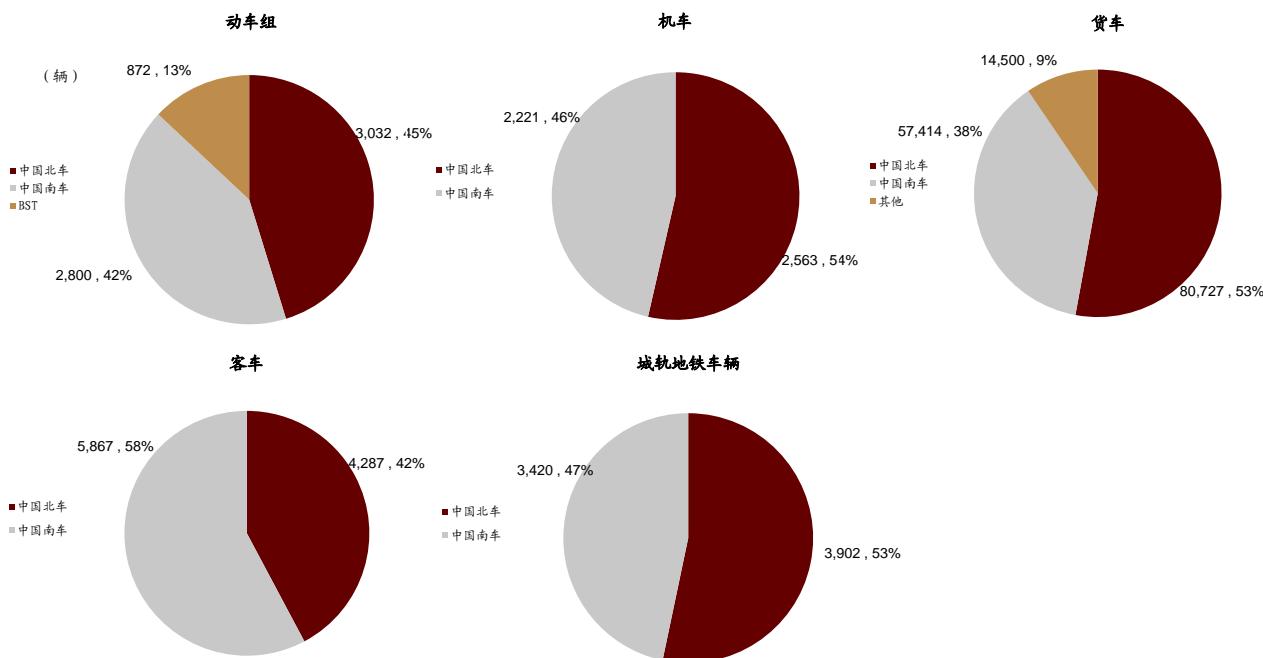
图表 20：铁总 2013 年采购中企业中标份额

	合计	北车	北车份额	南车	南车份额	其他	其他份额
机车	981	522	53.2%	459	46.8%	0	0.0%
货车	29,900	14,300	47.8%	10,300	34.4%	5,300	17.7%
客车	1,226	529	43.1%	697	56.9%	0	0.0%
350km/h 动车组	294	194	66.0%	100	34.0%	0	0.0%
250km/h 动车组	179	10	5.6%	169	94.4%	0	0.0%
动车组小计(列)	473	204	43.1%	269	56.9%	0	0.0%
动车组金额(十亿元)	79	38	48.7%	41	51.3%	0	0.0%

资料来源：公司数据、中金公司研究部



图表21：基于2011-2013年轨道交通装备交付规模下的市场占有率

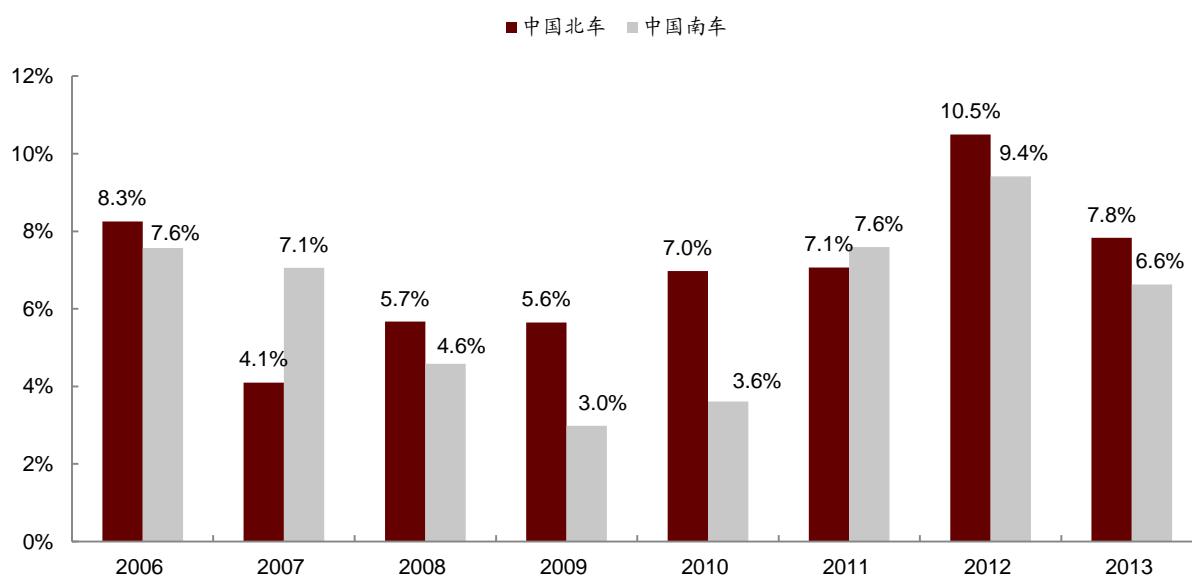


资料来源：公司数据、中金公司研究部

北车和南车存在相同的海外扩张趋势

从海外业务在总收入中的历史占比来看，北车与南车在过去八年中存在相同趋势，两家公司海外收入占比经常朝相同方向变动。

图表22：北车与南车海外业务收入占比



资料来源：公司数据、中金公司研究部

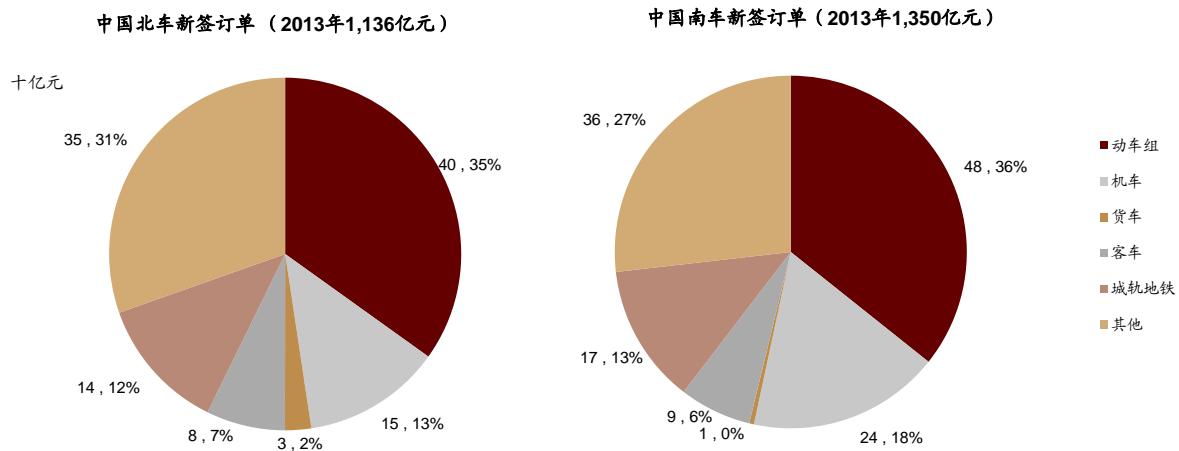
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



北车和南车新签订单和在手订单也大致相同

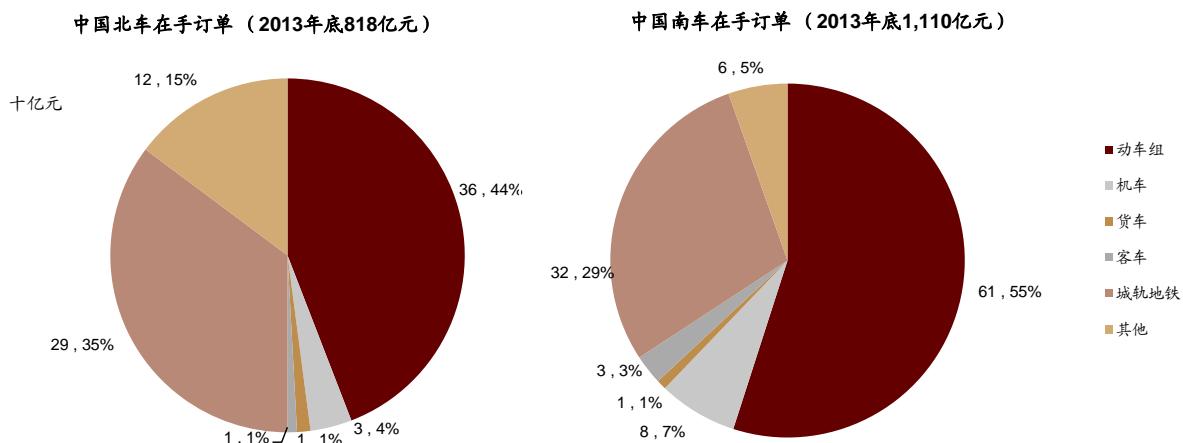
2013年，北车新签订单总金额为1,136亿元，南车为1,350亿元。截止2013年底，北车在手订单818亿元，南车为1,110亿元（其中包括200亿元的BST订单）。

图表23：北车与南车2013年新签订单



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表24：截止2013年底北车和南车在手订单



资料来源：公司数据、中金公司研究部

北车H股与南车H股相比存在显著折价

目前北车H股价对应9.4倍/7.9倍2014/2015年市盈率，与南车H股的13.4倍/11.7倍相比折让32%，与北车A股的10.4倍/9.0倍存在12%的折价空间。



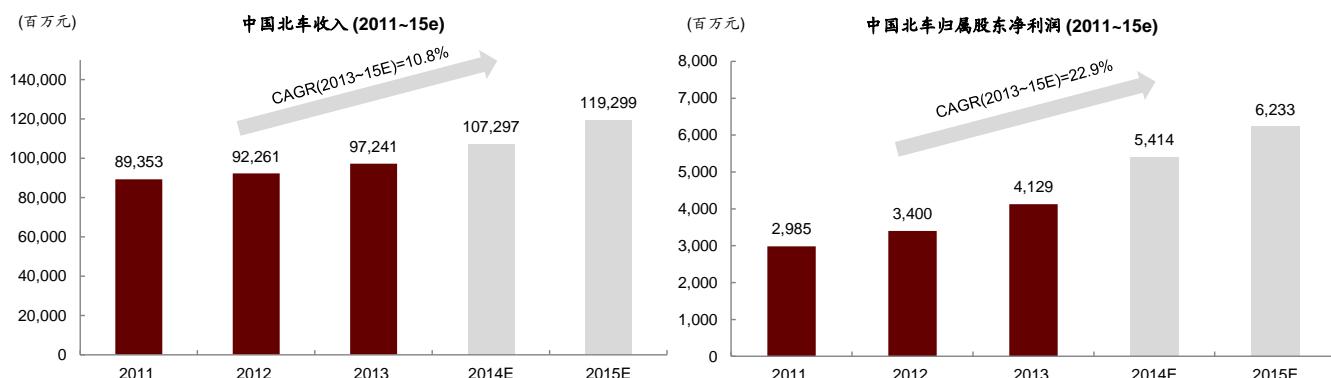
盈利预测与估值

盈利预测

我们预计，2013-2015年北车收入和归属股东净利润年均复合增速分别为10.8%和22.9%。下面是我们对各项业务的具体预测：

- ▶ **轨道交通设备业务：年均复合增速 13.9%。** 我们预计，动车组需求旺盛，年均复合增速在22.8%，主要是得益于过去一段时间大量新建高铁线路和城际线路投入运营；城轨地铁交付加快，年均复合增速高达22.7%，主要归因于城轨地铁建设热潮；在重载化和电气化率上升推动下，机车和货车有望实现小幅增长；客车收入预计持平。
- ▶ **机电产品：年均复合增速 10.7%。** 我们认为，大功率IGBT模块市场前景良好，进口替代需求旺盛而且出口潜力较大；我们预计发动机和变速箱将保持小幅增长。
- ▶ **现代化服务业务：持平。** 我们预计，原材料贸易板块持平，金融租赁业务稳步增长。同时，我们相信北车在赢得第一个BT项目后未来能获得更多BT项目。由于现代化服务业务盈利能力相对较低而且需要大量现金，我们预计北车不会积极推进该项业务。
- ▶ **新兴业务：年均复合增速 20.0%。** 随着风电行业回暖、新能源汽车需求攀升而且污水处理市场扩大，我们相信北车新兴业务将成为一个明星板块，年均复合增速20.0%。

图表 25：未来几年北车将保持高速增长



资料来源：公司数据，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



图表 26：北车各业务收入预测

(百万元)	2011	2012	2013	2014E	2015E
收入	89,353	92,261	97,241	107,297	119,299
同比增长		3.3%	5.4%	10.3%	11.2%
动车组	23,949	22,292	24,107	34,417	36,335
同比增长		-6.9%	8.1%	42.8%	5.6%
机车	18,469	16,343	17,085	20,384	21,615
同比增长		-11.5%	4.5%	19.3%	6.0%
货车	12,583	14,710	13,356	13,953	14,946
同比增长		16.9%	-9.2%	4.5%	7.1%
客车	3,652	5,327	8,061	6,072	7,021
同比增长		45.9%	51.3%	-24.7%	15.6%
城轨地铁	6,135	8,181	5,914	7,323	8,905
同比增长		33.3%	-27.7%	23.8%	21.6%
通用机电	1,314	2,262	1,800	2,012	2,207
同比增长		72.1%	-20.4%	11.8%	9.7%
现代服务	14,915	20,303	22,745	18,128	22,261
同比增长		36.1%	12.0%	-20.3%	22.8%
新兴产业	2,163	2,842	4,173	5,008	6,010
同比增长		31.3%	46.9%	20.0%	20.0%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

我们预计，在规模效应显现、技术水平提高、自给率上升以及产品结构升级推动下，北车毛利率有望维持在目前高位水平上。

图表 27：北车各业务毛利预测

	2011	2012	2013	2014E	2015E
毛利率	13.1%	14.2%	17.0%	16.9%	16.8%
动车组	16.7%	22.4%	26.0%	23.6%	23.5%
机车	15.8%	17.6%	21.9%	20.9%	21.1%
货车	12.8%	11.9%	15.7%	14.5%	14.5%
客车	11.6%	13.2%	14.5%	13.3%	13.3%
城轨地铁	12.3%	14.5%	17.4%	15.3%	15.3%
通用机电	28.5%	18.9%	18.0%	17.5%	17.3%
现代服务	5.2%	5.0%	7.2%	6.0%	5.9%
新兴产业	23.0%	20.3%	21.0%	19.0%	19.1%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

估值与建议

我们首次覆盖中国北车 H 股给予推荐评级。12 个月目标价 7.92 港元，较当前股价存在 51.4% 的上涨空间，对应 2015 年市盈率 12.0 倍。

目前北车 H 股价对应 9.4 倍 / 7.9 倍 2014/2015 年市盈率，与南车 H 股的 13.4 倍 / 11.7 倍相比折价 32%，与北车 A 股的 10.4 倍 / 9.0 倍相比存在 12% 的折让。



图表 28：估值表

公司名称	股票代码	货币	股价		市值		EPS			P/E			P/B		
			2014/7/2	(百万美元)	13A	14E	15E	13A	14E	15E	13A	14E	15E		
铁路设备															
中国南车	601766.CH	RMB	4.6	10,202	0.30	0.35	0.40	15.2	12.8	11.5	1.7	1.6	1.4		
中国南车-H	1766.HK	HKD	6.0	10,202	0.38	0.45	0.51	15.7	13.4	11.7	1.8	1.6	1.4		
中国北车	601299.CH	RMB	4.6	9,012	0.34	0.44	0.51	13.6	10.4	9.0	1.5	1.1	1.0		
中国北车-H	6199.HK	HKD	5.2	9,012	0.43	0.56	0.66	12.1	9.4	7.9	1.3	1.0	0.9		
和利时自动化	HOLI.US	USD	24.2	1,390	1.00	1.47	1.74	24.1	16.5	13.9	3.4	2.8	2.4		
南车时代	3898.HK	HKD	23.9	3,625	1.60	1.66	1.96	14.9	14.4	12.2	2.4	2.2	2.0		
平均值								15.9	12.8	11.0	2.0	1.7	1.5		
中值								15.0	13.1	11.6	1.7	1.6	1.4		

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部



风险

宏观经济风险：高铁发展高度取决于宏观经济状况。宏观经济波动性可能导致铁路投资增加、减少或推迟。

国际市场风险：北车出口业务前景取决于全球经济复苏，主要国家铁路发展计划出现任何变化都将会对北车海外业务扩张带来风险。

竞争风险：目前，国内铁路市场受到铁总监管，北车在市场中形成寡头垄断，占有率达到50%。但是，城轨地铁车辆市场中项目所有者为地方政府，北车可能不得不面临海外公司等更多竞争对手。

汇率风险：2013年北车海外业务占比为7.8%。北车长期以来一直从海外进口部分主要零配件，因此在汇率出现大幅波动时可能面临外汇汇率风险。



附录：多轮驱动，支持未来增长

动车组：即将迎来新建线路投入运营高峰期

我们自下而上分析表明 2014 和 2015 年高铁和城际线路投入运营长度分别为 5,600 公里和 4,600 公里。假设初始运行密度为每公里 0.6 辆（基于平均值，已经考虑到潜在部分线路投入运营时间推迟），那么 2014 年和 2015 年新增动车组需求分别为 370 列和 400 列。

图表 29：十二五高铁线路建设计划

	高铁新线投产 (公里)	250km/h	300km/h	高铁运营里程 (公里)
2003	405	405	0	405
2004	0	0	0	405
2005	0	0	0	405
2006	0	0	0	405
2007	0	0	0	405
2008	649	0	649	1,053
2009	2,590	374	2,216	3,643
2010	1,928	962	966	5,571
2011	1,423	0	1,423	6,994
2012	2,774	600	2,173	9,767
2013	1,707	819	888	11,474
2014	5,610	3,821	1,789	17,083
2015	4,555	2,675	1,880	21,638
十二五合计	16,067	7,915	8,152	21,638

资料来源：铁总、发改委、中金公司研究部

图表 30：2014 年投入运营的高铁线路

客运专线	里程 (公里)	总投资 (亿元)	开工时间	设计速度
杭长客运专线	927	1,309	2009.12	300
贵广铁路	862	858	2008.10	300
兰新客专	1,776	1,435	2009.11	200-250
大同-西安客运专线	859	963	2009.12	200-250
哈齐客运专线	286	312	2009.07	200-250
城际铁路	里程 (公里)	总投资 (亿元)	开工时间	设计速度
成绵乐城际	319	335	2008.12	200-250
青烟威荣城际铁路	299	339	2010.3	200-250
武汉至黄石	97	169	2009.3	200-250
武汉至黄冈	66	93	2009.5	200-250
郑州至焦作	69	77	2009.12	200-250
郑州至开封	50	59	2009.12	200-250
小计	5,610	5,949		

资料来源：铁总、发改委、中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



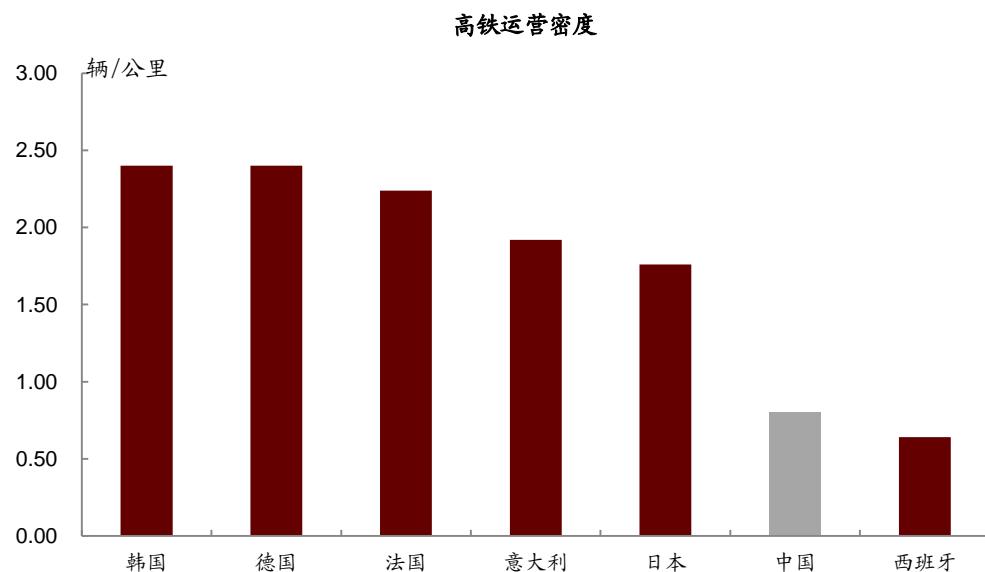
图表 31: 2015 年投入运营的高铁线路

客运专线	里程 (公里)	总投资 (亿元)	开工时间	设计速度
南广高铁(广西段)	350	258	2008.10	300公里
长昆客运专线	1,168	1,469	2010.03	300公里
徐郑客运专线	362	486	2012.12	300公里
南广高铁(广东段)	228	167	2008.11	200-250
合肥至福州客运专线	806	1,058	2009.12	200-250
重庆-成都客运专线	309	399	2010.01	200-250
沈阳~丹东客运专线	207	269	2010.03	200-250
广深港客运专线(香港段)	26	487	2010.04	200-250
吉林至珲春铁路客运专线	359	416	2011.03	200-250
城际铁路	里程 (公里)	总投资 (亿元)	开工时间	设计速度
南京~芜湖~安庆城际铁路	257	257	2008.12	200-250
武汉至孝感	61	107	2009.03	200-250
东莞~惠州	97	253	2009.05	200-250
佛山~肇庆	85	176	2009.09	200-250
天津至保定城际	145	230	2010.03	200-250
长株潭城际轨道交通线	96	233	2010.06	200-250
小计	4,555	6,265		

资料来源：铁总、发改委、中金公司研究部

截止 2012 年底，中国高铁列车运行密度为每公里 1 列（包括现有全部动车组），明显低于发达国家。展望未来，运行密度提升将成为推动中国动车组需求增长的另一大动力。

图表 32：中国高铁运行密度相对较低



资料来源：国际铁路联盟、中金公司研究部

机车与货车：受益于电气化率上升和重载化趋势

根据十二五规划，到 2015 年底我国铁路整体运营里程将达到 12.3 万公里，复线率从 40.7% 提高至 50% 以上，从而使铁路运营里程增加 2.3 万公里。与此同时，电气化率将从 46.2% 提高到 60% 以上，从而催生大功率电力机车需求。



我们估计十二五期间铁路运营里程增长与修建复线将新增 6,844 辆机车需求。另外，现有机车更新需求 600 辆，整体需求预计在 7,444 辆。话句话说，十二五期间每年机车需求在 1,489 辆左右。

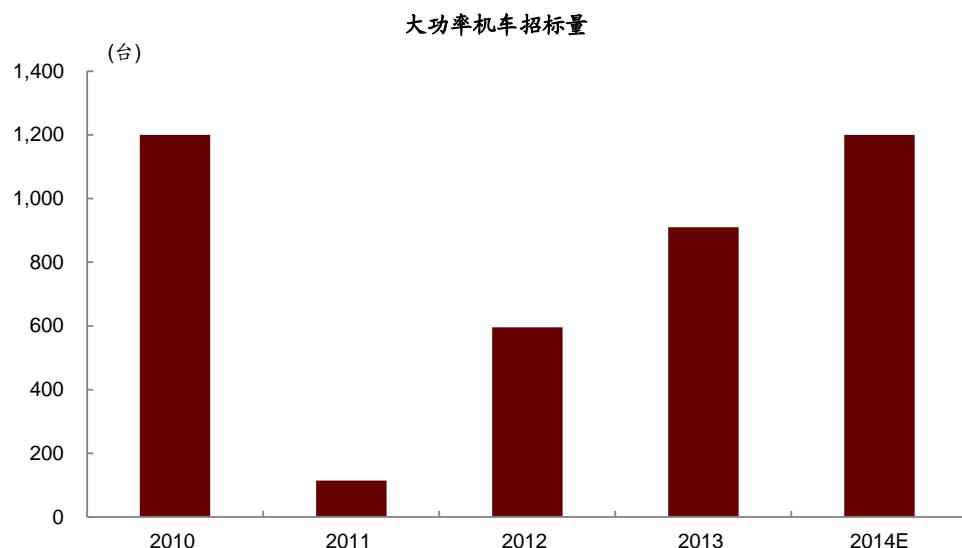
图表 33：十二五期间我国机车需求测算

	2010	2015E	增量	机车需求	备注
铁路总长度（公里）	91	123	32	4,905	新线需求
复线长度（公里）	37	62	25	1,939	复线需求
复线化率	40.7%	>50%			
调车机车				600	更新需求
总需求量				7,444	
每年需求				1,489	

资料来源：铁总、中国十二五铁路规划、中金公司研究部

2010 年，铁道部采购了 1,200 辆 7,200 千瓦大功率电力机车。但是，十二五开局以来，机车招标持续低迷。其中，2011 年北车仅获得价值 16 亿元的机车订单。2012 年，铁道部采购了 596 辆机车，其中北车中标 320 辆，对应市场占有率 54%。在铁总 2013 年招标中，北车中标 522 辆机车，市场占有率为 53.2%。我们预计，铁总 2014 年将采购 1,200 辆机车，竞争格局与 2013 年大致相同。

图表 34：历史与预测机车招标



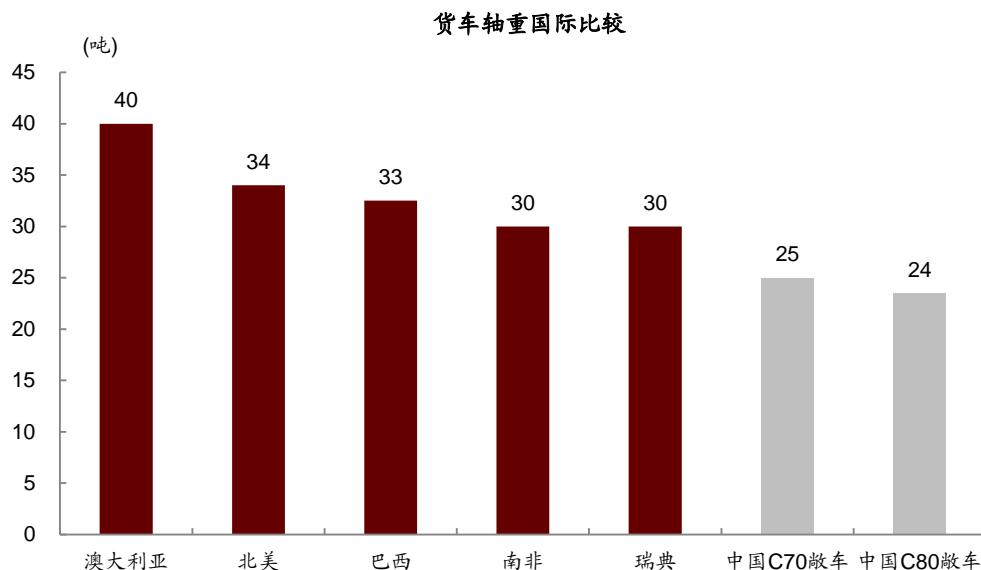
资料来源：铁总、中金公司研究部

根据十二五规划，到 2015 年我国年度铁路货物周转量将达到 4.29 万亿吨公里，与 2010 年的 27.6 万亿吨公里相比增长 55.4%，从而催生货物重载运输需求。我们预计机车和货车市场将受益于这一重载化趋势，货物重载运输会提升对货车轴重和机车电力方面的要求。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



图表 35: 全球货车轴重对比

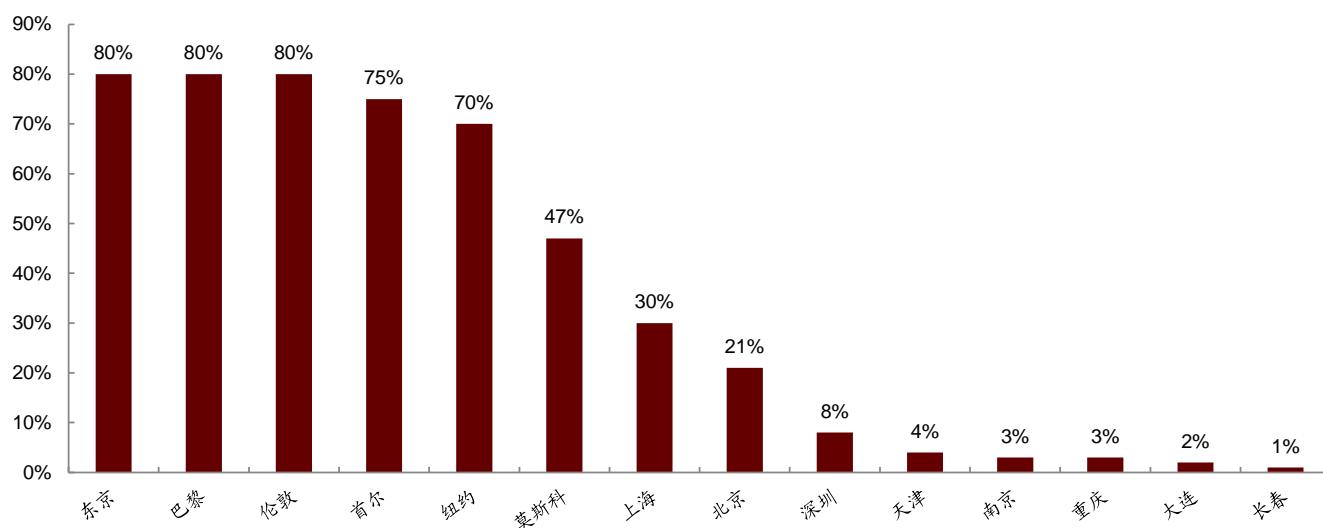


资料来源：国际铁路联盟、中金公司研究部

城轨地铁车辆：未来 10 年增长驱动力

目前，城市轨道是一种节能而且高效的交通方式，在东京、巴黎、伦敦和纽约等较为发达的大型都市中承载了超过 70% 的交通出行。我国目前也在大力发展战略轨道交通系统。

图表 36: 我国城市轨道交通运载量在整体交通出行中的比例仍然较低



资料来源：Metro Database, 中金公司研究部

目前，我国内地共有 38 个城市制定了城市轨道系统建设计划，其中 36 个城市已经获得国务院批准。基于已公布的计划，我们预计 2014-2020 年中国城市轨道运营里程增加 6,000 公里左右，到 2020 年底达到 8,000 公里以上。由于 2014 和 2015 年城市轨道新投入运营里程可能达到 600 公里，与 2013 年相比增长 50% 以上，我们预计未来几年北车城轨车辆业务将迎来高速增长。



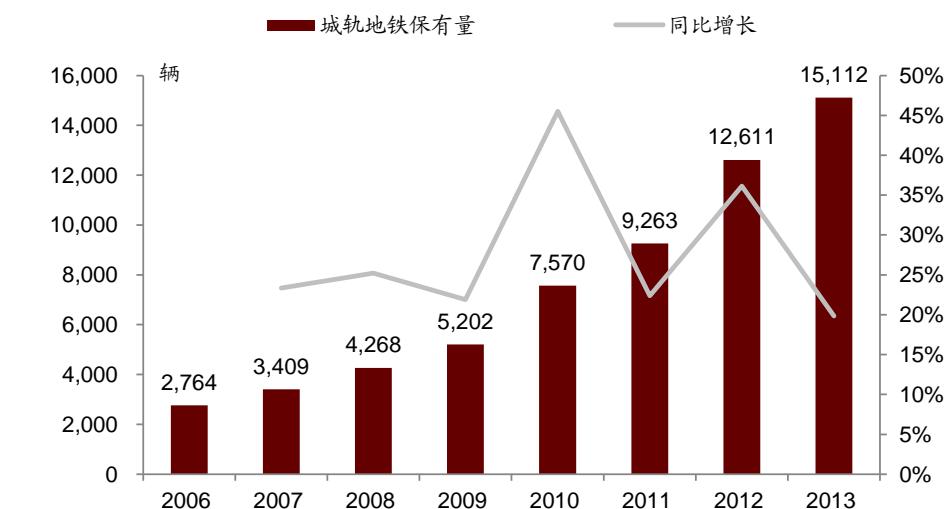
图表 37: 2013 年我国有 19 个城市拥有城市轨道交通系统

城市	截至 2013 年营运里程(km)	新增营运里程(km)	截至 2015 年营运里程(km)	新增营运里程(km)	截至 2020 年营运里程(km)	新增营运里程(km)	截至 2050 年营运里程(km)
	2014~2015	2016~2020	2021~2050				
北京	473	198	671	379	1,050	-	1,050
上海	540	30	571	329	900	-	900
天津	131	-	131	173	304	-	304
广州	298	15	313	394	707	126	833
南京	85	246	330	-	330	287	617
武汉	73	45	118	109	227	313	540
沈阳	91	-	91	123	214	186	400
长春	47	19	66	53	119	87	206
重庆	151	66.37	217	213	431	202	633
深圳	177	55	232	193	425	160	585
杭州	90	-	90	149	238	229	467
哈尔滨	14	-	14	114	128	61	189
青岛	-	55	55	32	87	433	519
大连	87	-	87	100	187	119	305
苏州	26	27	52	129	181	199	380
西安	52	-	52	92	144	108	252
成都	41	79	120	193	313	44	358
郑州	26	18	45	136	180	25	205
南昌	-	28	28	23	51	117	168
宁波	-	57	57	173	230	-	230
合肥	-	-	-	181	181	141	323
无锡	-	57	57	43	100	57	158
东莞	-	59	59	-	59	205	264
南宁	-	19	19	67	86	92	178
长沙	-	46	46	67	112	68	180
福州	-	29	29	27	56	124	180
贵阳	-	-	-	60	60	83	144
昆明	44	57	101	89	190	-	190
佛山	32	-	32	60	92	226	318
厦门	-	-	-	75	75	90	165
兰州	-	-	-	202	202	-	202
常州	-	-	-	66	66	63	129
乌鲁木齐	-	-	-	53	53	98	151
石家庄	-	-	-	242	242	-	242
太原	-	-	-	70	70	261	332
济南	-	-	-	-	-	262	262
徐州	-	-	-	67	67	-	67
淮南	-	-	-	157	157	-	157
总计	2,479	1,205	3,684	4,630	8,314	4,467	12,781

资料来源：发改委、中金公司研究部

随着城市轨道不断发展，城轨车辆保有量快速增长，2006-2013 年期间年均复合增速达到 19.8%，预示着未来下游需求旺盛而且有望催生车辆维修服务。

图表 38: 我国城轨车辆保有量正在快速增长



资料来源：国家统计局、中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

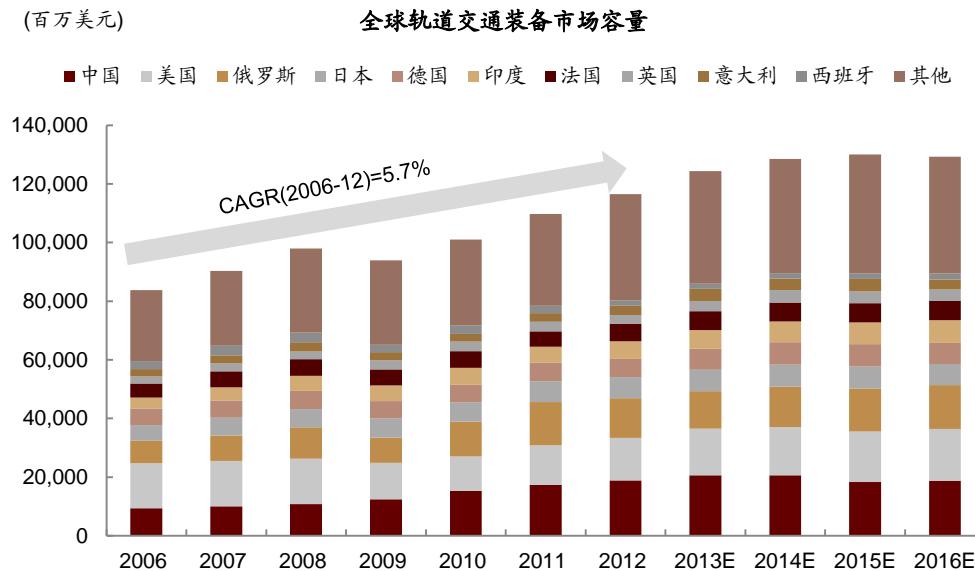


全球轨道交通装备市场增长潜力

根据 SCI Verkehr 提供的数据，全球轨道交通装备市场 2006-2012 年年均复合增速为 5.7%，预计 2013-2016 年年均复合增速为 3%。

按照各个国家进行拆分后，我们发现中国在全球轨道交通装备制造和翻新市场中拥有大约 16% 的市场占有率，表明海外市场对中国而言存在巨大潜力。

图表 39：全球铁路市场正处于稳健发展中



资料来源：SCI Verkehr, 中金公司研究部

北车也将受益于全球高铁建设。从目前来看，全球共有法国、德国、日本和中国等 20 多个国家修建了高铁线路。更多国家正摩拳擦掌，计划修建本国的高铁线路。欧洲国家宣布计划到 2030 年将高铁里程增长三倍，美国也计划在 2030 年前建设一条高铁线路。我们自下而上分析表明目前共有 33,947 公里的新高铁线路正处于规划之中。

一般而言，新兴市场铁路修建速度较快，而发达国家在修建铁路时需制定计划、进行测试并通过各种法律程序，这可能需要数年甚至几十年的时间。例如我国长达 1,318 公里的京沪高铁从开工建设到竣工仅用了三年的时间，而英国目前规划中 331 公里的 HS2 线路最终可能需要 16 年的时间才能竣工。



图表 40：全球高铁修建计划

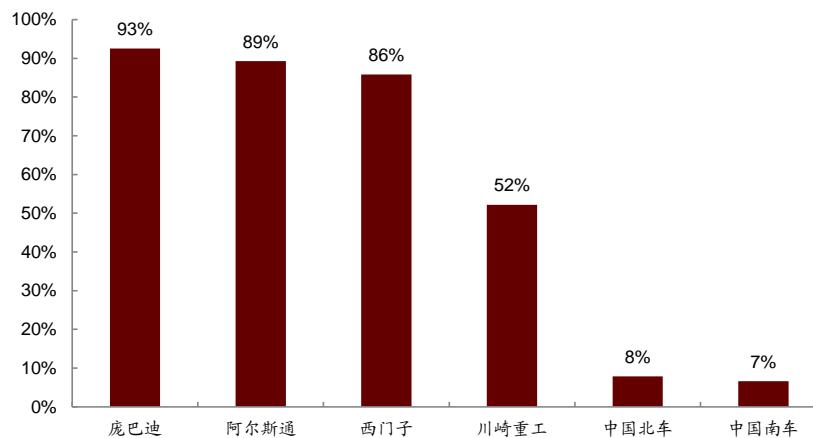
地区	国家	线路	开工年份	竣工年份	设计时速 (km/h)	里程 (km)	投资额 (十亿美金)
北美洲	美国	旧金山-洛杉矶（首期）	2013	2017	350	48.0	69
	美国	旧金山-洛杉矶（二期）	n.a	2029	350	1,232.0	
南美洲	巴西	圣保罗-里约热内卢	2014	2020	270	510.0	18
	委内瑞拉	迪纳科-阿纳科	2009	2014	220	471.5	8
大洋洲	澳大利亚	墨尔本-布里斯班	2014	2058	300	1,784.0	120
	英国	伦敦-伯明翰（HS1）	2016	2026	362	296.6	28
西欧	英国	伯明翰-曼彻斯特/利兹（HS2）	2017	2033	362	331.7	n.a
	法国	规划线路	n.a	2020	220	2,012.5	n.a
	西班牙	规划线路	n.a	n.a	350	1,066.0	n.a
	葡萄牙	里斯本-马德里（暂停修建）	n.a	n.a	350	207.0	n.a
	葡萄牙	里斯本-波尔图（暂停修建）	n.a	n.a	300	313.0	n.a
	意大利	都灵-里昂	n.a	2029	200	312.0	41
	瑞典	斯德哥尔摩-林雪平	2014	2025	200	200.0	13
	瑞士-意大利	苏黎世-米兰	n.a	n.a	250	280.0	11
东欧	德国-英国	法兰克福-伦敦	n.a	2016	300	765.0	n.a
	俄国	规划线路	2014	2030	350	5,000.0	n.a
	波兰	华沙-罗兹-波兹南-弗罗兹瓦夫	2014	2020	300	502.0	n.a
	罗马尼亚	康斯坦察港-罗马尼亚西部	n.a	n.a	200	500.0	15
亚洲	匈牙利-塞尔维亚	贝尔格莱德-布达佩斯	n.a	n.a	300	380.0	n.a
	日本	规划线路	2005	n.a	200-260	3,734.1	n.a
	沙特阿拉伯	麦加-吉达-麦地那	2010	2014	300	450.0	16
	哈萨克斯坦	阿斯塔纳-阿拉木图	2011	2015	350	1,050.0	n.a
	巴基斯坦-土耳其	伊斯兰堡-伊斯坦布尔(升级)	n.a	n.a	200	6,566.0	20
	印度	孟买-艾哈迈达巴德	2017	n.a	260	543.0	10
	印度	加尔各答-新德里	n.a	n.a	300	1,464.0	n.a
	泰国	规划线路	n.a	n.a	250	1,332.0	n.a
	新加坡-马来西亚	新加坡-吉隆坡	n.a	2020	250	354.0	n.a
	韩国	规划线路	2010	2020	300	2,242.4	80
合计						33,946.8	446.9

资料来源：国际铁路联盟、中金公司研究部

在全球市场中，中国轨道交通装备企业面对的是庞巴迪、阿尔斯通、西门子和川崎等知名巨头。根据海外收入贡献衡量，国内企业海外业务规模仍然偏小。我们看好公司未来在海外市场中的扩张潜力。

图表 41：轨道交通装备企业 2013 年海外业务收入占比

铁路装备制造企业海外业务占比



资料来源：公司数据、中金公司研究部。注：西门子和庞巴迪数据基于交通设备业务，阿尔斯通采用的是 2012 年数据。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



- ▶ **丰富的制造经验：**根据 SCI Verkehr 提供的数据，中国轨道交通装备市场占到全球市场的 16% 左右。由于国内市场格局和运输要求不尽相同，我国对轨道交通装备的巨大需求具有多样性。北车凭借 60 多年的制造经验和完整的产品结构可以满足各种客户的需求。
- ▶ **实践证明北车拥有过硬的技术实力和产品质量：**过去几年，北车大功率机车已通过白俄罗斯和其它前独联体国家铁路标准体系认证。另外，北车槽罐车也获得了欧盟 TSI、TPED 和 RID 标准认证。
- ▶ **成本优势：**与全球巨头相比，北车由于工程成本、劳动力成本和原材料成本较低而且存在规模效应，因此拥有显著的成本优势。正是得益于其成本优势，北车能够在全球竞争中提供价格更具竞争力而且质量可以保证的产品，同时又能使盈利能力具有可持续性。

图表 42：北车已经建立了 16 个海外服务站，用于提供现场支持



资料来源：公司网站、中金公司研究部

新业务成为新的增长驱动力

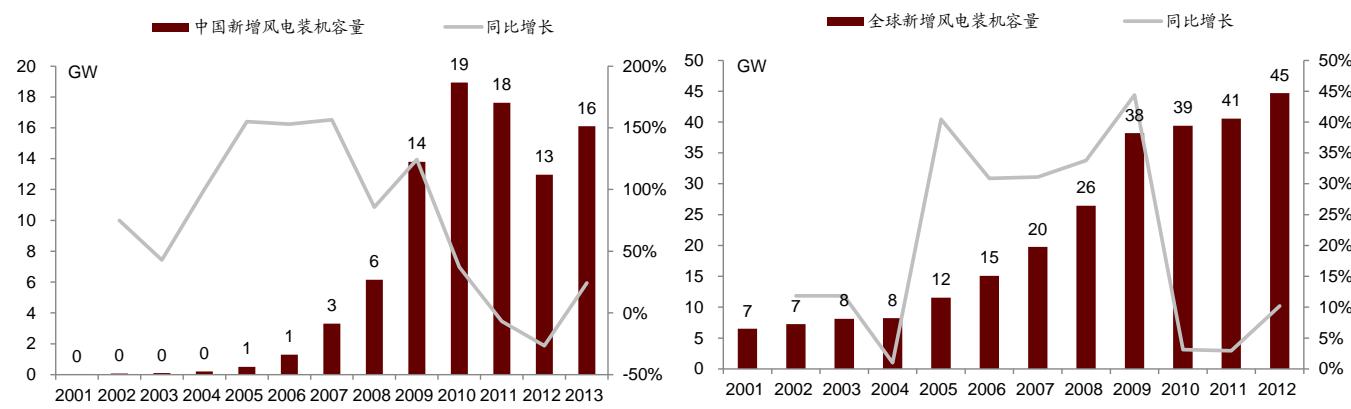
除轨道交通装备以外，北车还拥有机电产品、项目管理、风电机组和污水循环系统等新兴业务。我们认为，这些新兴业务将为北车贡献不菲的收入。

- ▶ **机电产品：**北车同时利用其先进的制造技术为客户提供发动机和 IGBT 模块等机电产品。我们认为，大功率 IGBT 模块市场前景良好，进口替代需求旺盛而且出口潜力较大，预计 2013-2015 年年均复合增速为 10.7%。
- ▶ **现代化服务：**北车提供的现代化服务包括原材料贸易、针对城市轨道和其它有关项目的管理承包服务以及金融租赁。由于该业务盈利能力相对较低而且需要大量现金，我们预计 2013-2015 年将基本持平。



► **新兴行业业务：**另外，北车还进入了清洁能源、节能和IT等前景较好的新兴行业。随着风电行业回暖以及新能源汽车和污水处理需求攀升，我们相信北车新兴业务将成为一个明星板块，2013-2015年年均复合增速20.0%。

图表 43: 风电装机容量有望保持小幅增长



资料来源：中国风能协会、世界风能协会、中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投資目的、財務狀況和特定需求，必要時就法律、商業、財務、稅收等方面諮詢專業財務顧問的意見。對依據或者使用本報告所造成的一切後果，中金公司及/或其关联人員均不承擔任何法律責任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券及期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19(5)条、38条、47条以及49条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~-10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V131013

翻译：卢伟、王耘
编辑：龙莹



北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街 1 号
国贸写字楼 2 座 28 层
邮编：100004
电话：(86-10) 6505-1166
传真：(86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

香港

中国国际金融（香港）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
邮编：100022
电话：(86-10) 8567-9238
传真：(86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路 18 号
世贸丽晶城欧美中心 1 层
邮编：310012
电话：(86-571) 8849-8000
传真：(86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路 9 号
香格里拉办公楼 1 层、16 层
邮编：610021
电话：(86-28) 8612-8188
传真：(86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道 634 号
新世界中心写字楼 4 层
邮编：430032
电话：(86-27) 8334-3099
传真：(86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路 2 号
卓远商务大厦一座 12 层
邮编：528000
电话：(86-757) 8290-3588
传真：(86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路 999 弄 5 号
11 层
邮编：315103
电话：(86-0574) 8907-7288
传真：(86-0574) 8907-7328

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路 398 号
邮编：200020
电话：(86-21) 6386-1195
传真：(86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路 1 号
绿地广场 2 层
邮编：210008
电话：(86-25) 8316-8988
传真：(86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路 1 号
磐基中心商务楼 4 层
邮编：361012
电话：(86-592) 515-7000
传真：(86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路 9 号
欧瑞蓝爵商务中心 10 层及欧瑞
蓝爵公馆 1 层
邮编：401120
电话：(86-23) 6307-7088
传真：(86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路 219 号
天津环贸商务中心（天津中心）10 层
邮编：300051
电话：(86-22) 2317-6188
传真：(86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
邮编：518048
电话：(86-755) 8832-2388
传真：(86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路 208 号
粤海天河城大厦 40 层
邮编：510620
电话：(86-20) 8396-3968
传真：(86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路 9 号
香格里拉写字楼中心 11 层
邮编：266071
电话：(86-532) 6670-6789
传真：(86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路 459 号
证券大厦附楼 3 层
邮编：410001
电话：(86-731) 8878-7088
传真：(86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路 128 号 B
邮编：116000
电话：(86-411) 8755-5088
传真：(86-411) 8801-7568



CICC
中金公司

