

中国北车 (601299)

买入 (上调)

行业上升为国家战略，利好公司长期发展

市场数据

报告日期	2014-05-12
收盘价(元)	4.70
总股本(百万股)	10320.06
流通股本(百万股)	10311.45
总市值(百万元)	48504.26
流通市值(百万元)	48463.82
净资产(百万元)	38654.08
总资产(百万元)	131721.5
每股净资产	3.75

主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	97241	110664	123380	137005
同比增长	5.4%	13.8%	11.5%	11.0%
净利润(百万元)	4129	5388	6241	7167
同比增长	21.4%	30.5%	15.8%	14.8%
毛利率	17.6%	18.0%	18.0%	18.0%
净利率	4.2%	4.9%	5.1%	5.2%
净资产收益率(%)	10.9%	12.5%	12.8%	12.9%
每股收益(元)	0.40	0.52	0.60	0.69
每股经营现金流(元)	0.47	0.43	0.69	0.80

相关报告

《毛利率提升带动业绩上扬，全年业绩增长确定性强》
2014-04-29

《毛利率大幅提升，13 年业绩符合预期》2014-03-30

《中国北车(601299)调研纪要：四季度营收或超 400 亿，2013 年业绩将大幅改善》2013-11-04

分析师：

王俊

wangjyjs@xyzq.com.cn

S0190513080001

吴华

wuhua@xyzq.com.cn

S0190511040001

投资要点

- 公司是我国铁路机车车辆设备综合制造商，与中国南车一起大体平分我国铁路设备市场。公司从事铁路机车、客车、货车、动车组、城轨地铁车辆及重要零部件的研发、制造、销售和修理，2013 年实现营业收入 972 亿元，归母公司净利润 41.29 亿元。
- 产品国产化率提升外加管理增效，公司盈利能力稳步提升。公司毛利率从 2009 年的 12.52% 提升至 2014Q1 的 20.88%，净利率从 2009 年的 3.49% 提升至 2014Q1 的 6.13%。目前，电力机车的网络控制和牵引系统已经逐步实现批量装车，后面包括电力机车的制动系统、动车组的网络控制、牵引和制动系统都将逐步通过自主研发、装车实验后进入批量化装车。这些核心系统的国产化将持续提升公司大轨道交通业务的盈利能力。
- 铁路投资充当经济增速下行阻尼器，2014 年铁路固定资产投资和机车设备投资再度上调。经济增速不甚乐观，铁路投资再次加码至 8000 亿元以上，铁总特别提出今年铁路固定资产投资不怕超、不怕冒，确保完成全年投资计划；同时，2014 年铁路机车设备投资额 1430 亿元达到历史高峰，比 2013 年增长 30% 以上，利好整个铁路设备板块。
- 铁路投融资改革进入全面试水区，长远解决铁路建设资金问题。自去年 7 月李克强总理在国务院常务会议上部署改革铁路投融资体制后，铁路投融资改革正稳步推进，货运价格放开、铁路发展基金设立和铁总资产重估探索“以地养路”模式等一系列举措在探索中，投融资改革的逐步落实将有助于解决铁总的高负债和未来铁路建设资金来源，利好整个铁路设备板块。
- 盈利预测：我们预计公司 2014~2016 年 EPS 分别为 0.52、0.60 和 0.69 元，同比增长 31%、16% 和 15%，对应 2014 年 PE 为 9 倍，PB 仅为 1.3 倍。铁路投资作为“稳增长”的重要筹码，已经上升为国家战略，2014 年投资额有望一路上调，同时 2014 年铁路机车设备投资额将增长 30% 以上，使得公司营收增长有保证；叠加盈利能力的提升，公司未来业绩增长具有较强的确定性，我们上调公司评级至“买入”。
- 风险提示：2014 年铁路固定资产投资不达预期，铁路设备投资额不达预期，各地城轨地铁建设低于预期

目 录

1、国内铁路机车车辆设备制造龙头	3 -
2、行业竞争结构稳定，公司盈利能力持续提升	4 -
3、2014 年铁路固定资产投资上调，铁路投资成经济增速下行的阻尼器	6 -
3、2013 年铁路改革启动，目前多项改革进入试水区	8 -
4、“高铁新线通车+老线配车密度提升”增加动车组需求，支持 2014 年铁路设备投资额增加	11 -
5、“中西部铁路+城际铁路+国外铁路”建设将支持“十三五”铁路设备需求	13 -
7、盈利预测与估值	14 -
8、风险提示	16 -
图 1、公司股权结构	3 -
图 2、2006~2013 年公司营收和归母净利润变化	3 -
图 3、公司各主营业务占收入比例	4 -
图 4、中国南车和中国北车毛利率情况	5 -
图 5、中国南车和中国北车净利率情况	6 -
图 6、历年全国铁路固定资产投资	7 -
图 7、历年铁路机车车辆购置投资	7 -
图 8、铁路政企分离	9 -
图 9、“四纵四横”完成情况（注：三角形标注连线为建成线路）	13 -
图 10、公司历史静态市盈率	16 -
图 11、公司历史市净率	16 -
表 1、中国动车组交付情况一览表（单位：标准列）	4 -
表 2、铁路货车行业市场竞争情况	5 -
表 3、2014 年铁路设备第一批次招标明细（截至 2014 年 4 月 30 日）	8 -
表 4、我国高铁历年通车里程（单位：公里）	12 -
表 5、2014 年拟竣工高铁	12 -
表 6、铁路设备行业可比公司估值	16 -
附表	17 -

1、国内铁路机车车辆设备制造龙头

公司是我国铁路机车车辆设备综合制造商，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、销售和修理，以及轨道交通装备专有技术延伸产业等业务。公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，拥有公司 66.8% 的股份。公司于 2009 年在上海证券交易所上市。

图 1、公司股权结构



数据来源：公开资料，兴业证券研究所

伴随中国轨道交通需求的爆发，公司近年来业绩快速增长。2006 年实现营业收入 210 亿元，归母公司净利润 1.32 亿元；2013 年实现营业收入 972 亿元，归母公司净利润 41.29 亿元，过去 7 年营业收入复合增长率为 24%，归母公司净利润复合增长率达 64%。

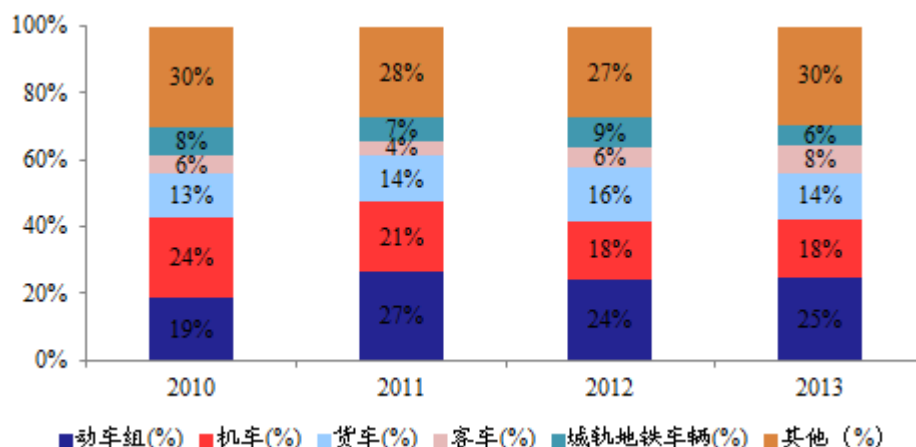
图 2、2006~2013 年公司营收和归母净利润变化



数据来源：公开资料，兴业证券研究所

公司营收包括四大业务，轨道交通、通用机电、现代服务和战略新兴，其中，轨道交通业务占主要部分，2010年以来对公司营收贡献度持续在70%上下。作为主营业务的轨道交通又可分为五大业务，分别为动车组、机车、货车、客车和城轨地铁车辆，2013年上述各细分业务对公司营收的贡献度分别为25%、18%、14%、8%和6%，由此来看，动车组和机车业务是目前对公司营收贡献度最大的子版块，如图3所示。

图3、公司各主营业务占收入比例



数据来源：公开资料，兴业证券研究所

2、行业竞争结构稳定，公司盈利能力持续提升

我国铁路设备综合制造商仅有两家企业中国北车和中国南车，两家企业从原中国铁路机车车辆工业总公司分拆而来，都具备动车组、机车、货车、客车和城轨地铁五类主要轨道交通产品的制造和维修能力。由于中国铁路机车车辆工业总公司拆分时，无法完全做到各业务技术实力的均衡，在拆分后一段时间内，中国北车较中国南车在个别业务领域存在技术落后情况。不过，经过多年的自主研发带动技术进步，目前来看，在轨道交通领域两家公司的技术差异较小，在铁路设备行业大体各占一半市场。具体来看，在动车组业务领域，中国南车的保有量市场占有率稍占优（如表1所示）；在货车领域中国北车稍占优（如表2所示）。

表1、中国动车组交付情况一览表（单位：标准列）

时间	中国北车	中国南车
2007	13	91
2008	44	49
2009	42	102
2010	98	121
2011	150	142
2012	114	116
2013	117	110
合计	578	731
占比	44%	56%

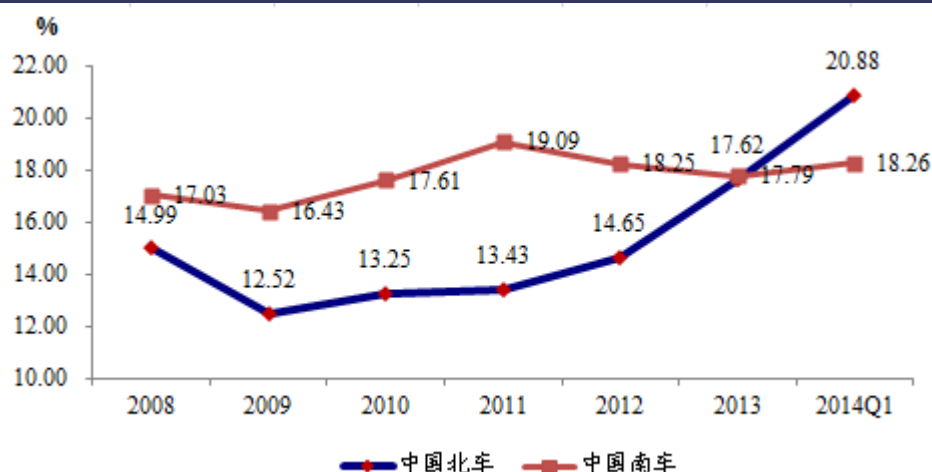
资料来源：公开资料整理，兴业证券研究所

表 2、铁路货车行业市场竞争情况

公司	市场占有率	产能	产能占比	吨位
中国南车	37%	19300	33%	70、80 吨级
中国北车	41%	26000	44%	70、80 吨级
北方创业	8%	4000（两班）	7%	70、80 吨级
晋西车轴	5%	5000	8%	70 吨级为主
重庆铸锻	-	3000	5%	70 吨级
东方新兴	-	2000	3%	70 吨级
合计		59300	100%	

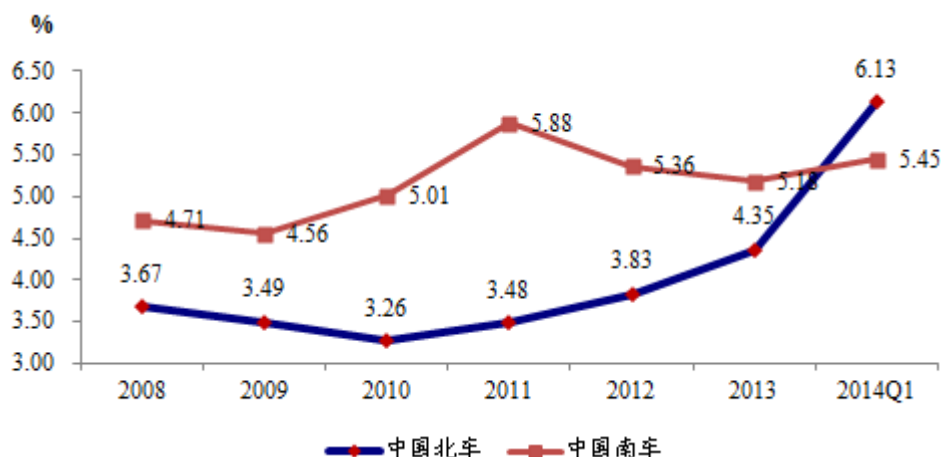
资料来源：公开资料整理，兴业证券研究所

正式由于技术进步带来的产品国产化率持续提升，外加管理增效，中国北车的盈利能力持续提升，毛利率从 2009 年的 12.52% 一路提升至 2014Q1 的 20.88%（如图 4 所示），净利率从 2009 年的 3.49% 提升至 2014Q1 的 6.13%（如图 5 所示）。目前，电力机车的网络控制和牵引系统已经逐步实现批量装车，后面包括电力机车的制动系统、动车组的网络控制、牵引和制动系统都将逐步通过自主研发、装车实验后进入批量化装车。这些核心系统的国产化将持续提升中国北车大轨道交通业务的盈利能力。

图 4、中国南车和中国北车毛利率情况

数据来源：公开资料整理，兴业证券研究所

图 5、中国南车和中国北车净利率情况



数据来源：公开资料整理，兴业证券研究所

3、2014 年铁路固定资产投资上调，铁路投资成经济增速下行的阻尼器

中国铁路总公司 4 月 30 日召开电话会议，部署 2014 年铁路建设发展工作，电话会议主要包括：1) 投资总额增加到 8000 亿元以上；2) 新开工项目由此前 44 项增至 48 项基础上，本次增至 64 项；3) 新论证的项目在条件成熟时，年内也可开工；4) 今年新投入运营的路线要保达到 7000 公里以上；5) 设备投资额由 1200 亿元增至 1430 亿元以上。

- **经济增速不甚乐观下，铁路投资再次加码。**5 月 1 日出炉的 4 月份制造业 PMI 数据仅有微幅反弹，季节性回升力度远弱于历史同期，4 月份工业增速的再度下滑是大概率事件，在此背景下，铁路投资再次成为稳增长微刺激的筹码。在 2014 年年初的铁路工作会议上，中国铁路总公司安排 2014 年固定资产投资为 6300 亿元，后来披露加上地方投资和社会融资后全国铁路固定资产投资增加至 7000 亿元；4 月 8 日，中国铁路总公司总经理宣布，铁路固定资产投资由 7000 亿元再增至 7200 亿元；4 月 30 日再度调整今年的铁路固定资产投资计划至 8000 亿元以上。

今年铁路投资有两大特点：1) 完成全年 8000 亿元的投资目标确定性强。中国铁路总公司公开提出，今年铁路固定资产投资不怕超、不怕冒，确保完成全年投资计划。2) 中西部投资占比高，国家投资近 80% 将投向中西部地区。

- **铁路固定资产投资总额 8000 亿元逼近历史高点，设备投资额 1430 亿元达到历史高峰。**如若按目前计划：

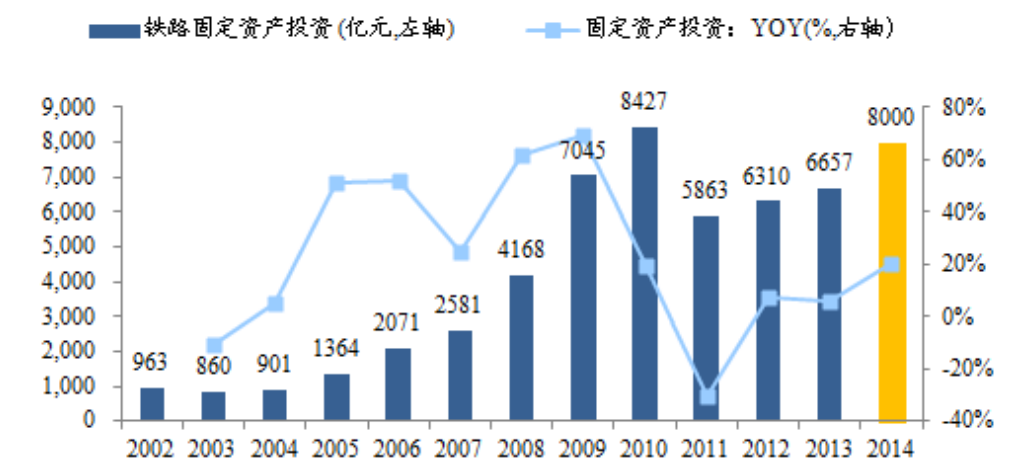
1) 全年铁路固定资产投资总额达到 8000 亿元以上，那么投资总额将逼近历史高点。如图 5 所示，历史上仅在 2010 年铁路固定资产投资总额达到 8427 亿元，超过了 8000 亿元；而今年计划总额超过 8000 亿元，或许不只是逼近历史高点，有可能创造新的最高纪录。按照 8000 亿元的投资额来进行计算，

2014 年铁路固定资产投资额同比增长 21%。

2) 铁路机车设备投资额达到 1430 亿元以上, 那么投资额达到历史高峰。如图 2 所示, 历史上最高的设备投资额在 1000 亿出头, 未曾超过 1100 亿元; 按照 1430 亿元的设备投资额来进行计算, 2014 年铁路机车设备投资额同比增长 38%, 利好整个铁路设备板块。我们预计, 新增的投资额将主要用于盈利能力较高的动车组和机车的采购, 2013 年交付动车组 225 标准列, 2014 年有望超过 360 标准列; 2013 年交付大功率机车近 972 台, 2014 年有望超过 1300 台。

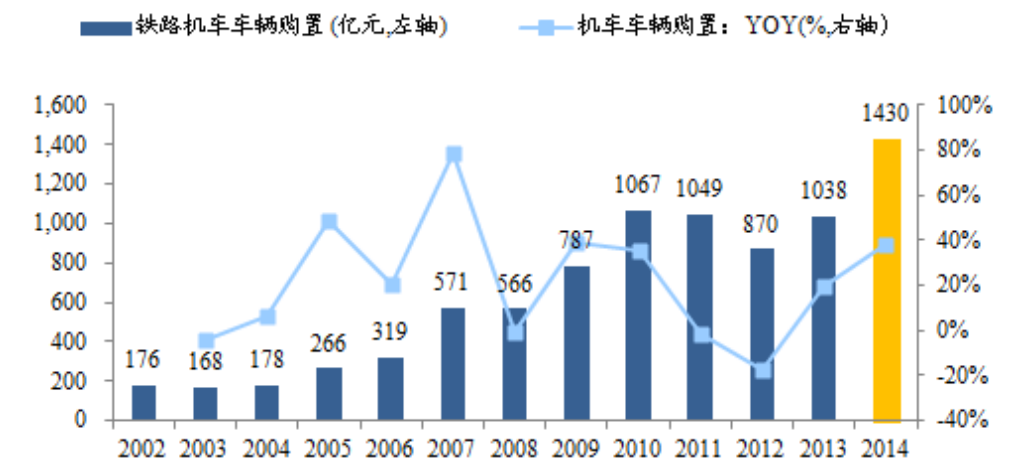
注: 铁路固定资产投资总额=铁路基本建设投资额+铁路更新改造投资+铁路机车设备投资额

图 6、历年全国铁路固定资产投资



数据来源：公开资料整理，兴业证券研究所

图 7、历年铁路机车车辆购置投资



数据来源：公开资料整理，兴业证券研究所

- 2014 年铁路设备招标已经开启，动车组招标时间大概率提前至 5 月份。 自 4

月 24 日起，铁路总公司陆续发布铁路机车、货车和客车招标公告，标志着铁路总公司 2014 年年内首次装备招标正式启动。此次招标主要包括机车、客车及部分货车，其中客车 2825 辆、机车 1071 台、货车 3800 辆，如表 1 所示。此前资本市场曾预期，2014 年动车组招标将在 2014 年下半年启动，目前来看，新一轮动车组招标有望提前至 5 月份启动。据相关媒体报道，第一次动车组招标总计 280 列，包含时速 300 公里动车组 200 列、时速 200 公里动车组 80 列。去年下半年铁总一共进行了两次大规模的动车组招标，总计招标 473 列，其中约 360 列预计在 2014 年交付。加之今年 5 月份即将招标的少部分动车组也将在年内交付，全年交付动车组数目有望达到 400 列，创历史之最，这对生产动车组整车及相关配件的企业形成极大的利好刺激。

表 3、2014 年铁路设备第一批次招标明细（截至 2014 年 4 月 30 日）

产品类型	数量
8 轴 9600 千瓦货运电力机车	365 台
6 轴 7200 千瓦客运电力机车	651 台
6 轴 7200 千瓦货运电力机车（120km/h）	25 台
8 轴 HXD1 型电力机车	30 台
25T 型客车	1357 辆
25G 型 DC600V 无障碍铁路客车	100 辆
25G 型 DC600V 铁路客车	500 辆
25G 型 AC380V 铁路客车	868 辆
KZ70 型石砟漏斗车	800 辆
GQ70 型轻油罐车	3000 辆

数据来源：公开资料整理，兴业证券研究所

3、2013 年铁路改革启动，目前多项改革进入试水区

《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中指出：“国有资本继续控股经营的自然垄断行业，实行以政企分开、政资分开、特许经营、政府监管为主要内容的改革，根据不同行业特点实行网运分开、放开竞争性业务，推进公共资源配置市场化。进一步破除各种形式的行政垄断”。铁路行业作为垄断行业之一，2013 年已经启动改革，目前多项改革进入试水区。

1、铁路政企分离，中国铁路走向市场化的第一步

2013 年 3 月 10 日披露的国务院机构改革和职能转变方案表明，新一轮国务院机构改革启动，其中将要实行铁路政企分开。具体来说：

- 将铁道部拟订铁路发展规划和政策的行政职责划入交通运输部。交通运输部统筹规划铁路、公路、水路、民航发展，加快推进综合交通运输体系建设。
- 组建国家铁路局，由交通运输部管理，承担铁道部的其他行政职责，负责拟订铁路技术标准，监督管理铁路安全生产、运输服务质量和铁路工程质量等。
- 组建中国铁路总公司，承担铁道部的企业职责，负责铁路运输统一调度指挥，经营铁路客货运输业务，承担专运、特运任务，负责铁路建设，承担铁路安全生产主体责任等。

一 不再保留铁道部。

铁路政企分离、去行政化仅是中国铁路走向市场化的起始点。目前，铁路总公司仍然是大的垄断公司，集建设与运营于一体，对铁路设备行业的影响不大，包括需求、竞争结构、行业壁垒等等。

图 8、铁路政企分离



数据来源：公开资料，兴业证券研究所

2、货运改革，中国铁路走向市场化的第二步

从 2013 年 6 月 15 日开始，中国铁路总公司开始实施货运组织改革，试图从根本上改进铁路货运服务，全面参与现代物流业竞争。铁路总公司运输局局长程先东介绍，货运组织改革的主要内容包括：

- 一是改革货运受理方式。简化手续，拓宽渠道，敞开受理，随到随办。
- 二是改革运输组织方式。根据客户的运输需求编制运输计划。
- 三是清理规范货运收费，实行全程‘一口价’收费。
- 四是大力发展铁路‘门到门’全程物流服务，改变过去“站到站”的形势。

传统计划经济的运输方式让铁路运输在和公路、水路的竞争当中优势不再，铁路货运改革的目的是为从根本上解决铁路货运方面存在的问题，加快铁路走向市场的步伐，为社会提供更加方便、快捷的运输服务。

3、投融资改革稳步推进，中国铁路走向市场化的第三步

2013 年 7 月 24 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，**部署**改革铁路投融资体制，总理强调，在铁路投融资体制改革方面：

- 一要多方式多渠道筹集建设资金，以中央财政性资金为引导，吸引社会资本投入，设立铁路发展基金，创新铁路债券发行品种和方式。
- 二要向地方和社会资本开放城际铁路、市域（郊）铁路、资源开发性铁

路等的所有权和经营权。

- 三要加大力度盘活铁路用地资源，搞好综合开发利用，以开发收益支持铁路发展。
- 四要加快前期工作，使“十二五”规划确定的重点项目及时开工，按合理工期推进，确保工程质量。

2013 年 8 月 19 日，国务院印发《关于改革铁路投融资体制加快推进铁路建设的意见》，为确保在建项目顺利推进，投产项目如期完工，新开项目抓紧实施，全面实现“十二五”铁路规划发展目标，提出六点意见：

- 一是推进铁路投融资体制改革，多方式多渠道筹集建设资金。
- 二是不断完善铁路运价机制，稳步理顺铁路价格关系。
- 三是建立铁路公益性、政策性运输补贴的制度安排，为社会资本进入铁路创造条件。
- 四是加大力度盘活铁路用地资源，鼓励土地综合开发利用。支持铁路车站及线路用地综合开发。
- 五是强化企业经营管理，努力提高资产收益水平。
- 六是加快项目前期工作，形成铁路建设合力。

2014 年 4 月 2 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，**确定**深化铁路投融资体制改革的政策措施。会议确定了深化铁路投融资体制改革、筹措和落实建设资金的政策措施，主要包括：

- 一是设立铁路发展基金，拓宽建设资金来源。吸引社会资本投入，使基金总规模达到每年 2000—3000 亿元。
- 二是创新铁路建设债券发行品种和方式，今年向社会发行 1500 亿元，实施铁路债券投资的所得税优惠政策。
- 三是引导银行等金融机构积极支持铁路建设，扩大社会资本投资规模。
- 四是对铁路承担的公益性、政策性运输任务，中央财政在一定期限内给予补贴，逐步建立规范的补贴制度。
- 五是加强统筹协调，保证在建项目顺利实施，抓紧推动已批复项目全面开工，尽快开展后续项目前期工作，确保铁路投资稳定增长和铁路建设加快推进。

在以上会议及政策的推动下，目前铁路投融资改革向纵深化发展，进入全面试水区。1) 货运价格放开，铁路改革释放重要信号。今年 2 月，国家发改委决定，将铁路货物运价由政府定价改为政府指导价，允许铁路运输企业以国家规定价格为上限，根据市场供求自主确定具体运价水平。时隔 2 个月，国家发展改革委 4 月 1 日即明确表示，新建的准池铁路开通运营后，货物运价将实行市场调节，即货物运价将由铁路运输企业与用户、投资方协商确定具体运价水平。虽然准池铁路

全长仅 180 公里左右，但这是我国首次放开铁路运输价格，将对推进铁路投融资体制改革，鼓励、引导社会资本投资建设铁路发挥积极作用。2) 设立铁路发展基金，明确提出铁路发展基金总规模达到每年 2000—3000 亿元。我们预计，起初铁路发展基金资金筹集的主要来源仍然以中央财政性资金为主，但未来社会融资和中央财政性资金的比率将达到 1 比 1 或以上，这为铁路建设资金提供多元化保证。3) 国家铁路总公司正对其铁路资产进行重估，“以地养路”模式也正在逐步摸索，铁路融资进一步向多元化发展。

要想实现铁路行业的健康发展，必须尽快探寻新的融资模式，让铁路真正和市场接轨，不能再主要依靠发债和银行贷款筹集铁路建设资金。铁路投融资体系的改革正在逐步推进，从长远来看，这将有助于解决铁总的高负债和未来铁路建设资金来源，利好整个铁路设备板块。

4、铁路改革接下来怎么走？

对于铁路改革，取消铁道部、进行政企分离是开始，后面铁路运营模式改革、运价改革和投融资体制改革是核心。对现有的铁路运营模式进行实质性的变革，目前国内主要流行着如下两种方案：一是“网运分离”，即“纵切”方案，对原有的垂直一体化（既包括垄断业务也包括竞争业务）垄断结构按照竞争环节和自然垄断环节进行拆分，实行路网基础设施（自然垄断环节）同运输业务（竞争环节）的纵向分离，在客、货运市场引入有效竞争，对路网实行严格管制。这一方式在英国、瑞典等国家得到应用。二是“多区域公司”，即“横切”方案。在一个国家范围内，组建多个区域性的垂直一体化公司，公司之间相互开放路网。日本、美国的铁路体制都可归类为此模式。尽管在形式上有所不同，日本是客网合一，美国是货网合一，但其本质仍然具有垂直一体化的特征，尤其是主要使用者拥有路网设施的形式更强化了这一特征。以上这两种模式都存在优缺点，我国各路专家论证这两种及其组合出来的多种模式在我国特定背景下的应用已有逾 10 年，争论不休，在此我们不做进一步的深入探讨。我们认为，铁路运营模式的改革是基础，是后续一切改革真正发挥作用的前提，而这最终将激活铁路行业的活力，增加对铁路设备的需求。

4、“高铁新线通车+老线配车密度提升”增加动车组需求，支持 2014 年铁路设备投资额增加

2014 年铁路机车设备投资额达到 1430 亿元以上，达到历史高峰，主要由动车组需求的大幅增长带动，具体来说，包括高铁新线通车带来的新增需求和高铁线路成网带来的老线配车密度提升两部分。

2014 年高铁竣工进入密集期，拉动对动车组的需求。截至 2013 年 12 月 31 日，中国已开通高铁总里程 11152 公里，在建高铁项目总里程约 9000 公里上下。根据公开信息，我们预测 2014 年、2015 分别开通高铁运营里程为 5400 公里和 4000 公里左右。新线投产时配车密度较低，我们按照历史数据，0.6 辆/公里的配车密度进行计算，2014、2015 年分别需要动车组约 405 标准列和 300 标准列。

表 4、我国高铁历年通车里程（单位：公里）

项目	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
高铁通车里程	2319	1554	1421	2932	1672	5400	4000
高铁新开工里程	2284	8100	<1079 ¹	460	-	-	-

资料来源：公开资料整理，兴业证券研究所

注 1：2011 年，全部新开工铁路里程为 1079 公里，数据包括高速铁路和普通铁路

表 5、2014 年拟竣工高铁

线路名	长度（公里）
杭长客专	933
兰新高铁	1776
贵广客专	857
大西客专（太原西安段）	575
青岛荣城际	336
程绵乐客专	313
哈齐客专	282
武汉至黄石	96
武汉至黄冈	37
成堰铁路彭州支线	21
郑开城际	50
郑焦城际	78
合计	5354

数据来源：公开资料整理，兴业证券研究所

高铁线路成网，配车密度提升故事逐步进入兑现期。目前高铁在建线路我们测算，目前，我国“四纵四横”建设已经完成 80% 以上，高铁已初步成网，因此，旅客出行量上升将使得原有线路车辆密度提升从而增加动车组的需求。高铁成网后提升动车组配比密度的故事已经喊了几十年，我们认为，根据目前形势来看，这一故事未来将逐步进入兑现阶段，未来我国动车组的配车密度有望从 0.6~0.7 辆/公里，提升到 1.0~1.2 辆/公里。我们保守假设未来需要 5 年的时间使得配车密度从目前的约 0.6 辆/公里提升到 1.0 辆/公里，那么年均需要动车组约 100 标准列。

图 9、“四纵四横”完成情况（注：三角形标注连线为建成线路）



数据来源：公开资料整理，兴业证券研究所

综上，考虑了高铁新线运营和老线配车密度提升对动车组的需求后，我们认为，2014、2015 年动车组需求都将超过 400 标准列，按平均价格 1.5 亿/标准列计算，每年需求在 600 亿上下。

5、“中西部铁路+城际铁路+国外铁路”建设将支持“十三五”铁路设备需求

■ 中西部铁路建设

国务院总理李克强在 4 月 2 日主持召开国务院常务会议上提出，要加快铁路尤其是中西部铁路建设，这样不仅可以扩大有效投资、带动相关产业发展，而且有利于推动新型城镇化、改善欠发达地区发展环境、帮助千百万人摆脱贫困。

克强总理提出加快中西部铁路建设是其政策上的延续。此前克强总理关于城镇化提出解决“3 个 1 亿人”，其中之一即为“解决约 1 亿人口在中西部地区的城镇化”，4 月 2 日国务院常务会议提出的对铁路建设方面的政策措施正是顺延克强总理支持中西部开发和习近平主席支持建设丝绸之路，以助于国内区域经济优化和民族稳定发展的思路。由此我们认为，中西部铁路干线投资一定会坚定不移地投下去，“十三五”中国铁路建设的核心之一将是打造中西部铁路网。

■ 城际铁路建设

中国城镇化将以城市群状态发展，通过大运输量的城际铁路将城市连接起来是

深度城镇化的必由之路。根据全国各省市城际线路规划情况，到 2030 年，全国城际线路规划总里程预计建成 19600 公里。城际铁路的发车频率要高于高铁，我们按照 1 辆/公里的配车密度进行计算，共计需要动车组 2450 标准列，年均需求 150 列。而随着配车密度的增加，这一需求也将增加。

铁路投融资改革将起到承前启后作用。铁路投融资改革正全面进入试水区，这将为“十三五”期间铁路投资的持续奠定基础。“十二五”我国铁路建设以“四纵四横”客运专线为主的国家快速铁路网为主要任务，“十三五”国内高速铁路建设重心将由高铁向城际铁路转变。城际铁路的投资主体将由过去的以国家铁路总公司为主体转变为以地方政府和社会资本为主体，“以地养路”模式将吸引社会资本进入铁路投资领域，并减轻地方政府债务负担，使得“十三五”期间国内城际铁路建设持续进行。

■ 国外需求

我国铁路货车最先出口，其后铁路机车、动车组也逐步走出国门。“十三五”期间，国外对高铁、大功率机车的需求将成为国内铁路设备行业的新增需求。

而从去年下半年起，中国总理在与多国首脑会晤时多番推广中国高铁技术，体现出高层对高铁合作的重视。中国的“高铁外交”早在 2011 年前已经初见成效：2006 年，中国铁建牵头组成的合包集团获得土耳其安卡拉至伊斯坦布尔高速铁路项目二期工程全部两个标段；2009 年，在俄罗斯总理普京访华期间，中国铁道部和俄罗斯运输部签署了关于在俄组织和发展快速及高速铁路的备忘录；2011 年，胡锦涛主席访美，中国铁道部与美国通用电气公司签署高速铁路动车组技术转让备忘录；另外，中国还与老挝、巴西等国签署了高铁领域合作意向书或协议，与缅甸、波兰、印度和中亚部分国家达成了合作发展铁路的共识。不过，2011 年“7.23”动车事故后，中国高铁技术输出暂时放缓。经过两年的调整后，高铁对外合作再度重启。**国务院总理李克强公开表示，中国高铁技术先进，安全可靠，成本具有竞争优势，希望中泰加强铁路合作。**

2009 年，中国正式提出高铁“走出去”战略。次年，铁道部针对不同国家成立了十个工作小组，这一战略正式开始运作。中方参与筹建的欧亚高铁、中亚高铁和泛亚高铁，正是这一战略的三个方向。中国拟通过“技术置换资源”的方式，一方面推动中国与周边各国的联通，方便各国之间的贸易往来；另一方面也以此保障中国稀缺资源的进口，利于油路、气路畅通。中国工程院院士、著名铁路专家王梦恕介绍，泛亚高铁今年 6 月就要开工，而目前欧亚高铁和中亚高铁国内段或已开工，或正在推动，境外线路如何建设则处于谈判期。未来跨境高铁的建设将由中国出资金、出技术和出设备，有望拉动国内企业的铁路设备营收。

7、盈利预测与估值

在对公司进行盈利预测时，我们做如下假设：

- 公司 2013 年交付动车组 117 标准列，2014 年有望实现交付 184 标准列，同

时考虑大量动车组进入高级修阶段，2014 年动车组业务将实现 40% 上下的营收增长；2015 年有望实现交付 200 标准列，动车组业务将实现 10% 上下的营收增长。

- 公司机车业务 2014、2015 年将实现 15% 和 10% 上下的营收增长；
- 公司城轨地铁业务 2014、2015 年将实现 30% 和 40% 上下的营收增长；
- 公司非轨交业务（包括现代服务业务、战略新兴和通用机电业务）2014、2015 年将实现 5% 和 9% 上下的营收增长；

按照上面的假设和公司当前股本进行计算，我们预计公司 2014~2016 年 EPS 分别为 0.52、0.60 和 0.69 元，同比增长 31%、16% 和 15%，当前股价对应 2013、2014 年 PE 分别为 11.8 倍和 9.0 倍，PB 为 1.3 倍。

2014 年铁路设备采购额已由 1200 亿元上调至 1430 亿元以上，比 2013 年增长 30% 以上，利好整个铁路设备板块。具体到公司层面：

1) 公司营收将实现平稳增长。一方面“高铁新建线路通车+高铁配车密度提升”，2013 年下半年招标的两批动车组在 2014 年将交付约 184 列，同时铁总在 2014 年仍将启动大规模动车组招标，这为公司 2014 年动车组业务实现 40% 上下的增长、2015 年继续实现平稳增长提供保证；另一方面，公司大力开拓城轨地铁 BT 业务，未来城轨地铁业务营收将快速增长。

2) 公司盈利能力持续提升。未来电力机车的制动系统，动车组的网络控制、牵引和制动系统的逐步国产化为公司毛利率稳步提升提供一定可能。

3) 设备出口提升公司估值。李克强总理自去年下半年以来一直在推行高铁外交，希望与国外加强高铁方面的合作，而公司近期与南非签订的 57 亿元大型机车订单和阿根廷签订的 5 亿元内燃动车组订单，彰显了公司轨交的技术水平，已经实现从铁路货车这类低端轨交产品、到高端机车产品的大规模出口跨越，这使得未来动车组出口可期，一定程度上提升公司估值。

根据上面测算，公司当前股价对应 2013、2014 年 PE 分别为 11.8 倍和 9.0 倍，PB 为 1.3 倍。国内铁路设备板块可比公司横向比较来看（如表 6 所示），公司 2013 年静态市盈率、2014 年动态市盈率和当前市净率都为行业最低。公司自身纵向比较来看，历史最低静态市盈率为 10.5 倍，静态市盈率估值中枢为 21.7 倍，目前为 11.7 倍；历史最低市净率为 1.1 倍，市净率估值中枢为 1.8 倍，目前为 1.3 倍，均处于底部。在公司基本面不断向好的情况下，股价具有一定的向上空间，上调公司评级至“买入”。

表 6、铁路设备行业可比公司估值

公司	EPS				PE				PB	评级
	2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E		
中国北车	0.40	0.52	0.60	0.69	11.8	9.0	7.8	6.8	1.3	买入
中国南车	0.30	0.37	0.43	0.48	14.8	12.0	10.3	9.3	1.6	增持
永贵电器	0.64	0.82	0.98	1.22	51.6	40.3	33.7	27.1	3.7	增持
北方创业	0.57	0.71	0.87	1.03	33.7	26.9	21.9	18.5	3.8	增持

资料来源：兴业证券研究所

图 10、公司历史静态市盈率



图 11、公司历史市净率



数据来源：公开资料整理，兴业证券研究所

8、风险提示

2014 年铁路固定资产投资不达预期，铁路设备投资额不达预期，各地城轨地铁建设低于预期

附表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	70729	74659	84113	94327
货币资金	9332	11066	12338	13700
交易性金融资产	0	5	3	3
应收账款	30385	30366	33717	37517
其他应收款	1444	1386	1633	1847
存货	18640	21470	23881	27564
非流动资产	49430	51394	54056	53490
可供出售金融资产	91	87	88	88
长期股权投资	2027	2235	2483	2731
投资性房地产	84	88	87	87
固定资产	22707	25158	27015	26976
在建工程	5185	4746	4123	2561
油气资产	0	0	0	0
无形资产	9609	10249	10861	11473
资产总计	120159	126053	138169	147817
流动负债	74008	71683	78189	80792
短期借款	10615	12177	12784	9613
应付票据	8002	9985	11123	12351
应付账款	28025	27233	30336	33683
其他	27367	22287	23946	25146
非流动负债	6586	6428	6503	6603
长期借款	1415	1515	1615	1715
其他	5170	4913	4888	4887
负债合计	80593	78111	84692	87395
股本	10320	10320	10320	10320
资本公积	15483	15483	15483	15483
未分配利润	11275	16461	21912	28267
少数股东权益	1785	2006	2250	2512
股东权益合计	39566	45177	51145	58058
负债及权益合计	120159	123287	135838	145453

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	4226	5388	6241	7167
折旧和摊销	1954	2221	2593	2881
资产减值准备	1139	-443	215	154
无形资产摊销	248	232	255	280
公允价值变动损失	6	-3	0	0
财务费用	1095	1338	1409	1309
投资损失	-251	-250	-250	-250
少数股东损益	97	220	244	262
营运资金的变动	-3621	3627	3025	2956
经营活动产生现金流量	4887	4486	7145	8274
投资活动产生现金流量	-5801	-3416	-4660	-2019
融资活动产生现金流量	-330	665	-1213	-4893
现金净变动	-1265	1734	1272	1362
现金的期初余额	8380	9332	11066	12338
现金的期末余额	7114	11066	12338	13700

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	97241	110664	123380	137005
营业成本	80103	90776	101121	112278
营业税金及附加	628	575	617	685
销售费用	2018	2435	2714	3014
管理费用	7645	8853	9870	10960
财务费用	1127	1338	1409	1309
资产减值损失	1139	500	500	500
公允价值变动	-6	3	0	0
投资收益	251	250	250	250
营业利润	4826	6440	7399	8508
营业外收入	453	400	400	400
营业外支出	180	163	169	167
利润总额	5099	6676	7630	8741
所得税	873	1068	1144	1311
净利润	4226	5608	6485	7430
少数股东损益	97	220	244	262
归属母公司净利润	4129	5388	6241	7167
EPS(元)	0.40	0.52	0.60	0.69

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长性				
营业收入增长率	5.4%	13.8%	11.5%	11.0%
营业利润增长率	32.5%	33.4%	14.9%	15.0%
净利润增长率	21.4%	30.5%	15.8%	14.8%
盈利能力				
毛利率	17.6%	18.0%	18.0%	18.0%
净利率	4.2%	4.9%	5.1%	5.2%
ROE	10.9%	12.5%	12.8%	12.9%

偿债能力

资产负债率	67.1%	63.4%	62.3%	60.1%
流动比率	0.96	1.04	1.08	1.17
速动比率	0.70	0.74	0.77	0.82

营运能力

资产周转率	0.86	0.90	0.93	0.96
应收帐款周转率	3.62	3.54	3.77	3.76

每股资料(元)

每股收益	0.40	0.52	0.60	0.69
每股经营现金	0.47	0.43	0.69	0.80
每股净资产	3.66	4.18	4.74	5.38

估值比率(倍)

PE	11.75	9.00	7.77	6.77
PB	1.28	1.12	0.99	0.87

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn			
地址：上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层（200135） 传真：021-38565955					
北京地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
地址：北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609（100033） 传真：010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-82790526	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址：福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701（518035） 传真：0755-23826017					
海外销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
龚学敏	021-38565982	gongxuemin@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址：上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层（200135） 传真：021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本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。

本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。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限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，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。