

机械装备

2017年02月21日

中国中车 (601766)

——“全球产业链，中外比较谈”系列研究报告之一

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据： 2017年02月20日

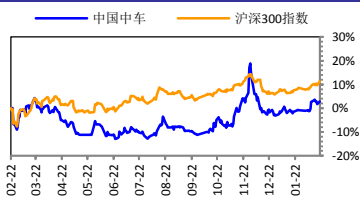
收盘价(元)	10.37
一年内最高/最低(元)	12.19/8.75
市净率	2.8
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	237657
上证指数/深证成指	3239.96/10329.00

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年09月30日

每股净资产(元)	3.68
资产负债率%	65.54
总股本/流通A股(百万)	28699/22918
流通B股/H股(百万)	-/4371

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《晨会推荐 140321》 2014/03/21
《个股推荐 2140321》 2014/03/21

证券分析师

曲伟 A0230515120003
quwei@swsresearch.com

研究支持

林桢 A0230116070001
linzhen@swsresearch.com

联系人

薄婷婷
(8621)23297818×7372
bopt@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- “一带一路”言行合一，高铁出海带动海外业务增长。“一带一路”带动“高铁出海”，我国正与俄罗斯、美国、巴西、泰国等 28 个国家洽谈高铁项目，已与 30 多个国家和地区建立合作。中车 2016 年上半年海外新签订单 148.8 亿人民币，同比增长 126%，2016 年底又签署澳大利亚维多利亚州政府高运量地铁车 (HCMT) 项目合同，合同总金额 20 亿美元 (约合 101 亿元人民币)。2016 年中车成功中标芝加哥 846 辆地铁车辆项目，刷新了我国向发达国家出口地铁车辆的新记录，产品进入发达国家市场已经成为常态。获得肯尼亚 56 台内燃机车订单、泰国 96 辆地铁订单、印度德里 76 辆地铁订单，陆续中标巴基斯坦、越南等既有市场，传统市场地位得到进一步巩固。随着中国标准动车组的获准生产，我国高铁在世界上的领先地位得以进一步巩固，中国高铁标准化、低成本、高效率的优势更加明显。2016 年新签海外订单合计突破 200 亿，预计中车海外订单将保持高速增长。
- 直接受益于 17 年铁路机车车辆投资触底反弹，预计中车铁路设备业绩大幅好转。2016 年高铁动车组招标较少的原因主要有两点：1) 需求的暂时性下滑；2) 铁总换届带来的政治周期影响。具体来看，两大影响均为暂时性的影响因素。11、12 年的新开工项目数是历史低点 (温州动车事故)，2011 仅有 15 个，2012 年仅 22 个。但是 2013 年开始，铁路的新开工项目显著恢复，我们预计 2018 年起全国新投产线路将恢复至较高水平，17 年开始机车车辆投资将触底反弹。2016 年底铁总换届完成，动车、机车、货车招标全面重启。预计未来三年动车组采购量维持 400-500 标准列/年水平，机车年均采购量达 600 台/年水平。中国中车是我国机车、动车的唯一供应商，铁路设备业务将充分受益于机车车辆投资触底反弹，出现大幅好转。
- 城轨建设持续高速增长，城轨业务将成中车成长板块。2015 年底我国城轨运营里程达 3618 公里，截至 2016 年 2 月，全国有 44 座城市获准建设城轨，规划总里程达 4705 公里。根据《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，2016~2018 年，我国将重点推进 103 个城市轨交项目前期工作，新建城轨 2000 公里以上。PPP 模式的不断推广，将有效解决部分城市地方财政财力不足的问题，进一步刺激城轨建设需求。2016 年下半年开始，城轨迎来通车高峰，受新投产线路新铺车需求和已有线路车辆加密需求综合作用，城轨车辆需求将持续增长，带动城轨业务成为中车的成长板块。
- 多元经营分散风险，新产业、现代服务业业务为业绩托底。中车新产业业务主要包括风电装备、高分子复合材料、新能源汽车、环保产业、重型机械、海工六大板块，现代服务业业务主要包括保险业务、投融资租赁业务、贸易业务、物流业务四大板块，业务规模稳定，有效分散轨交周期风险，为中车业绩托底。
- 首次覆盖，目标股价为 12.50 元，对应上涨空间 21%，给与“增持”评级。我们预计公司 2016-2018 年净利润为 130.15 亿元、135.45 亿元、153.52 亿元，EPS 分别为 0.48、0.50、0.56 元。公司在国内无实质竞争者，国铁周期反弹，海外业务预增，城轨持续成长，多元经营托底，给与 17 年 25 倍 PE，目标股价为 12.50 元，对应上涨空间 21%。首次覆盖，给与“增持”评级。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	241,913	147,060	234,612	271,248	311,360
同比增长率(%)	102.06	-1.01	-3.02	15.62	14.79
净利润(百万元)	11,818	7,520	13,015	13,545	15,352
同比增长率(%)	122.36	-5.54	10.12	4.07	13.34
每股收益(元/股)	0.43	0.28	0.48	0.50	0.56
毛利率(%)	20.2	22.5	19.5	19.7	19.7
ROE(%)	12.2	7.5	11.4	10.6	10.7
市盈率	24		22	21	19

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

我们认为公司业务将迎来新的增长期，国铁周期反弹，海外业务预增，城轨持续成长，多元经营托底，首次覆盖，给与“增持”评级。我们预计公司 2016-2018 年净利润为 130.15 亿元、135.45 亿元、153.52 亿元，EPS 分别为 0.48、0.50、0.56 元。给与 17 年 25 倍 PE，目标股价为 12.50 元，对应上涨空间 21%。

关键假设点

“十三五”期间铁路投资维持 8000 亿元/年以上高位；

一带一路持续推进，海外市场拓展顺利；

城轨市场持续爆发，迎来通车高峰期。

有别于大众的认识

行业角度：机车车辆投资触底反弹，“一带一路”持续推进。国内市场：2016 年底开始，动车、机车招标全面恢复，受益于货运需求反弹、城际铁路接棒、高铁动车加密三条主线共同作用，预计 2017 客货两旺，将成为国铁车辆采购大年。国际上，随着“一带一路”和高铁外交持续推进，陆上丝绸之路高铁建设初见成效，中国中车车辆技术低成本、高技术，优势突显，海外市场成新增长点。

战略角度：公司轨交龙头地位稳固，跨国经营持续推进。中国中车战略以转型升级、跨国经营为主线展开：稳步抓紧国内轨交发展机遇，不断开拓海外市场，寻求业绩新增长；积极拓展高新产业与现代服务业，公司资本运作与抗风险能力显著增强。

业绩角度：中国中车手握巨额订单，海外订单爆发。2015 年，中车新签订单 2875 亿，其中国际业务订单 57.81 亿元，期末在手订单达 2144 亿。2016 年新增订单超过 1000 亿，其中海外订单突破 200 亿。我们预计，未来三年公司业绩增速复合 10%以上，其中海外市场成为业绩新亮点。

估值角度：国际比较来看，中国中车享有一定的估值溢价。目前，在 A 股上没有与之匹敌的竞争对手。放眼国际，由于中车轨交板块毛利润、营收规模以及技术都远领先国际竞争对手，市场给予中国中车更多市场信心，中国中车享有一定的估值溢价，其市盈率高于庞巴迪、阿尔斯通、西门子和川崎重工等国际轨交巨头具有一定的合理性。

股价表现的催化剂

轨道交通投资力度超预期，海外市场拓展超预期

核心假设风险

轨道交通投资力度不及预期，海外市场拓展不及预期

目录

1. 中国中车：世界级轨交龙头，积极拓展海外市场	7
1.1 业务概况：布局轨交装备全产业链，积极发展新产业与现代服务业	7
1.2.公司战略：强化轨交装备主体业务，多元化经营分散风险	9
1.3 股权结构：国资委控股，参控股企业达 54 家	13
2. 国际比较：我国轨交仍存较大空间，中车业务持续受益	14
2.1 铁路建设：路网密度与发达国家差距明显，密度增加是必然趋势	14
2.2 城轨建设：我国城轨建设处于起步阶段，城市化助推城轨需求爆发	15
2.3 动车技术：中国后来者居上，国际比较优势明显	16
3.铁路设备：车辆投资触底反弹，铁路业务预期改善	18
3.1 动车组：高铁客运持续向好，动车组业务触底回升	18
3.2 客车：普铁客运分流严重，客车业务持续萎缩	23
3.3 机车货车：货运需求抬头，机车货车招标触底反弹	26
4.城轨设备：城轨建设持续爆发，城轨业务高速增长	28
4.1 政策助力城轨产业发展，行业进入高速增长期	28
4.2 中车城轨业绩亮眼，产品覆盖城轨全产业链	31
4.3 产业板块互补增效，新产业业务支持城轨发展	32
5. 新业务板块：新业务发展平稳，有效分散风险	33
5.1 新产业业务：自身技术优势出发，形成核心竞争力	33
5.2 现代服务业：提升资本运作能力，开拓第三产业业务	36
6. 盈利预测与估值	37
6.1 盈利预测	37
6.2 投资逻辑	39
6.2 估值与评级	40

图表目录

图 1: 公司营收逐年递增, CAGR 为 19%.....	8
图 2: 2015 年归母净利润增至 118 亿元, CAGR 达 27%.....	8
图 3: 2015 年中国中车轨交设备业务贡献总营收的 61.26%.....	8
图 4: 2015 年中国中车轨交相关营收规模全球第一.....	9
图 5: 2015 年中国中车轨交相关营业利润率高达 22%.....	9
图 6: 以“服务+制造”为核心的轨交设备业务.....	10
图 7: 中国中车涉足多种新领域.....	10
图 8: 全球主要轨交设备供应商皆采取多元化经营策略.....	11
图 9: 中国中车海外市场增长迅猛, CAGR 到达 32.5%.....	11
图 10: 2015 年公司海外市场营收占比仅有 11%.....	11
图 11: 2015 年阿尔斯通总收入地区分布.....	12
图 12: 2015 年庞巴迪总收入地区分布.....	12
图 13: 2015 年川崎重工总收入地区分布.....	12
图 14: 2015 年美国通用总收入地区分布.....	12
图 15: “三元合一”, 中国中车拥有完善的研发体系.....	12
图 16: 2015 年中国中车研发投入处于行业前列.....	13
图 17: 中国中车研发费用投入呈上升态势.....	13
图 18: 截至 2016 第三季度股东结构图.....	13
图 19: 2015 年中国铁路密度仅是德国的九分之一.....	14
图 20: 2015 年我国人均铁路线长度不足 1 公里/万人.....	14
图 21: 2016 年中国高铁规模世界第一.....	15
图 22: 2016 年中国高铁密度仅是西班牙的 25.8%.....	15
图 23: 上海、北京地铁密度处于世界级城市中下游水平.....	16
图 24: 中国动车组具有明显的价格优势.....	17
图 25: 动车相关业务营业额增加, CAGA 达 20.6%.....	19
图 26: 2015 年动车相关业务占铁路装备的 59%.....	19
图 27: 公司动车组产品线.....	19
图 28: 近年来我国高铁客运量飞速增长.....	19

图 29: 高铁在公共交通中重要性日益突出	19
图 30: 高铁营业里程持续走高, CAGA 达 30%	20
图 31: 2016 高铁占铁路营运比例攀升至 17.7%	20
图 32: 铁路固定资产投资连续 3 年破 8000 亿	20
图 33: “八横八纵”铁路扩容, 高铁成主力	21
图 34: 世界高铁计划新增里程 (公里)	23
图 35: 预计 2020 年我国动车组拥有量达 32541 辆	23
图 36: 预计 2017-20 年动车组采购量达 439 标准列/年	23
图 37: 2015 年我国普铁客运量有所缩减	24
图 38: 近年来普铁的客运量相对减少	24
图 39: 铁路客车产量逐年下降, CAGR-14.5%	24
图 40: 近年来中铁建投采购客车数量总体呈下降趋势	24
图 41: 中车客车营收存在波动性, “十二五” CAGR 仅有 0.6%	25
图 42: 货车业务逐年缩减, CAGR 为-26%	27
图 43: 机车业务发展平稳, CAGR 为-3%	27
图 44: 2016 年货运量持续回暖	27
图 45: 2016 年煤炭和钢材价格反转走高	27
图 46: 2016 年起货车招标量底部反转	27
图 47: 2017 年起机车招标大幅好转	27
图 48: 2016 年新增城轨里程持续走高	28
图 49: “十二五”全国城轨投资额持续走高	28
图 50: 以地铁为主导, 中国轨交制式呈现多元化	28
图 51: 地铁运营里程持续走高, CAGA 达 15%	29
图 52: 有轨电车成城轨交通新力量, CAGA 达 54.1%	29
图 53: 2014 年城区人口在 100-200 万人及以上的城市数达到 143 个	30
图 54: 中国中车城轨领域营收逐年增长, CAGR 为 14.36%	31
图 55: 预计中国中车新产业业务稳中有进	33
图 56: 我国风电基建完成额高位运行	34
图 57: 时代新材营收维持高增长	34
图 58: 时代电动取得多项国家级企业资质认证	35

图 59: 华腾环保积极“下车”涉足公用环保领域	35
图 60: 中车重工主要业务为工程机械制造	35
图 61: 中车汉格业务涵盖船舶动力及减震等方面	35
图 62: 中华联合保险营收持续增长	36
图 63: 中华联合保险盈利持续增长	36
图 64: 中国中车占中车金融租赁公司 41%的股份	36
图 65: 中车投资租赁大事记.....	36
图 66: 中国中车历史 PE 概览.....	40
表 1: 中国中车业务广泛	7
表 2: 中国中车是全球拥有最完备车轨装备产品线的供应商之一	7
表 3: 中国铁路总公司是中国中车最大采购商.....	9
表 4: 截至 2016 年, 中国运营地铁密度远低于发达国家	15
表 5: 中国动车运营时速高、载运大.....	17
表 6: 高铁动车部件国产化空间依旧存在.....	18
表 7: 2016 年中车负责的轨交国家重点专项	18
表 8: 动车组招标量保持约 400 列/年, 单位 (列)	21
表 9: 高铁海外项目全球铺开	22
表 10: 客车主要新造和修理基地相对较少	24
表 11: 预计 2020 年普客保有量达到 8.02 万辆, “十三五”保有量 CAGR 为 4.27%... 25	
表 12: 货车主要新造和修理基地多	26
表 13: 2016-2018 年城市轨道交通《三年行动计划》	29
表 14: 预计 2020 年我国城轨车辆拥有量将达 4.77 万辆, 保有量 CAGA 达 17.92% 30	
表 15: 中国中车城轨产品基本覆盖全产业链	31
表 16: 子公司城轨产品覆盖范围广泛, 车辆制造为产品核心	32
表 17: 国外城轨设备供应商技术发展方向	33
表 18: 中车新产业之于城轨设备的协同性大	33
表 19: 中国中车关键假设表.....	38
表 20: 中车国际竞争财务数据	40

1. 中国中车：世界级轨交龙头，积极拓展海外市场

1.1 业务概况：布局轨交装备全产业链，积极发展新产业与现代服务业

双车合璧，中国中车重启王者征程。中国中车是 A+H 股上市公司，由中国南车和中国北车在 2014 年底按照对等原则合并组建。中国中车承继了南北车的全部业务和资产，承继了中国轨道交通装备制造业的百年积淀。公司主要经营范围覆盖铁路装备、城轨装备、新产业业务、现代服务业务等。

表 1：中国中车业务广泛

公司业务	详细经营内容
铁路装备业务	机车业务；动车组和客车业务；货车业务；轨道工程机械业务
城轨与城市基础设施业务	非铁路总公司采购的城际动车组、市域列车；城市轨道交通车辆；城轨工程总包
新产业业务	通用机电业务；新能源装备业务；新材料业务等
现代服务业务	金融类业务；物流、贸易类业务等
国际业务	中标伊朗地铁项目；中标香港史上最大地铁采购；首次进入欧洲市场；获得以色列 120 列轻轨车订单；南非本地化电力机车成功下线；美国波士顿地铁项目成功奠基；首个海外制造基地在马来西亚投产；与美合资货车公司首批样车开始生产等

资料来源：中国中车 2015 年报，申万宏源研究

轨交全产业链布局，是全球仅有综合性产品供应方案供应商之一。中国中车的产业链不仅横跨机车、货车、客车、动车组、城轨和信号系统等多个领域，且各车辆型号和配套服务齐全，赋予了中国中车为客户打造综合性产品供应解决方案的能力。在国际范围中，仅有轨道交通制造巨头西门子、庞巴迪、阿尔斯通与川崎重工的产品线相对完善，能够与之匹敌。而美国通用、EMD 与 Chittaranian 等大多数车轨装备供应商的产品种类相对单一。

表 2：中国中车是全球拥有最完备车轨装备产品线的供应商之一

地区	品牌	机车	货车	客车	动车组	城轨	信号系统
中国	中国中车	√	√	√	√	√	√
欧洲	阿尔斯通	√	√	√	√	√	√
	庞巴迪	√	√	√	√	√	√
	西门子	√	√	√	√	√	√
	Uralvagonzavod		√				
	Azovmash		√				
美国	通用电气	√	√	√			
	EMD	√	√	√			
	Trinity		√				
日本	川崎重工	√	√	√	√		
印度	RCF			√			
	ICF			√			
	Chittaranjan	√	√	√			

资料来源：申万宏源研究

公司总营收年年攀升，2015 年归母净利润首次突破 100 亿元。中国中车自 2007 年以来，每年营收和归母净利润均逐年递增，势态良好。2015 年度实现营收创新高，达 2419 亿元，平均增长率高达 19%；归母净利润首次突破 100 亿元，达到 118 亿元，平均增长率逾 27%。这表明中国中车增长势头强劲，业绩突出，盈利能力进一步强化。然而，2016 年的前三季度营收与归母净利润与上年同期相比略有回落，这主要是今年招标较晚的缘故。

图 1：公司营收逐年递增，CAGR 为 19%

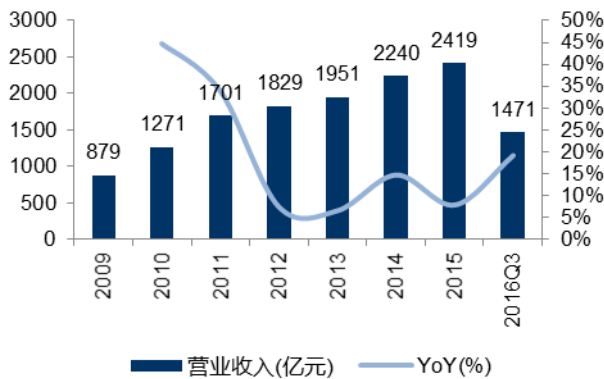
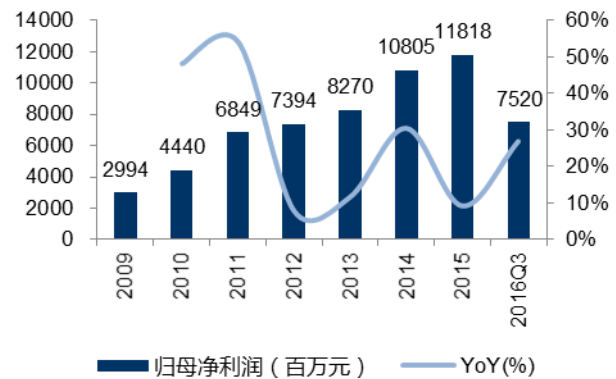


图 2：2015 年归母净利润增至 118 亿元，CAGR 达 27%

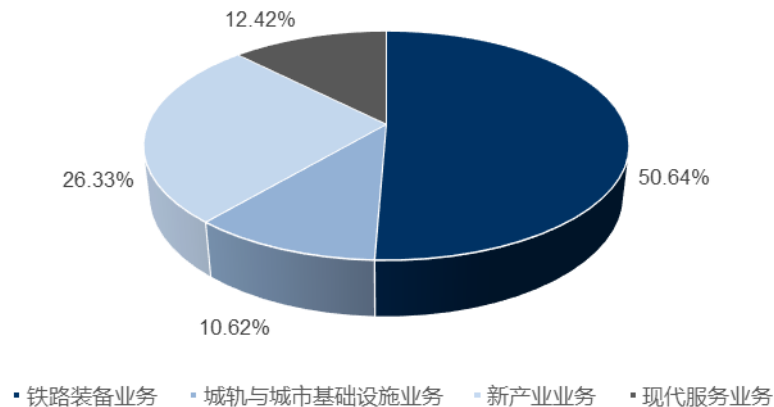


资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

核心轨交装备业务营收、利润率双双雄冠全球第一。2015 年中国中车的轨交装备业务全年贡献约 61.26%，主要由铁路装备业务及城轨与城市基础设施业务构成，分别占比 50.64% 与 10.62%。新产业包括风电装备、高分子复合材料等，占 26.33%；以金融、物流贸易为核心的现代服务业约占总体收入的 12.42%。

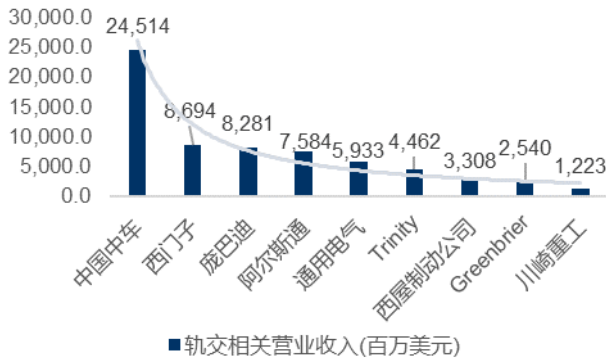
图 3：2015 年中国中车轨交设备业务贡献总营收的 61.26%



资料来源：wind 数据库，申万宏源研究

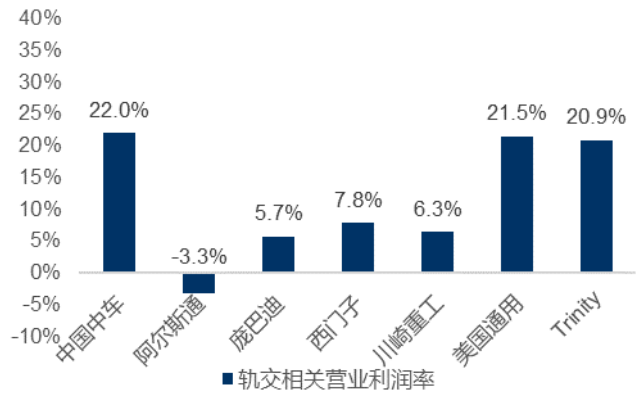
2015 年南车北车合并之后，全球轨交装备行业格局发生重大改变。营收水平的国际比较：中国中车轨交设备相关营业额高达 245.14 亿美元。西门子运输、庞巴迪运输以及阿尔斯通分列第二、三、四位，车辆设备及相关的营业收入分别是 86.94 亿美元、82.81 亿美元和 75.84 亿美元。中国中车该行业的总收入是西门子与庞巴迪营业收入之和的 1.55 倍。盈利水平的国际比较：中国中车的轨交相关的营业利润率高达 22%，居全球主要轨交设备提供商之首；美国通用与 Trinity 分别以 21.5% 和 20.9% 居二、三位。欧洲是法国阿尔斯通的主要市场，由于欧洲经济危机，导致大量政府投资项目推迟，客户清偿力下降，阿尔斯通运营面临困境。

图 4：2015 年中国中车轨交相关营收规模全球第一



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

图 5：2015 中国中车轨交相关营业利润率高达 22%



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

中车最大客户是中国铁路总公司，订单对国家政策依赖强。中国中车目前的订单合同主要来自铁路设备、城轨设备及风力发电相关业务。风力发电的主要客户包含新疆金科、华能定边、运达风力；城轨设备相关收入主要来自地方城市轨道交通公司或地铁集团，少量来自海外市场；铁路设备的采购商以中国铁路总公司及其相关铁路局为主，海外订单比重目前极小。中国铁路总公司是由中央管理的正部级国有独资企业，主要负责拟定铁路投资建设发展规划和政策的行政职责，隶属于交通运输部。铁总是中国中车最大的客户，因此，中车潜在业绩对国家政策依赖性强。

表 3：中国铁路总公司是中国中车最大采购商

合同性质	主要买方
动车组相关	中国铁路总公司及相关铁路局/国外交通部或铁路局
地铁相关	地方城市轨道交通公司或地铁集团公司/海外
机车相关	中国铁路总公司及相关铁路局/中国机械设备工程、中国桥路工程/海外铁路局
风力发电	新疆金风科技/华能定边/海阳中电建风力发电/运达风电
货车相关	中国铁路总公司/中铁建投/中国机械进出口/海外
客车相关	中国铁路总公司各相关铁路局/中国机械进出口/大秦铁路
城际列车	地方城际轨道公司
有轨电车	红河州现代有轨电车/苏州高新有轨电车

资料来源：申万宏源研究

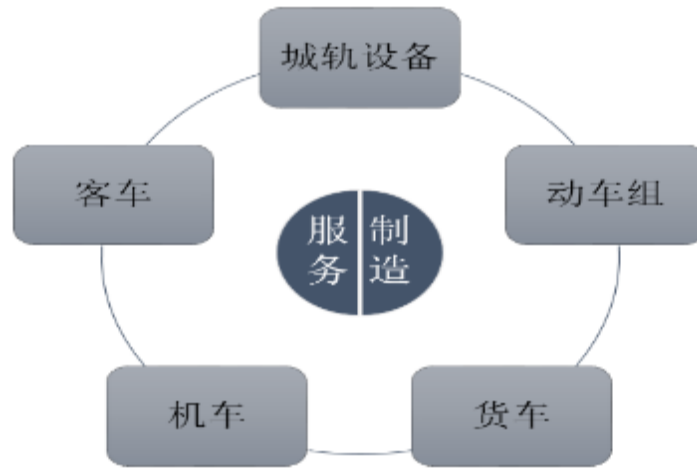
1.2. 公司战略：强化轨交装备主体业务，多元化经营分散风险

扎根轨交装备业务，推动公司多领域经营。结合国家有关产业发展以及对主要目标市场的综合分析，中国中车“十三五”期间战略规划的思想为：以中长期发展战略为指引，以转型升级、跨国经营为主线，以稳增长、调结构、强素质为主基调，坚持创新、协同、融合、高端的发展理念，实现更高质量、更有效率和更可持续发展，为成为以轨道交通装备为核心，全球领先、跨国经营的高端装备系统解决方案供应商奠定坚实基础。

铁路+城轨装备业务：抓住国内轨交稳步发展机遇。推进技术创新和管理提升，优化业务结构和资源配置，加强协同平台建设，探索业务模式创新，核心技术引领行业发展，加快由提供产品向提供全面解决方案、由制造型企业向“制造+服务”转变；对城轨与城市基础设施业务来说，抓住国家加快推进城镇化建设、大力发展绿色公共交通的机遇，以提供

城市轨道交通全链条系统解决方案为发展方向,以产融结合和产业转型为发展路径, 延展城市轨道交通相关功能设施和城轨产业链, 通过整合、并购、合资、合作等手段, 发展信号、供电系统、运营等强相关业务, 建立差异化的竞争优势。

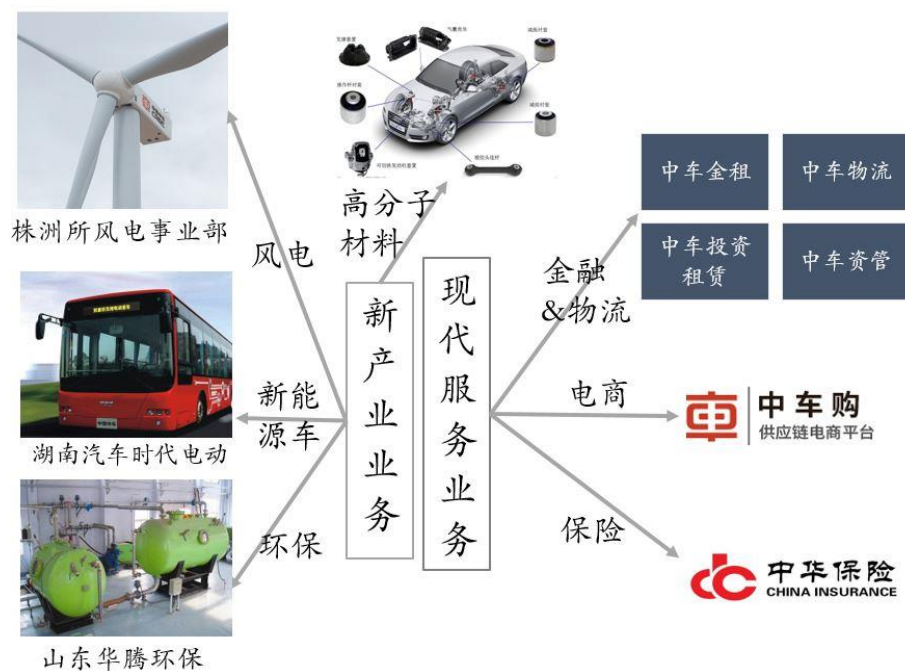
图 6: 以“服务+制造”为核心的轨交设备业务



资料来源: 公司资料、申万宏源研究

新产业业务+现代服务业务: 积极创新, 增加未来核心竞争力。对于新产业业务, 通过创新产业投融资渠道、创新业务模式和探索新的体制机制, 以风电装备、高分子复合材料、环保产业、新能源汽车为重点, 培育一批核心竞争能力突出、行业地位领先的未来发展业务群; 对于现代服务业务, 依托金融与类金融业务和物流业务, 立足中车品牌, 专注产融结合, 优化存量业务, 拓展增量业务, 境内外并举、内外部结合, 引入新体制、新机制和高端人才, 培育高利润业务群。

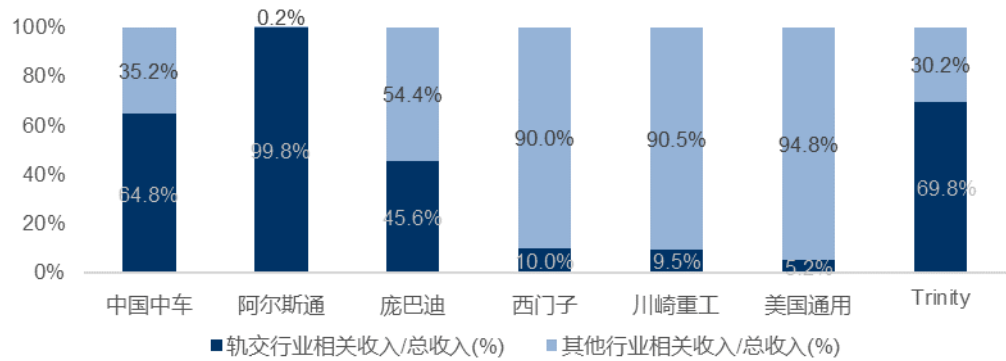
图 7: 中国中车涉足多种新领域



资料来源: 公司网站群, 申万宏源研究

中国中车多元经营与世界轨道交通装备供应商的战略选择契合。据德国权威咨询机构 SCI Verkehr 公司研究，世界主要轨道交通设备制造供应商包括中国中车，欧洲的阿尔斯通和西门子，北美的美国通用、庞巴迪和 Trinity 以及日本川崎重工。西门子与通用电气的经营体现于跨行业与多元化，涵盖医疗、能源、电子科技等领域，以协作方式实施相关价值链运作，轨交设备及技术服务营收贡献 10%。川崎重工平行覆盖多个机械子行业，其中轨交设备与技术服务相关收入占产品链的 9.5%。庞巴迪采用“商务飞机+交通运输”两驾马车并进的发展模式，主要收入来自轨交设备。Trinity 同样在机械设备、建筑与能源等领域不断尝试。2015 年，阿尔斯通另一主要业务——能源业务被美国通用以 881 亿元战略收购，重新专注于轨道交通设备与技术产品。

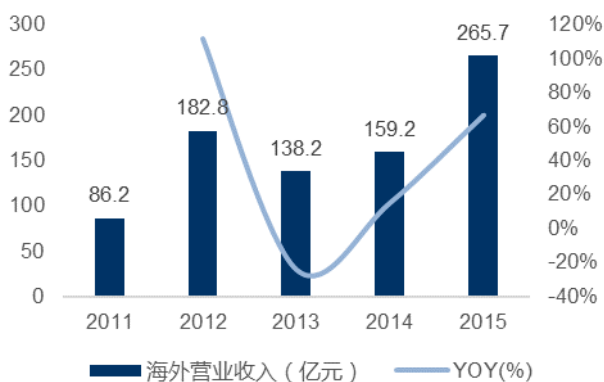
图 8：全球主要轨交设备供应商皆采取多元化经营策略



资料来源：彭博数据库，申万宏源研究

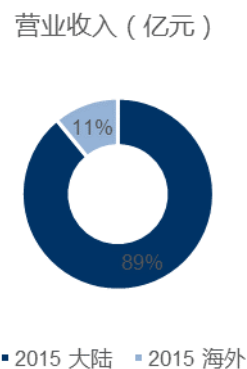
国际业务发展迅速，充满潜力。公司海外业务收入逐年递增，逐渐扩张，平均增长率达 32.5%。国内积累的成熟经验、逐渐体现的技术差异化优势以及政府大力支持的“一带一路”、“走出去”国家战略扶持，使得中国中车在国际竞标中优势不断增强，中标概率显著提高。但从收入结构看，2015 年中国中车海外业务收入为 266 亿，仅占总收入的 11%。

图 9：中国中车海外市场增长迅猛，CAGR 到达 32.5%



资料来源：公司 2015 年报，申万宏源研究

图 10：2015 年公司海外市场营收占比仅有 11%

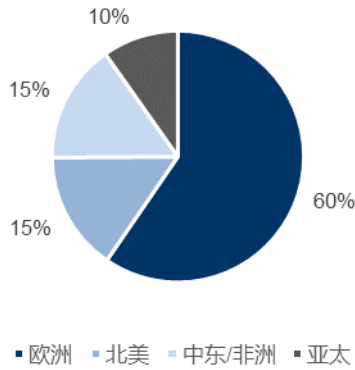


资料来源：公司 2015 年报，申万宏源研究

中国中车海外收入占比严重低于主要对手，国际动车业务待开拓。世界主要轨道交通设备供应商皆定位全球市场，业务分散遍及全球。2015 年，阿尔斯通、美国通用、川崎重工和庞巴迪来自本土的收入分别占总收入的 10%，7%，41%和 45%。海外市场收入份额全部超过 50%。相比而言，中国中车的收入比例正好相反，89%的营收来自国内市场。此

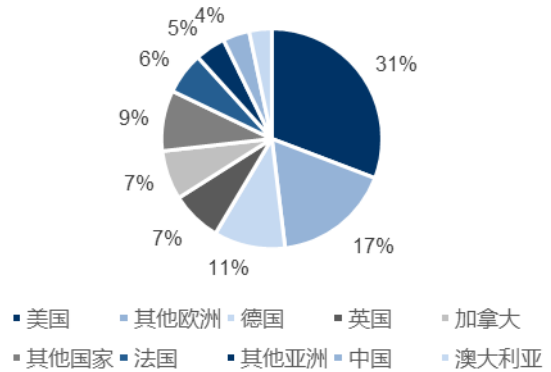
外，中车出口订单以地铁车辆为主；近两年动车国际化输出仅有一单。中国中车面临竞争是全球性的，在占稳内市场份额的同时，必须加强国际竞争力，加速“走出去”布局全球战略。

图 11：2015 年阿尔斯通总收入地区分布



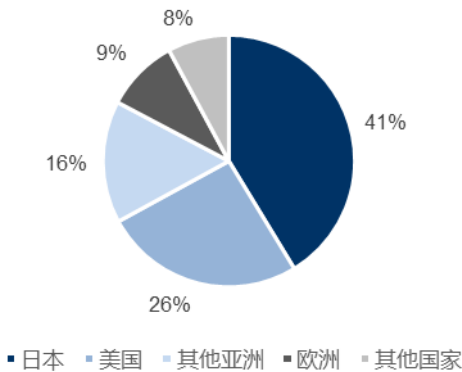
资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

图 12：2015 年庞巴迪总收入地区分布



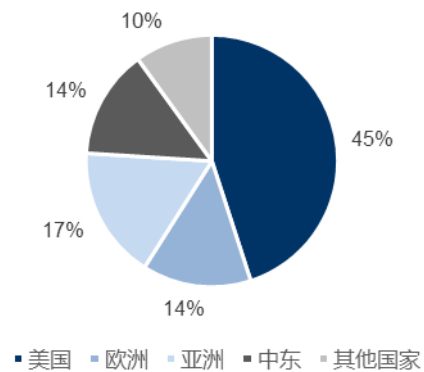
资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

图 13：2015 年川崎重工总收入地区分布



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

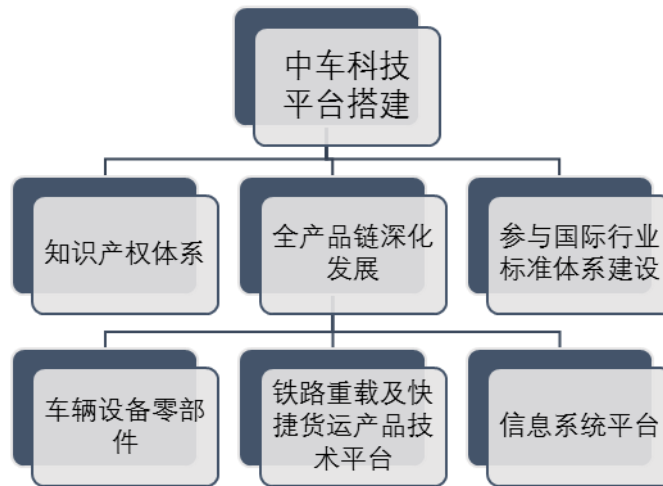
图 14：2015 年美国通用总收入地区分布



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

技术革新，打造“中车创造”品牌。中国中车坚持“三元合一”的全平台推进，建立全球范围内的差异化竞争优势，坚持在实践中不断革新。打造完善适应国际化发展、兼顾国内市场需求的全产品链发展，覆盖轨道交通装备、信息系统和核心部件；积极构建知识产权保护体系；参与推动国内、国际轨道交通装备技术标准体系建设。中国中车积累了大量实战经验。截至 2015 年，由中国中车生产的机车总保有量达 23000 台，其中国铁机车约 19300 台，路外机车约 5700 台，海外机车约 3000 台。由中国中车生产的城轨车辆（含已交付及待交付）在国内的保有量高达 32000 余辆。2016 年 4 月 27 日，世界首列商用型燃料电池 / 超级电容混合动力 100% 低地板现代有轨电车在中国中车诞生；同年 7 月，“中车制造”中国标准动车组完成了世界首次绝对时速 420 公里、相对时速 840 公里的会车试验。

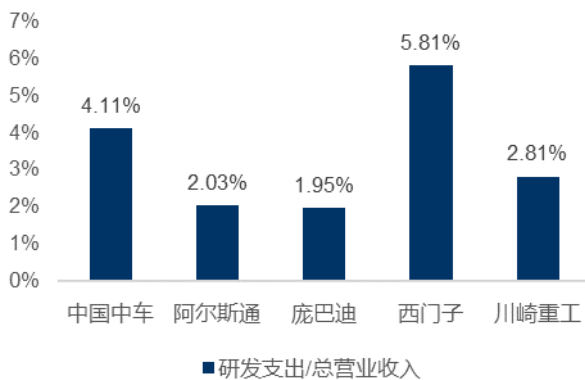
图 15：“三元合一”，中国中车拥有完善的研发体系



资料来源：公司材料，申万宏源研究

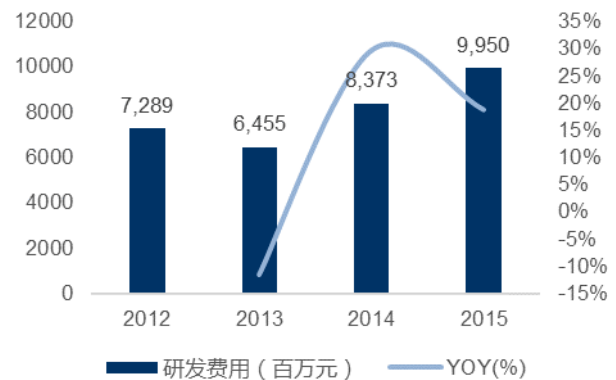
中国中车研发投入领先全球轨道交通设备供应商，致力保持领先科创力。中国中车已经初步建立了相对完善的技术创新管理体系，保障资金和物资投入。如今，中国中车已经成立 9 家海外研发中心、50 个省部级研发机构、一批专项技术研发中心充分发挥作用。2014 年底，中国南、北车合并。不考虑重复投资下，以 2012 至 2014 年两车研发费用简单加总，可分别得到 72.89 亿元，64.55 亿元，83.73 亿元，研发费用总体呈上升态势。2012~2015 年，中国中车的研发费用占收入比保持在 3.5% 以上，呈上升趋势。中国中车的研发支出占比处于高位，仅次于西门子，而阿尔斯通与庞巴迪的研发费用占收入比仅接近 2%。中国中车在研发上继续发力，科研潜能将进一步扩大。

图 16：2015 年中国中车研发投入处于行业前列



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 17：中国中车研发费用投入呈上升态势

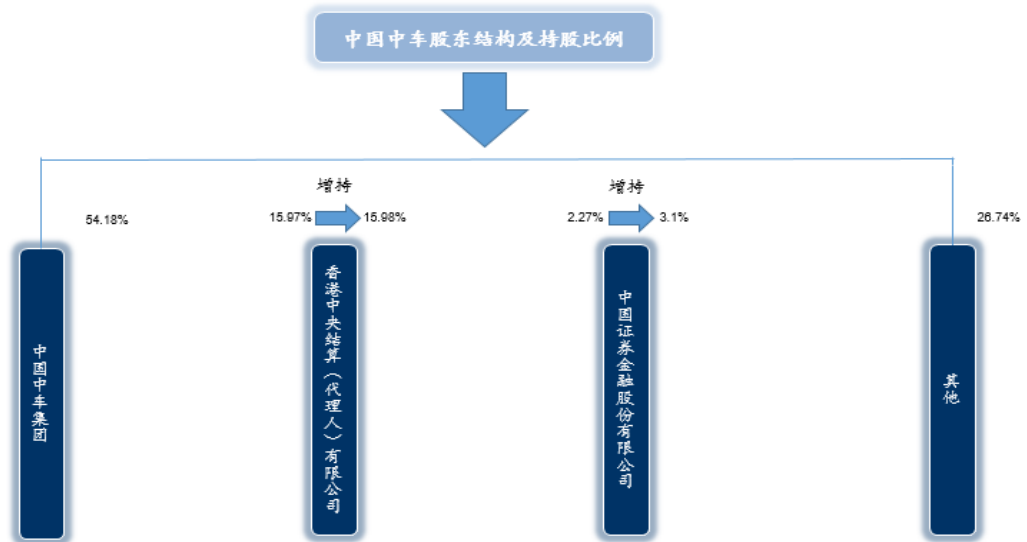


资料来源：WIND，申万宏源研究

1.3 股权结构：国资委控股，参控股企业达 54 家

公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，最大股东为中国中车集团公司，控股率达 54.18%。截至 2016 年第三季度，中国中车集团持股 147.86 亿股，占总股本 54.18%；香港中央结算（代理人）有限公司持股 43.6 亿股，占总股本 15.98%；中国证券金融股份有限公司持股 8.47 亿股，占总股本 3.1%。公司股权结构稳定集中，且近两年没有显著变化。

图 18：截至 2016 第三季度股东结构图



资料来源：公司财报,申万宏源研究

公司控股或参股企业 54 家，持股比例极高，对其中 42 家达到 100% 控股。日立永济电气(西安)设备公司是中国中车的合营企业，中车持股 50%；中国中车参股株洲时代新材，控股北京北车中铁轨道交通装备公司、中车信息技术公司、中车长客、四方机车等其余 52 家企业。（详见附录）

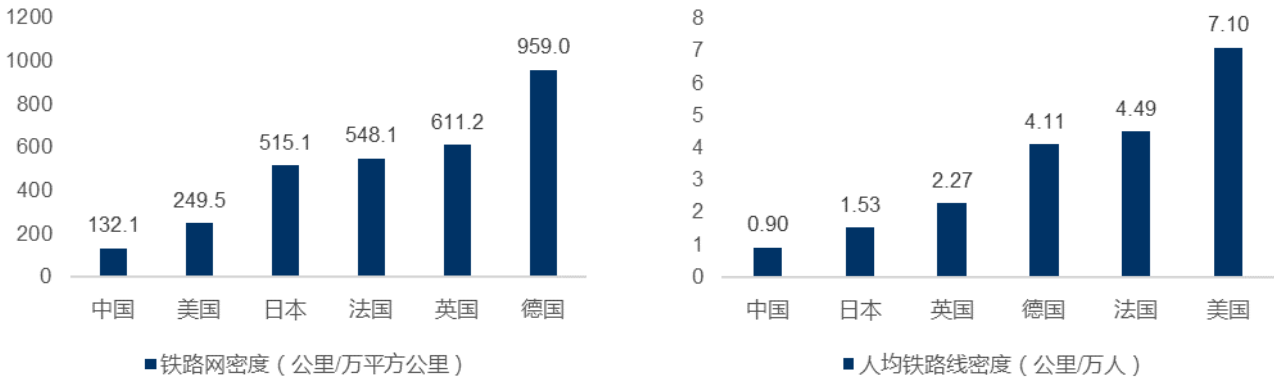
2. 国际比较：我国轨交仍存较大空间，中车业务持续受益

2.1 铁路建设：路网密度与发达国家差距明显，密度增加是必然趋势

铁路密度与发达国家差距悬殊。铁路建设需求主要源于货运需求与客运需求。相比于多数发达国家，发展铁路建设更符合我国现阶段国情。中国国土面积大、人口密度高、人均 GDP 偏低，而铁路运输比航空运输价格低廉，比公路设施更适合全距离运输。目前，中国铁路营运里程数在规模排名世界第二，约 124 万公里。美国拥有全世界的规模最大的铁路网，线路长度连续 6 年保持在 228 万公里左右。从铁路密度与人均铁路线路看，2015 年中国铁路密度为 132.1 公里/万平方公里，仅是德国铁路密度的九分之一；中国人均铁路线长度也远低于发达国家水平，人均铁路线长度不足 1 公里/万人，铁路建设与发达国家差距悬殊，路网完善需求带来的铁路发展空间大。

图 19：2015 年中国铁路密度仅是德国的九分之一

图 20：2015 年我国人均铁路线长度不足 1 公里/万人



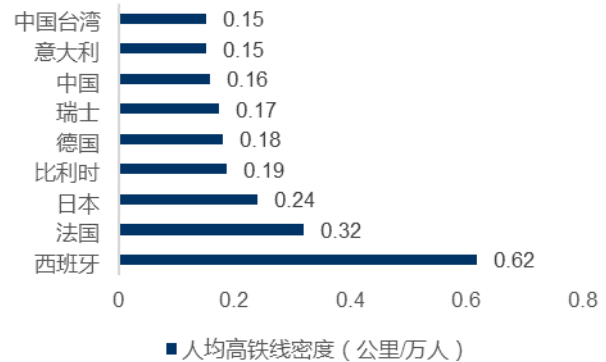
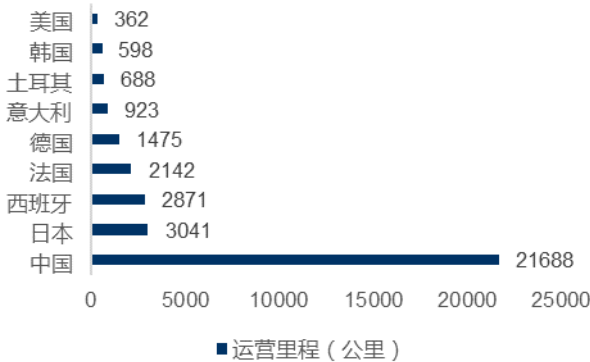
资料来源: wind, 申万宏源研究

资料来源: wind, 申万宏源研究

中国高铁规模世界第一, 人均高铁长度居中游。据 UIC 统计, 截至 2016 年底, 全球共 20 个国家拥有或在建高铁, 其中欧洲国家 11 个、亚洲国家或地区 7 个, 其他地区包括美国和摩洛哥。预计到 2020 年, 全球拥有高铁的国家将增至 23 个, 高铁运营里程约 54716 公里。2016 年, 中国高铁运营里程约 21688 公里, 占全球总量的 62%, 总规模世界第一。从人均高铁里程看, 中国处于世界中游水平, 为 0.16 公里/万人, 约是西班牙的四分之一。高铁覆盖率水平还有发展空间。

图 21: 2016 年中国高铁规模世界第一

图 22: 2016 年中国高铁密度仅是西班牙的 25.8%



资料来源: UIC, 申万宏源研究

资料来源: UIC, 世界银行, 申万宏源研究

2.2 城轨建设: 我国城轨建设处于起步阶段, 城市化助推城轨需求爆发

我国城轨密度总体低于发达国家, 城镇化助推城轨需求。改革开放三十年, 我国城市化进程加速, 城市空间不断向郊区、农村辐射蔓延, 居民工作与住宅地距离不断增加。城市公路建设目前无法满足交通需求, 加上人们对绿色出行愈发重视, 城轨建设迅速发展, 城轨密度不断走高。与城镇化水平高的发达国家比较, 我国以地铁为代表的城轨密度依旧较低。截至 2016 年, 中国人均在运营地铁里程与站点数分别是 0.021 公里/万人, 是美国的 51%, 英国的 33%, 法国的 10%; 人均站点拥有数位 0.017 个/万人, 是德国的 34%, 法国的 23.6%。随着中国城镇化加深, 城市交通运力不足问题加剧, 中国城轨需求将进一步扩大, 城轨密度将不断向发达国家靠拢。

表 4: 截至 2016 年, 中国运营地铁密度远低于发达国家

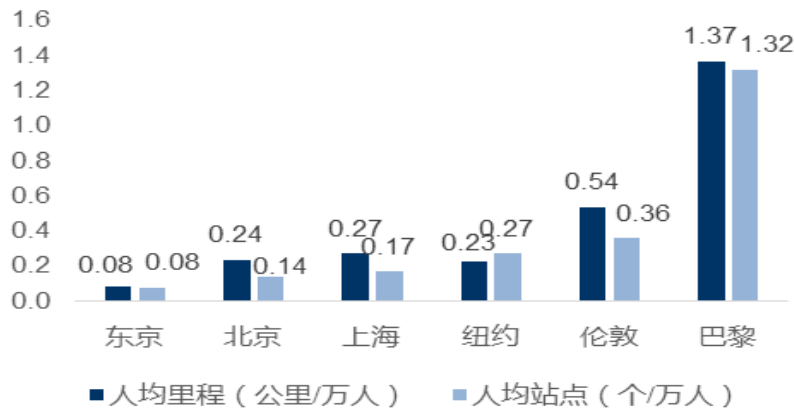
运营里程	人口	站点数	城市运营	人均里程	人均站点
------	----	-----	------	------	------

	(公里)	(万)	(个)	(个)	(公里/万人)	(个/万人)
中国	2880.3	137122.00	2369	28	0.021	0.017
美国	1,306	32141.88	1051	12	0.041	0.033
法国	1306	6680.84	483	6	0.195	0.072
英国	412.4	6513.82	285	2	0.063	0.044
日本	756.9	12695.85	740	10	0.060	0.058
德国	385.7	8141.32	406	4	0.047	0.050

资料来源: Wiki 整理, 申万宏源研究

我国特大城市城轨密度与世界主要城市仍存在差距, 轨交有改善空间。北京、上海、广州和深圳是中国的特大城市, 城市化水平甚至赶超国外发达国家的多数城市, 高经济化水平吸引着全国人才聚集。北京、上海在 2015 年全世界人口最多的十大城市占据两席。由于人口众多, 城市交通负荷巨大。与世界级城市相比, 上海和北京的地铁密度低。其中, 北京人均地体运营里程约 0.24 公里/万人, 人均拥有站点数仅有 0.14 站/万人, 远低于巴黎的 1.37 公里/万人和 1.32 站/万人。纽约地铁运营里程世界最长, 达 424.4 公里, 站点数世界最多, 达 407 个, 线路超过 20 条。因此, 我国特大城市轨交存在改善空间, 轨交设施有望进一步完善。

图 23: 上海、北京地铁密度处于世界级城市中下游水平



资料来源: Wiki, 申万宏源研究

2.3 动车技术: 中国后来者居上, 国际比较优势明显

中国高铁列车技术: 运营时速最高、运力最强、适应力最强, 标准动车组问世。2008 年我国高铁首次投入服务, 如今已经具备国际最强的竞争力。CR (原 CRH) 系统车辆正常运营速度全球最快, 达到 350 公里/小时; 拥有车型数仅次于日本, 但车型可以满足多种地貌及气候, 包括高寒气候, 热带气候, 沙尘暴气候, 山区地形与沿海地形等; 中国动车的载运量世界最大, 高达 1229 人/列。“中国标准”动车组能够适应中国自然地理环境, 适应中国旅客的出行习惯, 集合国际标准与中国特色, 技术完善, 是世界首套完整系统的高速铁路标准。该标准涵盖了动车组基础通用、车体、走行装置、司机室布置及设备、牵引电气、制动及供风、列车网络标准、运用维修等全部 13 个大的方面。未来, 包括委内瑞拉、印度、马来西亚、美国等 30 个国家有望采用该标准, 引入我国高铁技术。

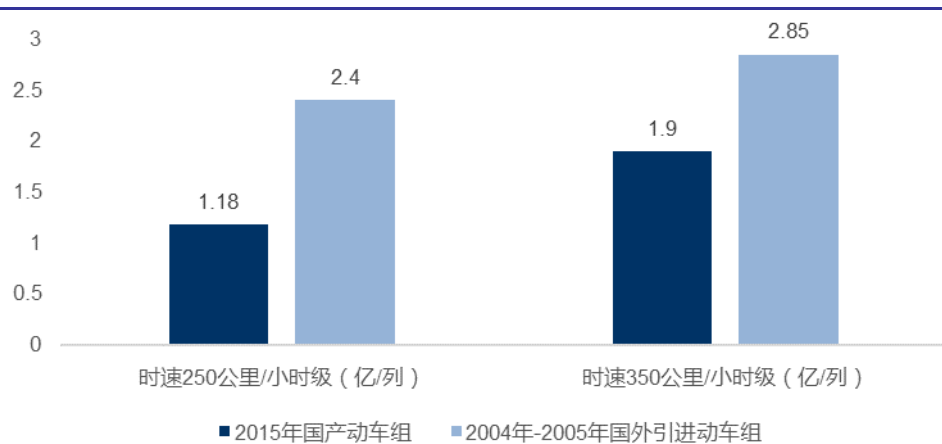
表 5：中国动车运营时速高、载运大

国家或地区	系 统	MAX 运营速度 (公里/小时)	起始运 营年份	车型种数 (个)	最高载客量 (位/列)	MAX 功率重量比 (千瓦/吨)	装备提供商
中国	CR	350	2006	21	1229	19.5	中国中车、阿尔斯通、西门子
日本	JR	320	1964	26	1133	16.0	川崎、日立等
法国	TGV	320	1981	16	556	21.6	阿尔斯通
德国	ICE	300	1971	12	830	18.0	庞巴迪、阿尔斯通、西门子
西班牙	AVE	300	1992	14	363	23.5	阿尔斯通、庞巴迪、CAF, ALGO
韩国	KTX	300	2004	2	935	17.0	阿尔斯通, 现代 Rotem
台湾	THSR	300	2007	2	989	17.6	川崎
平均		313		13	862.1	19.0	

资料来源：UCI (2016/9), 申万宏源研究

中国高铁动车存在价格优势。2004 年中国铁路总公司首次招标引入海外动车组与动车相关技术。中国分别从川崎重工、阿尔斯通和庞巴迪引入 160 列时速 200 公里动车及技术，编号 CRH2、CRH1 和 CRH5；2005 年，从西门子和川崎重工共引进 120 列时速 300 公里动车及相关技术，编号 CRH3 和 CRH2C。随后，中国开启吸收、集成到创新的 10 年历程。如今，中国已经掌握了先进自主的动车制造技术。得益于我国高铁的迅猛发展，我国动车组生产达到一定规模，生产成本降低，国产动车物美价廉。以 15、16 年铁总的招标数据看，目前我国时速 250 公里的动车组的平均中标价在 1.18 亿/列左右；非高寒时速 350 公里的动车组约 1.9 亿元/列。相比 04、05 年，时速 250 公里和时速 350 公里的价格比国外供应商分别低 51%和 33%。我国高铁动车组在价格方面有着很强的国际竞争优势。

图 24：中国动车组具有明显的价格优势



资料来源：中国铁路总公司，申万宏源研究

借“中国制造 2025”之风，产品技术国产化持续发力。2015 年，国务院印发《中国制造 2025》，核心是加快制造业创新发展，提高效率，实现制造大国向制造强国的转变，是我国实施制造强国的第一个十年行动计划。中国高铁和核电是中国高端制造的名片。产品国产化、技术自主化是高铁科技深化的核心。据铁道部称，中国时速 200 公里动车组的国产化程度达到 70%以上。中车株洲 8 英寸 IGBT 成功研制生产并出口印度，成功打破了国外垄断，全面掌握动力系统。我国已经基本完全掌握了动车组九大关键技术及十项主要

配套技术。根据《中国制造 2025》的重点任务看，未来十年中国轨交业最具发展潜力的关键零部件包括功率半导体器件、动力型超级电容器、高速动车组车轴/车轮，列车制动系统、通信信号装备、齿轮传动系统、和车钩缓冲系统等。在这些领域中，我国尚处于技术突破的爆发前期，相关产品国产化有望进一步提升。

表 6: 高铁动车部件国产化空间依旧存在

高铁部件	生产情况
车辆加工机床	进口
轴承	由日本 NTN/NSK, 德国 FAG, 瑞典 SKF 等
高速车轮	中国太重, 但生产设备从国外引进
车轴	晋西车轴, 部分生产机器国外引进
接触网、牵引供电系统	国产, 关键技术核心
列车运行控制系统	国产, 关键技术核心
运动控制系统	连接器、减震器和水泵系统进口 ITT 公司
轮对	引进外国技术, 山西智奇生产, 数控加工设备主要进口
铝合金车身	部分进口部分国产, 吉林麦达斯与西安重型机械研究所
高速转向架	国产, 关键技术核心

资料来源：网络资料，申万宏源研究

安全与速度是“后高铁时代”的发展基调。根据 2016 年国家先进轨道交通重点专项判断，未来四到五年安全和速度是后高铁时代的发展之重。目前我国的高铁设计的最高时速 350 公里/小时，但是出于安全性考虑，实际运行速度控制在 300 公里左右。中国铁路网 2020 年预计将达到 15 万公里，如此庞大的铁路网将对安全性提出更高要求。未来科研方向将以提高安全运行预警能力、降低安全故障率和整车试验展开。速度提升是高铁的另一大发展要求。国际方面，时速 400 公里以上项目将主要服务于“一带一路”相关的铁路建设，让高铁通达全球；磁悬浮系统项目研究是为了解决部分高铁线路和热门城际线路的运力饱和问题。

表 7: 2016 年中车负责的轨交国家重点专项

项目名称	项目牵头承担单位	中央财政经费 (万元)	项目实施周期 (年)
轨道交通系统安全保障技术	中国中车股份有限公司	19,080.00	4
时速 400 公里及以上高速客运装备关键技术	中国中车股份有限公司	34,302.00	4
磁浮交通系统关键技术	中国中车股份有限公司	43,300.00	5

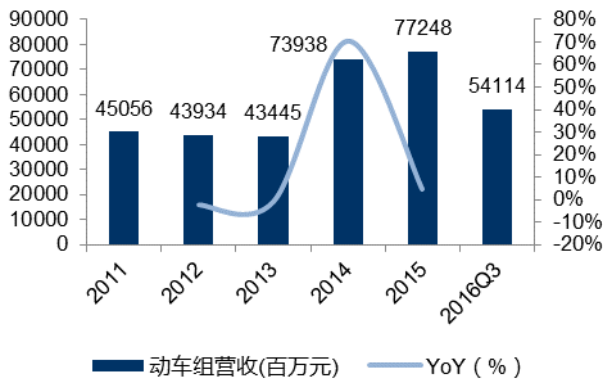
资料来源：《2016 先进轨道交通国家重点专项》，申万宏源研究

3. 铁路设备：车辆投资触底反弹，铁路业务预期改善

3.1 动车组：高铁客运持续向好，动车组业务触底回升

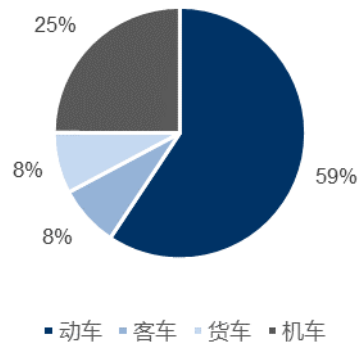
动车组业务是中车装备制造的主力，动车组相关营收是中车铁路装备贡献最大的板块。随着我国高铁建设走热，中车动车相关业务贡献额保持高位，近三年营业收入分别为 434.45 亿，739.38 亿和 772.48 亿元，平均增长率高达 20.6%。2015 年，动车相关收益占铁路装备总收入的 59%，占总营业收入的 32%。机车收入占铁路装备收入的 25%，排名第二。

图 25: 动车相关业务营业额增加, CAGA 达 20.6%



资料来源: 公司年报, 申万宏源研究

图 26: 2015 动车相关业务占铁路装备的 59%



资料来源: 公司年报, 申万宏源研究

中车动车组新造+维修能力强, 是全国唯一的“标动组”供应商。动车组产品主要分为高速电动车组、内燃动车组和城际动车组。其中, 内燃动车组产品包括动力分散和动力集中型动车组, 代表产品有阿根廷内燃动车组、突尼斯内燃动车组、马来西亚内燃动车组等; 城际动车组包括时速 160 公里、时速 200 公里速度等级的系列化动车组, 代表产品有 CRH6A、CRH6F、CJ-1、CJ-2 型动车组; 高速电动车组产品包括时速 250 公里和时速 350 公里速度等级的系列化动车组, 代表产品有 CRH1、CRH2、CRH3、CRH5 型动车组和中国标准化动车组。2017 年 1 月, 中车长客和中车青岛四方获得铁总颁发的“中国标准动车组”许可证, 中车在轨交设备行业的话语权和地位进一步上升。

图 27: 公司动车组产品线

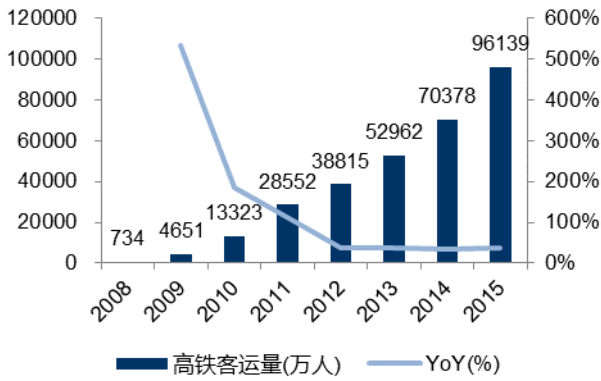


资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

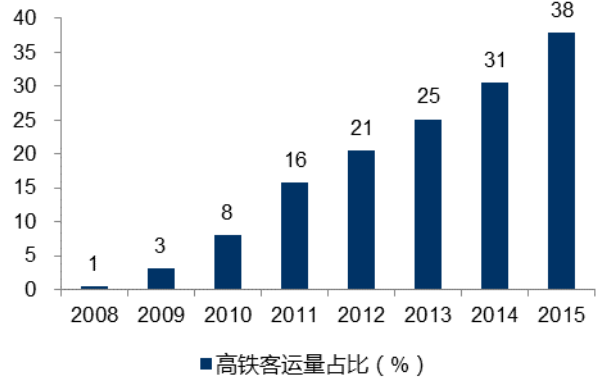
高铁成出行主力军, 客运量节节攀升。中国高速铁路周转率主要源自商务、旅游与春运需求。与飞机、普铁和高速公路等交通方式相比, 高铁有着能耗低、准点率高、速度快、费用低、安全好的特点, 能够很好的满足消费者的出行需求。从数据上看, 近三年高铁客运量分别为 5.30 亿、6.04 亿、9.61 亿人次, 复合增长率达到 35.3%。同时, 高铁客运量占铁路客运量的比重也在逐步提升。2013 年至 2015 年的占比分别为 25%、31%和 38%, 说明高铁正逐渐成为出行首选, 在公共交通系统中重要性增强。

图 28: 近年来我国高铁客运量飞速增长

图 29: 高铁在公共交通中重要性日益突出



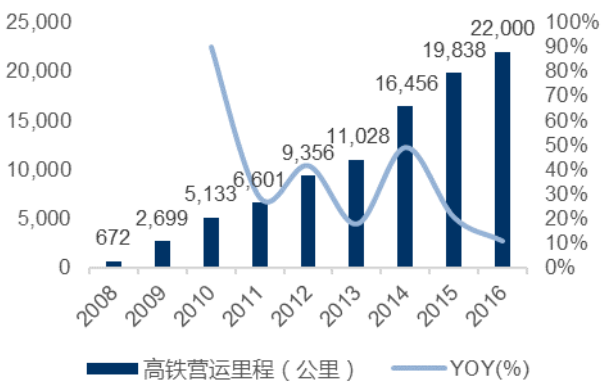
资料来源: Wind, 申万宏源研究



资料来源: Wind, 申万宏源研究

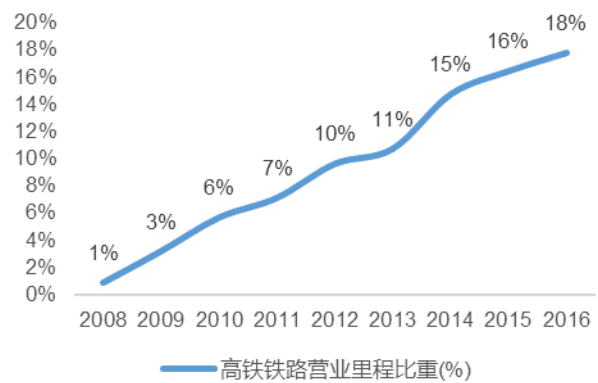
高铁运营里程激增, 占铁路运营里数比不断走高。2004年国务院通过《中长期铁路网规划》, 开启了“四横四纵”的快速客运专线的篇章。2008年高铁服务实现了从无到有的突破。到2016年高铁营业里程数增至22000公里, 平均增长速度高达30%。高铁占铁路总运营里程从2008年的0.84%快速攀升至17.7%, 在铁路运行中的规模日益扩大。

图 30: 高铁营业里程持续走高, CAGR 达 30%



资料来源: wind, 申万宏源研究

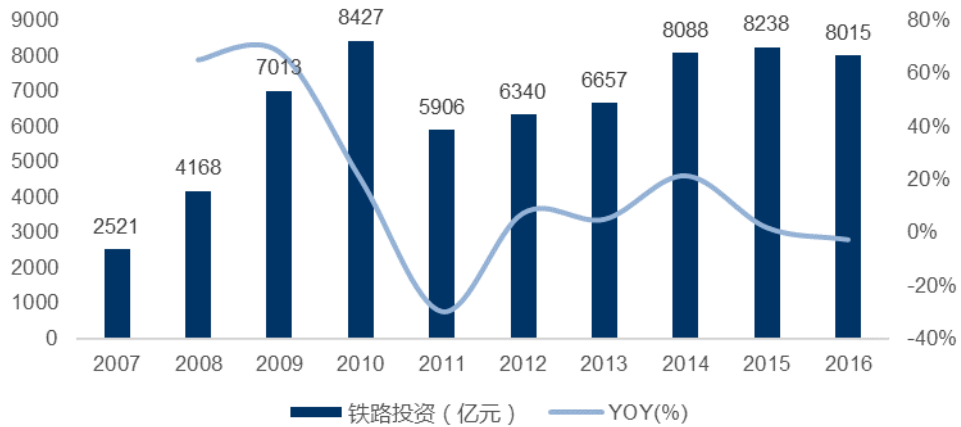
图 31: 2016 高铁占铁路运营比例攀升至 17.7%



资料来源: wind, 申万宏源研究

中国铁路固定资产投资额连续保持在8000亿/年的高水平。铁路资产固定投资主要包括前期基础设施建设投资与后期设备采购投资。“十二五”期间, 铁路固定资产投入不断走高, 投资额从2011年的5906亿飙升至2015年的8238亿, 平均增长率达8.68%。2016年作为“十三五”开局第一年, 国家铁路固定资产投资完成额8015亿元, 略超8000亿/年的预期。我们预计, “十三五”期间铁路建设投资将保持高位运行, 相关行业将持续受益。

图 32: 铁路固定资产投资连续 3 年破 8000 亿



资料来源: wind, 申万宏源研究

中国铁路总公司动车组招标量总体保持高位,基本保持在年均400辆以上。招标需求主要由强劲的铁路客运量增长带动。2013至2015年,动车组招标分别为473列,387列,467列,三年平均约443列。主要参与招标的动车组分为350公里时速动车组(高寒/非高寒)和250公里时速动车组(高寒/非高寒)。其中,时速350公里动车组招标是招标的主体,占每年招标总车辆数的61.9%。受铁总换帅和新通车里程暂时性下降(温州动车事故)这两大暂时性因素影响,2016年只招标了105列,预计2017年招标将大幅反弹。

表 8: 动车组招标量保持约 400 列/年, 单位 (列)

年份	时速 250 公里动车组		时速 350 公里动车组		合计
	(高寒)	(非高寒)	(高寒)	(非高寒)	
2013	10	169	46	248	473
2014	45	102	25	215	387
2015	37	146	20	264	467
2016	20	80	0	5	105

资料来源: wind, 中铁建投, 申万宏源研究

国内: “八横八纵” 高铁投资版图再扩大。2016年6月29日,国务院常务会议原则通过《中长期铁路网规划》,提出建立沿海“八纵”、沿江“八横”为主干道的铁路主干网,优化东部布局,扩大中西部网络覆盖,以城际铁路为补充的高铁为主力的铁路网,并充分发挥客运枢纽的经济作用。《中长期铁路网规划》(2016版)中明确指出投资规划目标:到2020年,铁路网规模达到15万公里,其中高铁3万公里,覆盖80%以上的大城市;到2025年,铁路网规模达到17.5万公里,其中高速铁路3.8万公里左右。高速铁路主通道规划新增项目以时速250公里及以上线路为主;其中沿线人口城镇稠密、经济比较发达、贯通特大城市的铁路可采用时速350公里标准。截至2016年底,我国高铁运营里程为2.2万公里,提升空间巨大。

图 33: “八横八纵” 铁路扩容, 高铁成主力



资料来源：申万宏源研究

国外：“一带一路”言行合一，高铁外交打头阵。“一带一路”战略，其意义不仅是打造一条完整的欧亚经济共同带，更能输出国内过剩的产能。从“一带一路”参与国家看，发展中国家较多，基础设施建设水平差。高铁是中国高端制造的代表，对钢铁、水泥与沥青消耗巨大。高铁出口可以帮助推出我国过剩产能、提高国际政治影响力、摆脱我国低端制造的旧形象，可谓一举多得。未来 10-15 年，我国打算将高铁网与 17 个国家相连，最终甚至将伦敦、新加坡和北京连接起来。

表 9：高铁海外项目全球铺开

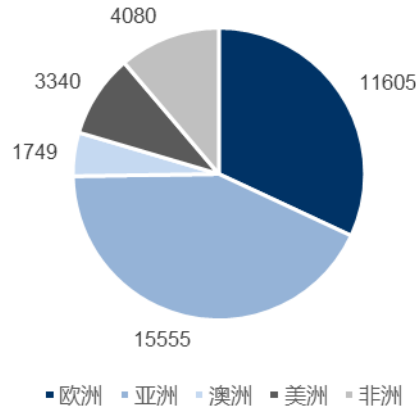
区域	国家	线路名称	进程
非洲	科特迪瓦、加纳、多哥、贝宁、尼日利亚	西部沿海高速铁路	紧密关注
	津巴布韦	哈拉雷-布拉瓦约高速铁路	中国中铁已提交铁路计划
	南非	约翰内斯堡-德班高速铁路	中国铁建与南非政府谈判中
	摩洛哥	马拉喀什到阿加迪尔高铁	项目进入筹备阶段
亚洲	马来西亚	马新高铁	2017 年公开招标
	越南	南北高速铁路	紧密关注
	印度	德里-金奈高铁走廊	科研工作正在稳步推进
	印尼	爪哇岛高铁	继续跟踪
	以色列	埃拉特铁路	以中准备联手打造
欧洲	罗马尼亚	高速铁路	紧密关注
	俄罗斯	莫斯科-喀山高速铁路	中俄合资企业为项目生产车辆
	俄罗斯	莫斯科-叶卡捷琳堡高铁	紧密关注
美洲	英国	高铁 2 号线	紧密关注
	美国	加州高速铁路	提交建设方案

资料来源：申万宏源研究

海外高铁市场潜能大。根据国际铁路联盟 2016 年的估计，到 2020 年，全球高铁运营里程将达到 54716 公里；中远期高铁建设规划超过 3.6 万公里，达到 86781 公里。以目前世界高铁平均造价 2700 万美元/公里计算，全球预期投资高达 9720 亿美金。以目前汇率

计算，世界高铁市场规模将达到 6.7 万亿人民币。其中，亚洲和欧洲将是未来高铁建设的主要市场，预计亚洲高铁运营里程将占全球的 43%。

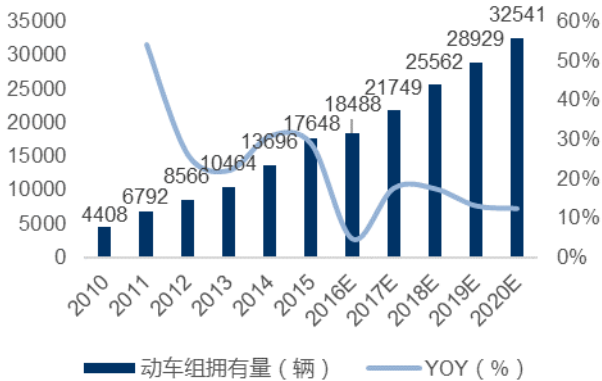
图 34：世界高铁计划新增里程（公里）



资料来源：UIC (2016/9)，申万宏源研究

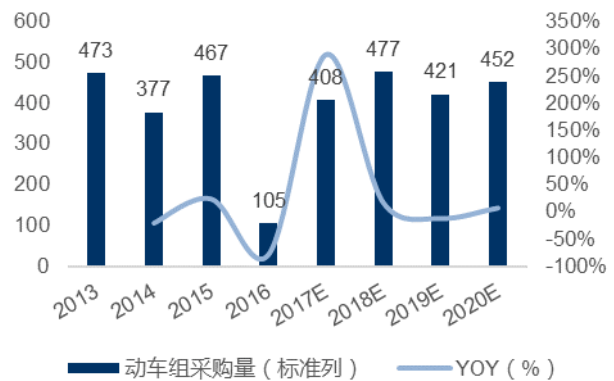
高新投产线路里程复合高客运需求，动车拥有量增长空间巨大。2017-2020 年较高的新投产高铁线路里程有效带动动车组“基本需求”，高铁客运需求进一步刺激高铁车辆数、车辆密度增大。预计高铁动车拥有量将从 2015 年的 17648 辆（1883 组）增加到 2020 年的 32520 辆（3702 组），高铁动车密度将从 2015 年的 0.88 辆/公里增加到 2020 年的 1.15 辆/公里。随着“中国标准”动车获准生产，预计动车采购将以 8 辆/标准列的形式进行，预计 2017-2020 年年均动车组采购量将达 400-500 标准列。

图 35：预计 2020 年我国动车组拥有量达 32541 辆



资料来源：国家铁路局，wind，申万宏源研究

图 36：预计 2017-20 年动车组采购量达 439 标准列/年



资料来源：国家统计局，wind，申万宏源研究

3.2 客车：普铁客运分流严重，客车业务持续萎缩

中车客车型号多、时速覆盖范围广。公司铁路客车产品包括时速 120 公里、140 公里和 160 公里速度等级的系列化铁路客车，细分为座车、卧车、餐车、行李车、发电车、特种车、高原车及双层铁路客车，代表产品有 25B 型、25G 型、25K、25T 型、特种铁路客车以及出口铁路客车。承担客车生产任务子公司有中车四方、中车长客、唐山公司、浦镇公司、成都公司、西安公司。

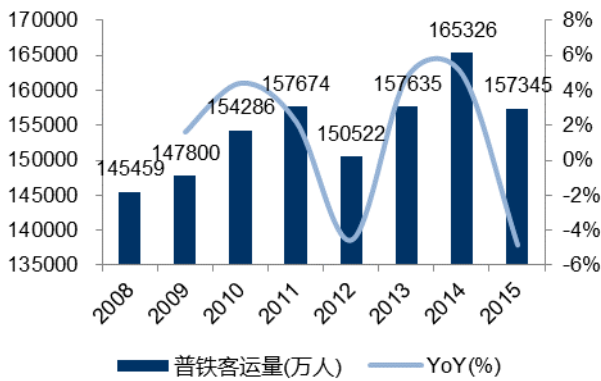
表 10: 客车主要新造和修理基地相对较少

类型	厂家
新造	中车长春轨道客车股份有限公司
	中车唐山机车车辆有限公司
	中车青岛四方机车车辆股份有限公司
	中车南京浦镇车辆有限公司
修理	中车长春轨道客车股份有限公司
	中车唐山机车车辆有限公司
	中车西安车辆有限公司
	中车南京浦镇车辆有限公司
	中车四方车辆有限公司

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

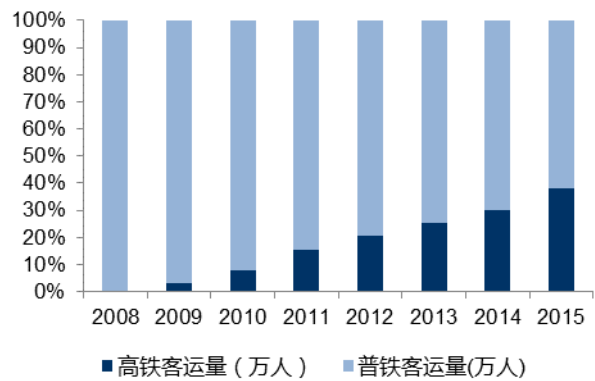
普铁客流量缓慢增长, 客流量受高铁、城铁分流。近年来, 普通铁路的客运量有所起伏, 但绝对值总体呈缓慢上升趋势, 五年期平均增长率仅有 0.4%。每年普铁的客运量维持在 15.7 亿左右。相较于 2014 年, 2015 年客运量减少了 7981 万人次, 同比下降 5%。在整体铁路客运量增加的背景下, 普铁客运量绝对增量稳定, 但我们预计普通铁路客运量总体占比保持下降趋势。《中长期铁路网规划》(2016) 中指出未来城际铁路是高速铁路网的重要补充, 主要用于区域铁路连接, 我们认为普通铁路的客流将不断流向高速铁路、城际列车等其他交通工具, 且该趋势中长期保持不变。

图 37: 2015 年我国普铁客运量有所缩减



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 38: 近年来普铁的客运量相对减少



资料来源: Wind, 申万宏源研究

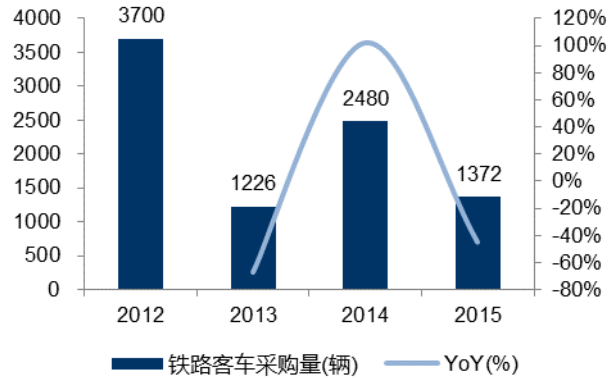
普铁客车需求不足, 产量与招标量双降。由于普铁客运量增速远低于高铁客运量且趋势有望保持不变, 普铁客流量分流预期加重, 车辆采购需求疲软。铁路客车采购的主体是中国铁路总公司及相关铁路局。从统计数据来看, 采购铁路客车的数量波动较大, 2015 年, 铁路客车的采购量为 1372 辆, 同比下降 45%。铁路客车采购呈整体下降趋势, 窗口期平均增长率为 -28.2%。受采购量下降影响, 全国铁路客车产量呈断崖式下跌, 2012 年到 2014 年的产量分别为 7562 辆、4716 辆、3438 辆, 15 年的前 10 月份, 产量仅为 1659 辆, 窗口期产量平均增长率为 -14.5%。

图 39: 铁路客车产量逐年下降, CAGR-14.5%

图 40: 近年来中铁建投采购客车数量总体呈下降趋势



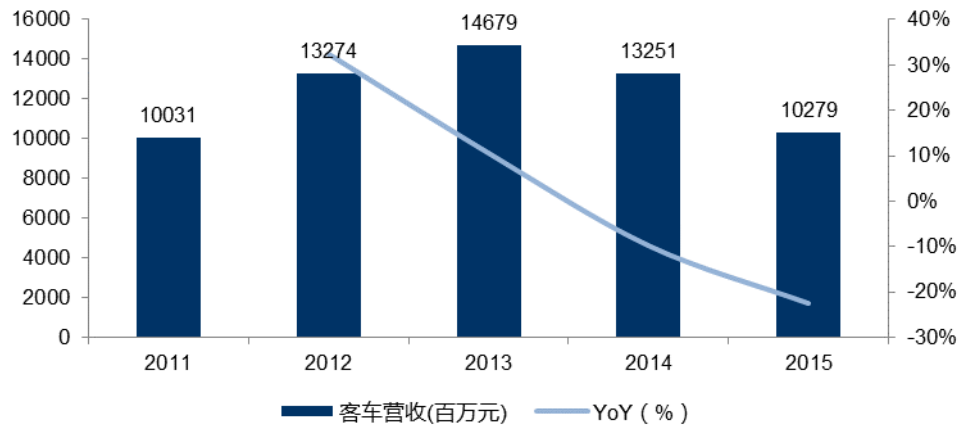
资料来源: Wind, 申万宏源研究



资料来源: Wind, 申万宏源研究

中车普铁客车营收波动性缓慢增长,“十二五”平均增长率仅 0.6%。中车普铁业务在“十二五”前三年呈上升趋势。2013 年之后,公司客车业务逐年缩减,由 146.79 亿元缩减为 102.79 亿元,15 年同比降低 22%。因此,普铁客车营收存在波动性,增速较低。

图 41: 中车客车营收存在波动性,“十二五”CAGR 仅有 0.6%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

预计 2020 年客车保有量达到 8.02 万辆,“十三五”期间 CAGR 达到 4.27%。基于客运量上升的大背景,预计我国普通铁路客运量将缓慢上升。因此我们预测“十三五”期间,我国普通客车车辆密度将缓慢上升,从目前的 0.643 辆/公里水平缓慢上升到 0.665 辆/公里左右。根据《中长期铁路规划》(2016),至 2020 铁路网规划建设 15 万公里,高铁里程 3 万公里,以此推测普通里程约 12 万公里。结合新线路的铺车需求与已投产线路的补车需求,我们预计 2020 年货车拥有量达到 8.02 万辆,平均每年新增车辆达 3026 辆左右。”十三五期间“保有量平均增长率约 4.27%。

表 11: 预计 2020 年普客保有量达到 8.02 万辆,“十三五”保有量 CAGR 为 4.27%

年份	普通铁路运营里程(公里)	车辆密度(辆/公里)	运营车辆(辆)
2011	86648.64	0.622	53932
2012	88269.48	0.654	57720
2013	92116.64	0.639	58820
2014	95365.12	0.635	60600
2015	101132.4	0.643	65000
2016E	102000	0.648	66068

2017E	106500	0.653	69515
2018E	111000	0.658	73007
2019E	115500	0.663	76544
2020E	120000	0.665	80127

资料来源：申万宏源研究

3.3 机车货车：货运需求抬头，机车货车招标触底反弹

以新造+修理为主线的多品类货车、机车的产品线。中国中车机车产品种类丰富，包括交流传动机车、直流传动机车、液力传动机车、双动力源机车、环保性节能机车、天然气机车、混合动力机车以及改造翻新机车，4400 马力内燃调车机车成功填补我国空白，30 吨轴重大功率货运电力机车具备批量制造能力，公司机车核心技术强。公司货车产品分为通用敞车、棚车、平车，轻油、粘油和各种不同介质罐车，煤炭、石砟漏斗车及其他特种货物运输货车。中车 42 家全资子公司中，有 7 家子公司产品包括货车的新造设备与维修，2 家子公司专营货车设备制造；公司货车产品分为通用敞车、棚车、平车，轻油、粘油和各种不同介质罐车，煤炭、石砟漏斗车及其他特种货物运输货车。

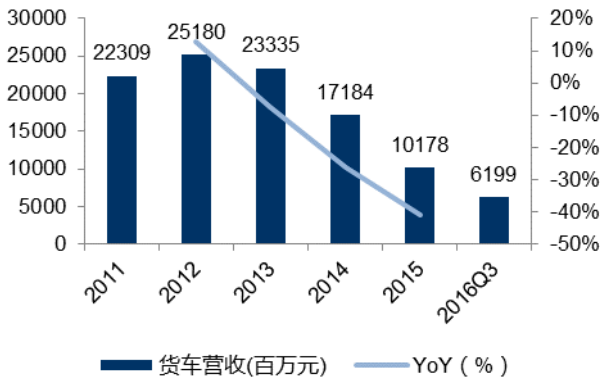
表 12：货车主要新造和修理基地多

类型	厂家
新造	中车齐齐哈尔交通装备有限公司
	中车沈阳机车车辆有限公司
	中车太原机车车辆有限公司
	中车西安车辆有限公司
	济南轨道交通装备有限责任公司
	中车长江车辆有限公司
	中车北京二七车辆有限公司
	中车眉山车辆有限公司
	中车石家庄车辆有限公司
	中车齐齐哈尔交通装备有限公司
修理	中车沈阳机车车辆有限公司
	中车太原机车车辆有限公司
	中车西安车辆有限公司
	中车长江车辆有限公司
	中车北京二七车辆有限公司
	中车石家庄车辆有限公司

资料来源：公司财报，申万宏源研究

以维修为主货车业务营收下滑，机车业绩平稳。从 12 年开始，公司的货车业务逐年下降。从 2012 年最多的 252 亿元下降到 2015 年的 102 亿元，15 年同比下降达 41%，近三年平均增长率-26.1%。从收入结构看，合并前，中国北车 2011 年至 2013 年来自货车维修的收入分别为 29 亿元、32 亿元和 31 亿元。而南北车货车收入结构基本相当，以此估算，目前中车货车收入中基本以维修收入为主。机车业务发展较为平稳，年营业额在 360 亿上下徘徊，复合增长率为-3%。

图 42: 货车业务逐年缩减, CAGR 为-26%



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

图 43: 机车业务发展平稳, CAGR 为-3%



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

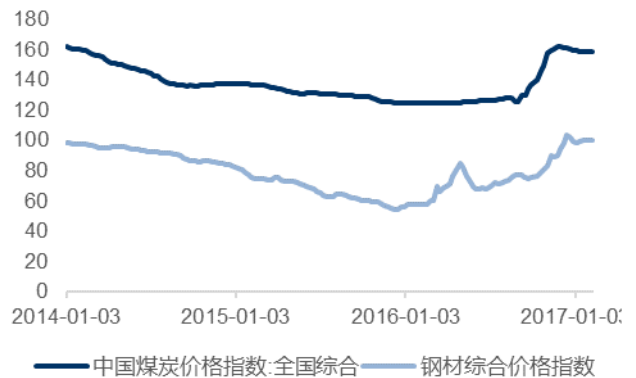
铁路货运需求端改善, 2016 年货运量回暖。从 2008 年金融危机开始, 外需不足, 工业增速放缓, 导致铁路货运量增速减慢。2013 年起, 我国货运量从增至转为下降。从年度数据可见, 从 2013 至 2015 年, 货运量从 39.67 亿吨下降到 33.58 亿吨, 15 年同比下降达 12%。货运量减小直接导致货车采购等需求疲软。但 2016 年起, 铁路货运需求端改善, 主要有三点驱动因素: 1) 上游煤炭钢铁等原材料需求改善; 2) 铁路混改深化改革, 并适时推进城际物流新服务, 驱动货运改善; 3) 一带一路和中欧班列等快速发展。2016 年起, 货运量持续回暖, 12 月份货运量比 2 月份增长 34.4%。

图 44: 2016 年货运量持续回暖



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 45: 2016 年煤炭和钢材价格反转走高

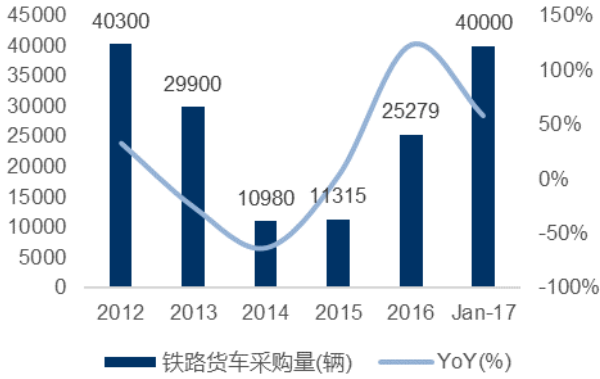


资料来源: Wind, 申万宏源研究

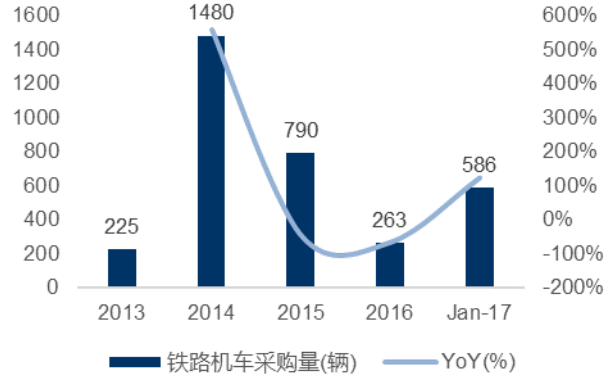
2017 年初机车、货车招标两旺, 机车、货车业绩有保障。2017 年初铁总首次招标货车 4 万辆, 机车 586 台; NX70A 型共用平车和 X70 型集装箱专用平车车单价在 40 万左右, 估计本次货车招标总价值近 160 亿元。6 轴 7200kW 机车单价约为 1500 万元/台, 总数共计 395 台; 8 轴 9600kW 机车单价约为 3000 万元/台, 总数共计 191 台, 估计本次机车招标总金额近 120 亿元。17 年首次货车招标即接近 2012 年创下的 40300 台的 10 年峰值。2017 年货车、机车业绩有保障。海外方面, 我们铁路货车性价比高, 在国际市场竞争力强, 预计出口量将增长。

图 46: 2016 年起货车招标量底部反转

图 47: 2017 年起机车招标大幅好转



资料来源: Wind, 申万宏源研究



资料来源: Wind, 申万宏源研究

4.城轨设备：城轨建设持续爆发，城轨业务高速增长

4.1 政策助力城轨产业发展，行业进入高速增长期

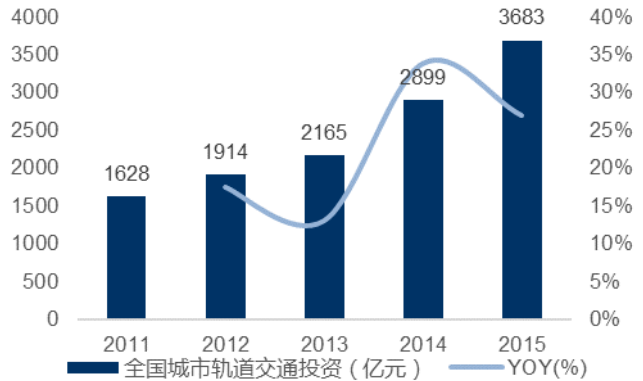
城轨建设爆发期，运营里程和投资规模维持高位。截至 2016 年末，中国大陆地区共有 30 个城市开通城轨，共计 134 条线路，运营线路总长度达 4153 公里。2016 年新增线路 18 条，运营里程同比增长 535 公里，高于“十二五”期间 400 公里/年的平均增速。2016 作为“十三五”开局之年，比 2011 年新增线路增长 85.8%，同比 2015 年增长 20.2%。“十二五”期间，全国城轨方面投资超过万亿，累计投资高达 12289 亿元，平均每年增长 514 亿元。

图 48: 2016 年新增城轨里程持续走高



资料来源: 中国城市轨道交通协会, 申万宏源研究

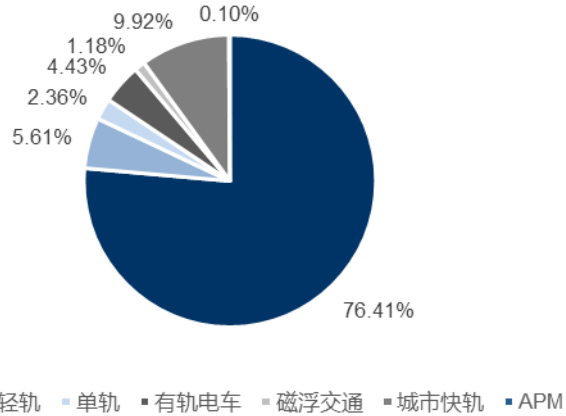
图 49: “十二五”全国城轨投资额持续走高



资料来源: 中国城市轨道交通协会, 申万宏源研究

以地铁为首，中国城市轨道交通发展呈多元制式。2014 年中国城市轨道交通实现七种制式全覆盖，包括地铁、轻轨、单轨、有轨电车、磁浮交通、城市快轨和 APM。2016 年，地铁和轻轨依旧是我国城市轨交设备的主导力量，分别占比 76.41%和 5.61%。

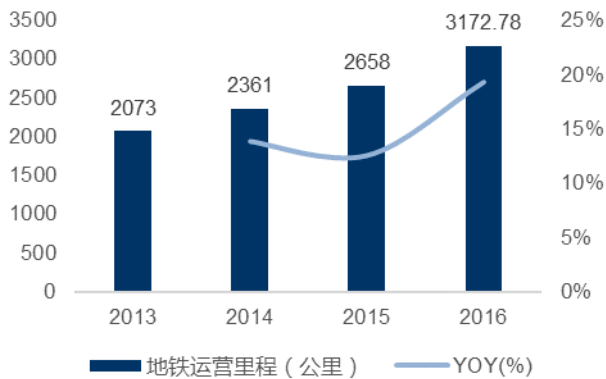
图 50: 以地铁为主导，中国轨交制式呈现多元化



资料来源：彭博数据库，申万宏源研究

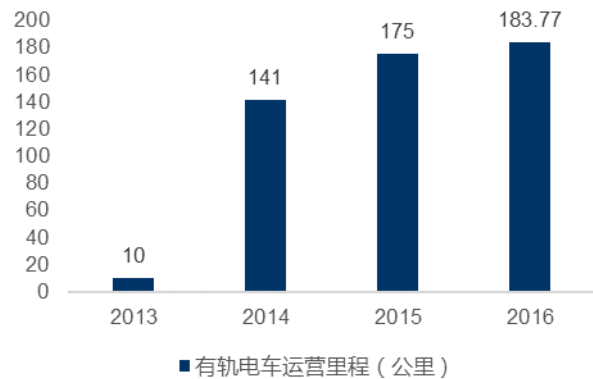
地铁运营里程持续高位增长，有轨电车有望成新力量。地铁运营里程从2013年的2073公里飙升至2016年3172.78公里，平均增长率达15%；有轨电车是城轨发展的新力量。2014年是有轨电车的爆发期，全年增长131公里。截至2016年末，有轨运营里程达183.77公里，平均增长率高达54.1%。有轨电车的急剧增加主要是因为其建设政策相对宽松——对财政、人口量要求门槛低，审批权下放地方与建设时间短。

图 51：地铁运营里程持续走高，CAGR 达 15%



资料来源：中国城市轨道交通协会，申万宏源研究

图 52：有轨电车成城轨交通新力量，CAGR 达 54.1%



资料来源：中国城市轨道交通协会，申万宏源研究

“十三五”期间城轨投资或将超 2 万亿元，迎来建设黄金时期。根据发改委、交通运输部印发的《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，2016~2018 年，拟重点推进 103 个城市轨交项目前期工作，新建城轨交通 2000 公里以上。根据计划，2016/2017/2018 年开工建设项目数 51/33/19 个，新建线路长度分别为 1274/695/416 公里。如果以 7 亿元/公里的建设成本计算，整个“十三五”期间城轨投资将超过 2 万亿元。

表 13：2016-2018 年城市轨道交通《三年行动计划》

时间	城市轨道交通 (公里)	项目数 (个)	投资额 (亿)
2016	1274	51	9098
2017	695	33	4748
2018	416	19	2558

资料来源：交通基础设施重大工程建设三年行动计划、申万宏源研究

新建线路铺车+已投产线路补车，车辆需求强劲。目前我国城轨车量密度是 6 辆/公里。以目前车辆密度计算，若新增城轨交通营业里程约 3000 公里，“十三五”期间保守估计城

轨建设带来的新线铺车需求达 1.8 万辆，年均增加 3600 辆，市场容量大。很多现有地铁线路客运压力大，补车需求迫切。我国城轨车辆密度随着城镇化程度增加，预计保持上升态势。如果到 2020 年我国的城轨车辆密度从目前的 6 辆/公里提升到 7.2 辆/公里，我国城轨车辆拥有量将达 4.77 万辆。其中，新增线路增加需求 2.16 万辆，补车需求约 5061 辆，保有量 CAGA 达 17.92%，城轨车辆市场需求强劲。

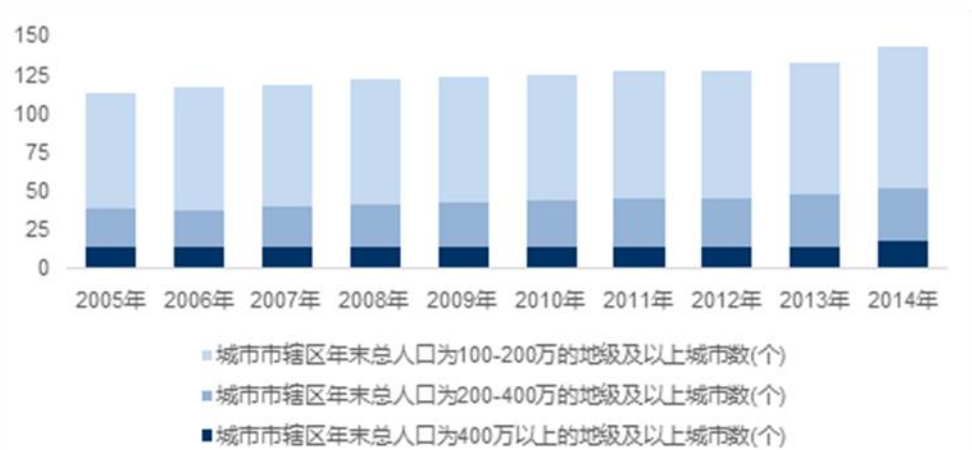
表 14：预计 2020 年我国城轨车辆拥有量将达 4.77 万辆，保有量 CAGA 达 17.92%

	运营里程(公里)	车辆密度(辆/公里)	运营车辆(辆)
2011	1,887	5.27	9945
2012	2,286	5.52	12611
2013	2,746	5.23	14366
2014	3,173	5.45	17300
2015	3,618	5.78	20900
2016E	4,153	6	24918
2017E	4,769	6.3	30046
2018E	5,386	6.6	35544
2019E	6,002	6.9	41412
2020E	6,618	7.2	47650

资料来源：中国城市轨道交通协会、申万宏源研究

人口门槛下降，逾百城将纳入城轨建设范围。城轨建设松绑，预计未来 5~10 年内新增短期投资 2.8 万亿元，10~20 年内的长期投资 7 万亿元。从 2013 年开始，城市轨道交通政策逐步宽松。2013 年 5 月，国务院印发《关于取消和下放一批行政审批项目等事项的决定》，将城市快速轨道交通项目按照国家批准的规划核准下放省级投资主管部门。未来人口规模有望不再是城市轨道交通建设的门槛的关键。如果对申报发展城市轨道交通的城市人口要求从城区人口达到 300 万人以上下调到 150 万人以上，更多地级市就可以纳入建设体系。根据国家统计局的数据，2014 年城区人口在 100-200 万人以上的城市数达到 143 个，考虑到目前已有 44 个城市推出了城轨规划，预计未来城轨建设门槛下降将使近 100 个城市进入城轨建设的行列。

图 53：2014 年城区人口在 100-200 万人及以上的城市数达到 143 个

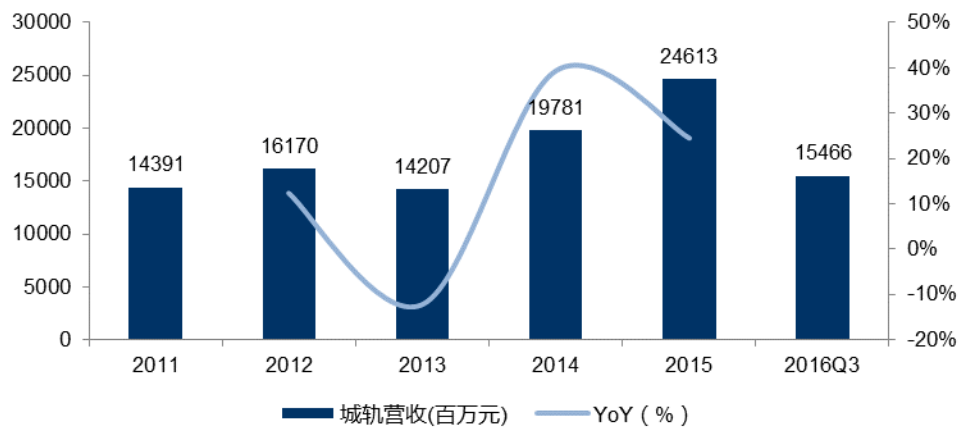


资料来源：国家统计局、申万宏源研究

4.2 中车城轨业绩亮眼，产品覆盖城轨全产业链

中车城轨业务营收逐年增长，手握巨额订单。中国中车城市轨交业务收入主要来自城轨地铁车辆销售，是中国中车车辆业务的重要组成部分。2015 年南、北两车合并。若以南车和北车营收之和近似作为中国中车在城市轨道交通设备与基础设施相关收入，过去 5 年该领域营业收入从 2011 年 143.9 亿激增到 246.13 亿元，平均增长率达 14.36%。2015 年城轨收入同比增加 24.4%，主要由于原因是中车车辆交付能力提升，计入当期损益收入增加迅猛。

图 54：中国中车城轨领域营收逐年增长，CAGR 为 14.36%



资料来源：公司财报、申万宏源研究

中车产品池丰富，覆盖城轨全产业链。中国中车城轨业务上游端覆盖施工设备、轨道设施；中游端覆盖轨交机车及相关配件、通讯信号；下游端的监控检测与车辆段的维护保养。丰富产品池为客户提供完整的解决方案与一站式服务，通过销售组合的设置提高城轨方面相关的营收。

表 15：中国中车城轨产品基本覆盖全产业链

产业链	行业	产品系列	产品
上游	原材料	建材	水泥、石材、建筑陶瓷、钢材、防水材料
	基础建筑	施工设备	盾构机、挖掘机、激光指向仪、道床捣固机、轨道焊接机
		轨道设施	钢轨、道岔、挡车器、混凝土预制构件
中游	机械设备	车辆及配件	整车、车体、车轮、电动机、车门、车钩
		自检票系统	进出闸机、自动兑零机、检票机，自动售票、验票机，初始化编码机
		供电	电缆、变压器、灯具、蓄电池、直流开关柜
下游	运维检测	电气设备	通讯信号 WAP 基站、移动电视、通信系统、信号电缆、消防应急灯具、电话 站内设施 电梯、防护栏、LCD 显示屏、自动柜员机、IC 卡电话、坐椅、广告牌 安防 灭火器、防爆桶、隔音屏、屏蔽门、自动灭火喷淋系统、报警系统 环控系统 空调系统、加湿器、隧道通风机
		维护和保养	工程维护车、钢轨打磨机、轨道检测仪
		监控检测	自动控制系统、运营管理系统、监控系统、测速仪、仪器仪表

资料来源：公司资料、申万宏源研究

超 30% 子厂商专营城轨，供货生产能力强。中国中车 54 家控股子公司中有 18 家控股或全资子公司从事城轨业务相关生产。城轨产品覆盖广泛，包括大型工程机械、电气设备

配件、轨道产品、城轨车辆、车辆配件、通信信号系统及其他辅助设备。其中，9家子公司专注于城市轨交车辆研发与生产，是中国中车车辆设备研制制造的中坚力量。针对城市不同的规模、速度需求、运载需求以及空间需求，中国中车研制多种城轨车辆产品，以满足差异化需求。目前拥有地铁/轻轨 A/B/C/L 系列，低地板现代有轨电车，磁悬浮车辆以及跨坐式单轨车辆。

表 16：子公司城轨产品覆盖范围广泛，车辆制造为产品核心

子公司	产品
中车北京二七机车有限公司	大型养路机械
中车株洲电力机车研究所有限公司	城市轨道交通电气系统及部件产品/轨道工程机械整车及电气系统产品/通信信号产品
中车长春轨道客车股份有限公司	城市轨道车辆
中车永济电机有限公司	牵引电机/辅助电源系统/牵引系统
中车大连机车研究所有限公司	电子类产品/传动类产品
中车北京南口机械有限公司	轨道产品
中车大连电力牵引研发中心有限公司	电传动系统集成产品/网络控制系统产品/变流产品/专用试验装备
中车成都机车车辆有限公司	地铁车体生产/地铁车辆组装
中国中车大连机车车辆有限公司	城轨车辆
中车石家庄车辆有限公司	轨交车辆研发、制造、检修、售后服务
中车青岛四方机车车辆股份有限公司	城轨车辆
中车南京浦镇车辆有限公司	城轨车辆
中车株洲电力机车有限公司	城轨车辆
中车广东轨道交通车辆有限公司	城轨车辆
中车青岛四方车辆研究所有限公司	电气产品/减震产品/钩缓产品/制动产品/工程装备/节能产品
中车唐山机车车辆有限公司	城轨车辆
中车戚墅堰机车有限公司	轨道交通工程装备
中车株洲电机有限公司	牵引电动机

资料来源：申万宏源研究

4.3 产业板块互补增效，新产业业务支持城轨发展

产品差异化优势可持续，绿色科技是行业发展新方向。绿色科技发展是城轨产品未来方向。“高品质、高效能、高适应和高智能”是世界城轨技术发展的主旋律。随着城市化程度加深，人们在愈发重视交通工具的安全、大运量、高时效、人性化、低成本、低排放性。根据自身国情不同，世界各国城市轨交发展上各有特色。中车城轨技术发展应顺应国际发展主旋律，在“高品质、高效能、高适应与高智能”发力，提高国际竞争能力。高品质将主要体现在系统减灾防灾，提升城轨运营安全；高效能以材料车体轻量化、多种新型能源牵引力驱动研发和全产品周期材料回收及综合利用；高适应主要指城轨车辆据本地客流交通量，灵活编组；高智能涵盖系统自感知、自诊断、自决策，研发智能运维与智能驾驶。此外，地铁、轻轨方面将关注减震降噪技术，提高乘车体验与综合舒适度，并发展多制式供电系统；有轨电车将在新能源电池研发与地板高度多样化上着重发力。

表 17: 国外城轨设备供应商技术发展方向

	西门子	庞巴迪	川崎重工	阿尔斯通
技术特点	RAMS/LCC, 智能化	效率, 能源, 经济, 智能, 生态	轻量化, 防灾减灾, 智能	生态, 智能

资料来源: 中国北车资料、申万宏源研究

新产业助力中车轨交产品保持差异化优势。智能化产业（无人驾驶、人工智能等）、新材料产业（高寿命与轻量化材料等）、新能源产业（新型供电与驱动力技术相关等）将广泛应用到城市轨道交通建设，提高整体行业的高新技术含量，供应具有差异化竞争力的轨交设备与配套服务。近年，中国中车在分子复合材料，新能源汽车以及环保行业涉足，探索新科技，积累经验。新产业带来的新技术有望使用在轨交行业，提高产品的性能与科技含量，发挥行业间的协同作用，保证中车品质始终走在行业前列。

表 18: 中车新产业之于城轨设备的协同性大

新产业	协同效应
高分子复合材料	高分子减振减噪产品、高分子复合改性材料、降阻尼特殊涂料、减振器、高速道岔用全硫化垫板、WJ-8 型铁垫板下弹性垫板、防滑垫、铁路扣件
新能源汽车	国家 863 计划节能/能源转化与利用效率研究, 如使用第二代超级电容(储能式)无轨电车
环保产业	密闭式集便系统与真空排水排污技术

资料来源: 申万宏源研究

5. 新业务板块: 新业务发展平稳, 有效分散风险

5.1 新产业业务: 自身技术优势出发, 形成核心竞争力

中车新产业业务主要包括风电装备（山东中车风电有限公司（原北车风电）、株洲所风电事业部、株机公司风电业务、中车新能源、中车株洲时代新材料公司）、高分子复合材料（时代新材）、新能源汽车（中车时代电动、株机公司）、环保产业（山东华腾环保、宁波时代）、重型机械（北京中车重工）、海工（上海中车汉格、英国 SMD）六大板块。中国中车新产业业务相对稳定，风电依赖于风电产业发展政策，随着绿色经济要求不断提高，业绩有望维持高位，同时环保产业也将有所受益；海工板块受益于国际油价上升，有望迎来周期性上升；预计其他版块将维持现有水平，新产业业务总体稳中有进。

图 55: 预计中国中车新产业业务稳中有进

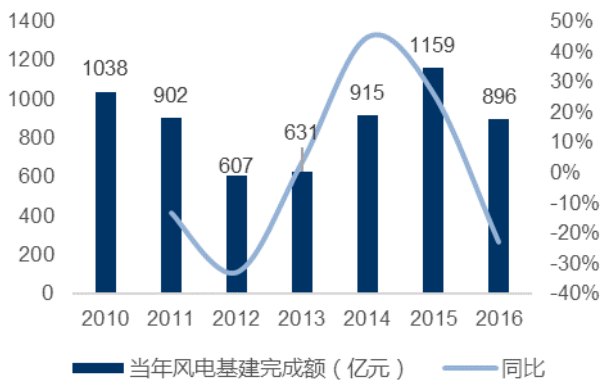
风电装备	<ul style="list-style-type: none"> • 山东中车风电、株洲所风电事业部、株机公司风机业务、中车新能源、中车株洲时代 • 随着绿色经济要求不断提高，业绩有望维持高位
高分子复合材料	<ul style="list-style-type: none"> • 时代新材 • 预计将维持现有水平
环保产业	<ul style="list-style-type: none"> • 山东华腾环保、宁波时代 • 受益于绿色经济与PPP
重型机械	<ul style="list-style-type: none"> • 北京中车重工 • 预计将维持现有水平
海工	<ul style="list-style-type: none"> • 上海中车汉格、英国SMD • 受益于国际油价上升，有望迎来周期性上升
新能源汽车	<ul style="list-style-type: none"> • 中车时代电动、株机公司 • 预计将维持现有水平

资料来源：公司财报、申万宏源研究

风电装备：中国中车风电业务蓬勃发展，其中时代新材料公司在 2016 “世界新能源企业 500 强” 中排名 273 位，产品线丰富、产品环境适应力强。

高分子复合材料：时代新材是复合材料领域的优势公司，营收维持高增长，2016 年前三季度实现营收 82.65 亿元、归母净利润 2.04 亿元，时代新材主要提供高分子减振降噪产品、高分子复合改性材料、特种涂料及新型绝缘材料三大系列产品，产品应用领域广，是众多国际知名车辆制造商的重要弹性元件供货商。

图 56：我国风电基建完成额高位运行



资料来源：中国电力企业联合会，申万宏源研究

图 57：时代新材营收维持高增长



资料来源：公司公告，wind，申万宏源研究

新能源汽车：中车时代电动业内知名，株机公司提供电动汽车整车集成及关键部件技术。中车时代电动是我国第一家获准从事新能源汽车业务的企业，2015 年营收达 21.87 亿元，净利润 9285 万元。2016 年 7 月 12 日，中车长客作价 5379.62 万元转让已经资不抵债的高新电动的全部股权，正式挥别新能源汽车市场，原北车新能源汽车的业务也就此剥离。

环保产业：山东华腾环保业务从列车集便出发，辐射车站、建筑真空排水、船舶真空排水、室外真空排水、市政便民服务设施等应用场景。近年来，华腾环保在村镇污水治理

项目上集中发力，2015年在常熟试点，2016年与全国100个重点县市进行了村镇污水处理项目对接。2016年10月，时代电气下属宁波时代斩获宁波市鄞州区五乡镇农村污水处理PPP项目，该项目合同金额逾7000万元，特许经营期10年。

图 58：时代电动取得多项国家级企业资质认证

国家级企业资质认证	首个取得节能与新能源汽车生产资质的企业
	国家节能与新能源汽车技术创新工程承担单位
	国家863电动汽车重大专项核心承担单位
	全国汽车标准化委员会电动车辆分委会成员
	中央企业电动汽车产业联盟重要成员
	国家火炬计划充电高新技术企业
	国家火炬计划产业化基地
	湖南省电动汽车电传动系统工程技术研究中心 湖南省企业技术中心

资料来源：公司网站，申万宏源研究

图 59：华腾环保积极“下车”涉足公用环保领域

2007	“真空吸入式组合卫生间”和“水冲式组合卫生间”中标“好运北京”的卫生间采购项目
2008	向北京奥运会场馆供应“节水型拖把组合式卫生间” 船用真空排水系统成功应用于为上海世博会提供服务的黄浦江游览船
2009	上海地铁站的真空排水卫生间系统投入使用
2011	铁路列车集便器系统实现大批量装车，普遍应用在新造25G型高速列车
2012	便民综合服务岛系列产品，并在廊坊市批量安装
2013	作为第一起草单位制定铁道行业标准《铁道客车及动车组集便器》 船舶排水系统批量装用在国家远望系列深空探测船上
2015	中标成为常熟农村分散污水处理一期项目的成交供应商，成为中国中车突进农村污水处理市场的领军企业
2016	集便系统在中国标准化动车组实现装运并试运行 与全国100个重点县市进行村镇污水处理项目对接

资料来源：公司网站，申万宏源研究

重型机械：北京中车重工业务涵盖装备制造、后市场服务、创业基地三大平台，主营业务为桩工机械、履带式起重机械、特种工程机械设备和轨道制动系列产品的研发、制造、销售、租赁和服务。2011年公司成功开发出当年世界最大吨位旋挖钻机 TR550D 型旋挖钻机，主要性能参数居世界前列。

海工：中车海工业务主要由株洲所下属的上海中车汉格及时代电气下属的英国 SMD 公司开展。中车汉格是中国中车面向全球船舶行业的产业平台，株洲所自主研发的电力推进系统已装备在我国多型可靠、远洋运输、特种运输船舶上，海外业务也有一定的发展。中车时代电气于2015年4月斥资约12亿元人民币收购英国 SMD 公司100%股权，切入海工市场。英国 SMD 公司是全球深海机器人第二大提供商，深海机器人装备产业是海洋工业增长最快的产业之一，中国市场每年的增幅就达40%以上。

图 60：中车重工主要业务为工程机械制造



资料来源：公司网站，申万宏源研究

图 61：中车汉格业务涵盖船舶动力及减震等方面

	<p>船舶电力推进系统集成</p> <ul style="list-style-type: none"> 提供包括柴发电机组、配电盘、变压器、变频器、电动机、推进器的整体电推配置方案或者单个船侧推的设计、集成、安装、调试等服务。
	<p>船舶辅助设备系统集成</p> <ul style="list-style-type: none"> 围绕电推船的变频控制，提供船舶辅助设备系统集成，包括甲板机械、泵、疏浚设备等。根据客户的实际船型工况来进行匹配的设计、集成、安装、调试。
	<p>全船自动化系统集成</p> <ul style="list-style-type: none"> 提供电力推进全船自动化网络控制技术，该系统基于现场总线和工业以太网技术、变频控制技术、计算机网路控制技术、智能仪器仪表技术等综合，包括PMS、AMS等。
	<p>全船减振降噪方案系统集成</p> <ul style="list-style-type: none"> 通过前期计算设计，对全船方案优化，选用特殊的材料及装置来实现船舶的节能减排、减振降噪，为船上的生活提供舒适的环境。

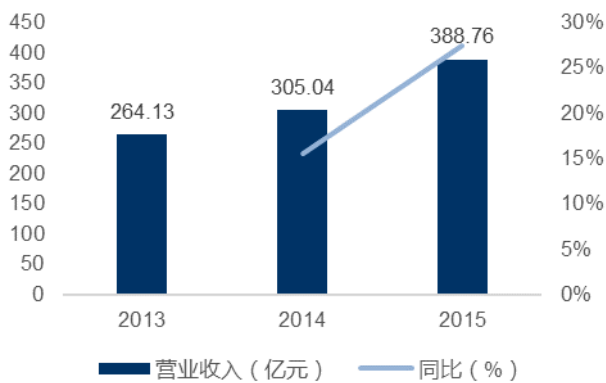
资料来源：公司网站，互联网，申万宏源研究

5.2 现代服务业：提升资本运作能力，开拓第三产业业务

中国中车现代服务业业务主要包括保险业务（中华联合保险）、融资租赁、贸易业务（中车金租、中车投资租赁、中车资管）和物流业务（中车物流）。保险业务成长性良好，但由于公司股比低，整体业绩受益有限；金租、投资租赁等业务主要为公司产融结合、促进主业发展提供支持，受益于 PPP 等投融资建设热潮，有望实现业务规模稳步提升。

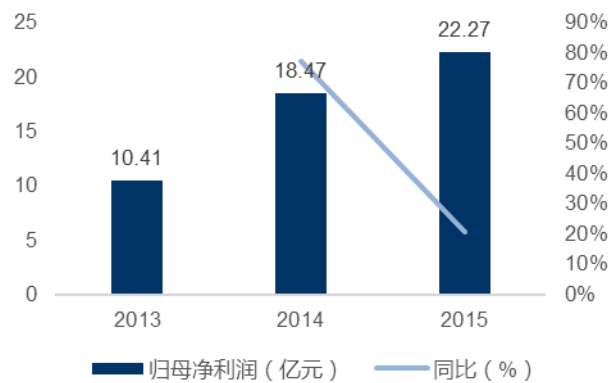
保险业务：中国中车 2016 年 1 月 12 日作价 44.55 亿元收购中华联合保险 13.06% 股权，涉足保险领域。中华联合保险 2016 年前三季度保险业务收入累计 298.94 亿元，净资产 134.90 亿元，业务状况良好，近三年业绩持续增长，预计仍有上升空间。

图 62：中华联合保险营收持续增长



资料来源：公司年报、申万宏源研究

图 63：中华联合保险盈利持续增长



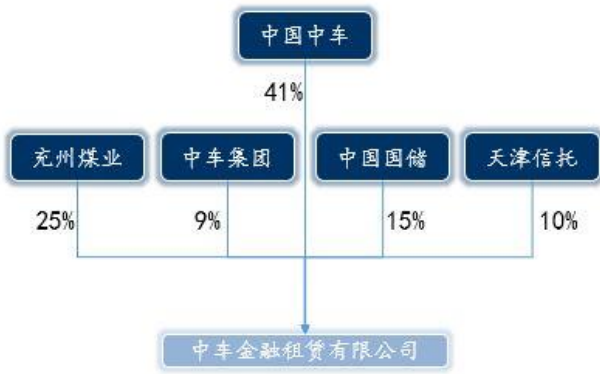
资料来源：公司年报、申万宏源研究

贸易、租赁业务：中车投资租赁公司是南车投资租赁、北车投资租赁和北车重组而成的三个新公司之一，融资租赁业务以轨道交通产品、大型装备、城市基础设施、工程机械、新能源汽车等为主要方向，贸易业务以钢材、有色金属、煤炭等大宗物资销售为主，资产管理以租赁资产为基础，2015 年实现营业收入 131 亿元，2016 年业绩有望进一步提升。2016 年 6 月，中国中车出资 12.3 亿元参与成立中车金融租赁有限公司，占中车金租注册资本的 41%。中车金租给中国中车的资本运作开辟了广阔的空间，对于推动公司产融结合、促进公司主业发展、提升公司核心竞争能力具有积极作用。

南车投资租赁、北车投资租赁和北车物流重组形成的另外两家公司为：中车物流，注册资本 3 亿元；中车资本管理公司，注册资本 20 亿元。

图 64：中国中车占中车金融租赁公司 41% 的股份

图 65：中车投资租赁大事记



资料来源：公司公告、申万宏源研究

2015.8	• 确认中标苏州市轨道交通一号线增购电客车工程融资租赁项目。项目共采购22列，88辆地铁车辆，采购合同价格为5.3亿元，租赁合同期限为8年，开辟中国中车采用融资租赁方式进行产融结合的商业模式。
2015.12	• 与河南铁路投融资合作事项达成初步意向，在河南省铁路投融资建设、城际铁路装备购置及维保、融资租赁等方面开展全面合作。
2016.1	• 重组后的租赁公司挂牌，公司定下发展目标，力争在十三五末，实现销售收入200亿元，实现利润5亿元，使公司成为集租赁、商贸、物流为一体的大型综合服务商。
2016.1	• 在2015年度北京市租赁行业工作总结会议中，租赁公司荣获北京市“融资租赁十佳企业”称号，这也是继2013年度租赁公司获此殊荣后的第三次蝉联。
2016.5	• 长春市市委常委、副市长王路到中车融资租赁有限公司调研考察，双方就开展投融资方面的合作进行了洽谈。
2016.5	• 与中信金融租赁公司在“租赁+”合作体系发布会上签订了战略合作协议，旨在共同开发多层次业务合作，拓展产业链金融服务模式，互相交流行业与管理经验，协同提升经营业绩及管理水平。

资料来源：公司网站、公司公告、申万宏源研究

6. 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

1. 预测公司 2016/2017/2018 年铁路设备业务增速达到 -20%/14%/11%，公司铁路设备将充分受益于国铁周期性上涨。2016 年高铁动车组招标较少的原因主要有两点：1) 车辆需求暂时性下滑；2) 铁总换帅带来的政治周期影响。具体来看，两大影响均为暂时性的影响因素。11、12 年的新开工项目数是历史低点（温州动车事故），2011 仅有 15 个，2012 年仅 22 个。但是 2013 年开始，铁路的新开工项目显著恢复，我们预计 2018 年起全国新投产线路将恢复至较高水平，17 年开始机车车辆投资将触底反弹。2016 年底铁总换帅完成，动车、机车、货车招标全面重启。预计未来三年动车组采购量维持 400-500 标准列/年水平，机车年均采购量达 600 台/年水平。2017 年开始，公司铁路设备业务有望受国铁周期性上涨与海外业务拓展双重利好带动而实现触底反弹。

2. 预测公司 2016/2017/2018 年城轨地铁业务增速达到 30%/30%/30%，城轨业务成为成长板块。2015 年底我国城轨运营里程达 3618 公里，截至 2016 年 2 月，全国有 44 座城市获准建设城轨，规划总里程达 4705 公里。根据《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，2016~2018 年，我国将重点推进 103 个城市轨交项目前期工作，新建城轨 2000 公里以上。PPP 模式的不断推广，将有效解决部分城市地方财政财力不足的问题，进一步刺激城轨建设需求。2016 年下半年开始，城轨迎来通车高峰，受新投产线路新铺车需求和已有线路车辆加密需求综合作用，城轨车辆需求将持续增长，带动城轨业务成为中车的成长板块。

3. 预测公司 2016/2017/2018 年现代服务业业务增速达到 10%/10%/10%，平稳发展为公司业绩托底。公司现代服务业业务主要包括保险业务、融资租赁业务、贸易业务、物流业务四大板块，其中保险业务为 2016 年新切入的模块，中华联合保险业绩持续增长，融资租赁方面中车投资租赁与 2016 年新成立的中车金租有望有效辅助公司主业发展，并拓展新的盈利渠道。

4.预测公司 2016/2017/2018 年新产业板块增速达到 15%/15%/15%，稳中有进，分散经营风险。公司新产业业务主要包括风电装备、高分子复合材料、新能源汽车、环保产业、重型机械、海工六大板块。风电依赖于风电产业发展政策，随着绿色经济要求不断提高，业绩有望维持高位，同时环保产业也将有所受益；海工板块受益于国际油价上升，有望迎来周期性上升；预计其他版块将维持现有水平，新产业业务总体稳中有进。

表 19：中国中车关键假设表

主营业务		项目	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
铁路设备	动车组	营业收入	45056	43934	43445	73938	77248	61798	74158	85282
		增速 (%)		-2%	-1%	70%	4%	-20%	20%	15%
		营业成本	34738	33126	31889	54049	56391	45113	54135	62256
		毛利	10318	10808	11556	19889	20857	16686	20023	23026
		毛利率 (%)	23%	25%	27%	27%	27%	27%	27%	27%
		营收占比 (%)	26%	24%	22%	33%	32%	26%	27%	27%
		毛利占比 (%)	38%	36%	33%	44%	43%	36%	38%	38%
	机车	营业收入	36374	30841	37061	42207	32492	25994	27293	28658
		增速 (%)		-15%	20%	14%	-23%	-20%	5%	5%
		营业成本	29717	24765	29538	33174	25506	20795	21835	22926
		毛利	6656	6076	7523	9032	6986	5199	5459	5732
		毛利率 (%)	18%	20%	20%	21%	22%	20%	20%	20%
		营收占比 (%)	21%	17%	19%	19%	13%	11%	10%	9%
		毛利占比 (%)	24%	20%	22%	20%	14%	11%	10%	9%
	客车	营业收入	10031	13274	14679	13251	10279	8223	8305	8388
		增速 (%)		32%	11%	-10%	-22%	-20%	1%	1%
		营业成本	8897	11522	12639	11382	8819	7072	7143	7214
		毛利	1133	1752	2040	1868	1460	1151	1163	1174
		毛利率 (%)	11%	13%	14%	14%	14%	14%	14%	14%
		营收占比 (%)	6%	7%	8%	6%	4%	4%	3%	3%
		毛利占比 (%)	4%	6%	6%	4%	3%	3%	2%	2%
	货车	营业收入	22309	25180	23335	17184	10178	8142	8550	8977
		增速 (%)		13%	-7%	-26%	-41%	-20%	5%	5%
		营业成本	19966	21831	19858	14349	8478	6758	7096	7451
毛利		2342	3349	3477	2835	1700	1384	1453	1526	
毛利率 (%)		11%	13%	15%	17%	17%	17%	17%	17%	
营收占比 (%)		13%	14%	12%	8%	4%	3%	3%	3%	
毛利占比 (%)		9%	11%	10%	6%	3%	3%	3%	2%	
城轨地铁	营业收入	14391	16170	14207	19781	24613	31997	41596	54075	
	增速 (%)		12%	-12%	39%	24%	30%	30%	30%	
	营业成本	12635	13857	11834	16141	21504	27198	35357	45964	
	毛利	1756	2312	2373	3640	3110	4800	6239	8111	
	毛利率 (%)	12%	14%	17%	18%	13%	15%	15%	15%	
	营收占比 (%)	8%	9%	7%	9%	10%	14%	15%	17%	

	毛利占比 (%)	6%	8%	7%	8%	6%	10%	12%	13%
现代服务	营业收入	20784	37425	43312	37286	34180	37598	41358	45493
	增速 (%)		80%	16%	-14%	-8%	10%	10%	10%
	营业成本	19641	35442	40583	35049	31499	34966	38463	42309
	毛利	1143	1984	2729	2237	2681	2632	2895	3185
	毛利率 (%)	6%	5%	6%	6%	8%	7%	7%	7%
	营收占比 (%)	12%	20%	22%	17%	14%	16%	15%	15%
	毛利占比 (%)	4%	7%	8%	5%	5%	6%	5%	5%
新产业	营业收入	21120	16063	19088	20368	52921	60859	69988	80486
	增速 (%)		-24%	19%	7%	160%	15%	15%	15%
	营业成本	16156	12304	14602	15643	40743	46862	53891	61974
	毛利	4963	3759	4486	4725	12178	13998	16097	18512
	毛利率 (%)	24%	23%	24%	23%	23%	23%	23%	23%
	营收占比 (%)	12%	9%	10%	9%	22%	26%	26%	26%
	毛利占比 (%)	18%	13%	13%	11%	25%	31%	30%	30%
合计	综合营业收入	170064	182888	195127	224015	241913	234612	271248	311360
	增速 (%)		8%	7%	15%	8%	-3%	16%	15%
	综合营业成本	142654	152881	160595	179254	193022	188763	217919	250094
	综合毛利	27410	30007	34532	44760	48891	45849	53329	61266
	综合毛利率 (%)	16%	16%	18%	20%	20%	20%	20%	20%

资料来源：申万宏源研究

6.2 投资逻辑

行业角度：机车车辆投资触底反弹，“一带一路”持续推进。国内市场：2016 年底开始，动车、机车招标全面恢复，受益于货运需求反弹、城际铁路接棒、高铁动车加密三条主线共同作用，预计 2017 客货两旺，将成为国铁车辆采购大年。国际上，随着“一带一路”和高铁外交持续推进，陆上丝绸之路高铁建设初见成效，中国中车车辆技术低成本、高技术，优势突显，海外市场成新增长点。

战略角度：公司轨交龙头地位稳固，跨国经营持续推进。中国中车战略以转型升级、跨国经营为主线展开：稳步抓紧国内轨交发展机遇，不断开拓海外市场，寻求业绩新增长；积极拓展高新产业与现代服务业，公司资本运作与抗风险能力显著增强。

业绩角度：中国中车手握巨额订单，海外订单爆发。2015 年，中车新签订单 2875 亿，其中国际业务订单 57.81 亿元，期末在手订单达 2144 亿。2016 年新增订单超过 1000 亿，其中海外订单首次突破 200 亿。我们预计，未来三年公司业绩增速复合 10% 以上，其中海外市场成为业绩新亮点。

估值角度：国际比较来看，中国中车享有一定的估值溢价。目前，在 A 股上没有与之匹敌的竞争对手。放眼国际，由于中车轨交毛利润、营收规模以及技术都远领先国际竞争对手，市场给予中国中车更多市场信心，中国中车享有一定的估值溢价，其市盈率高于庞巴迪、阿尔斯通、西门子和川崎重工等国际轨交巨头具有一定的合理性。

6.2 估值与评级

我们认为公司业务将迎来新的增长期，国铁周期反弹，海外业务预增，城轨持续成长，多元经营托底，首次覆盖，给与“增持”评级。我们预计公司 2016-2018 年净利润为 130.15 亿元、135.45 亿元、153.52 亿元，EPS 分别为 0.48、0.50、0.56 元。

估值横向比较发现：中国中车的产品链不仅横跨机车、货车、客车、动车组、城轨和信号系统等多个领域，且各车辆型号和配套服务齐全，中国中车拥有为客户打造综合性产品供应解决方案的能力，所以中车中车在 A 股没有可比公司。因此放眼国际，在国际范围内，仅有轨道交通制造巨头西门子、庞巴迪、阿尔斯通与川崎重工的产品线相对完善，能够与之匹敌。因此，我们选取西门子、阿尔斯通、庞巴迪、川崎重工、通用电气这五家国外大型交通设备制造的上市公司进行比较。我们发现，庞巴迪与公司的业务构成最为类似，但中车的毛利率、净利率明显高于庞巴迪。由于中车轨交毛利润、营收规模以及技术都远领先国际竞争对手，市场给予中国中车更多市场信心，中国中车享有一定的估值溢价，其市盈率高于庞巴迪、阿尔斯通、西门子和川崎重工等国际轨交巨头具有一定的合理性。

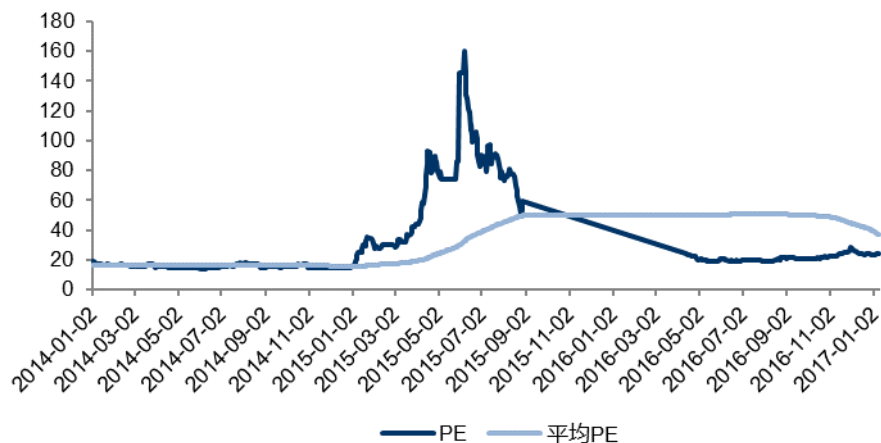
表 20：中车国际竞争财务数据

公司名称	市值 (亿元)	最近财年总收入 (亿元)	最近财年净利润 (亿元)	ROE %	ROA %	P/E (TTM)	价格(元) 【2017/2/20】
中国中车	2,811.77	2419.1	140.9	12.4	3.7	24.29	10.37
西门子	7,527.86	5780.9	379.5	15.6	4.7	17.11	885.63
阿尔斯通	417.99	483.2	210.7	90.7	13.3	20.21	190.32
庞巴迪	299.38	1085.4	-67.9	-13.82	-4.5		13.25
川崎重工	360.06	817.3	24.4	8	1.9	23.28	21.55
通用电气	18,450.92	8217.3	586.7	9.3	2	18.51	208.57

资料来源：Bloomberg, 申万宏源研究

估值纵向比较发现，从公司最近三年的历史估值水平来看，公司合理估值水平也在在 20-25 倍左右。综合考虑，我们认为给予公司 2017 年 25 倍 PE 是合理估值水平，对应 17 年目标股价为 12.50 元，对应上涨空间 21%。

图 66：中国中车历史 PE 概览



资料来源：wind、申万宏源研究

财务摘要

合并损益表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	221,977	241,913	234,612	271,248	311,360
营业总成本	209,614	226,800	216,777	252,641	290,119
营业成本	177,064	193,022	188,763	217,919	250,094
营业税金及附加	1,199	1,310	1,270	1,469	1,686
销售费用	7,402	7,954	7,622	8,925	10,199
管理费用	19,453	22,332	20,910	24,328	28,139
财务费用	2,031	660	0	0	0
资产减值损失	2,466	1,523	-1,788	0	0
公允价值变动损益	-6	0	0	0	0
投资收益	1,205	801	0	0	0
营业利润	13,562	15,913	17,835	18,607	21,241
营业外收支	922	1,135	1,135	1,135	1,135
利润总额	14,484	17,048	18,970	19,742	22,377
所得税	2,137	2,951	3,445	3,585	4,064
净利润	12,346	14,098	15,525	16,157	18,313
少数股东损益	1,531	2,279	2,510	2,612	2,961
归属于母公司所有者的净利润	10,815	11,818	13,015	13,545	15,352

资料来源：申万宏源研究

合并资产负债表

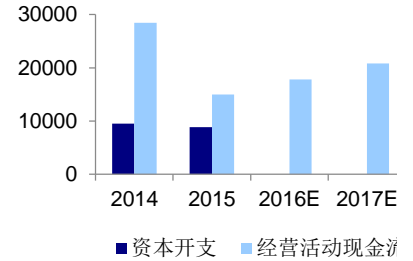
百万元	2014	2015	2016E
流动资产	200,227	205,178	217,105
现金及等价物	48,901	39,372	54,257
应收款项	80,937	94,761	92,573
存货净额	59,666	59,786	60,216
其他流动资产	10,723	10,058	10,058
长期投资	5,836	6,967	6,967
固定资产	58,743	62,180	58,612
无形资产及其他资产	33,979	37,198	37,134
资产总计	298,814	311,694	319,818
流动负债	172,913	169,091	159,107
短期借款	13,034	12,374	7,366
应付款项	134,487	141,437	138,323
其它流动负债	16,990	6,000	6,000
非流动负债	23,724	29,028	27,066
负债合计	196,636	198,119	186,173
股本	13,803	27,289	27,289
资本公积	43,851	29,960	29,960
盈余公积	1,123	1,802	2,549
未分配利润	35,702	42,395	54,663
少数股东权益	12,882	16,674	19,185
股东权益	102,177	113,575	133,645
负债和股东权益合计	298,814	311,694	319,818

资料来源：申万宏源研究

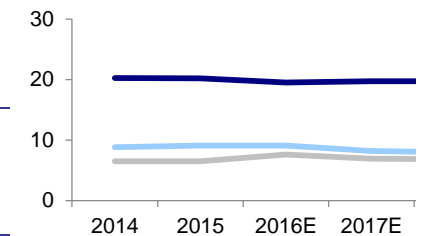
合并现金流量表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	12,346	14,098	15,525	16,157	18,313
加：折旧摊	7,726	7,739	1,843	3,631	3,631
销减值					
财务费用	2,408	1,111	0	0	0

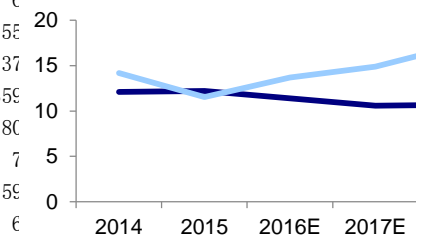
资本开支与经营活动现金流



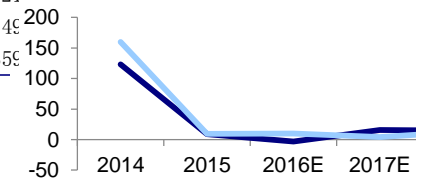
经营利润率 (%)



投资回报率趋势 (%)

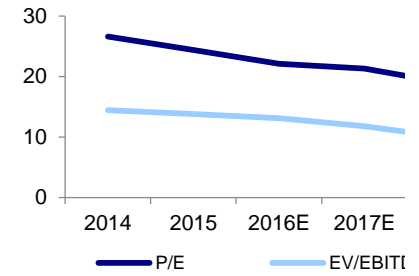


收入与利润增长趋势 (%)



非经营损失	-1,199	-800	0	0	0
营运资本变动	9,301	-6,911	433	1,036	1,239
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	28,437	14,982	17,801	20,825	23,183
资本开支	9,521	8,855	0	0	0
其它投资现金流	-8,740	2,604	-3	2	0
投资活动现金流	-19,785	-5,392	-3	2	0
吸收投资	8,253	501	0	0	0
负债净变化	-29,540	-29,283	-2,916	2,092	2,092
支付股利、利息	5,765	5,822	0	0	0
其它融资现金流	-116	23	0	0	0
融资活动现金流	7,272	-16,687	-2,916	2,092	2,092
净现金流	15,842	-7,090	14,883	22,918	25,275

相对估值(倍)



资料来源: 申万宏源研究

重要财务指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标(元)					
每股收益	0.40	0.43	0.48	0.50	0.56
每股经营现金流	1.04	0.55	0.65	0.76	0.85
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	3.27	3.55	4.19	4.69	5.25
关键运营指标(%)					
ROIC	14.2	11.5	13.7	14.9	17.3
ROE	12.1	12.2	11.4	10.6	10.7
毛利率	20.2	20.2	19.5	19.7	19.7
EBITDA Margin	8.9	9.1	9.1	8.2	8.0
EBIT Margin	6.5	6.5	7.6	6.9	6.8
收入同比增长	123.4	9.0	-3.0	15.6	14.8
净利润同比增长	159.7	9.3	10.1	4.1	13.3
资产负债率	65.8	63.6	58.2	58.3	58.3
净资产周转率	2.49	2.50	2.05	2.12	2.17
总资产周转率	0.74	0.78	0.73	0.75	0.77
有效税率	16.1	18.2	18.2	18.2	18.2
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)					
P/E	26.6	24.4	22.1	21.3	18.8
P/B	3.2	3.0	2.5	2.2	2.0
EV/Sale	1.3	1.3	1.2	1.0	0.8
EV/EBITDA	14.4	13.8	13.1	11.8	9.9

资料来源: 申万宏源研究

附表 1：中国中车参控公司达 54 家

被参控公司	参控关系	直接持股比例 (%)
中车长春轨道客车股份有限公司	子公司	93.5
中车株洲电力机车有限公司	子公司	100.0
中车株洲电力机车研究所有限公司	子公司	100.0
中车青岛四方机车车辆股份有限公司	子公司	97.8
中车唐山机车车辆有限公司	子公司	100.0
中车四方车辆有限公司	子公司	100.0
南车国际装备工程有限公司	子公司	100.0
南车财务有限公司	子公司	91.0
中车(美国)公司	子公司	100.0
北京北车中铁轨道交通装备有限公司	子公司	51.0
中国中车香港资本管理有限公司	子公司	100.0
北车(马来西亚)股份有限公司	子公司	100.0
中车南京浦镇车辆有限公司	子公司	100.0
中车眉山车辆有限公司	子公司	100.0
中车大同电力机车有限公司	子公司	100.0
中车北京二七机车有限公司	子公司	100.0
株洲中车时代电气股份有限公司	子公司	51.8
中车长江车辆有限公司	子公司	100.0
中车太原机车车辆有限公司	子公司	100.0
济南轨道交通装备有限责任公司	子公司	100.0
北车车辆(南非)公司	子公司	66.0
中车贵阳车辆有限公司	子公司	100.0
中车株洲电机有限公司	子公司	100.0
中车齐齐哈尔交通装备有限公司	子公司	100.0
中车洛阳机车有限公司	子公司	100.0
中车成都机车车辆有限公司	子公司	100.0
中国南车(澳洲)有限公司	子公司	100.0
中车资本管理有限公司	子公司	100.0
中车大连电力牵引研发中心有限公司	子公司	100.0
中车物流有限公司	子公司	100.0
中车大连机车研究所有限公司	子公司	100.0
中车国际有限公司	子公司	100.0
株洲时代新材料科技股份有限公司	子公司	40.8
日立永济电气(西安)设备公司	合营企业	50.0
中车戚墅堰机车车辆工艺研究所有限公司	子公司	100.0
中车大连机车车辆有限公司	子公司	100.0
中车石家庄车辆有限公司	子公司	100.0
中车工业研究院有限公司	子公司	100.0
中车永济电机有限公司	子公司	100.0
中车西安车辆有限公司	子公司	100.0
北车南方有限公司	子公司	100.0
中国北车集团财务有限公司	子公司	91.7

中车资阳机车有限公司	子公司	99.6
中车投资租赁有限公司	子公司	100.0
中车北京南口机械有限公司	子公司	100.0
中车兰州机车有限公司	子公司	100.0
南车二七车辆有限公司	子公司	100.0
中车工程有限公司	子公司	100.0
中车青岛四方车辆研究所有限公司	子公司	100.0
中车沈阳机车车辆有限公司	子公司	100.0
中车信息技术有限公司	子公司	51.0
中国中车(香港)有限公司	子公司	100.0
中车戚墅堰机车有限公司	子公司	100.0
上海轨道交通设备发展有限公司	子公司	51.0

资料来源: Wind, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。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，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。