

中国北车(601299): 自主化率提高 龙头地位进一步巩固 增持(维持)

机械/铁路设备

当前股价: 4.33 元

报告日期: 2013 年 7 月 31 日

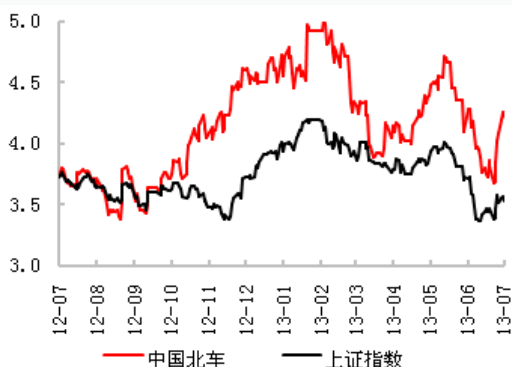
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	92,431	107,035	123,412	142,072
(+/-)	3.4%	15.8%	15.3%	15.1%
营业利润	3,620	4,942	6,046	6,947
(+/-)	13.7%	36.5%	22.3%	14.9%
归属于母公司的净利润	3384	4478	5407	6186
(+/-)	13.4%	32.3%	20.7%	14.4%
每股收益(元)	0.33	0.43	0.52	0.60
市盈率(倍)	13	10	8	7

公司基本情况 (2013 年 07 月 30 日止)

总股本/已流通股(亿股)	103.2/103.2
流通市值(亿元)	446.86
每股净资产(元)	3.44
资产负债率(%)	66.42

股价表现(最近一年)



证券分析师: 张雷

执业证书编号: A0140511010022

联系人: 陈月

010-66045618 chen Yue@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- **实力强劲的业内双寡头之一。**公司是中国产品系列最齐全、技术水平最先进、研发制造能力最强的轨道交通装备制造制造业领军企业,也是全球规模最大的轨道交通装备制造商之一。多个领域内市场占有率超过 50%,居行业首位。在技术方便作为国内行业的龙头企业,公司具有强大的研发优势和行业标准制定能力。
- **自主研发系统提升公司竞争力。**2013 年 1 季度,公司综合毛利率为 15.42%,较上年同期提高 1.73 个百分点,主要是由于自主研发系统“北车心”牵引电传动和网络控制系统研发成功,并批量投入运用降低了公司的成本压力。
- **铁路货运能力增长分析。**在有效需求和供给的推动下,铁路货运有一倍增长空间。我们估计我国铁路建设至少还要有 10 年以上时间,照此分析,铁路货运实现翻倍增长所需时间应不超过 10 年,最短可能 5 年就实现翻倍增长。
- **铁路客运: 高铁、城市轨道交通成为客运增长点。**按照现有规划,到 2020 年中国 28 个城市将开通运营 177 条地铁线路,运行总里程将达 6100 公里,预计中国未来十年轨道交通建设规模将达 2.4 万亿元,市场容量巨大。
- **核心零部件自制率提升,公司盈利能力增强。**公司新建牵引控制系统,自主研发,拥有完全知识产权的“北车心”系统的机车投入运用考核,并逐渐在城轨车辆和部分机车上装车试验,动车组控制系统也在研发中。未来随着核心零部件国产化率的不断提升,零部件自主配套比例由现在的 50%提升至 80%,公司未来的毛利率将进一步提升。
- **因地制宜实施三步走战略。**公司一方面增加新兴产业、现代服务业等在整体收入中的占比,减少单纯依赖政府轨交投资带来的经营风险;另一方面通过扩大海外市场份额占有率,拓宽公司新的增长空间。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计,2013 年-2015 年公司分别实现每股收益 0.43 元、0.52 元和 0.60 元。按照最新收盘价 4.33 元计算,市盈率分别为 10 倍、8 倍和 7 倍。给予“增持”投资评级。
- **风险提示: 宏观经济复苏不达预期风险; 铁路固定资产投资低于预期风险; 招投标低于市场预期风险; 应收账款占比过大,回收速度不达预期风险。**



正文目录

1. 实力强劲的业内双寡头之一	4
1.1 公司基本情况	4
1.2 自主研发系统提升公司竞争力	5
2. 行业分析	6
2.1 铁路运输方式更低碳、更经济	6
2.2 铁路货运增长能力及需求分析	8
2.2.1 铁路货运能力增长分析	8
2.2.2 铁路货运需求也有提升一倍以上的空间	9
2.3 铁路客运：高铁、城市轨道交通成为客运增长点	11
2.3.1 高铁建设带动铁路客运增长	11
2.3.2 城市轨道交通需求空间大，带动地铁车辆增长	12
2.4 体制改革促进铁路投资加速	12
2.4.1 体制改革提高运营效率，可提高设备投资积极性	12
2.4.2 体制改革拓宽融资渠道，提高铁路投资可持续增长率	13
2.5 扩内需政策拉动铁路投资短期内快速反弹	14
3. 核心零部件自制率提升，公司盈利能力增强	14
3.1 零部件自制率低及产业链延伸是毛利率较低主因	14
3.2 积极进行技术研发，提高自主化率	15
4. 因地制宜实施三步走战略	16
5. 盈利预测与投资评级	17
5.1 盈利预测前提假设	17
5.2 盈利预测与投资评级	17
6. 风险提示	18



图表目录

图表 1: 公司股权结构	4
图表 2: 公司下属企业	5
图表 3: 公司主要动车组产品	5
图表 4: 公司营业收入同比增速	6
图表 5: 公司归属母公司净利润同比增速	6
图表 6: 2008 年以来公司毛利率变动	6
图表 7: 中国二氧化碳减排目标	7
图表 8: 中国二氧化碳排放量及占全球排放量之比	7
图表 9: 铁路运输减排效应情景分析	7
图表 10: 主要国家铁路营业里程及货运周转量	8
图表 11: 主要国家铁路货运密度 (万吨公里/公里)	8
图表 12: 主要线路客货分线释放运能统计	9
图表 13: 中美煤炭产量与铁路运输量比较	10
图表 14: 中、美、印主要成长期内铁路集装箱运输量比较	10
图表 15: 主要国家各运输方式客运周转量占比	12
图表 16: 中美铁路建设速度比较	13
图表 17: 铁道部投资与资产负债率关系	14
图表 18: 铁道部基建投资情景分析	14
图表 19: 铁道部机车车辆投资情景分析	14
图表 20: 南北车毛利率对比	15
图表 21: 2012 年公司各主营业务毛利率对比	15
图表 22: 2012 年公司各主营业务占比	15
图表 23: 公司“三步走”大战略	16
图表 24: 中国北车盈利预测表 (单位: 万元)	18

1. 实力强劲的业内双寡头之一

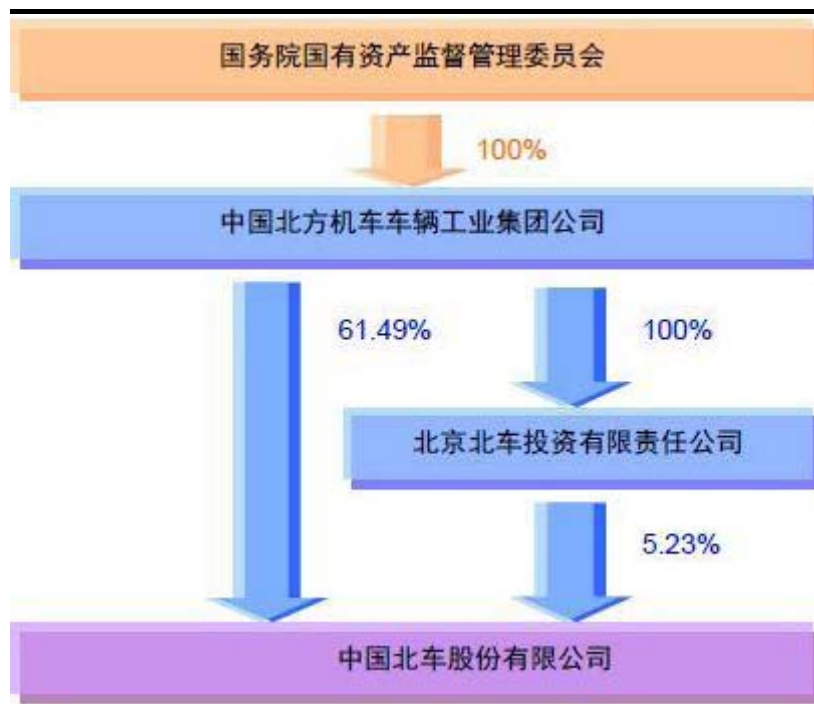
1.1 公司基本情况

中国北车主要从事铁路机车车辆（含动车组）、城市轨道车辆、工程机械、机电设备、环保设备、相关部件等产品的开发设计、制造、修理及技术服务、设备租赁等业务。公司是我国轨道交通装备制造领军企业，是行业内双寡头之一。主要产品涉及铁路机车、普通客车、高铁动车组、货车、城轨地铁车辆、工程机械和机电产品等。

公司是中国产品系列最齐全、技术水平最先进、研发制造能力最强的轨道交通装备制造制造业领军企业，也是全球规模最大的轨道交通装备制造制造商之一。公司还是国内铁路工程机械装备重要供应商，国内轨道交通装备电机、油田电机和风力发电电机最大的制造商。多个领域内市场占有率超过 50%，据行业首位。同时，在技术方便作为国内行业的龙头企业，公司具有强大的研发优势和行业标准制定能力。

公司控股股东为北车集团，直接持有公司股份 61.49%，通过全资子公司北车投资持有股份 5.23%，合计持有股份 66.27%。公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

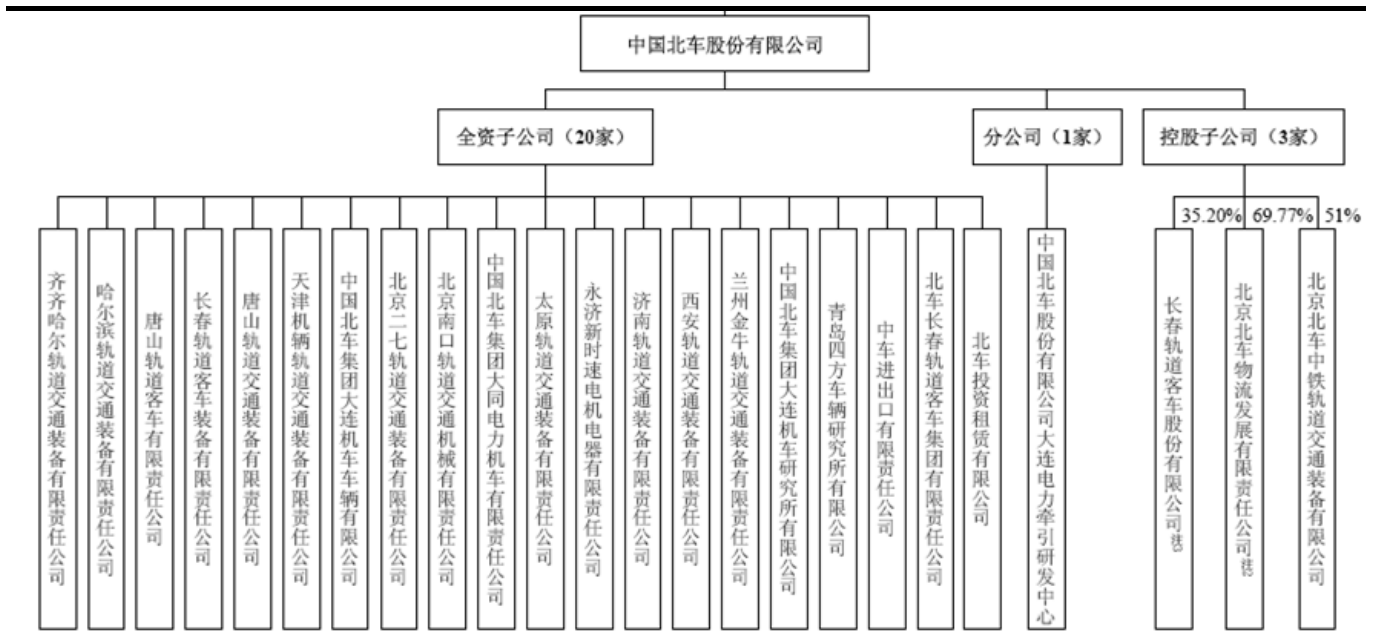
图表 1：公司股权结构



资料来源：公司公告

目前，公司有下属企业 26 家，其中全资子公司 20 家，控股子公司 5 家，分公司 1 家。

图表 2：公司下属企业



资料来源：公司公告

拥有时速 200 公里、300 公里两个速度等级且具备国际先进水平的动车组产品技术平台、拥有 4 个国际一流的交流传动大功率机车产品技术平台等。

图表 3：公司主要动车组产品



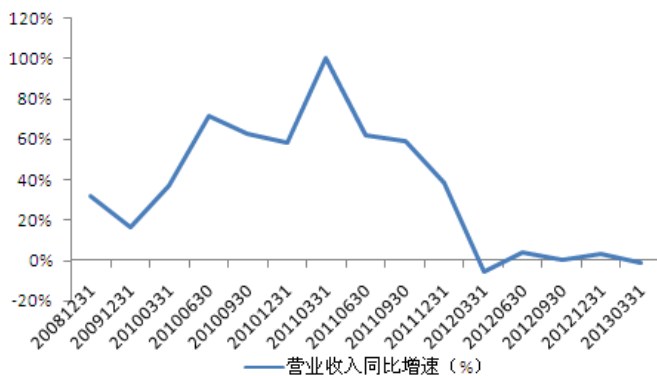
资料来源：公司网站

1.2 自主研发系统提升公司竞争力

2008 年-2012 年，公司营业收入和归属母公司净利润 CAGR 分别达到 27.74%和 31.53%，2009 至 2011 年各季度均持续保持较高增速。此后，受到“7.23”甬温线动车事故以及国家高铁宏观政策调整影响，2012 年以来，公司业绩增速明显下降。2013 年一季度，公司实现公司营业收入同比增下降 1.35%，归属母公司所有者净利润同比增长 10.85%。

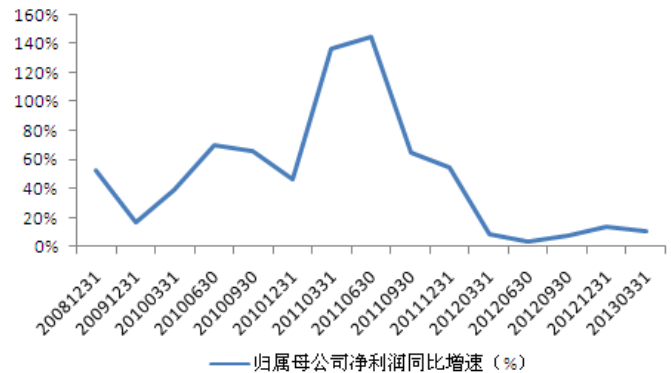


图表 4：公司营业收入同比增速



资料来源：公司网站，天相投顾

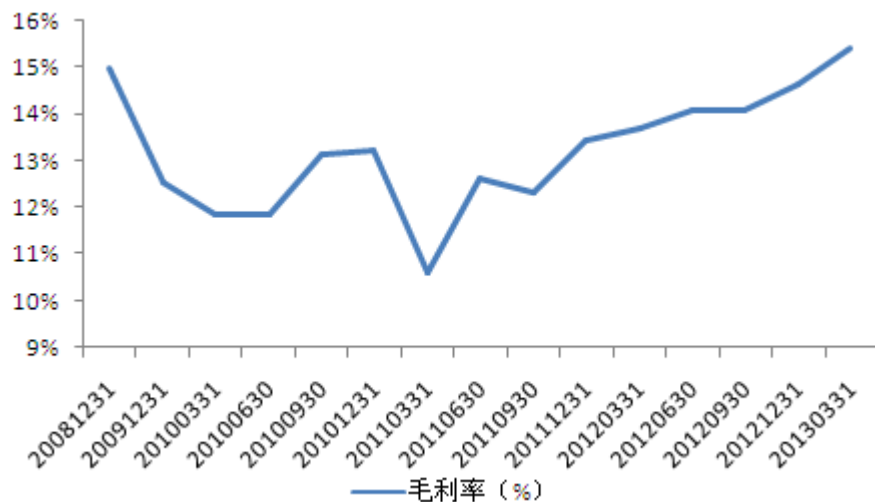
图表 5：公司归属母公司净利润同比增速



资料来源：公司网站，天相投顾

2008年-2012年以来，除极个别季度，公司毛利率始终保持稳定在12-15%之间。2013年1季度，公司综合毛利率为15.42%，较上年同期提高1.73个百分点，主要是由于自主研发系统“北车心”牵引电传动和网络控制系统研发成功，并批量投入运用降低了公司的成本压力，动车组控制系统也在研发中。未来随着核心零部件国产化率的不断提升，零部件自主配套比例将进一步提高，公司未来的毛利率水平将进一步提升。

图表 6：2008 年以来公司毛利率变动



资料来源：公司公告

2. 行业分析

2.1 铁路运输方式更低碳、更经济



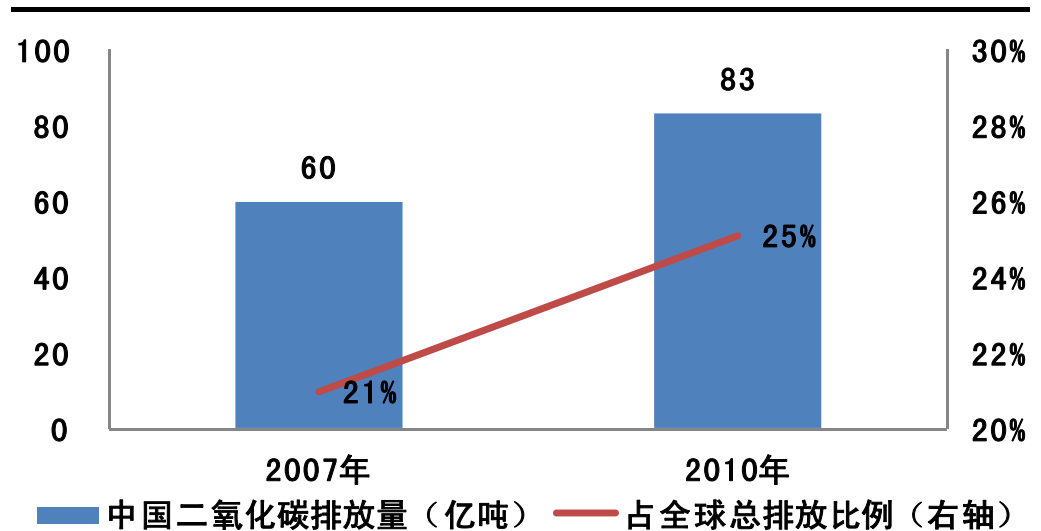
图表 7：中国二氧化碳减排目标



资料来源：国际节能环保协会(IEEPA)、天相投顾整理

中国的二氧化碳排放量快速增长，自 2007 年以来成为全球最大碳排放国家。在巨大的国内资源环境压力和国外政治经济压力下，从高能耗、高排放向低排放方式转化是中国未来的发展方向。中国将在“十二五”和“十三五”期间分别将单位 GDP 二氧化碳排放量降低 17%和 16%。

图表 8：中国二氧化碳排放量及占全球排放量之比



资料来源：英国石油公司 (BP)、天相投顾整理

图表 9：铁路运输减排效应情景分析

目前市场份额下的二氧化碳排放量

	单位排放量 (g/t·km)	2012 年市场份额	2012 年货运周转量 (t·km)	CO ₂ 排放量 (亿吨)
铁路货运	14.88	16.90%	29187	0.43
公路货运	71.92	34.60%	59992	4.31
合计		51.50%	89179	4.74

铁路替代公路 10%市场份额情况下的二氧化碳排放量

	单位排放量 (g/t·km)	2012 年市场份额	2012 年货运周转量 (t·km)	CO ₂ 排放量 (亿吨)
--	-------------------	------------	-----------------------	--------------------------

铁路货运	14.88	26.90%	42775	0.64
公路货运	71.92	24.60%	39117	2.81
合计		51.50%	81892	3.45

铁路替代公路 20%市场份额情况下的二氧化碳排放量

	单位排放量 (g/t·km)	2012 年市场份额	2012 年货运周转量 (t·km)	CO ₂ 排放量 (亿吨)
铁路货运	14.88	36.90%	58676	0.87
公路货运	71.92	14.60%	23216	1.67
合计		51.50%	81892	2.54

资料来源: EcoTransIT、国家统计局、天相投顾计算

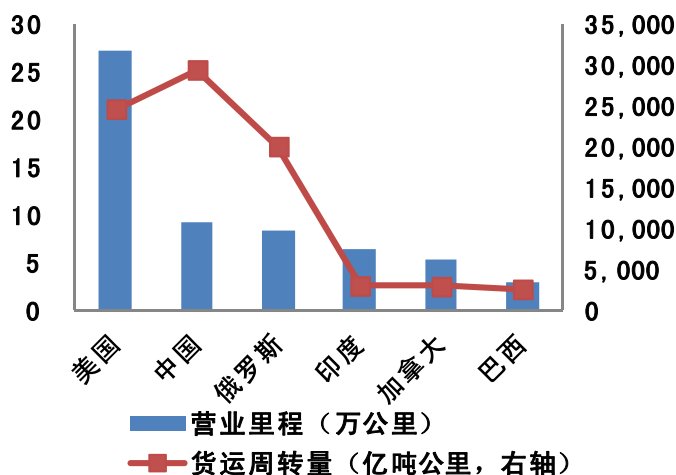
铁路运输替代公路运输是减排的有效方法。公路运输的碳排放量显著高于铁路,根据 EcoTransIT 的测算,铁路每吨公里的货运周转量排放的二氧化碳要低于公路 57.04 克。照此估计,如果中国铁路市场份额从 2012 年 16.9% 的基础上提升 20 个百分点,替代公路运输,将减排二氧化碳 2.21 亿吨,与 2010 年中国全年碳排放 83.3 亿吨相比减少 2.65%,这对中国完成 2020 年减排计划贡献显著。

2.2 铁路货运增长能力及需求分析

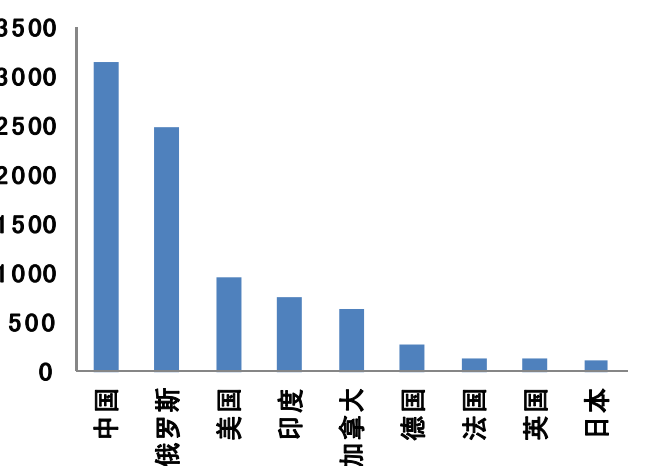
2.2.1 铁路货运能力增长分析

中国铁路营业里程远低于美国,与俄罗斯相当,但货运周转量高于美国,远高于俄罗斯,中国的铁路货运密度全球最高。运输密度高主要反映出了铁路运力的不足的矛盾。

图表 10: 主要国家铁路营业里程及货运周转量



图表 11: 主要国家铁路货运密度 (万吨公里/公里)



资料来源: 铁道部、天相投顾整理

资料来源: 铁道部、天相投顾整理

铁路货运运能增长动力来自于客货分线释放运力、重载铁路单位载重量提高、货车提速和新建或增建货运复线等方面。

现有高铁线路通车带来的客货分线,将使铁路运力增长近 40%。随着高铁主干线的竣工通车,客货分线的目标将逐渐实现,铁路货运能力有望突破多年来的瓶颈。根据我们测算,自 2008 年 8 月京津高铁开通后,胶济、武广、郑西、沪宁、沪杭、宁



杭等线逐步通车运行，客货分流对原线路的货运能力提升显著。其中，胶济线图定货物列车增加 11 对，年货运能力增加 2920 万吨；京广线武广段比武广高铁开通前增加 33 对货运列车，年货运能力增加 8760 万吨；陇海线郑西段比郑西高铁开通前增加 5 对货运列车，年均增运 1460 万吨；京沪铁路沪宁段图定货物列车增加 32 对，年均货运能力增加 8396 万吨。

图表 12：主要线路客货分线释放运能统计

	线路里程 (公里)	年新增货运能力 (万吨)	增加车次 (对)	单位载重 (吨/次)	每列运能 (吨)	线路效率 (吨/公里)
胶济线	341	2920	11	3636.36	7272.73	85630.50
京广线武广段	1068	8760	33	3636.36	7272.73	82022.47
陇海线郑西段	458	1460	5	4000.00	8000.00	31877.73
京沪铁路沪宁段	307	8396	32	3594.18	7188.36	273485.34
合计/平均	2174	21536	81	3716.73	7433.45	118254.01

资料来源：天相投顾整理

以上原线路里程共约 2147 公里，年释放货运能力 2.15 亿吨，平均每公里释放运能 9.91 万吨。按照这一比例，至 2015 年仅高铁四纵四横主干线（营运里程 1.5 万公里）一项，就将至少提高原线路年货运能力约 14.86 亿吨，较 2011 年铁路运量增长约 37.80%。

重载铁路单位载重量提高、货车提速将使我国铁路运能增长近 50%。我国铁路货车经过三次改进、提速已经普及 60 吨级、时速 80 公里以上货车。而随着货运重载的实现，90、100、120 吨级车将在 2012 年开始建造并逐步成为主力制造车型。按普及 70 吨级时速 100 公里货车计算，同等线路长度及密度下将增加 46% 的运能。需要注意的是，这一运能的释放将是较为缓慢的过程。

综上，仅考虑客货分线释放运力及重载铁路单位载重量提高、货车提速两方面因素，未来铁路货运能力提升幅度就超过一倍。现有路网及“十二五”建设规划下，我国铁路货运能力有一倍的提升空间。此外，新增特定货运线路也将有效提高铁路货运能力。

2.2.2 铁路货运需求也有提升一倍以上的空间

中国铁路货运的增长来自两个方面：第一，重工业相关产品运力紧张缓解带来的运量增长。中国煤炭、冶炼物资等重工业相关产品的比重约为四分之三，美国则不到 60%。中国目前铁路运输以满足重工业需求为主，目前中国运力紧张，煤炭等产品运输需求不能得到满足，未来随着铁路建设带来运力的释放，煤炭及冶炼物资等产品仍有显著增长空间。第二，产品结构多元化带来的运量增长。美国铁路运输则相对多元化，除了运输重工业相关产品外，化工、汽车等工业制成品，农业食品及联运占比较高，在这一领域我国发展空间巨大。

铁路煤炭运输量十二五期间有约 40% 增长空间

铁路运输煤炭相比公路有显著优势，煤炭运输应主要由铁路来完成。美国 2011 年有 82% 的煤炭产量经过铁路运输，而中国 2011 年这一比例只有 65%，中国煤炭运量有显著提升空间。煤炭工业“十二五”规划提出，到 2015 年中国铁路规划煤炭运力将达 30 亿吨，较 2011 年的 22.7 亿吨增长 32%。这一煤炭运量约占 2015 年规划 39



亿吨煤炭产量的 77%，仍然低于美国目前的水平。

美国，煤炭运输的半数以上由重载单元列车完成。我国目前正在大力发展货运重载，随着西北地区、南北运煤通道等货运线路的投产，我国煤炭运量将显著提升，煤炭运输量有望超过十二五规划。按照目前煤炭运量 50%的占比计算，仅“十二五”期间将为铁路货运贡献 20%的增长。

图表 13：中美煤炭产量与铁路运输量比较

美国 (2011 年)	煤炭运量	煤炭产量	运量占产量之比
	8.2	9.9	82%
中国 (2011 年)	煤炭运量	煤炭产量	运量占产量之比
	22.7	34.9	65%
“十二五”规划目标	煤炭运量	煤炭产量	运量占产量之比
	30	39	77%

资料来源：美国铁路协会、BP 公司、铁道部、煤炭工业“十二五”规划、天相投顾整理

铁路运输产品多元化带来铁路货运巨大空间

化工品：根据美国 CSXT 公司的研究，铁路运输化工产品和钢材在成本上具有明显优势，纸制品的运输成本与卡车差不多，而家具运输成本则高于卡车。美国铁路货运中，化工产品运量占比为 10.3%，而我国化工产品铁路运输尚未起步。化工品运输市场对安全性要求高，政府管制严，铁路运输在安全性方面优势显著。未来随着中国对美国等国化工品物流体系的学习和吸收，中国有望复制欧美化工品铁路运输的快速发展。

农业食品：美国农产品铁路运量占比为 8.3%，食品占比 5.7%，合计达到 14%；中国铁路运输主要产品中仅有粮食和棉花，运量占比为 4.3%。未来随着煤炭运力紧张的缓解，以及国内公铁联运的发展，农产品跨地域运输需求将得到满足；此外随着下游食品行业产业集中度的提升，对低成本的铁路运输需求也将显著增加。

铁路联合运输及集装运输：多式联运不仅融合了铁路运输的经济性和公路运输的便利性，而且集装箱的采用大大扩展了铁路可运输货品的范围，提高了货物的完好程度。集装箱运输是铁路联合运输的主要形式之一。我国工业结构正逐步从以传统重工业为主逐渐向高端装备、电子等高科技工业转化，轻工业和机械电子工业的发展速度将快于其他工业，轻工、电子、精密仪器和医药等高附加值产品产量的高速增长，使货源结构发生重大变化，适箱货物比重不断提升，集装箱运输需求有了更大更快的发展前景。

图表 14：中、美、印主要成长长期内铁路集装箱运输量比较

铁路运输		1990	2000	2007
印度	运量 (万箱)	6.6	90	—
	复合增速	—	29.9%	—
美国	运量 (万箱)	300	—	1200
	复合增速	—	—	5.3%
中国	运量 (万吨)	1107	3839	7116
	复合增速	—	13.2%	9.2%



注：美国包括铁路平车上装载公路拖车和铁路平车上直接装载集装箱两种形式。

资料来源：美国铁路协会（AAR）、铁道部、天相投顾整理

目前，法国、德国的铁路货运中，联合运输占比均超过 20%，多式联运占美国 I 级铁路公司运输收入的比重也超过 20%。而 2011 年我国集装箱运输占整个铁路货运量的比重只有 2.4%，发展空间显著。

综合分析铁路运输主要产品的需求空间，我们认为，在可预见的未来：

- 煤炭运输将为我国铁路货运贡献 20% 的增长；
- 化工品、农业食品等多元化产品有望为铁路货运贡献 20% 的增长；
- 铁路联运及集装箱发展将为铁路货运贡献至少 10% 的增长；
- 随着我国城市化、工业化的不断深入，冶炼物资、水泥等其他大宗物资也将保持一定增长，按未来 10 年每年增长 5% 计算，累计增长也超过 60%，以 30% 货运占比计算，将为铁路货运贡献 18% 的增长；
- 随着铁路运力的逐步充裕，汽车等主要工业品的铁路运输占比将显著提升，这些在可预计的未来将有望为铁路货运贡献 10% 的增长。

上述各项合计，铁路运输需求空间至少还有一倍。

在有效需求和供给的推动下，铁路货运有一倍增长空间。我们估计我国铁路建设至少还要有 10 年以上时间，照此分析，铁路货运实现翻倍增长所需时间应不超过 10 年，最短可能 5 年就实现翻倍增长。未来几年，我国铁路货运增长区间应该在 7%-15% 之间。

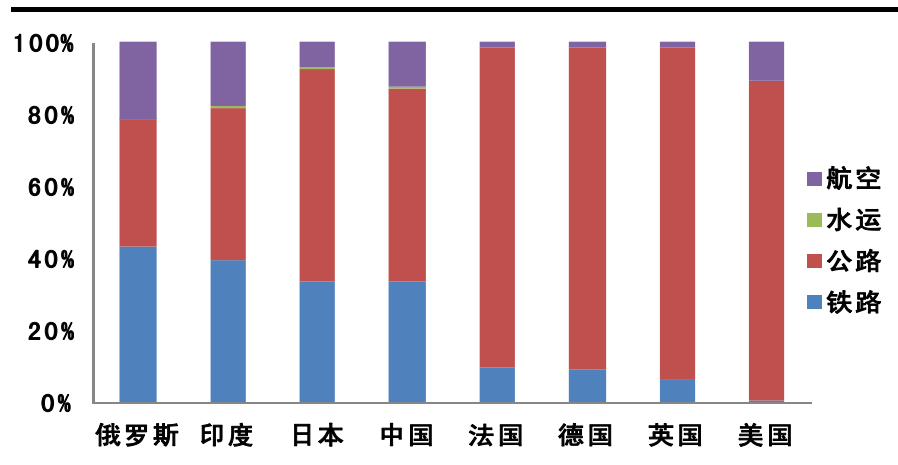
2.3 铁路客运：高铁、城市轨道交通成为客运增长点

2.3.1 高铁建设带动铁路客运增长

铁路是我国最主要的客运方式，铁路客运占全部客运市场的比重约为三分之一。铁路在中短客运途具有竞争力，尤其是高速铁路，如果车站位置合理，理论上可以抢占公路及航空的全部市场。未来随着我国高铁建设的深入，铁路客运日益快捷，我国铁路客运市场份额将进一步扩大。



图表 15：主要国家各运输方式客运周转量占比



资料来源：中经网、天相投顾整理

高铁建设中，除了已建、在建及已规划的 2.28 万公里的高铁线路，还有 4 万公里的快速铁路网建设，以及城际铁路网建设，如以郑州为中心的河南省内铁路网，以长沙为中心的湖南省内铁路网。以上各方面的客运线路建设，将不断提升我国铁路客运的竞争力，提升铁路客运市场份额，使铁路客运量不断增长。

2.3.2 城市轨道交通需求空间大，带动地铁车辆增长

城市轨道交通具有运量大、速度快、安全、准点、保护环境、节约能源等特点，成为城市现代化发展的标志。截至 2010 年底，中国已有北京、上海、广州、天津、重庆、南京、武汉、长春、深圳、大连、成都、沈阳 12 座城市，先后建成并开通运营了 48 条城市轨道交通线，运营里程 1395 公里。

国际上修建轨道交通的标准是人口是否达到 100 万。照此标准，我国约有 150 个城市可以修建。当前国内对修建地铁的三个要求是：人口 300 万以上、GDP 达 1000 亿元、地方财政收入超 100 亿元，我国约有 50 个城市可以申请。截止 2011，全国城市轨道交通线路里程近 1500 公里，当年我国内地共有 36 座城市向国家主管部门上报了城市轨道交通建设发展规划，其中有 28 座城市得到了国家批准。在 28 座获批城市中，计划至 2015 年前后规划建设 96 条轨道交通线路，建设线路总长 3000 公里，在建项目总投资超过 1.2 万亿元。

“十一五”期间全国地铁年平均新增通车里程 200 公里，以此为基准，假设至 2015 年末通车里程达 3000 公里，则 2011-2015 年 5 年年均复合增长率约为 16%。按照现有规划，到 2020 年中国 28 个城市将开通运营 177 条地铁线路，运行总里程将达 6100 公里，预计中国未来十年轨道交通建设规模将达 2.4 万亿元，市场容量巨大。

2.4 体制改革促进铁路投资加速

2.4.1 体制改革提高运营效率，可提高设备投资积极性

美国铁路体制改革对提升铁路经营效率效果显著。到 20 世纪 70 年代末，美国已经有 25% 的铁路企业破产，美国铁路处于崩溃的边缘。美国铁路改革主要是放松了对价格和兼并重组的管制，通过改革，美国铁路行业效益明显回升。美国铁路资金回



报率在 1970 年仅为 1.73%，通过一系列的铁路改革，1980 年资金回报率上升到 4.22%，1990 年上升到 8.11%。以英国为例，英国铁路改革前几年运量逐年增长，1995-1999 年英国铁路客运量增长 20%，货运量增长 34%。

我国通过体制改革，给予铁路企业一定经营和投资方面的自主权，有利于提高铁路企业经营积极性，提升铁路的产出和经营效益。铁路产出的增长和铁路企业经营效益的提升将带动铁路投资的积极性。以美国为例，从铁路改革基本完成的 1980 年，到 2007 年，美国铁路货运公司在基础设施和移动设备方面投入了大约 4200 亿美元，投资额占营业收入的 40%，在成熟行业中这是很高的投资强度。

2.4.2 体制改革拓宽融资渠道，提高铁路投资可持续增长率

铁路建设需要大量资金，从发达国家情况来看，建设完备的铁路网需要动用全社会的资金。以美国为例，美国用了不到 40 年的时间完成前 5 万公里的建设；而我国建国后，用了近 50 年的时间才完成近 5 万公里的建设。美国铁路完成前 5 万公里的建设后，进入黄金发展期，又用了 50 年的时间（1865-1916）完成 35 万多公里建设，年均通车里程近 7000 公里。而中国即使在铁路投资强度最大的“十一五”期间，年均通车里程也只有 3160 公里。在新增通车里程最高的 2009 年、2010 年，中国铁路新增通车里程分别只为 5800 公里和 5700 公里。美国铁路能够如此高效的建建设，完全得益于发达的资本市场，调动全国乃至欧洲的资本。

图表 16：中美铁路建设速度比较

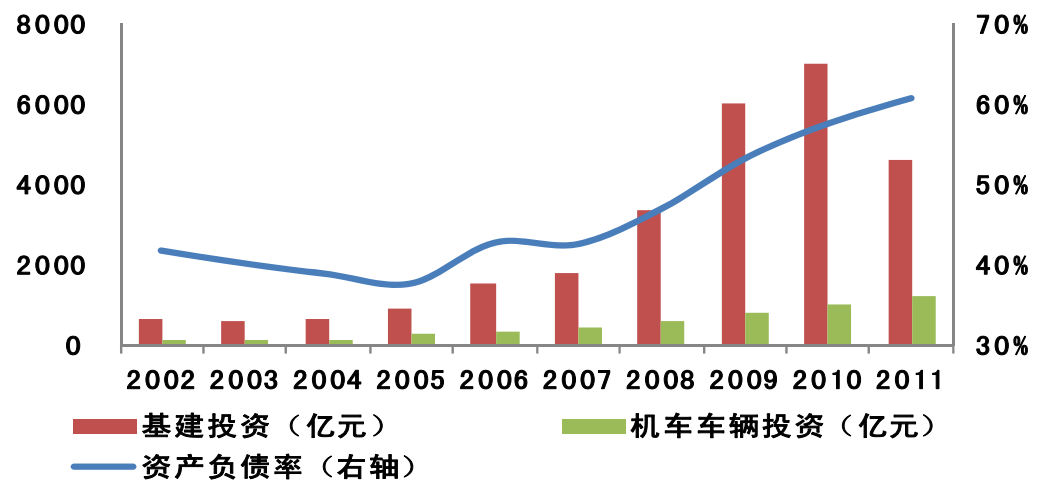
铁路建设初期				
	期间	新增通车里程	耗费时间	年均通车里程
美国	1830-1865	前近 5 万公里	35 年	1371 公里
中国	1957-2005	建国后 5 万公里	48 年	1014 公里
铁路建设黄金期				
	期间	新增通车里程	耗费时间	年均通车里程
美国	1865-1916	35 万公里	51 年	6863 公里
中国	“十一五”期间	1.58 万公里	5 年	3160 公里

资料来源：天相投顾整理

我国目前铁路建设融资渠道单一，资金主要来源于内部积累、政府投资和银行贷款。经过“十一五”的跨越式发展，我国现有铁路融资模式的作用已经得到充分发挥，资产负债率已经超过 60%，该融资模式未来的可持续性不强。通过体制改革，明晰产权关系，妥善处置现有负债，是扩宽铁路融资渠道，实现社会融资的重要前提。



图表 17: 铁道部投资与资产负债率关系



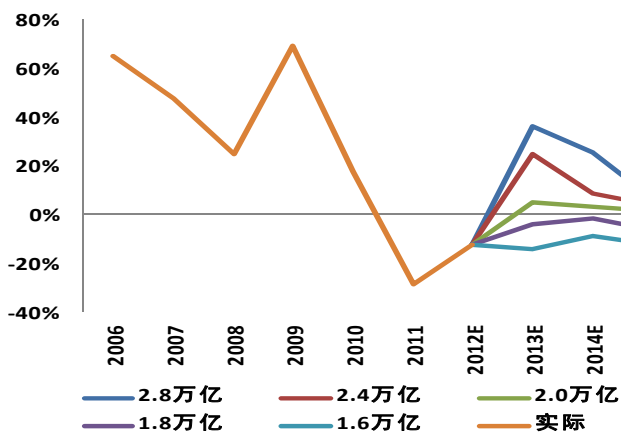
资料来源: 铁道部、天相投顾整理

2.5 扩内需政策拉动铁路投资短期内快速反弹

目前中国经济面临较大的下行压力, 政府有动力推出的扩内需政策以扭转经济下行趋势。目前房地产调控并放松, 未来铁路等基建项目的建设将是拉动经济增长的重要动力。2013 年, 全国铁路安排固定资产投资 6500 亿元, 其中基本建设投资 5200 亿元, 新线投产 5200 公里以上。

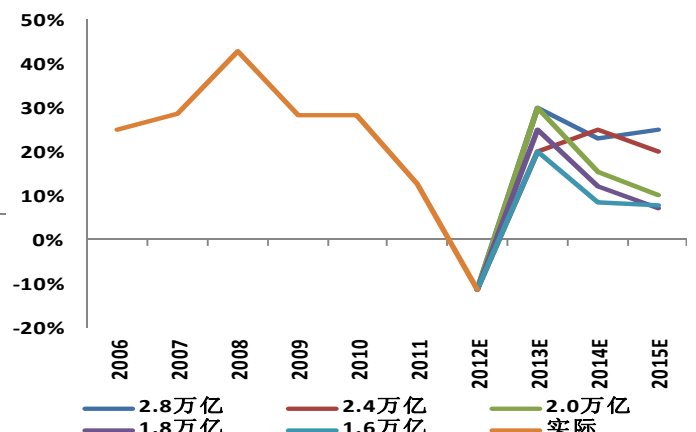
按照“十二五”期间完成 2.8 万亿基建投资, 2011 年、2012 年合计基建投资只有 8000 多亿元, 这意味着 2013-2015 年将完成近 2.0 万亿基建投资, 年均 6000 多亿元。

图表 18: 铁道部基建投资情景分析



资料来源: 铁道部、天相投顾预测

图表 19: 铁道部机车车辆投资情景分析



资料来源: 铁道部、天相投顾预测

3. 核心零部件自制率提升, 公司盈利能力增强

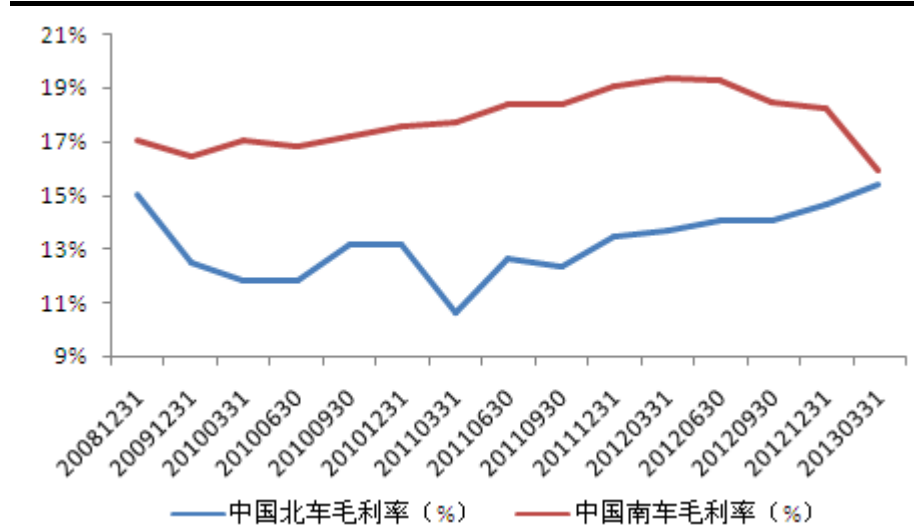
3.1 零部件自制率低及产业链延伸是毛利率较低主因

中国南车和中国北车一直以来作为行业双寡头, 主营业务极为相似。但北车的综



合毛利率明显低于南车，主要原因在于中国南车拥有南车株洲所，能够为其提供机车、动车组及城轨车辆所需的牵引控制系统等关键零部件，并且南车自己的零部件自主配套率高于北车。

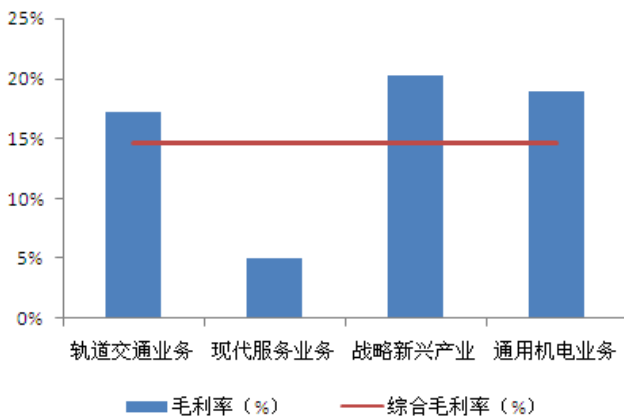
图表 20：南北车毛利率对比



资料来源：公司公告、天相投顾整理

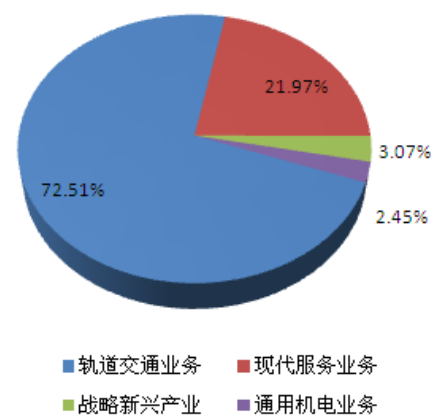
此外，2009 年以来，北车积极涉足延伸新兴产业领域，在进入前期阶段投资额一般较大，毛利率水平较低。

图表 21：2012 年公司各主营业务毛利率对比



资料来源：公司公告、天相投顾整理

图表 22：2012 年公司各主营业务占比



资料来源：公司公告、天相投顾整理

3.2 积极进行技术研发，提高自主化率

中国北车在整车业务方面具备较强声誉，尽管目前还做不到车内所有重要部件都自主化，但公司一直在努力提升自主化率。往年，北车的牵引、控制、制动系统基本外购，但最近公司新建牵引控制系统，由北车自主研发，拥有完全知识产权的“北车心”系统的机车投入运用考核，并逐渐在城轨车辆和部分机车上装车试验，动车组牵引控制系统也在研发中。

目前，公司多个具有较高技术含量和性价比的城轨产品开发成功。牵引电传动系

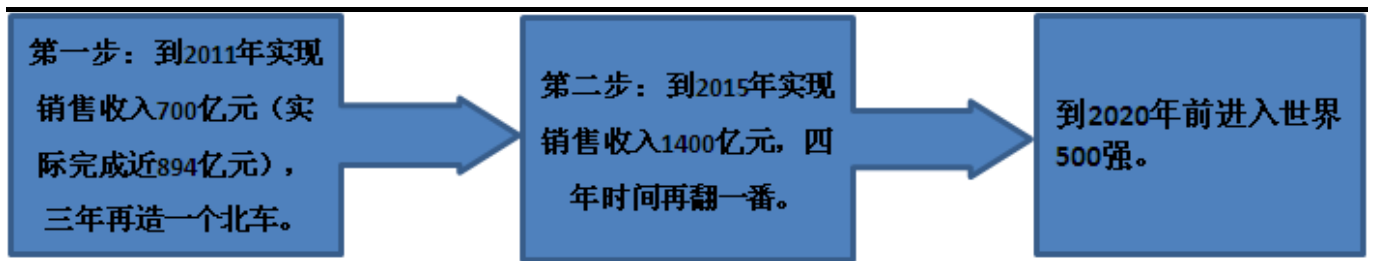
统和网络控制系统的技术取得突破，动车组和机车牵引与控制国家实验室完成建设，高速列车系统集成国家工程实验室投入使用，货车整车疲劳振动试验台达到国际领先水平，技术开发手段得到加强，技术创新能力进一步提升。未来随着核心零部件国产化率的不断提升，零部件自主配套比例由现在的 50% 提升至 80%，公司未来的毛利率将进一步提升。

在新兴产业领域，按照公司规划，到 2015 年，机电业务、新兴产业业务收入的占比将超过 20%，而 2012 年，这两项业务毛利率分别高于综合毛利率 4.27 和 5.60 个百分点，随着该业务收入占比的提升，届时，公司毛利率将进一步提高。

4. 因地制宜实施三步走战略

公司管理层针对客观情况，制定了“三步走”的大战略，即：

图表 23：公司“三步走”大战略



资料来源：公司公告、天相投顾整理

对于如何实现三步目标，公司一方面增加新兴产业、现代服务业等在整体收入中的占比，减少单纯依赖政府轨交投资带来的经营风险；另一方面通过扩大海外市场份额占有率，拓宽公司新的增长空间。

战略布局深入推进，竞争能力不断增强。公司以城轨业务为先导，以华东、华南、华中等区域为重点，发挥公司整体优势，进一步加强与地方政府、大企业集团和科研院所的战略合作。

公司以战略规划为引导，优化产业布局、开拓新兴产业。在轨道交通业务方面，结合企业搬迁、整合重组、技术改造，推进大连、长春、黑龙江、唐山、太原等地区产业基地建设。积极推进城轨业务区域化发展。在通用机电业务方面，进一步加大了电气、电子、制动、传动、风源、网络控制等产品的投资力度。在现代服务业务方面，投资设立了北车财务公司。在战略新兴业务方面，面向现代信息技术，完成清软英泰公司股权收购项目；面向能源装备领域，完成永济电机公司收购西安金风科技有限公司 80% 股权项目。通过对相关子公司非轨道产业的重点投入，对其规避单一产品经营风险、实现产业多元化起到了重要支撑和保障作用。按照全球化发展的战略部署，以轨道交通装备为重点业务，以南美、南亚、东欧、独联体和大洋洲为目标区域，积极推进境外产业布局谋划。



5. 盈利预测与投资评级

5.1 盈利预测前提假设

- 公司产品结构不发生明显变化；
- 随着公司自主研发系统的逐步投入使用，毛利率稳步提高；
- 所得税率按照 15%来计算；
- 按照公司目前总股本 103.2 亿股进行测算。

5.2 盈利预测与投资评级

我们预计，2013 年-2015 年公司分别实现每股收益 0.43 元、0.52 元和 0.60 元。按照最新收盘价 4.33 元计算，市盈率分别为 10 倍、8 倍和 7 倍。

公司是我国铁路设备行业龙头企业。目前公司所生产的高速铁路列车市场占有率约为 50%。公司在高速列车、重载货车、大功率机车及城市轨道列车等产品都有较强的研发实力和生产能力。公司经营稳健，给予“增持”投资评级。



图表 24：中国北车盈利预测表（单位：万元）

单位：万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	8,935,318	9,243,130	10,703,545	12,341,187	14,207,174
增长率	38.9%	3.4%	15.8%	15.3%	15.1%
减：营业成本	7,734,879	7,889,253	9,039,143	10,412,259	11,976,648
综合毛利率	13.43%	14.65%	15.55%	15.63%	15.70%
减：营业税金及附加	29,815	46,902	53,518	64,174	78,139
销售费用	146,834	172,267	203,367	222,141	255,729
管理费用	584,718	667,322	786,711	913,248	1,051,331
财务费用	122,534	105,844	123,091	123,412	149,175
期间费用率	9.6%	10.2%	10.4%	10.2%	10.3%
资产减值损失	25,226	23,463	24,345	24,345	24,051
加：公允价值变动净收益	3,081	151	200	200	200
投资净收益	23,923	23,799	20,630	22,784	22,404
营业利润	318,317	362,031	494,200	604,592	694,705
增长率	60.7%	13.7%	36.5%	22.3%	14.9%
加：营业外收入	57,748	64,239	62,705	61,564	62,836
减：营业外支出	14,683	12,547	13,615	13,615	13,259
利润总额	361,382	413,722	543,290	652,541	744,282
增长率	51.6%	14.5%	31.3%	20.1%	14.1%
减：所得税	50,883	60,154	81,494	97,881	111,642
实际所得税率	14.1%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	310,499	353,569	461,797	554,660	632,640
归属于母公司所有者净利润	298,517	338,384	447,797	540,660	618,640
增长率	55.2%	13.4%	32.3%	20.7%	14.4%
净利润率	3.3%	3.7%	4.2%	4.4%	4.4%
少数股东损益	11,982	15,185	14,000	14,000	14,000
总股本（万股）	830,000	1,032,006	1,032,006	1,032,006	1,032,006
基本每股收益（元/股）	0.36	0.33	0.43	0.52	0.60
每股净资产（元/股）	2.42	3.37	3.80	4.33	4.93
净资产收益率	14.86%	9.73%	11.41%	12.11%	12.17%

资料来源：公司公告、天相投顾预测

6. 风险提示

提醒投资者关注以下风险：

- 宏观经济复苏不达预期风险
- 铁路固定资产投资低于预期风险；
- 招投标低于市场预期风险；
- 应收账款占比过大，回收速度不达预期风险。



天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资评级根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

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

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

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

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

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100033
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566;66045577 传真:010-66045500 邮编:100033
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-83234800 邮编:518041