

# 中国北车 (601299.SH)

## 勇攀高峰的全球轨道交通装备龙头

### 核心观点:

**全球轨道交通市场向好:** 中国铁路总公司表示 2014 年全年建设目标将全面完成, 其中, 64 个新项目的密集开工将是今年铁路投资的重要亮点。国内铁路市场还面临着多重积累因素, 包括高铁客流快速增长使动车组需求预期向上修正、各地积极推动城际铁路建设、铁路产业基金等投融资改革措施正在落实等。在主要经济体增长乏力的背景下, 全球轨道交通装备市场在 2013 年突破了 1,600 亿欧元, 并不断创出新高。

**连续三年荣登行业榜首:** 根据 SCI Verkehr 公司发布的榜单, 中国北车连续三年位居全球轨道交通装备行业世界冠军, 2013 年新造机车车辆收入超过 80 亿欧元。在充分享受行业景气的同时, 公司积极通过核心技术突破拓展市场、通过关键部件自制率提升降低成本, 盈利能力不断增强。而随着城市轨道交通市场发展、国内铁路投资主体多元化, 以及海外市场拓展、非轨道交通市场拓展等, 公司不断降低对单一客户和单一市场的依赖度, 其增长持续性具有越来越坚实的基础。

**盈利预测和投资建议:** 我们预测公司 2014-2016 年分别实现营业收入 113,003、130,288、148,569 百万元, 归属于母公司股东的净利润分别为 6,135、7,621 和 9,473 百万元, EPS 分别为 0.500、0.622 和 0.773 元。基于全球轨道交通市场向好, 公司综合实力突出, 通过核心部件自制化持续提升利润率, 结合业绩情况和可比公司估值, 我们继续给予公司“买入”投资评级, 合理价值为 7.01 元, 相当于 2014 年的 14 倍 PE 估值。

**风险提示:** 原材料价格如果出现大幅波动, 将对在手订单利润率造成影响的风险; 铁路改革措施未能及早落实, 导致实际建设进度缓慢, 设备需求低于预期的风险。

### 盈利预测:

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	92,431.30	97,240.67	113,002.9	130,288.5	148,569.1
增长率(%)	3.44%	5.20%	16.21%	15.30%	14.03%
EBITDA(百万元)	6,397.32	9,048.06	11,461.39	13,223.79	15,178.96
净利润(百万元)	3,383.84	4,128.56	6,135.25	7,621.12	9,473.42
增长率(%)	13.35%	22.01%	48.61%	24.22%	24.30%
EPS(元/股)	0.328	0.400	0.500	0.622	0.773
市盈率(P/E)	13.75	12.30	10.53	8.48	6.82
市净率(P/B)	1.34	1.34	1.31	1.16	1.01
EV/EBITDA	6.82	5.91	5.70	4.79	3.61

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	5.27 元
合理价值	7.01 元
前次评级	买入
报告日期	2014-10-07

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	12,260/10126
流通 A 股市值(百万元)	64,241
每股净资产(元)	3.66
资产负债率(%)	67.07
一年内最高/最低(元)	5.71/4.09

### 相对市场表现



分析师:	罗立波 S0260513050002
	021-60750636
	luolibobo@gf.com.cn
分析师:	刘芷君 S0260514030001
	021-60750802
	liuzhijun@gf.com.cn
分析师:	刘国清 S0260514060001
	021-60750650
	liuguoqing@gf.com.cn
分析师:	真怡 S0260511050003
	0755-82797057
	zhenyi@gf.com.cn

### 相关研究:

中国北车(601299.SH): 业绩靓丽, 关键部件自制持续提升盈利能力	业	2014-09-01
中国北车(601299.SH): 业绩超预期, 动车组交付将推动	业	2014-04-28

## 目录索引

全球轨道交通装备市场向好 .....	4
中国市场面临着多重积极因素 .....	4
全球铁路市场规模持续创出历史新高 .....	8
连续三年荣登行业首位 .....	11
乘高铁东风，攀全球高峰 .....	11
技术创新和产品能力是竞争力核心 .....	12
降低单一客户依赖，市场拓展能力加强 .....	16
盈利预测、投资建议 .....	20
风险提示 .....	21

## 图表索引

图 1: 我国铁路固定资产投资及其增长率	4
图 2: 我国铁路机车车辆购置金额 (亿元) 及其增长率	4
图 3: 动车组保有量及其增长率	5
图 4: 高铁旅客周转量及其增长率	5
图 5: 我国高铁营业里程及其增长率	6
图 6: 中国铁路总公司的营业收入与净利润	7
图 7: 中国铁路总公司的货运和客运收入 (亿元)	7
图 8: 高铁客运量占铁路客运量的比重	8
图 9: 京沪高铁的日均收入 (万元)	8
图 10: SCI 预测的全球铁路装备市场规模	9
图 11: 2012 年各地区铁路市场规模和 SCI 预测到 2016 年的增长率	9
图 12: 全球铁路市场各项业务占比	10
图 13: 全球铁路市场各项业务规模 2009~2011 年的复合增长率 (CAGR)	10
图 14: 中国北车的营业收入和净利润 (百万元)	11
图 15: 2012 年全球前十大铁路设备企业	11
图 16: 中国北车的营业收入构成 (百万元)	12
图 17: 中国北车主要子公司的营业情况	12
图 18: 中国北车主要产品的销量 (辆)	13
图 19: 中国北车分项业务的毛利率	13
图 20: 中国北车的研发费用 (百万元)	14
图 21: 中国北车的净利润率	14
图 22: 牵引变流器及 IGBT 模块	14
图 23: 中国铁路总公司成立以来的动车组招标情况	15
图 24: 中国北车的营业收入构成	16
图 25: 中国城市轨道交通的运营里程 (公里)	16
图 26: 中国北车的海外销售收入 (百万元)	17
图 27: 2011~2013 年东南亚动车组产品的各企业市占率	17
图 28: 中国铁路装备企业的海外重点市场和突破	18
图 29: 庞巴迪全球市场情况	19
图 30: 中国北车 2014 年 7 月的在手订单构成 (亿元)	20

## 全球轨道交通装备市场向好

### 中国市场面临着多重积极因素

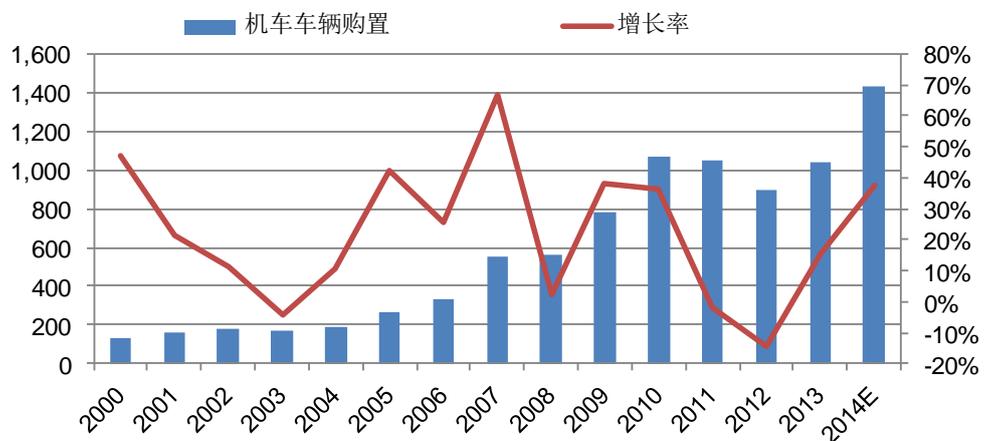
**2014年目标将顺利完成:** 9月中旬, 中国铁路总公司在接受媒体采访时表示, 铁路建设进度全面提速, 全年建设所需资金已全部落实, 全年建设各项建设目标(固定资产投资8,000亿元, 其中, 车辆购置1,430亿元; 新线投产7,000公里、新开工64项)均可全面完成。今年1至8月, 全国铁路已完成投资4,050亿元, 同比增长近20%, 完成年度计划的比例是近年来的最好水平; 全年新开工的64个项目已批复46个, 剩余18个项目进展顺利, 年内可全部开工。

图1: 我国铁路固定资产投资及其增长率



数据来源: 中国铁路总公司, 广发证券发展研究中心

图2: 我国铁路机车车辆购置金额(亿元)及其增长率

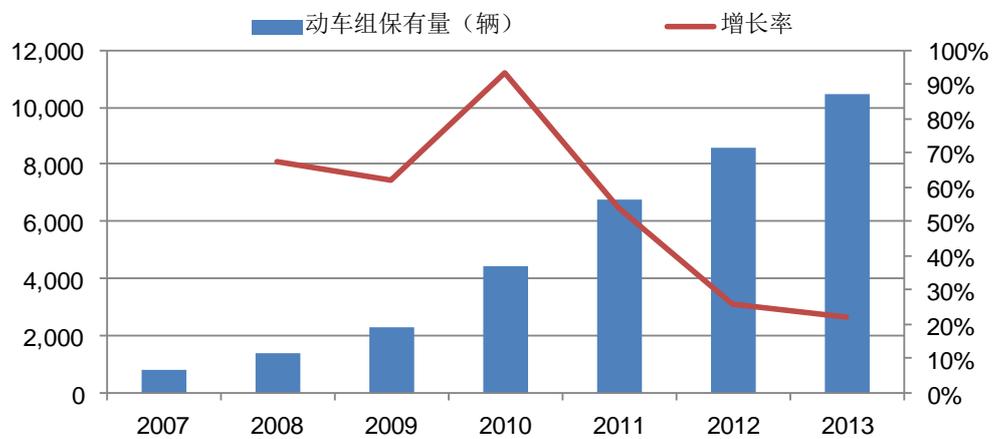


数据来源: 中国铁路总公司, 广发证券发展研究中心

### 动车组需求预期向上修正

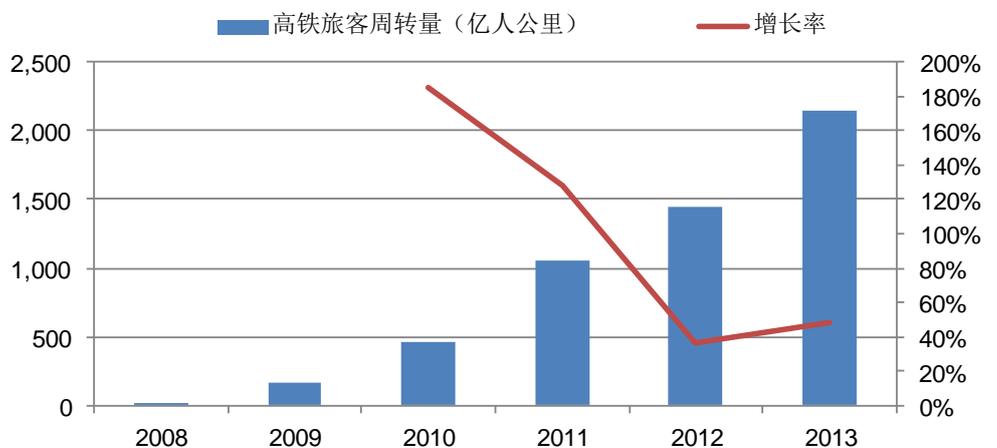
近年来，动车组已成为铁路车辆购置占比最大的支出，也是铁路设备企业附加值最高、盈利能力最强的产品。截止2013年底，中国铁路总公司拥有“和谐号”动车组1,308列、10,464辆。随着高铁的市场接受度不断提高、路网效应逐渐体现，客流保持了高速增长，为动车组提供了坚实的需求基础。假设车辆使用效率不变，30%的客流增长就意味着接近400列的需求。2012-2013年，高铁旅客周转量的复合增长率高达42.2%，而同期的动车组保有量复合增长率仅为24.1%。其中，既有线的加密需求已成为动车组需求的主导因素（超过60%），以京沪高铁为例，开通三年来，日均客运量已从最初的13.2万人，增长为2014年上半年的25.2万人。

图3：动车组保有量及其增长率



数据来源：中国铁路总公司，广发证券发展研究中心

图4：高铁旅客周转量及其增长率



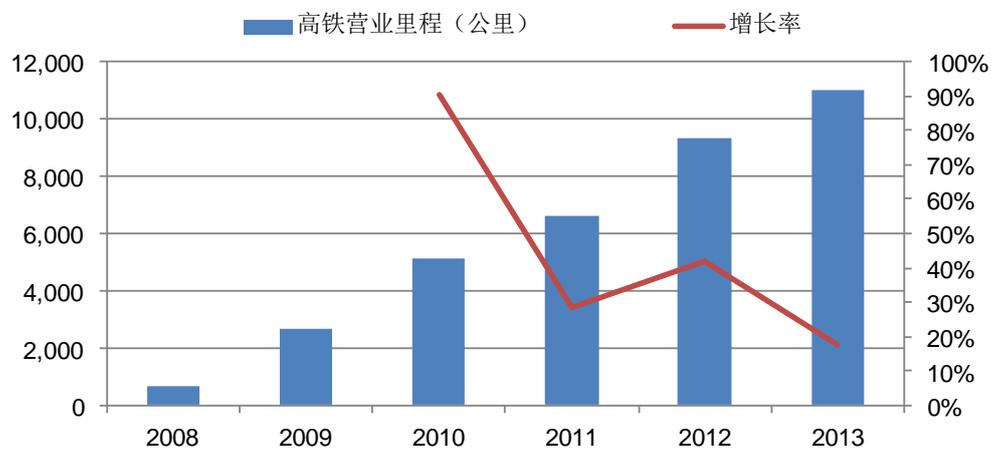
数据来源：中国铁路总公司，广发证券发展研究中心

### 城际铁路将接棒高铁建设

**规划重点转向：**目前，我国已成功建设和经营着世界上规模最大的高铁线网，运营里程达到1.18万公里，在建里程达到1.1万公里。根据华夏时报等媒体报道，今年以来，国家铁路局已多次组织召开关于铁路“十三五”规划的研究课题讨论会，而与专家表示今后一段时间内铁路建设的重点将从重大干线转向中短途城际铁路。

**地方积极响应：**9月15日，江苏省在南京召开全省铁路建设推进工作会议，强调2015年在建铁路要超过1,600公里，到2020年铁路干线里程超过4,000公里，基本形成以“三纵四横”为主架构的全省快速铁路网，全省实现13个省辖市全部通高铁。江苏响应中央部署，强力推进快速铁路建设，也为广东、浙江、山东等沿海发达省份提供良好示范作用。以山东为例，青烟威荣城际铁路10月5日进行全线联调联试，而根据国家发改委批复的《环渤海地区山东省城际轨道交通网规划》，山东省城际轨道交通网将涵盖全省17市，总里程达到3,753公里，其中，利用京沪高铁等既有和在建快速铁路1,369公里，新建2,385公里。在中部地区，河南省成立了城际铁路有限公司，而国家批复其建设规模达到1,085公里，预计总投资1,200亿元，建设范围涉及九个城市。据不完全汇总，各地的城际铁路建设计划将超过1万公里，未来将接棒高速铁路，成为国内铁路建设的重要部分，将有效拉动车组的需求。

图5：我国高铁营业里程及其增长率



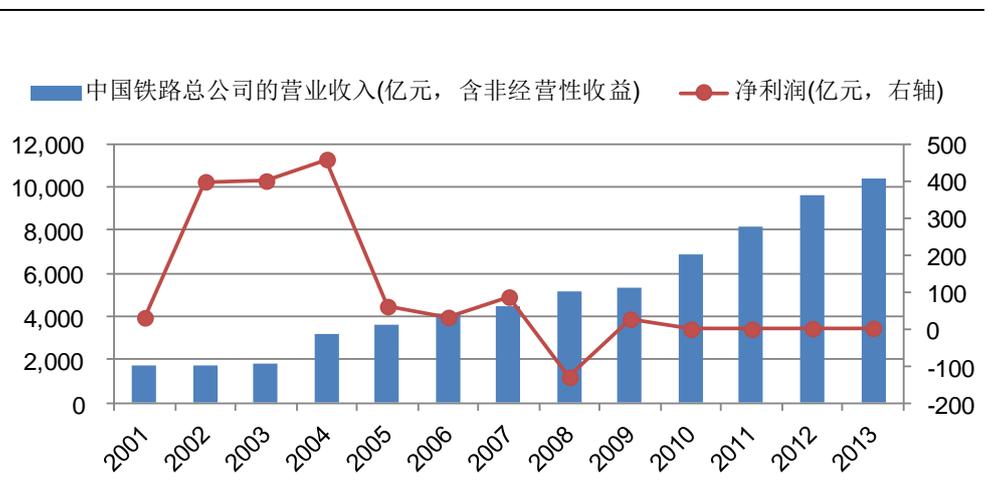
数据来源：中国铁路总公司，广发证券发展研究中心

### 铁路投融资改革取得进展

对于铁路投资，市场对于其持续性担忧较多，而这持续性又与中国铁路总公司的经营状况、融资能力等密切相关。近期，多项数据显示经济增长放缓，而李克强总理表述今年余下时间将全力推进改革，而不是采取传统刺激方式。铁路作为国家重点支持领域，既是建设重点，也是改革重点。我们认为，铁路总公司的经营状况有内在改善的基础，同时也需要政府落实支持措施。

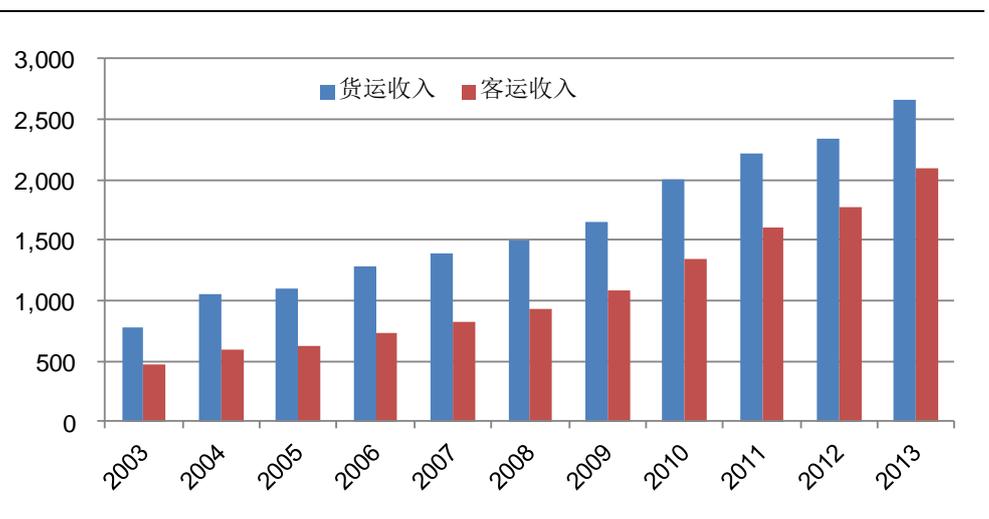
**客运成为收入增长的主要来源：**客货运输是铁路总公司核心的收入来源，随着高铁对于铁路客流（高铁客流占比从0.）和平均票价（普客单价约为0.10元/人公里，而高铁达到0.40元/人公里）的贡献率逐年增大，客运占客货运输收入的比重从2008年的38.2%，提升至2013年的43.9%。与货运高度依赖于煤炭、铁矿石、石油、粮食等大宗商品物资运输不同，客运具有更强的持续增长能力、价格接受能力。具体到线路而言，随着客流量的持续增长，高铁作为固定成本较高的领域（固定资产折旧和财务费用占比超过50%），具有良好的利润弹性。以京沪高铁为例，日均收入从开通第一年的3,013万元，到现在已超过7,000万元，小长假或春运等客流高峰期的日均收入接近1亿元。

图6：中国铁路总公司的营业收入与净利润



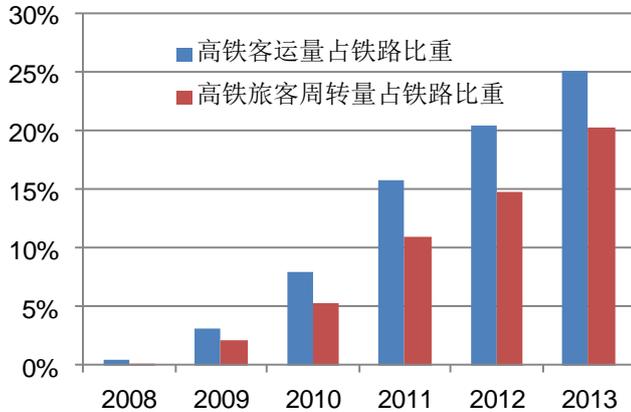
数据来源：中国铁路总公司，广发证券发展研究中心

图7：中国铁路总公司的货运和客运收入（亿元）



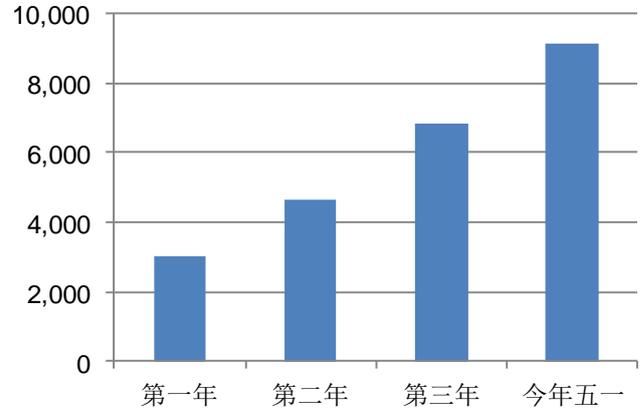
数据来源：中国铁路总公司，广发证券发展研究中心

图8: 高铁客运量占铁路客运量的比重



数据来源: 中国铁路总公司, 广发证券发展研究中心

图9: 京沪高铁的日均收入(万元)



数据来源: 广发证券发展研究中心

**期待国家落实公益运输等补贴制度:** 2013年初公布的关于铁路改革的框架性方案除了政企分开、投融资体制改革以外, 还提出公益性运输补贴制度、经营性线路合理定价制度, 而后面两项尚未落实, 但对于吸引社会资本非常重要, 尤其是对于承担着较多公益和国土开发职能的中西部铁路。

**铁路发展基金成立:** 今年9月底, 中国铁路发展基金股份有限公司发起人会议在北京召开, 中国铁路总公司与中国工商银行、中国农业银行、中国建设银行、兴业银行四家银行的投资平台, 共同签署了《出资人协议》和《公司章程》, 标志着铁路发展基金正式设立。中国铁路发展基金股份有限公司成立后, 将作为铁路市场化投融资主体, 进一步吸引社会资本投资, 持续为铁路建设和发展筹措资金, 重点保障中西部地区铁路建设资金来源。

### 全球铁路市场规模持续创出历史新高

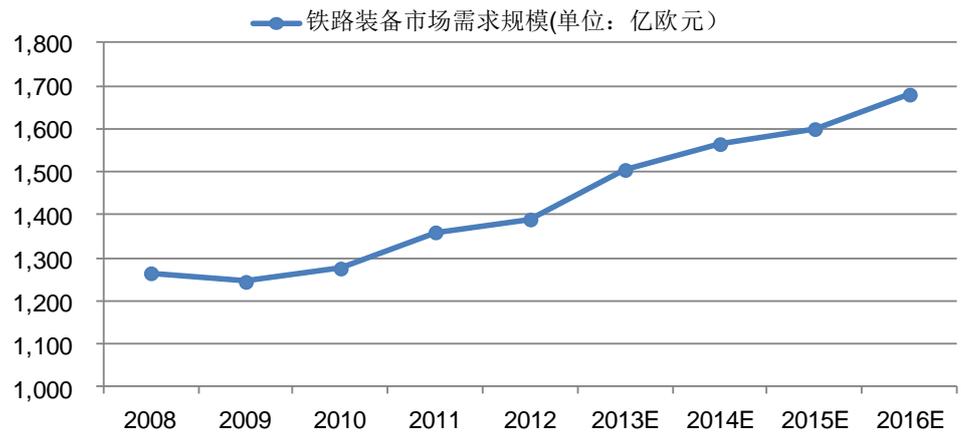
进入21世纪以来, 世界铁路装备市场保持了较快增长, 并在2008年创出阶段性的最高水平。2008年下半年, 由于发生了严重的世界金融危机, 以原材料运输为主要用途的货车和机车产品需求量明显下降, 世界铁路市场在2009年出现了负增长。随着世界经济形势的逐渐好转以及客运量的持续增长, 2010年市场需求恢复到2008年的水平, 之后持续保持增长, 并在持续创出历史新高。

根据德国轨道交通权威机构SCI Verkehr咨询公司出版的《世界铁路技术装备市场》显示, 2012年全球轨道交通装备市场的容量为1,430亿欧元(其中一半为售后服务)。到2016年, 总市场容量将达到1,680亿欧元, 2011年到2016年间的年均增长率为3.3%。这其中的增长在2013年前将主要来自铁路产品价格的增长, 而2013年以后则主要来自后继市场驱动。而从各个地区来看, 亚洲和西欧依然是全球最大的市场,

市场容量分别达到434亿欧元和397亿欧元，而非洲/中东、拉丁美洲等地则表现出更高的增长率，年复合增长率预计达到10.6%和5.0%。

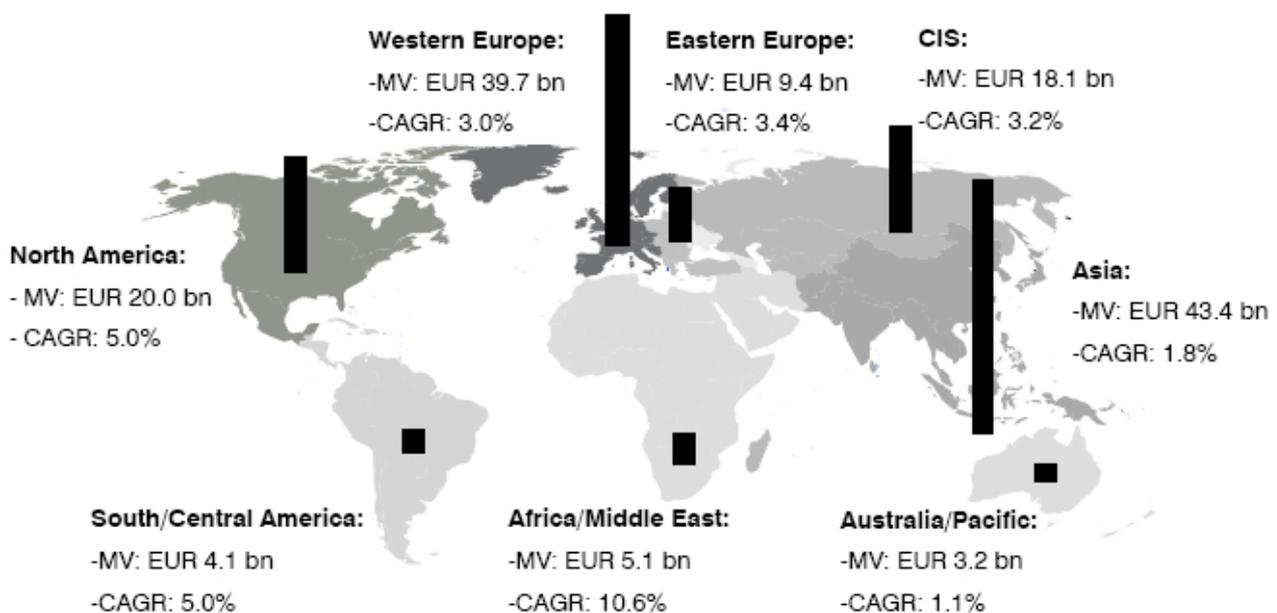
而全球知名咨询公司Roland Berger则在欧洲铁路工业协会（UNIFE）做的市场调研报告中预测，到2016年，铁路装备的年均增长率为2%~2.5%，市场容量达1,540亿欧元。不同研究机构对于全球铁路设备的市场容量的研究结果有一定差异，但总规模保持持续增长的结论却是一致的。

图10: SCI预测的全球铁路装备市场规模



数据来源: 《世界铁路机车车辆产品综述》，广发证券发展研究中心

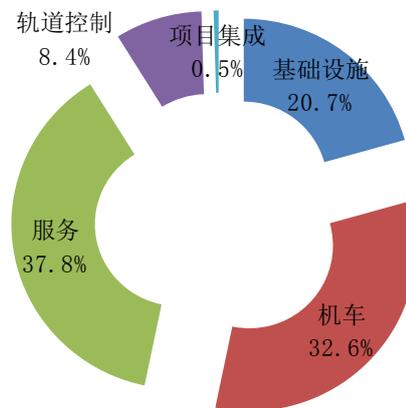
图11: 2012年各地区铁路市场规模和SCI预测到2016年的增长率



数据来源: SCI Verkehr, 广发证券发展研究中心

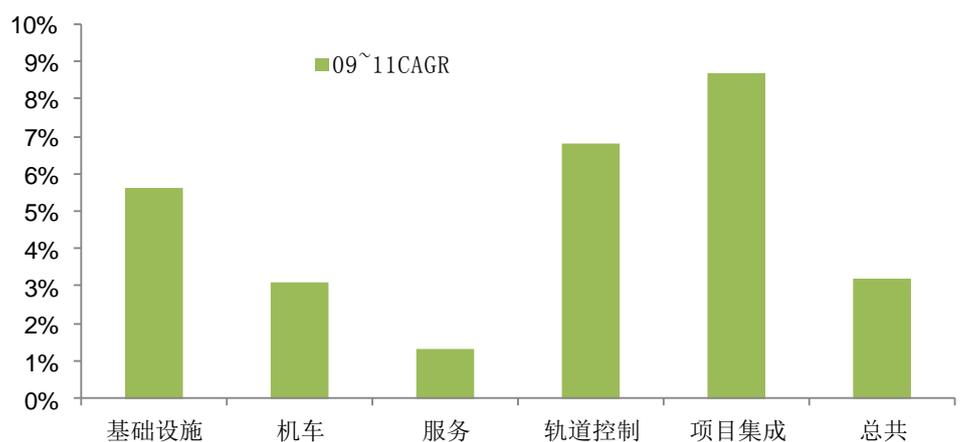
从铁路市场各项业务来看，机车和服务是铁路市场最大的两项主要业务，合计1,022亿欧元，占铁路装备总市场70%以上的份额。从增长率来看，2009~2011年，全球机车市场以3.1%的复合增长率增长。Worldwatch Institute预测全球各地区的机车市场将持续保持增长，尤其以拉丁美洲、CIS、南美、印度等地的需求爆发为主，但其对于中国铁路车辆市场在2012~2015年的需求下滑的预测与实际出现偏差，总体来看，全球铁路车辆的需求好于预期。

图12: 全球铁路市场各项业务占比



数据来源: Roland Berger, 广发证券发展研究中心

图13: 全球铁路市场各项业务规模2009~2011年的复合增长率 (CAGR)



数据来源: Roland Berger, 广发证券发展研究中心

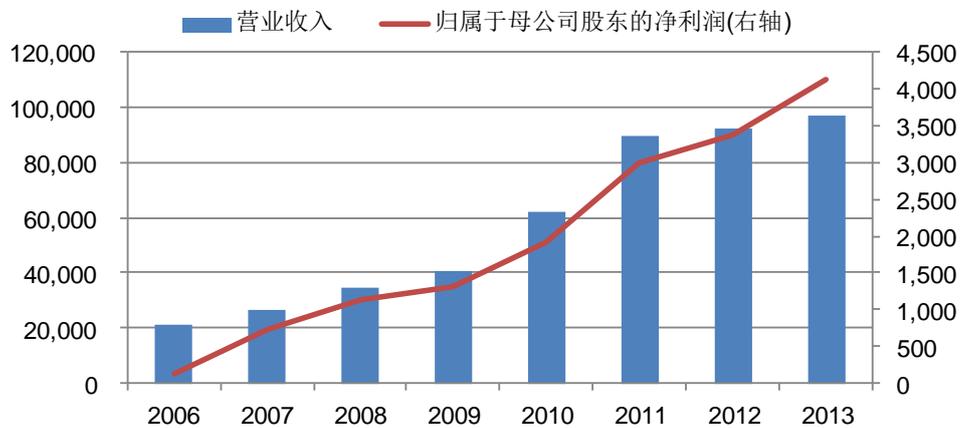
## 连续三年荣登行业首位

### 乘高铁东风，攀全球高峰

受益于国内轨道交通的快速发展，中国北车已成为具有全球影响力的铁路设备龙头企业，2013年的营业收入达到942亿元，净利润超过41亿元。根据2014年铁路设备行业需求形势和在手订单情况，我们预计公司的营业收入将进一步突破1,000亿元。

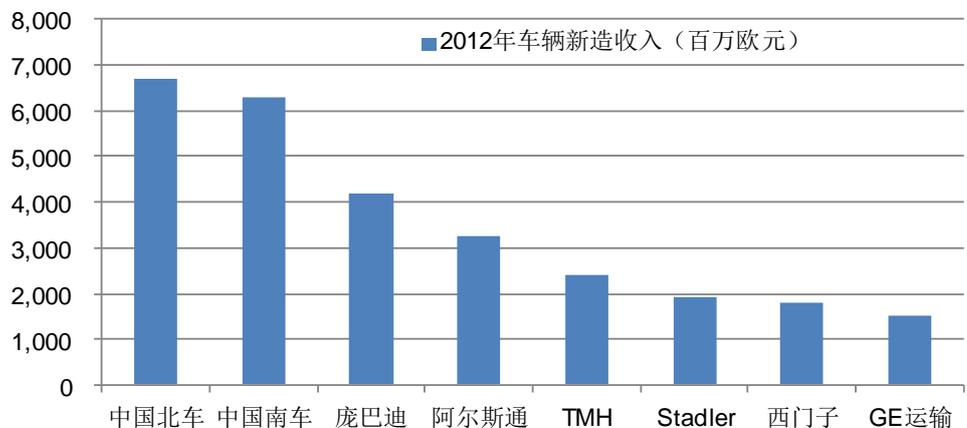
2014年9月，在德国举行的柏林国际轨道交通技术展览会上，SCI Verkehr公司发布了2013年度世界轨道交通装备的排名—中国北车连续三年位居全球轨道交通装备行业世界冠军，2013年新造机车车辆收入超过80亿欧元。

图14：中国北车的营业收入和净利润（百万元）



数据来源：公司公报，广发证券发展研究中心

图15：2012年全球前十大铁路设备企业

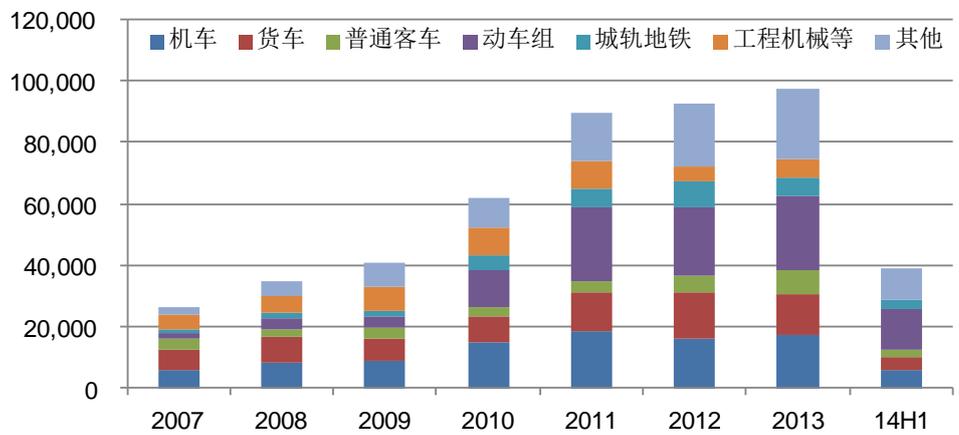


数据来源：SCI Verkehr，广发证券发展研究中心

### 技术创新和产品能力是竞争力核心

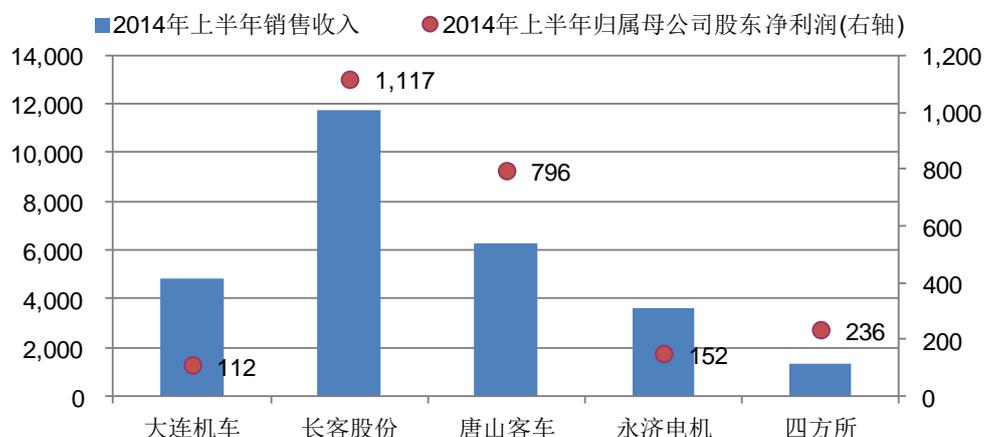
依托在铁路装备领域的深厚积累，中国北车已形成了包括轨道交通业务、通用机电业务、现代服务业务、战略新兴业务等在内的四大业务板块。其中，动车组为公司单一贡献最大的产品，2014年上半年占公司营业收入的比重达到35.5%。从子公司来看，长客股份和唐山客车两家以动车组为主要产品（还包括城轨地铁车辆、普通铁路客车）的子公司，2014年上半年营业收入占公司的比重为46.6%，贡献的归属于母公司股东的净利润占公司的比重达到82.3%。对于中国北车，机车是仅次于动车组业务的贡献第二的产品，2014年上半年占公司营业收入的比重为15.5%。

图16：中国北车的营业收入构成（百万元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图17：中国北车主要子公司的经营情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

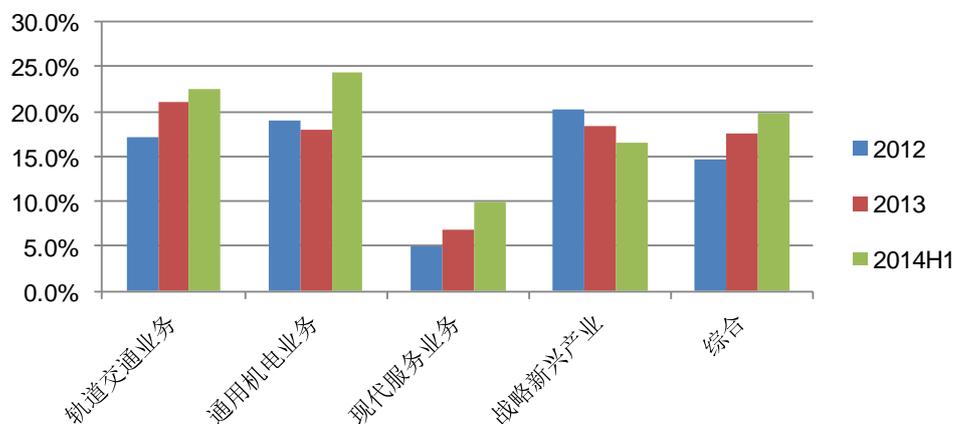
图18: 中国北车主要产品的销量 (辆)

产品	年份	2011年	2012年	2013年
高速动车组	制造	1,160	936	936
	修理	456	592	1,008
机车	制造	1,089	840	634
	修理	634	1,048	1,074
客车	制造	1,030	1,580	1,732
	修理	1,749	1,706	2,182
货车	制造	28,180	27,466	25,111
	修理	27,894	26,941	23,867
城轨地铁车辆	制造	1,255	1,546	1,106

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

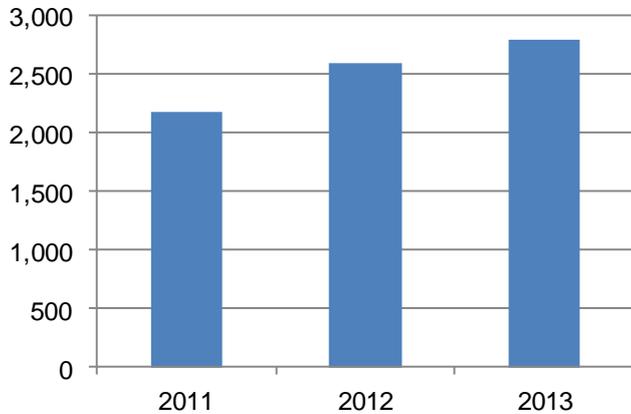
近年来, 中国北车的盈利能力呈现持续增强的态势, 归属于母公司股东的净利润率从2011年的3.3%, 提升至2012年的3.7%, 2013年突破4%, 而今年上半年更是达到6.0%。公司的利润率提升, 既有产品结构变化的因素, 更是关键部件自制率提升的结果, 而这背后是公司持续加大研发投入、不断掌握核心技术。

图19: 中国北车分项业务的毛利率



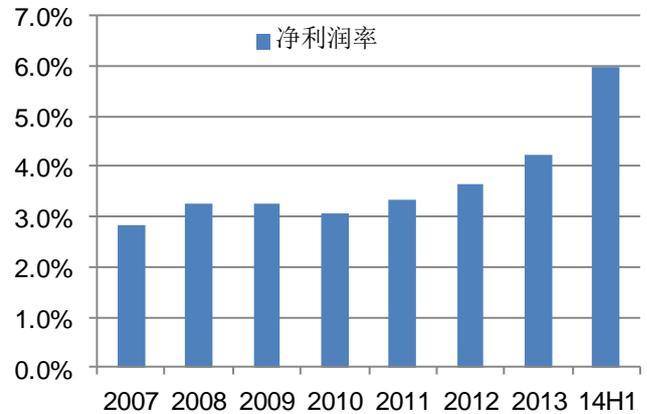
数据来源: 广发证券发展研究中心

图20: 中国北车的研发费用 (百万元)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图21: 中国北车的净利润率



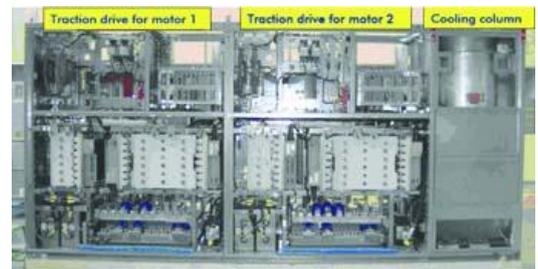
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

目前,以“北车心”为代表的电牵引和控制系统的自制化率提升,正系统性地降低公司的采购成本。公司旗下大连电牵公司自主研发的牵引与控制核心技术产品,已经在六轴、八轴大功率电力机车上实现批量装车应用(其价值量占机车整车的30%左右,通过自主研发能够有效降低采购成本),同时配套出口内燃动车组走向国门。展望明后年,以大功率IGBT模块国产化为代表的关键元器件自给率提升,还将进一步提升公司的利润率,实现内涵式的利润增量。

图22: 牵引变流器及IGBT模块



牵引变流器所用IGBT模块



HXD2机车主牵引变流器实物图

数据来源: 中国北车, 广发证券发展研究中心

高速动车组可谓是铁路设备行业“皇冠上的明珠”。中国北车目前的高速动车组产品包括时速250公里的CRH5、CRH3A，时速300~350公里的CRH3、CRH380CL、CRH380B、CRH380BL、CRH380B高寒动车组。中国北车在时速300公里以上动车组领域占有国内最大的市场份额，而根据SCI Verkehr的统计，中国北车也是全球最大的时速300公里以上动车组供应商。目前，公司是国内独家大量生产在高纬低温环境下运行的高速动车组产品的企业。

图23：中国铁路总公司成立以来的动车组招标情况

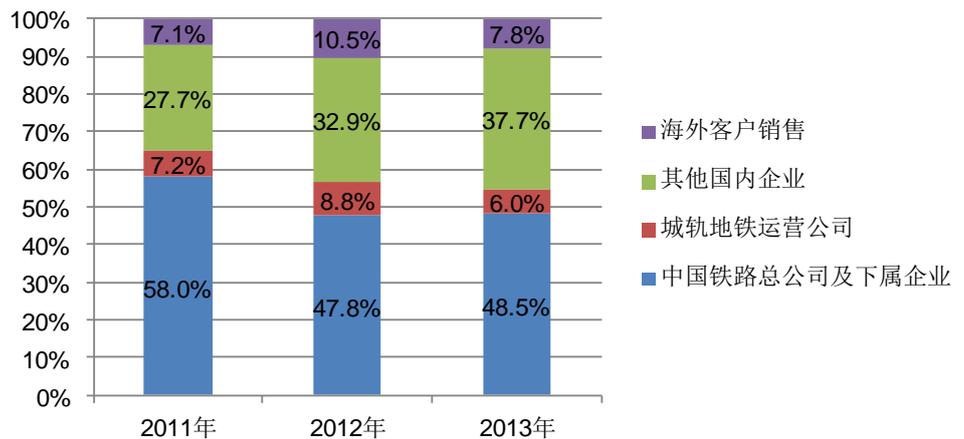
2013年 动车组 第一轮招标	类型	列数	单价(亿元/列)	金额(亿元)
中国北车	350公里	5	1.93	9.65
	350公里-高寒	46	2.07	95.13
	合计	51		104.78
中国南车	350公里	17	1.86	31.62
	250公里	91	1.30	118.30
	合计	108		149.92
<b>2013年 动车组 第二轮招标</b>				
2013年 动车组 第二轮招标	类型	列数	单价(亿元/列)	金额(亿元)
中国北车	350公里	97	1.93	187.21
	350公里-高寒	46	2.07	95.13
	250公里-高寒	10	1.39	13.90
	合计	153		296.24
中国南车	350公里	83	1.86	154.38
	250公里	78	1.30	101.40
	合计	161		255.78
<b>2014年 动车组 第一轮招标</b>				
2014年 动车组 第一轮招标	类型	列数	单价(亿元/列)	金额(亿元)
中国北车	350公里	82	1.93	158.26
	350公里-高寒	25	2.07	51.70
	250公里-高寒	35	1.39	48.65
	250公里-风沙	5	1.39	6.95
	合计	147		265.56
中国南车	350公里	93	1.86	172.98
	250公里	57	1.30	74.10
	250公里-风沙	5	1.39	6.95
	合计	155		254.03

数据来源：中国铁路总公司，广发证券发展研究中心

### 降低单一客户依赖，市场拓展能力加强

在国内，中国铁路总公司曾经是铁路市场的单一大客户，而随着城市轨道交通市场的发展、铁路投资主体多元化，以及公司依托技术积累向海外市场拓展、向非轨道交通市场拓展，中国北车正在降低对于单一大客户的依赖度。2011年，来自中国铁路总公司及下属企业的采购，占中国北车销售收入的比重高达58.0%，而2013年这一比例已降低至48.5%。

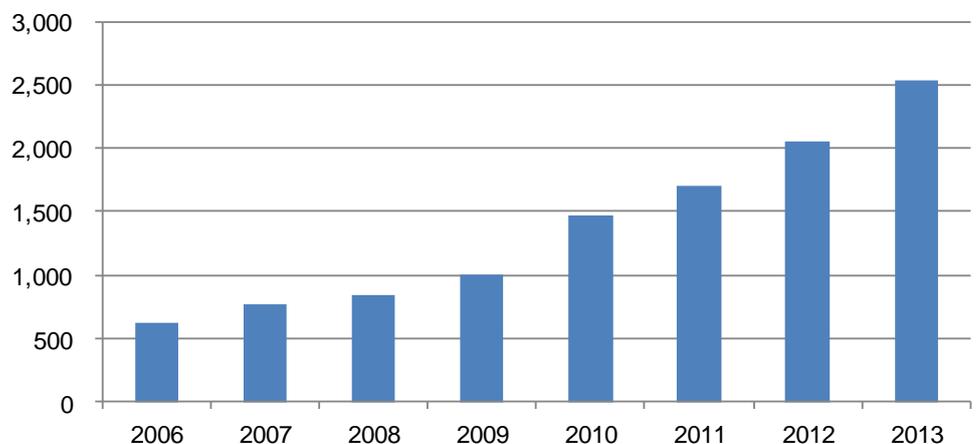
图24：中国北车的营业收入构成



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

在城市轨道交通领域，截止2013年末，我国已有19个城市正在营运87条轨道交通线路，总里程超过2,500公里，其中，中国北车为13个城市的48条线路提供车辆。今年以来，公司手持城轨地铁车辆的订单超过300亿元，该业务未来两年增长态势明确。

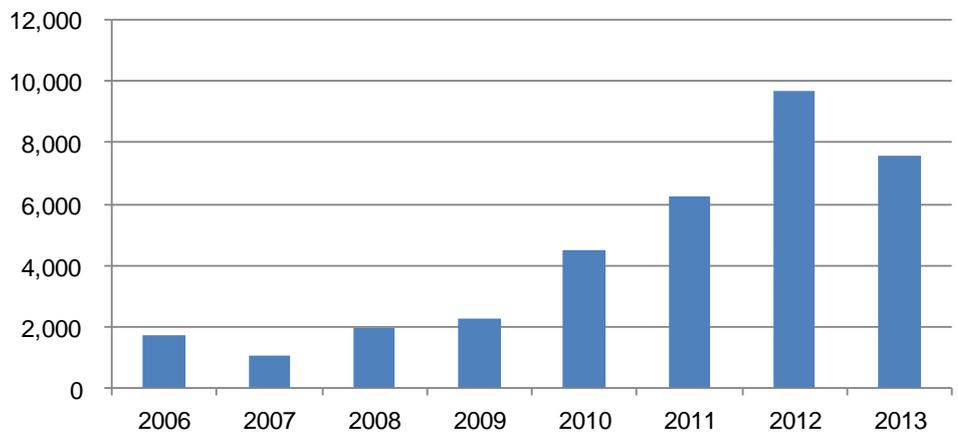
图25：中国城市轨道交通的运营里程（公里）



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

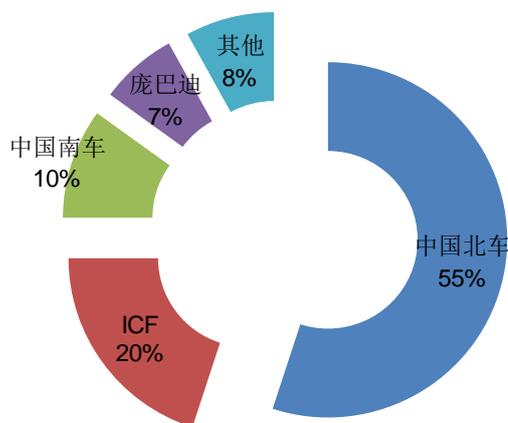
近年来，中国北车依托国内市场建立起强大的技术实力和制造能力，在全球市场的综合竞争力不断提升，海外业务开始成为支撑其发展的重要力量。在中东、南亚、东南亚、中亚、澳洲、非洲、拉美地区的轨道交通装备市场，中国产品具有明显优势。并且由于新兴经济体基础设施需求处于上升阶段，对铁路设备投资也在逐年增大。在全球高铁发展第三次浪潮中，新兴经济体国家构成了发展的主力军，俄罗斯、巴西、乌兹别克斯坦，东南亚，中东地区等都有大量在建项目。从中国北车的出口订单来看，绝大部分来自于新兴市场或发展中国家。2014年上半年，公司新签海外合同约15.35亿美元，较上年同期增长178.2%。

图26：中国北车的海外销售收入（百万元）



数据来源：公司公报，广发证券发展研究中心

图27：2011~2013年东南亚动车组产品的各企业市占率



数据来源：SCI Verkeh，广发证券发展研究中心

图28：中国铁路装备企业的海外重点市场和突破



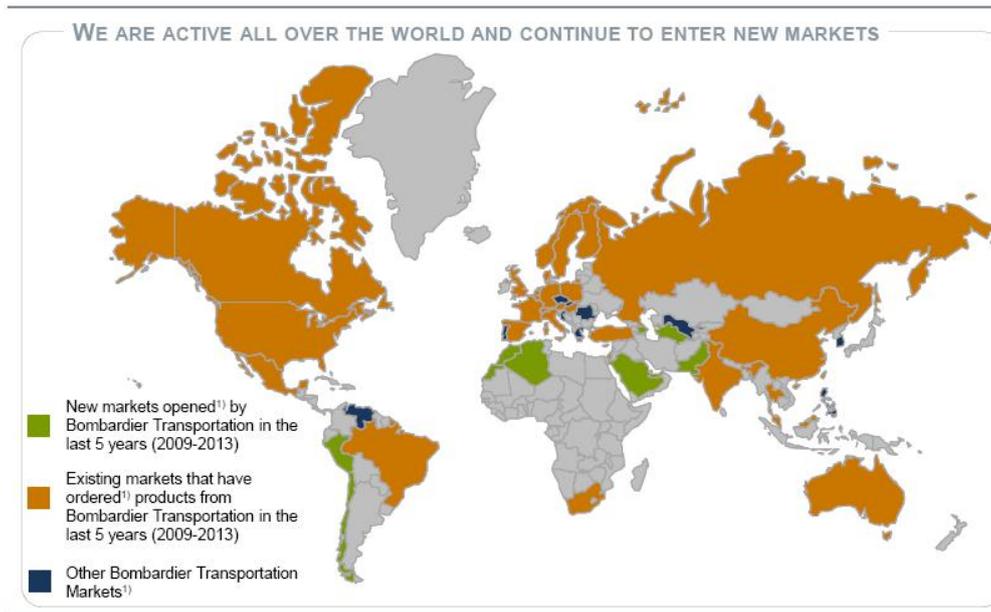
数据来源：SCI Verkeh，广发证券发展研究中心

我们认为，相比较为饱和且竞争激烈的欧洲、日韩等市场，新兴市场需求增长较快，不仅是中国铁路设备制造商出海的突破口，也将是以后长期发展的战场。包括中国北车在内的中国企业已经在东南亚、非洲、南美等地取得大额订单，具备先发优势。并且中国产品的低价优势在这些市场中也更容易实现中标，企业国际竞争力更强。

而反观庞巴迪等国际机车老牌企业，均在年报中披露未来主要市场还是在欧洲、北美等大体量市场（根据Bombardier年报，欧洲和南美每年铁路市场需求量占全球总需求量的56%），这些企业一方面是在这些市场具备很好的品牌优势和客户基础，另一方面则在新兴市场竞争上，其高昂的生产制造费用使产品竞争力不如高性价比和国家支持出口的中国制造。

在欧洲市场上，中国北车近年来也获得不少订单，但总体市场份额仍然很小。尽管在欧洲市场面临着很多障碍（例如，产品资质认证时间很长，根据ERA统计，一种新型机车在欧盟的通过授权程序可耗时2年，斥资600万欧元；高额的运输费用增加了企业竞争成本；由于欧洲法规要求或者客户要求（很多采购客户会有制定要求），产品不得不启用一些由欧洲本土企业供应的高端零部件均，价格昂贵抬高制造成本；欧洲客户普遍单个订单量很小，很难达到一定的规模效应），但我们认为中国企业的相对竞争力是逐步提升的过程，在市场开拓方面是逐渐“包围”的态势，从土耳其、东欧到中欧再到西欧，逐渐突破核心市场。今年以来，中国北车也加大了在欧洲、北美等发达国家市场的资源配置，例如，中国北车捷克布拉格工业大学电力牵引与控制联合研发中心、中国北车美国密歇根大学焊接结构研发中心先后揭牌，投资设立北车（美国）公司、投资收购澳大利亚太平洋铁路工程公司等。

图29: 庞巴迪全球市场情况



数据来源: Bombardier, 广发证券发展研究中心

#### 关注国家顶层设计:

近期, 上合组织正式签署成员国之间的国际道路运输便利化协议, 有利于铁路跨国运输网络的形成。我国政府对于铁路的推介不仅是“推销产品”, 而是将其纳入了国家安全、外交战略的重要部分, 即迈向全球、友谊四海的纽带。

2014年9月初, 财新网报道, 消息人士称国资委目前正在谋划中国南车和中国北车重新整合为一家公司, 希望通过合并解决两家公司在海外的恶性竞争问题, 以便中国的高铁技术更好地出口到海外。9月4日, 中国北车、中国南车分别发布公告, 澄清央企整合相关事宜由上级关部门决定, 目前并未接到相关文件, 也未上报过方案。而我们认为, 无论整合与否, 中国铁路装备坚定迈向全球, 获得更广阔发展空间。此次公告表明整合传闻并未进入实施阶段, 但不排队国家高层对于铁路装备海外市场拓展做进一步的谋划和支持。

#### 关注俄罗斯、印度等重点市场突破:

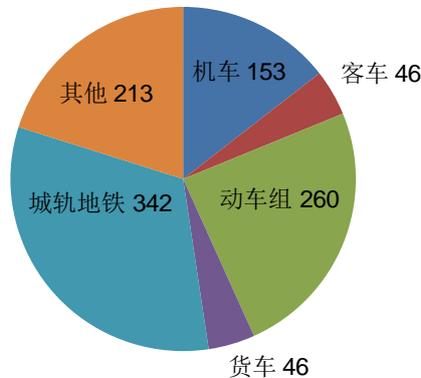
国家支持中俄铁路合作: 新华网报道, 9月23日下午, 国务院总理李克强在北京会见俄罗斯联邦委员会主席马特维延科时表示, 中国装备制造业在质量、性价比、市场竞争力等方面都具有优势, 愿积极参与俄高铁、铁路改造升级等基础设施建设, 实现互利共赢。李克强总理将于10月访问俄罗斯, 参加两国总理第十九次定期会晤, 推动两国关系取得新的成果。9月初, 俄罗斯新闻网曾报道, 中国企业计划筹集超过600亿元人民币资金, 参与俄罗斯首条高铁线路—莫斯科至喀山线路的项目, 并为该项目提供相关技术和设备。俄罗斯是全球铁路大国, 根据德国SCI的统计, 俄罗斯对铁路设备和服务的年需求规模达到150亿欧元左右, 仅次于中国和美国。

中印签署铁路合作协议：9月18日，在国家主席习近平访问印度期间，中印签署了包括铁路合作在内的12份合作文件。中国将帮助印度升级老化的铁路系统，同时，印度愿积极考虑与中国合作建设一条高速铁路。印度政府计划修建7条连结主要城市的高铁，但在资金、技术方面仍需要借助外部力量。印度的人口众多，铁路在经济生活中占有重要地位但设施技术较为落后，根据德国SCI的统计，印度对于铁路设备和服务的年需求规模约为75亿欧元，而未来随着经济增长，其潜在市场巨大。

## 盈利预测、投资建议

2014年上半年，公司新签订单超过650亿元，较上年增长超过100%，根据收入和订单情况测算目前在手订单约为1,060亿元，其中，动车组、城轨地铁的手持订单均超过200亿元。上半年，根据公告合同测算，公司新签海外订单超过15亿美元，为上年同期的接近3倍。从交付节奏来看，对公司利润影响最大的动车组板块，2014年初手持订单约为184列，上半年已交付69列，其余将在今年底全部交付完毕，因此，下半年动车组的贡献率还将进一步提升。2014年9月，中国铁路总公司公布了今年动车组第一轮招标情况，中国北车将获得147列、总额约266亿元的动车组订单，预计将从今年年底开始交付。

图30：中国北车2014年7月的在手订单构成（亿元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

根据分项业务情况，我们预测公司2014-2016年分别实现营业收入113,003、130,288、148,569百万元，归属于母公司股东的净利润分别为6,135、7,621和9,473百万元，EPS分别为0.500、0.622和0.773元。基于全球轨道交通市场向好，公司综合实力突出，通过核心部件自制化持续提升利润率，结合业绩情况和可比公司估值，我们继续给予公司“买入”投资评级，合理价值为7.01元，相当于2014年的14倍PE估值。

## 风险提示

原材料价格如果出现大幅波动，将对公司在手订单的利润率造成影响的风险。

铁路改革措施未能及早落实，导致实际建设进度缓慢，设备需求低于预期的风险。

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014	2015	2016
<b>流动资产</b>	64215	70729	68183	79577	93192
货币资金	9025	9332	9000	10000	14000
应收及预付	29052	38180	35403	40801	46499
存货	24646	18640	23775	28771	32689
其他流动资产	1491	4577	5	5	5
<b>非流动资产</b>	42222	49430	45913	43923	41846
长期股权投资	1854	2027	2027	2027	2027
固定资产	19890	22724	22644	21451	20171
在建工程	5270	5185	4385	3585	2785
无形资产	8586	9628	9612	9615	9617
其他长期资产	6622	9865	7244	7244	7244
<b>资产总计</b>	106437	120159	114097	123500	135038
<b>流动负债</b>	65202	74008	61313	64126	67174
短期借款	5741	10615	8267	7296	2722
应付及预收	44349	52298	53047	56829	64452
其他流动负债	15113	11095	0	0	0
<b>非流动负债</b>	4840	6586	1415	1415	1415
长期借款	20	1415	1415	1415	1415
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4820	5170	0	0	0
<b>负债合计</b>	70042	80593	62729	65541	68589
股本	10320	10320	12260	12260	12260
资本公积	15796	15483	21505	21505	21505
留存收益	8674	11893	15576	21971	30219
归属母公司股东权	34815	37780	49426	55821	64068
少数股东权益	1579	1785	1943	2138	2381
<b>负债和股东权益</b>	106437	120159	114097	123500	135038

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	92431	97241	113003	130288	148569
营业成本	78893	80103	91347	105015	119313
营业税金及附加	469	628	735	847	966
销售费用	1723	2018	2328	2684	3061
管理费用	6673	7645	9492	11009	12628
财务费用	1058	1127	1016	842	557
资产减值损失	235	1139	1115	1134	1048
公允价值变动收益	2	-6	0	0	0
投资净收益	238	251	280	330	380
<b>营业利润</b>	3620	4826	7251	9088	11376
营业外收入	642	453	450	450	450
营业外支出	125	180	120	120	120
<b>利润总额</b>	4137	5099	7581	9418	11706
所得税	602	873	1289	1601	1990
<b>净利润</b>	3536	4226	6293	7817	9716
少数股东损益	152	97	157	195	243
<b>归属母公司净利润</b>	3384	4129	6135	7621	9473
EBITDA	6397	9048	11461	13224	15179
EPS (元)	0.33	0.40	0.50	0.62	0.77

**现金流量表**

单位: 百万元

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	1904	4887	-922	5132	10183
净利润	3536	4226	6293	7817	9716
折旧摊销	1723	2202	2360	2490	2577
营运资金变动	-4318	-3374	-11572	-6519	-3042
其它	963	1834	1998	1344	931
<b>投资活动现金流</b>	-6070	-5801	1315	160	210
资本支出	-6053	-5278	1035	-170	-170
投资变动	-528	-743	280	330	380
其他	510	220	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	6655	-351	-725	-4292	-6393
银行借款	38025	69547	-2348	-970	-4574
债券融资	-35716	-67649	-5174	0	0
股权融资	7079	92	7962	0	0
其他	-2733	-2341	-1164	-3322	-1819
<b>现金净增加额</b>	2489	-1265	-332	1000	4000
<b>期初现金余额</b>	6038	9025	9332	9000	10000
<b>期末现金余额</b>	8527	7760	9000	10000	14000

**主要财务比率**

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	3.4	5.2	16.2	15.3	14.0
营业利润增长	13.7	33.3	50.3	25.3	25.2
归属母公司净利润增长	13.4	22.0	48.6	24.2	24.3
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	14.6	17.6	19.2	19.4	19.7
净利率	3.8	4.3	5.6	6.0	6.5
ROE	9.7	10.9	12.4	13.7	14.8
ROIC	14.6	17.2	17.7	18.8	22.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	65.8	67.1	55.0	53.1	50.8
净负债比率	-0.1	0.1	-	-	-0.1
流动比率	0.98	0.96	1.11	1.24	1.39
速动比率	0.52	0.64	0.63	0.69	0.79
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.91	0.86	0.96	1.10	1.15
应收账款周转率	4.90	3.72	4.06	4.06	4.06
存货周转率	2.83	3.70	3.84	3.65	3.65
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.33	0.40	0.50	0.62	0.77
每股经营现金流	0.18	0.47	-0.08	0.42	0.83
每股净资产	3.37	3.66	4.03	4.55	5.23
<b>估值比率</b>					
P/E	13.8	12.3	10.5	8.5	6.8
P/B	1.3	1.3	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	6.8	5.9	5.7	4.8	3.6

## 广发机械行业研究小组

- 罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，4年证券从业经历，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 真怡：资深分析师，中国航空研究院燃气涡轮研究所工学硕士、西北工业大学工学学士，5年证券从业经历，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 刘国清：资深分析师，浙江大学管理专业硕士，从事过市场研究、战略规划和生产管理等工作，8年以上工作经验，2014年进入广发证券发展研究中心。
- 刘芷君：资深分析师，英国华威商学院管理学硕士，核物理学学士，2013年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018 号安联大厦15楼A座 03-04	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。