



2016-07-26

公司深度报告

买入/维持

神州高铁 (000008)

目标价:

昨收盘: 10.54 元

机械设备 铁路设备

神州高铁——沐浴后市场春风，打造运维全覆盖平台

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2757.7/1497.6
总市值/流通(百万元)	29066.3/15784.6
12 个月最高/最低(元)	34.80/7.10

相关研究报告:

2016 年机械行业年度策略 (2015.12.7)

——重点关注智能装备板块

2016 年机械行业中期策略 (2016.06.28)

——关注三领域投资机会

证券分析师: 刘倩倩

电话: 010-88321947

E-MAIL: liuqq@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190514090001

联系人: 李剑男

电话: 010-88321572

E-MAIL: lijn@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190116030007

报告摘要

神州高铁是我国轨道交通运营安全维护领域领先的系统化解决方案和综合数据服务提供商,专业致力于轨道交通安全检测监测技术、数据采集及分析技术和智能化维护技术的研发与应用。我们认为公司作为铁路后市场龙头企业,行业壁垒较高,具备领先优势,将始终保持较强的盈利能力。另外,未来不排除公司以兼并收购的方式进行产业链横向拓展和纵向延伸,以此来做大做强可能。因此应该享受一定的估值溢价,维持“买入”评级。

铁路存量巨大,后市场浪潮将至。2015 年我国铁路车辆投资额为 1300 亿元,按目前我国铁路后市场占铁路车辆投资 25% 计算,铁路后市场空间大约 325 亿元,其中,运维检测市场年均 65 亿元,维修、零部件更换市场 260 亿元。按“十三五”铁路总投资 4 万亿计算,铁路车辆投资额将达到 8000 亿元,到 2020 年铁路后市场规模将超过 2000 亿元,发展空间巨大。而且目前我国铁路车辆运维市场占铁路车辆投资比例仍较小,发达国家该比例都超过 56%,所以潜在发展能力巨大。

城市轨道交通进入黄金发展期。截止 2015 年末,我国城市轨道交通累计通车里程 3286 公里,预计到 2020 年,城市轨道交通里程有望达到 9000 公里以上,比 2015 年末增长 150% 以上。“十三五”期间整体投资有望超过 2 万亿,投资额将比“十二五”期间翻倍。不难看出,城市轨道交通行业整体已经迎来黄金 5 年发展期。

公司具备“产业+资本”双轮驱动下的技术领先优势。铁路行业技术壁垒高,神州高铁基于新联铁数十年在铁路行业精耕细作所形成的技术优势和口碑,已经成为铁路运维领域龙头企业。目前在各铁路局及检修站都具备较好的合作基础。

公司正着力打造运维全覆盖平台。轨道交通运营维护产业主要涉及六大模块:机车、车辆、信号、线路、供电、站场。神州高铁已经在机车、车辆、供电三大系统深耕多年,近期接连收购武汉利德和交大微联之后,基本实现 6 大系统全覆盖。随着公司产业布局的逐步完善,平台化优势和协同效应将更为明显。

互联网与大数据的强强联合。神州高铁结合铁路大联动的特点,依托系统化平台的优势,以“互联互通”为核心,逐渐形成大数据、云处理的设计和服务能力。通过数据化平台建设,为客户提供数据挖掘、数据采集、数据集成、数据分析、数据建模等线上线下专家服务,正推

动公司从单纯的高科技企业向“互联网+高科技”的复合型数据平台企业转型。

公司业务拓展快速，多产品获国外准入许可。公司积极拓展城市轨道交通和海外市场，先后进军北京、青岛、南宁、昆明等城轨市场，并加强了与德国、美国、新加坡、泰国、南非等国家在多个领域的合作，清洗、探伤等产品已获得了多国的准入许可。

估值与评级。公司 2015 年并表新联铁后，整体发展进入快车道，随着并购协同效应逐步显现，未来发展有望进一步加速，所以公司整体盈利水平有望继续增长。我们预计 2016-2018 年神州高铁 EPS 分别为：0.22 元、0.30 元、0.39 元。

截止至 2016 年 7 月 22 日，公司的收盘价为 10.54 元，总市值为 291 亿元，对应 2016 年-2018 年的市盈率分别为 48.4 倍、35.3 倍、27.0 倍，处于行业平均水平，维持“买入”评级。

■ 主要财务指标

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1295.1	4377.4	6143.6	8131.1
净利润(百万元)	185.7	600.6	822.8	1076.8
摊薄每股收益(元)	0.07	0.22	0.30	0.39

资料来源：Wind，太平洋证券

目录

一、 铁路运维龙头企业	5
(一) 股权结构及股东背景	5
(二) 并表新联铁，业绩进入快车道	5
二、 铁路后市场浪潮将至	6
(一) 新建铁路放缓，整体投资趋稳	6
(二) 铁路存量巨大，后市场浪潮将至	7
(三) “一带一路”有望发力，高铁仍是主旋律	9
(四) 城市轨道交通进入黄金发展期	12
(五) 工业 4.0 下的互联网+轨交深度融合	13
三、 沐浴后市场春风，打造运维全覆盖平台	15
(一) 软硬一体化产品体系	16
(二) 全覆盖系统化竞争优势	20
四、 盈利预测及估值	24
(一) 盈利预测	24
(二) 估值及投资建议	24
五、 风险提示	24

图表目录

图表 1：产权及控制关系	5
图表 2：营业收入及增长率	6
图表 3：归属母公司股东的净利润及增长率	6
图表 4：铁路固定资产投资（2003 年-2015 年）	7
图表 5：机车车辆购置投资（2003 年-2015 年）	7
图表 6：铁路车辆拥有量（2011 年-2015 年）	7
图表 7：铁路营业里程（2003 年-2015 年）	8
图表 8：高铁营业里程（2008 年-2015 年）	8
图表 9：铁路动车组运用维修规程	9
图表 10：2020 年高速铁路网	10
图表 11：海外主要国家和地区高速铁路规划	10
图表 12：我国跨境高铁建设目标	11
图表 13：我国跨境高铁建设线路图	11
图表 14：我国跨境高铁建设示意图	11
图表 15：我国跨境高铁建设目标	12
图表 16：城市轨道交通运营里程	12
图表 17：城市轨道交通主要类型	12
图表 18：工业化发展进程	14
图表 19：工业 4.0 的 9 大技术	14
图表 20：以智能制造为核心的工业 4.0 模式	15
图表 21：轨道交通产业六大系统	15
图表 22：神州高铁产品体系图	16
图表 23：机车车辆运营维护系列产品	17
图表 24：供电运营维护系列产品	18
图表 25：供电运营维护系列产品	18
图表 26：6C 中心示意图	19
图表 27：站段车辆调度系列产品	19
图表 28：工务运营维护系统工作原理示意图	20
图表 29：交大微联主要产品	22
图表 30：数据化服务流程	23

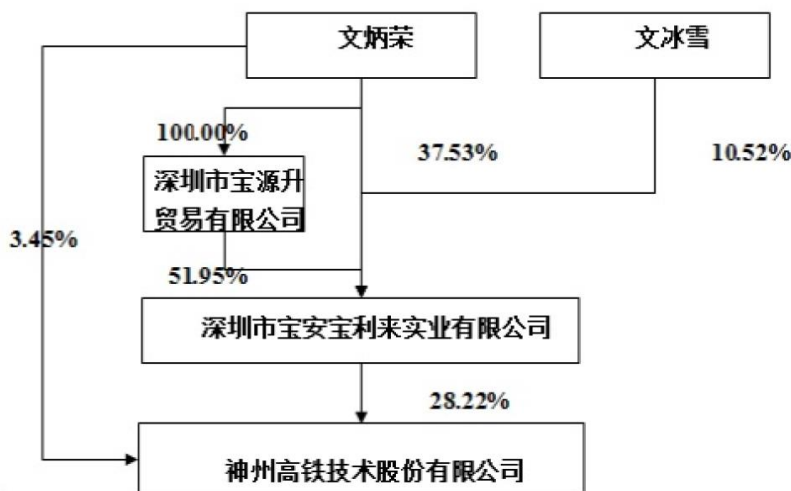
一、 铁路运维龙头企业

2015 年 1 月，宝利来通过发行股份及支付现金购买资产的方式，完成了对北京新联铁科技股份有限公司 100% 股权的收购，并正式更名为“神州高铁技术股份有限公司”，由此进入轨道交通安全运维行业。神州高铁是以轨道交通运营维护及安全监测、检测为主业的平台化上市公司，是我国轨道交通运营安全维护领域领先的系统化解决方案和综合数据服务提供商，专业致力于轨道交通安全检测监测技术、数据采集及分析技术和智能化维护技术的研发与应用。公司下属十余家参控股子公司，形成了无损探伤、机器视觉监测、自动测量、环保清洗等核心技术，产品和服务覆盖轨道交通机车车辆、工务、供电、信息化管理、大数据分析等系列。

(一) 股权结构及股东背景

公司实际控制人为文炳荣先生，其直接和间接持有公司总股份 17.88%。王志全、文宝财、文冰雪分别持股 8.36%、4.90%、4.90%。

图表 1：产权及控制关系



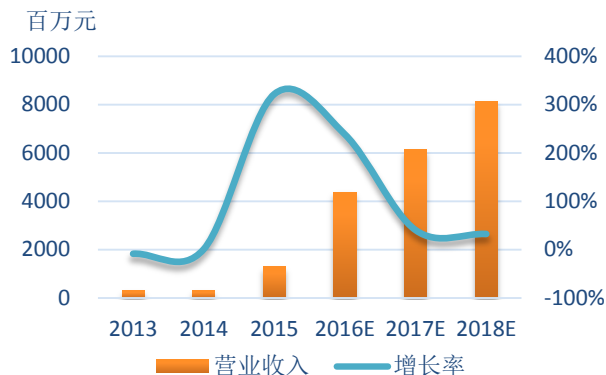
资料来源：公司年报，太平洋证券整理

(二) 并表新联铁，业绩进入快车道

神州高铁 2015 年实现营业收入 12.95 亿元，同比增长 321.60%；实现营业利润 1.95 亿元，同比增长 970.16%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.86 亿元，同比增长 2290.28%。同时，新联铁实现营业收入 9.88 亿元，占总营业收入的 76.3%。值得注意的是公司已完成收购工作的交大微联和武汉利德，未并入 2015 年公司利润，交大微联业绩承诺显示 2015 年-2017 年净利润分别为 1.2 亿、1.5 亿、1.8 亿；武汉利德业绩承诺显示 2015 年-2017 年净利润分别为 6500 万、8450 万、1.1 亿。交大微联和武汉利德 2015 年的实际净利润分别为 1.34 亿元和 8112 万元，分别高于

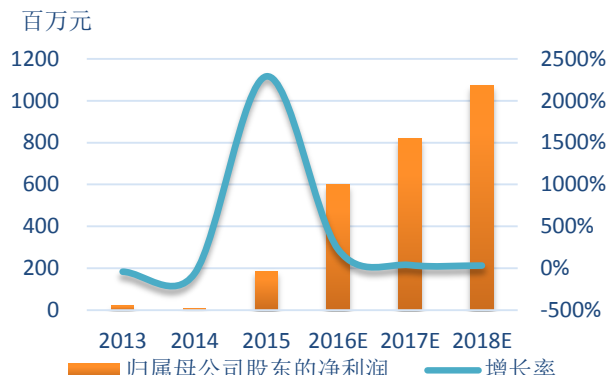
业绩承诺 12%和 25%。所以 2016 年并表交大微联和武汉利德将对公司业绩产生更为积极的影响。

图表 2：营业收入及增长率



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 3：归属母公司股东的净利润及增长率



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

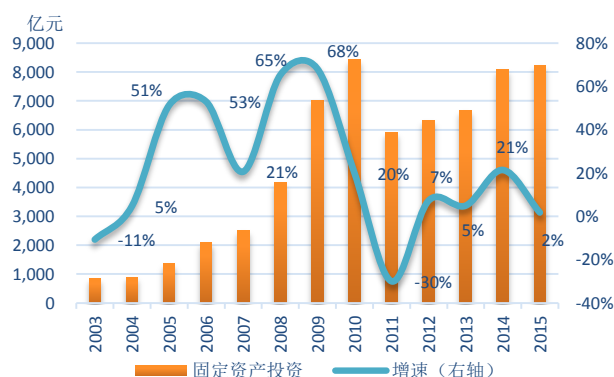
二、铁路后市场浪潮将至

多年来，中国铁路一直承担了 50%以上的客运量和 70%的货运量，被称为“国民经济的大动脉”。在铁路轨道交通方面，自 2008 年，我国在大规模的铁路建设投资的带动下，铁路制造业呈逐年高速增长的态势。在 5 年内，全国电力机车、货车的保有量增长了 50%，产值年均增幅近 30%，远远高于世界 2%的平均增速。此外，我国铁路的旅客周转量、货物发送量、货运密度和换算周转量均为世界第一。城市轨道交通方面，由于经济实力和技术水平的限制，中国城市轨道交通建设起步较晚。2000 年之前，全国仅有北京、上海、广州三个城市拥有轨道交通线路。进入 21 世纪以来，随着中国经济的飞速发展和城市化进程的加快，城市轨道交通也进入大发展时期，据“十三五”规划显示，“十三五”期间将加快 300 万以上人口城市轨道交通成网，新增城市轨道交通运营里程约 3000 公里。

(一) 新建铁路放缓，整体投资趋稳

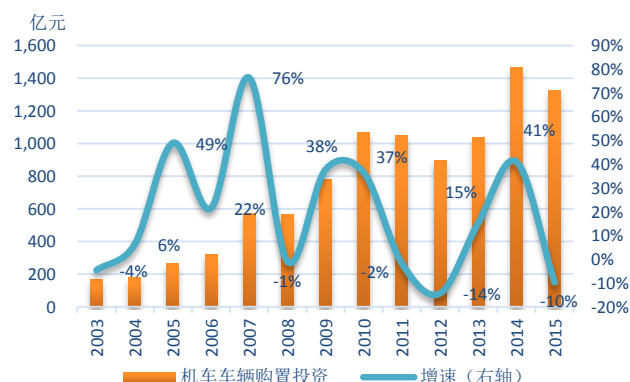
“十二五”期间，全国铁路固定资产投资完成 3.58 万亿元，新线投产 3.05 万公里，全国铁路建设投资规模创下历史最高水平。但自 2015 年开始，全国铁路固定资产投资增速下滑明显，投资额基本与上年持平，完成投资 8238 亿元，为历史第二高位，最高峰 2010 年的逾 8400 亿元恐难再现。根据最新公布的国家“十三五”规划纲要，铁路未来 5 年总投资规模大约 4 万亿元，平均每年大约 8000 亿元，与目前年度投资额相当。所以，未来铁路固定资产投资大幅增加可能性较小，整体发展趋于平稳。

图表 4：铁路固定资产投资（2003 年-2015 年）



资料来源：铁道统计公报，太平洋证券整理

图表 5：机车车辆购置投资（2003 年-2015 年）

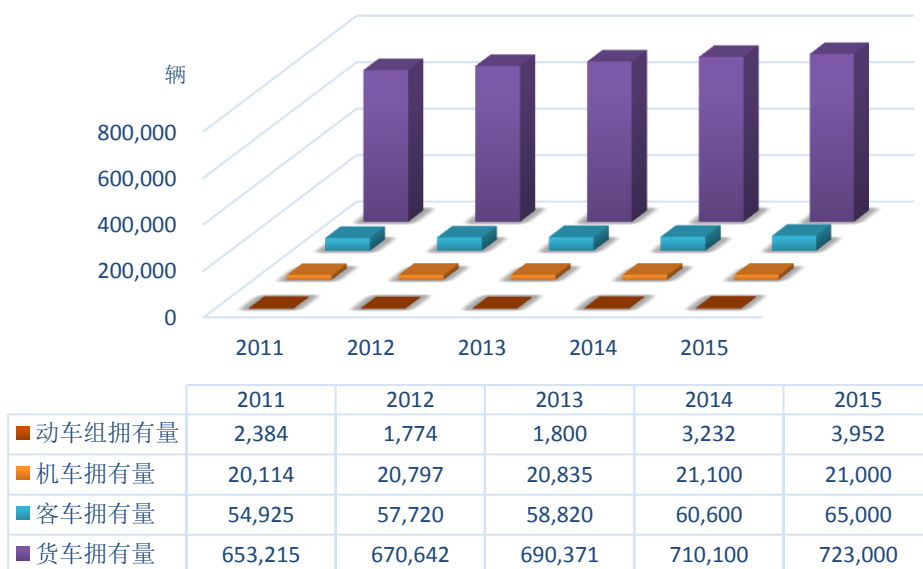


资料来源：铁路统计公报，太平洋证券整理

（二）铁路存量巨大，后市场浪潮将至

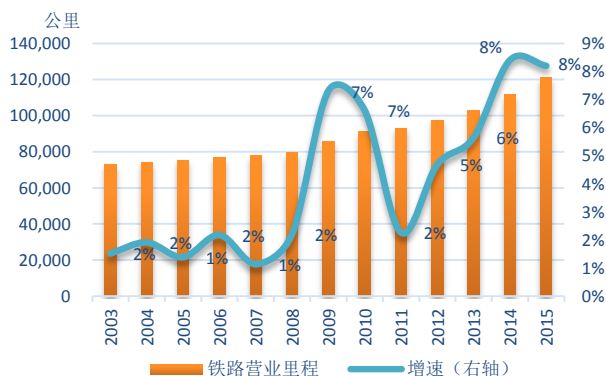
据铁路统计公报数据显示，2015 年我国铁路营业里程已经达到 12.1 万公里，仅次于美国位居世界第二位，其中，高铁营业里程突破 1.9 万公里，占全球高铁里程 60%以上。路网密度 126 公里/万平方公里，比上年增加 9.5 公里/万平方公里。我国铁路各类车辆总计 82.7 万辆，铁路机车拥有量为 2.1 万台，货车拥有量为 72.3 万辆，客车拥有量为 6.5 万辆，其中，动车组 1.76 万辆，2000 年至 2015 年，动车组年均复合增速为 42%。

图表 6：铁路车辆拥有量（2011 年-2015 年）



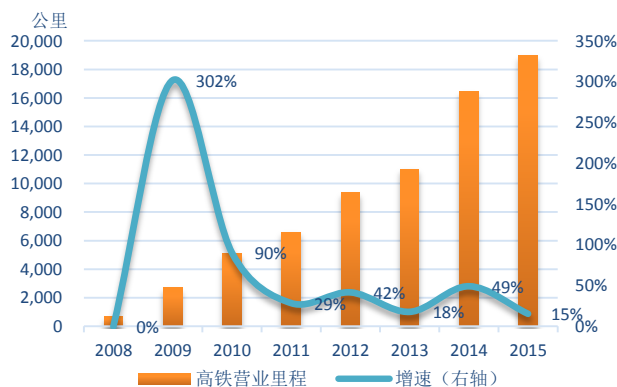
资料来源：铁道统计公报，太平洋证券整理

图表 7：铁路营业里程（2003 年-2015 年）



资料来源：铁道统计公报，太平洋证券整理

图表 8：高铁营业里程（2008 年-2015 年）



资料来源：铁路统计公报，太平洋证券整理

● 动车检修潮将至，5 年内后市场规模将超 2000 亿

我国参照日本、法国及德国等高速铁路的运营维修经验并结合自身高速铁路运输特点，将动车组的检修分为五级修程。1 级修与 2 级修为日常运用检修，由动车运用所实施，3 级修、4 级修与 5 级修属于高级检修，由动车基地实施。《铁路动车组运用维修规程》规定动车组的运行时间或走行里程达到某检修周期限度时，就必须进行与之相对应等级的检修。根据下表所示标准，动车组基本 3 年左右进入三级检修，4 年左右进入四级检修，6 年左右将进入五级检修。在经历了 2010 年和 2011 年高铁的快速发展后，动车组将在 2015—2018 年集中进入高级检修期。根据以前南北车相关合同显示，三、四、五级修费用分别为动车组新购成本的 5%、10%和 20%。

2015 年我国铁路车辆投资额为 1300 亿元，按目前我国铁路后市场占铁路车辆投资 25%计算，铁路后市场空间大约 325 亿元，其中，运维检测市场年均 65 亿元，维修、零部件更换市场 260 亿元。按“十三五”铁路总投资 4 万亿计算，铁路车辆投资额将达到 8000 亿元，到 2020 年铁路后市场规模将超过 2000 亿元，发展空间巨大。而且目前我国铁路车辆运维市场占铁路车辆投资比例仍较小，发达国家该比例超过 56%，所以潜在发展能力巨大。

图表 9：铁路动车组运用维修规程

检修级别	检修类型	内容	检查周期（运营里程/时间）					
			CRH1型动车组	CRH2型动车组	CRH3型动车组	CRH5A型动车组	CRH380A型动车组	CRH380B型动车组
一级检修	运用检查	车轮、踏面、轴箱、基础制动装置配件：螺栓、连接件、开口销、车辆间联结状态、列车制动机试验；转向架、制动、车钩、动力传动部分	4000km/48h	4000km/48h	4000km/48h	4000km/48h	4000km/48h	4000km/48h
二级检修	运用检查	牵引电机内外部、辅助电机、牵引变压器、主变换装置（逆变器）、密接式车钩、转向架及轮箱、制动装置、电机悬挂装置、轴箱轴承、油压减振器、受电弓不解体检修	15天	3万km/30天	2万km	6万km	1.5-30万km/15-360天	2-80万km
三级检修	定期检查	除进行一级检修的外观检查和二级检修中主要部件的检查外，重点对转向架主要部件进行集体检查；受电弓不解体检查	120万公里	45万公里	120万公里	120万公里	60万公里	120万公里
四级检修	定期检查	焊缝、牵引电机、辅助电机、主变换装置（逆变器）、密接式车钩、传动齿轮和齿轮箱、油压减振器、轮对全轴、轮缘、踏面碾堆、轴颈、弹簧装置、制动装置、轴箱、轴承、对受电弓进行解体检查	240万公里	90万公里	240万公里	240万公里	120万公里	240万公里
五级检修	定期检查	更换整个转向架及轮对、齿轮传动系统、制动部件、蓄电池；更换牵引电动机、主开关和电路设备，以及主变压器；对受电弓进行彻底解体检查	480万公里	180万公里	480万公里	480万公里	240万公里	480万公里

资料来源：《铁路动车组运用维修规程》，太平洋证券整理

（三）“一带一路”有望发力，高铁仍是主旋律

● 国内高速铁路仍将维持较快发展

据“十三五”规划显示，未来五年要继续完善高速铁路网，除了贯通连云港至乌鲁木齐高铁外，还将建设北京至香港（台北）等大批高速铁路通道，拓展区域连接线。“十三五”期间，高速铁路里程将达到 3 万公里，未来五年新增高铁里程将达 1.1 万公里，覆盖 80%以上的城市。

横向高铁干线有 8 条以上。主要有牡丹江到齐齐哈尔、北京到包头、青岛到银川、连云港到乌鲁木齐、上海到成都、上海到昆明、厦门到重庆、广州到昆明的高铁。

纵向的大干线有 10 条以上，分别是沿海高铁、京九、京广、北京到福州、呼和浩特到南宁、包头至海口、银川到昆明、北京到昆明、银川到厦门、西安到广州。

另外还要建设城市群中心城市间、中心城市与周边节点城市间 1-2 小时交通圈，打造城市群中心城市与周边重要城镇间 1 小时通勤都市圈，基本建成京津冀、长三角、珠三角等城市群城际铁路网，建设其他城市群城际铁路网主骨架，实施市域（郊）铁路示范工程。还将完善优化超大、特大城市轨道交通网络，加快 300 万以上人口城市轨道交通成网，新增城市轨道交通运营里程约 3000 公里。

图表 10：2020 年高速铁路网



资料来源：搜狐网，太平洋证券整理

● 高铁“走出去”步伐有望进一步加快

目前，全球高铁市场发展空间巨大。预计到 2025 年，全球高铁总里程可达 4.2 万公里，海外高铁修建计划将达 1.7 万公里左右。预计到 2020 年，海外高铁投资累计将超过 8000 亿美元，不少国家和地区已经纷纷制定并提出高速铁路规划，所以高铁项目“走出去”前景广阔，市场空间巨大。

图表 11：海外主要国家和地区高速铁路规划

国家与地区		时间（年）	金额（美元）	里程数（公里）	规划项目内容
美国	短期	2011-2018	530 亿	——	计划建设 6 条高铁路线项目
	长期	2017-2030	——	2.7 万	先进高铁网络
巴西		2018-2020	165 亿	510	圣保罗—里约热内卢高铁
英国		2017-2026	510 亿	539	HS2 高铁项目
伊朗		2011-2030	130 亿	——	库姆-伊斯法罕铁路高项目
印度		2010-2020	540 亿	1754	德里钦奈高铁走廊
东盟		2011-2031	——	3.3 万	18 条线路，连接 21 个国家
东盟		2015-2030	——	——	泛亚、新马、泰国高铁等项目
欧盟（欧洲大陆八国）		2011-2020	2000 亿	9000	法国高铁计划：波兰高铁，瑞典高铁；俄罗斯高铁等项目

资料来源：太平洋证券整理

2009 年，中国开始规划泛亚、中亚、欧亚三条跨境高铁，泛亚高铁从中国昆明始发，途经缅甸、老挝和越南，在泰国曼谷汇合后，由马来西亚抵达新加坡。泛亚高铁最南端的“隆新高铁”，在 2015 年内将进行国际公开招投标。中国公司正在竞标参与建设这条 340 多公里的高铁。第二条跨境高铁线路是中亚高铁，经中亚、伊朗和土耳其最终抵达德国，南端将到巴基斯坦和印度，其

中，乌兹别克斯坦的塔撒高铁，已于 2011 年投入商运，国内的部分线路正在筹建，境外的大部分线路仍在谈判或规划阶段。第三条是欧亚高铁线路，起点是乌鲁木齐，经由俄罗斯和哈萨克斯坦，横贯整个欧洲，最后抵达英国伦敦。随着中国三大跨境高铁战略的实施，高铁行业面临着“走出去”的极佳历史机遇。

图表 12：我国跨境高铁建设目标

建设目标	线路	进程
欧亚高铁	从伦敦出发，经巴黎、柏林、华沙、基辅，过莫斯科后分成两支，一支入哈萨克斯坦，另一支遥指远东的哈巴罗夫斯克，之后进入中国境内的满洲里	国内段已经开工，境外线路仍在谈判
中亚高铁	起点是乌鲁木齐，经由哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、土库曼斯坦、伊朗、土耳其等国家，最终到达德国	国内段正在推进，境外线路仍在谈判
泛亚高铁	纵贯东南亚的泛亚高铁将从昆明出发，依次经由越南、柬埔寨、泰国、马来西亚，抵达新加坡	中缅间铁路隧道已经动工
中俄加美高铁（远景设想）	从东北出发一路往北，经西伯利亚抵达白令海峡，以修建隧道的方式穿过太平洋，抵达阿拉斯加，再从阿拉斯加去往加拿大，最终抵达美国	正在商讨

资料来源：太平洋证券整理

图表 13：我国跨境高铁建设线路图



资料来源：百度百科，太平洋证券整理

图表 14：我国跨境高铁建设示意图



资料来源：凤凰网财经，太平洋证券整理

近年来，中国企业在海外承接了大量铁路项目，目前仍主要是 200 公里以下普通铁路项目。中国高铁目前的出口更多集中在高铁装备出口，高铁装备企业在海外频接大单，2015 年甚至击败德国西门子取得了德国铁路公司订单，相对高铁装备的产品种类相对简单化和风险可控性强的特征，中国高铁整体项目出口仍较为滞后，但已经显露苗头，随着雅万高铁先行段的开工，中国高铁已经实现从铁路建设、动车组、运营维护等一揽子的项目出口。按目前已经施工或正在洽谈的项目来看，将具有万亿空间。

图表 15：我国跨境高铁建设目标

项目状态	主要国家	项目名称	开工/竞标时间	里程（公里）	预算（亿美元）	状态
已承建或参与承建	委内瑞拉	迪阿高铁	2012 年	471.5	75	未完工
	土耳其	安伊高铁项目	2009 年	158	12.7	已完工
	沙特	麦加轻轨项目	2009 年	450	18	完工
中标项目	墨西哥	默克高铁项目	2014 年	210	44	被搁置
	印尼	雅泗水高铁	2015 年	860	60	待建
	老挝	昆明一万象高铁	2015 年	420	72	待建
2015—2018 三年主要竞标项目	俄罗斯	莫喀高铁项目	2014 年	770	324	中标率高
	新加坡	新马高铁	2015 年	340	112	中标率高
	英国	HS2 高铁项目	2017 年	539	510	干扰多
	美国	加州高铁	2015 年	832	680	干扰多

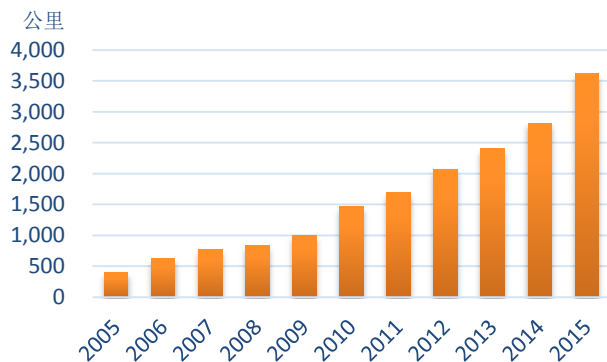
资料来源：太平洋证券整理

（四）城市轨道交通进入黄金发展期

2015 年末，中国大陆地区共 26 个城市开通城轨交通运营，共计 116 条线路，运营线路总长度达 3618 公里。其中，地铁 2658 公里，占 73.4%；其他制式城轨交通规模 960 公里，占比达 26.6%。2015 年度新增运营线路长度 445 公里，同比增加 14%。全年累计完成客运量 138 亿人次，同比增加 9.5%。表现出新增运营线路多、客流增长快、系统制式多元化的趋势。

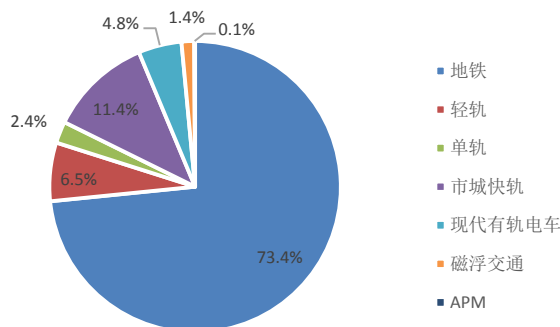
2015 年全国城轨交通完成投资 3683 亿元，同比增长 27%；在建线路总长 4448 公里，可研批复投资累计 26337 亿元。截至目前，共有 44 个城市规划获批（包括 2016 年 2 月 11 日获国家批复的芜湖，以及获地方批复的珠海、淮安和南平等 3 市），规划规模 4705 公里。新建、规划线路规模大、投资增长迅速，建设速度持续加快。

图表 16：城市轨道交通运营里程



资料来源：国家统计局，太平洋证券整理

图表 17：城市轨道交通主要类型



资料来源：国家统计局，太平洋证券整理

“十三五”期间，正是国家新型城镇化规划的启动时期，又处于城镇化率 30%-70% 的快速发展区间，将带来城市规模的进一步扩大。2015 年大陆总人口 13.75 亿人，年自然增长率 5.1%，城镇常住人口 7.7 亿人，城镇化率 56%。据此推算 2020 年大陆总人口将达到 14.5 亿人，国家规划 2020 年城镇化率提高到 60% 左右，城镇人口为 8.7 亿人，五年新增 1 亿人左右。全国 656 个城市中，100 万以上人口的大城市 201 个，其中超千万人口的超大型城市 6 个、500-1000 万人口的特大城市 12 个、300-500 万人口的 I 型大城市 21 个、100 万-300 万人口的 II 型大城市 164 个。

“十三五”新进城的一亿人，势必将扩充现有城市的规模，加剧拥堵状况，提升城轨交通的市场需求。

目前，全国 201 个大城市中，有 100 个左右城市提出了城轨交通发展规划和设想，除在建 40 个城市外，其余大多将在“十三五”进入建设行列。因此，“十三五”在建城市可能达到 80 个以上，运营城市超过 50 个，比“十二五”翻一番。运营里程方面，预计“十三五”在建线路 6000 公里左右，新建里程 3000 公里左右，比“十二五”增加一半。据相关消息显示，全球“十三五”城轨交通在建线路 8000 公里左右，其中中国大陆 6000 公里左右，占 75%；境外有 2000 公里左右，占 25%。投资方面，“十三五”完成投资量预计比“十二五”增加 50%-70%，整体投资有望超过 2 万亿。

（五）工业 4.0 下的互联网+轨交深度融合

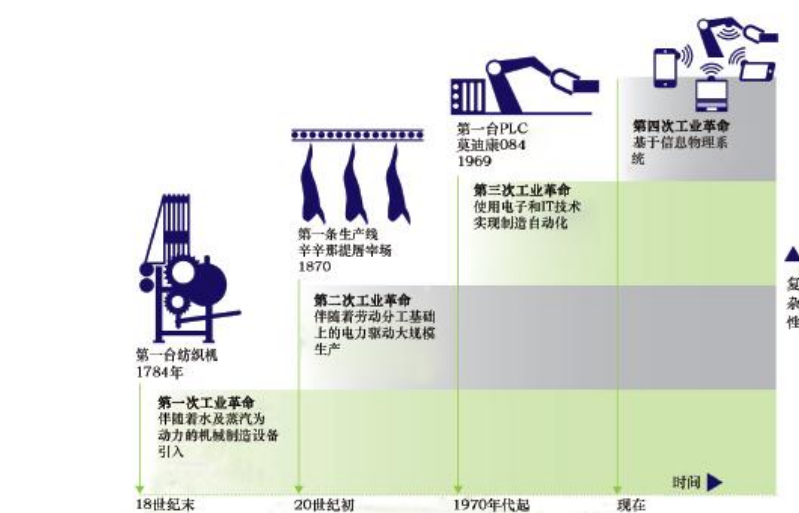
从 2014 年德国提出的“工业 4.0”、美国提出的“工业互联网”到 2015 年我国提出的“中国制造 2025”、“互联网+工业”等诸多概念。其实，这四个概念虽外延上有所区别，但目标和内涵基本一致。

德国采取的是“自下而上、以实加虚”的战略，即从机电设备等德国最强的领域，向上延伸，增加信息化的成分，实现设备与信息的融合，从而提升德国企业的整体竞争力，“确保德国制造的未来”。

美国采取的是典型的自上而下的战略，即从自身擅长的互联网及信息化平台下延至生产优化与设备改造，正与德国自下而上的方式是相反的，但都是充分发挥自己之长，借鉴对方之优点，补己之短，战略目标都是确保“国家制造的未来”。

中国是制造大国但不是强国，工业基础弱，不少产业仍处在工业 2.0 阶段，如机器人、增材制造等核心技术还有待提高，技术路线和标准也有待制定统一。因此，《中国制造业发展纲要（2015~2025）》中的十大重点发展领域是根据我国制造业现有情况和优势确定的，可以推动我国急需的技术和领域发展，同时，互联网和移动互联网的商业应用在中国已经具备良好的基础，以“互联网+工业”为结合点可以带动中国制造的全面升级和未来的竞争力。

图表 18：工业化发展进程



资料来源：太平洋证券整理

不论是工业 4.0 还是“互联网+工业”，都是围绕工业企业设计与制造、市场销售及运营维护等环节，以大数据采集、存储、分析、服务为核心驱动的新技术与不同业务跨界深度融合，从而产生管理创新和商业模式创新。其中，新技术主要包括：工业物联网、云计算、工业大数据、工业机器人、3D 打印、知识工作自动化、工业网络安全、虚拟现实和人工智能。而管理创新和商业模式创新主要包括：精益运营、工厂到个人、智能工厂、智能生产、智能物流、电子商务、精准营销。

图表 19：工业 4.0 的 9 大技术



资料来源：太平洋证券整理

所以，工业 4.0 的核心是智能制造，精髓是“互联网+”下的万物互联。依靠互联网和物联网技术加强信息管理和服务，清楚掌握产销流程、提高生产过程的可控性、减少生产线上人工的干

预、及时正确地采集生产线数据，以及合理生产计划编排与生产进度，从而构建一个高效且定制化的智慧工厂。因此借助互联网技术，在“互联网+轨道交通”这篇大文章中，将极大推动轨道交通技术进步、效率提高和组织变革，从而大幅提升创新力和生产力。

图表 20：以智能制造为核心的工业 4.0 模式

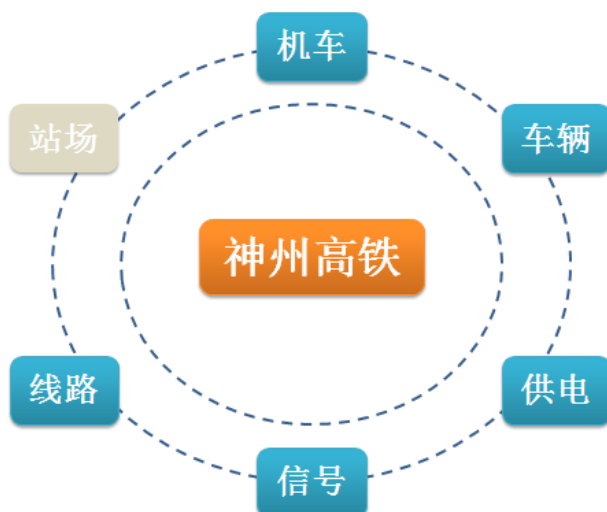


资料来源：太平洋证券整理

三、沐浴后市场春风，打造运维全覆盖平台

神州高铁在新联铁基础上，通过产业整合，核心产品已经基本实现站场、机车、车辆、信号、线路和供电 6 大系统全覆盖，其产品协同性高，定制化强，可满足客户个性化的需求。同时，整体产品体系已经形成平台和大数据累积效应，数据挖掘及一揽子服务能力十分强大。

图表 21：轨道交通产业六大系统



资料来源：公司网站，太平洋证券整理

(一) 软硬一体化产品体系

轨道交通产业核心构成主要有六大系统，即站场、机车、车辆（动车）、信号、线路和供电系统。神州高铁已经在机车、车辆（动车）、供电三大系统深耕多年，通过产业并购对信号、线路两大系统进行了布局，力争实现六大系统战略格局，通过资源整合、系统协同，放大平台效应，提高整车、整线、整体解决问题的综合能力和核心竞争力。

神州高铁目前主要提供机车车辆运营维护、供电运营维护、站段车辆调度作业、工务运营维护四大系列产品，各类产品均具有“软硬一体化”的特点，涵盖了智能化软件平台以及配置的各类专用检测、监测设备，客户通过使用相关设备达到轨道交通运营安全、维护目标，并实现各类检测、监测数据的采集、传输、存储和分析。

目前神州高铁共有 156 项高速铁路产品，193 项普速铁路产品，77 项城市轨道交通产品。随着交大微联和武汉利德的收购，公司在信号和线路两大模块的能力全面提升，进一步完善其覆盖领域。公司产品已经先后进军北京、青岛、南宁、昆明等城轨市场，并加强了与德国、美国、新加坡、泰国、南非等国家在多个领域的合作，清洗、探伤等产品已获得了多国的准入许可。

图表 22：神州高铁产品体系图



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

● 机车车辆运营维护系列

机车车辆运营维护系列主要包括信息化数据系统、机车车辆检修系统化解决方案、机车车辆运行故障动态图像检测、机车车辆入库轨边综合检测、机车车辆日常运用维护、机车车辆高级修

成检修、车载安全监测等七大系列产品。

图表 23：机车车辆运营维护系列产品

产品	功能	运用案例
信息化数据系统	对机车车辆运用、检修产生的数据进行存储、分析将原本独立的各检测检修系统进行有效整合。	承接了广州、上海、武汉、沈阳、成都、西安 6 个动车检修基地以及上海、武汉、广州、天津、哈尔滨、成都、西安 7 个大功率机车检修基地。
机车车辆检修系统解决方案	满足我国动车、大功率机车、地铁等检修基地的检测检修需求，为客户提供包括系统方案设计、核心产品研发、设备选型采购、系统设备集成、工程安装调试、培训及产品售后服务在内的一站式服务。	承接了北京、广州、上海、武汉、沈阳、成都、西安等全部 7 个动车检修基地以及上海、武汉、广州、天津、哈尔滨、成都、西安等全部 7 个大功率机车检修基地的系统化解决方案项目并且还参与中国首个中低速磁悬浮车辆段的研究。
机车车辆运行故障动态图像检测	实现对正线以及出入车辆的底部、侧下部等重要零部件状态的自动识别、尺寸测量及故障分级预警。	运用于北京铁路局、上海铁路局、武汉铁路局、南昌铁路局、沈阳铁路局、太原铁路局、西安铁路局。
机车车辆入库轨边综合检测	对入库前的动车、机车、地铁车辆的走行部进行在线动态故障诊断以及受电弓在线检测。	目前已成功运用于北京铁路局、兰州铁路局、南宁铁路局、上海铁路局、哈尔滨铁路局、太原铁路局、兰州铁路局、青藏铁路公司等。
机车车辆日常运用维护系列	实现动车、客车、地铁车辆日常运用中的车轴及车轮探伤、润滑状态监测及诊断。	广泛运用于高铁动车组、大功率机车、城市轨道交通领域。
机车车辆高级检修系列	主要满足机车车辆高级检修要求。	覆盖我国 18 个铁路局下属的 55 个车辆段、6 个机务段，中国机车车辆南车公司 5 个主机厂，北车公司 3 个主机厂，以及路外神华铁路公司、包头北创、白银公司等。
机车车辆车载安全监测系列	对机车车辆运营状态实时监测，同时具备预警及警惕控制等功能，对事故预防、事故分析以及监督乘务作业具有重大作用。	广泛运用于高铁动车组、大功率机车、城市轨道交通领域。

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

运维检修市场渗透率低，未来发展潜力巨大，据测算到 2020 年检修市场空间 600 亿元，年复合增长率 60%。随着车辆数目的不断提高以及制造水平的逐步发展，依靠传统的人工检修技术已难以为继，智能化、自动化检修装备将会得到极大的发展空间。

● 供电运营维护系列

根据原铁道部 2012 年颁布实施的《高速铁路供电安全检测监测系统（6C 系统）总体技术规范》，我国铁路总公司目前正全面建立供电安全检测 6C 平台系统。高速铁路供电安全检测监测系统（6C 系统）包括高速弓网综合检测装置（1C）、接触网安全巡检装系统（2C）、车载接触网运行状态检测系统（3C）、触网悬挂状态检测监测系统（4C）、受电弓滑板监测系统（5C）以及接触网及供电设备地面监测装置（6C），主要为我国铁道交通的供电系统进行安全监测，确保铁路供电的安全。

目前，神州高铁已自主研发了 6C 系统中的 2C、3C、4C 及 5C 供电运营维护系统，可以实现对高速铁路供电系统的高清图像采集、识别、对比和分析，并将相关数据传输至铁路供电的终端系统，实现对铁路供电环境的实时监测及预警，避免安全事故发生。

供电安全监测系统（6C 系统）仍处于发展初期，后市场规模有望进一步打开。目前 1C 和 6C 市场较为封闭，1C 业务是由铁科院主要承接，而 6C 业务目前并未向市场放开。3C 业务据测算全国各路段安装率不足 30%，存较大空间，4C、5C 仍处于推广初期，发展空间巨大。

图表 24：供电运营维护系列产品

产品	功能	运用案例
接触网安全巡检装系统（2C）	对沿线接触网的状态进行高清图像采集，代替人工巡检，改变了传统接触网巡检作业方式，提供了工作效率。	目前已成功运用于郑州铁路局、上海铁路局、南昌铁路局、兰州铁路局、沈阳铁路局、哈尔滨铁路局、西安铁路局。
车载接触网运行状态检测系统（3C）	实现对高速运行中动车组受电弓及接触网的实时动态监测及异常报警，提供机械师随时对弓网及其周围环境进行查看的功能。	广泛运用于南昌铁路局、郑州铁路局、南宁铁路局等、武汉铁路局、成都铁路局、上海铁路局、济南铁路局。
接触网悬挂状态检测监测系统（4C）	解决传统接触网检修周期长，劳动强度大，效率低，需停电登高作业等缺点。	已成功运用于上海铁路局。
受电弓滑板监测系统（5C）	在动车出入库时对车顶部的天线、顶板、内外风挡、受电弓、绝缘子等部件进行高清晰度拍摄，对车顶设备可视部件的状态进行检查。	已被正式列入原铁道部高速供电设备综合检测监测系统（6C）之一，目前已成功运用于西安铁路局。

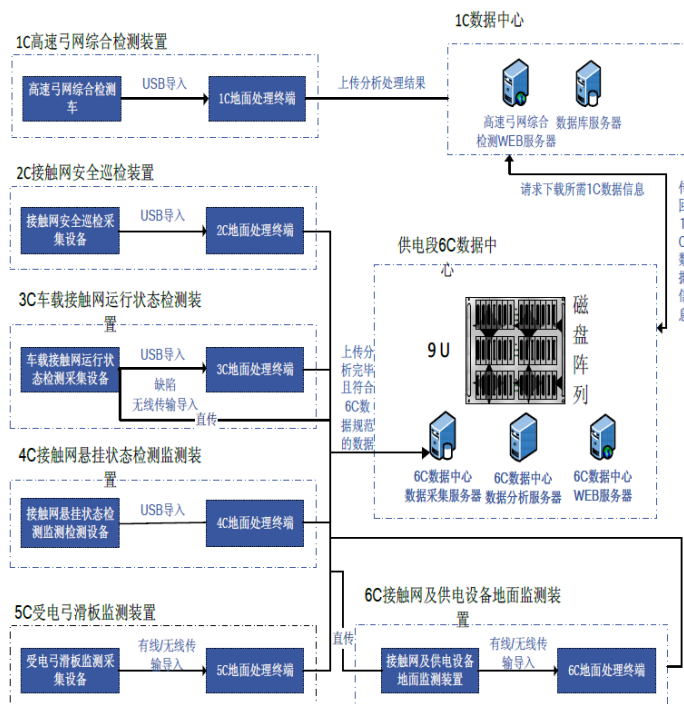
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 25：供电运营维护系列产品

6C 系统	系统搭载平台	主要功能	巡检周期	速度等级	管理部门
C1 高速弓网综合检测装置	车载（铁道部高速综合检查车）	综合检测车对接触网参数和弓网运行状态进行线路实速检测，主要检测参数有弓网接触力、接触网网压、接触线高度、接触线动态拉出道、接触线硬点、弓网离线火花等。	10 天一个周期	200km/h-350km/h	铁道部基础检测中心
C2 接触网安全巡检装置	车载（运营动车组司机台）	接触网安全巡检装置指采用便捷式视频采集设备，对接触网的状态进行视频采集，分析接触悬挂部件技术状态。	定期	200km/h-350km/h	铁路局供电段
C3 车载接触网运行状态检测装置	车载（运营动车组）	在运营的动车组上加装接触网检测设备，以实现高速铁路接触网状态的动态检测。	在线	200km/h-350km/h	铁路局供电段
C4 接触网悬挂状态检测检测装置	车载（接触网作业车或专用车辆）	对接触网悬挂系统的零部件实施高精度成像检测，指导接触网故障隐患的消灭。	定期（天窗内）	100km/h 或规定速度	铁路局供电段
C5 受电弓滑板监测装置	地面（车站和动车库出入线）	在车站和动车库出入线采用视频图像监测受电弓滑技术状态。	实时		铁路局供电段
C6 接触网及供电设备地面监测装置	地面（接触网特殊断面、供电设备处）	为监测接触网及供电设备运行状态，在接触网的特殊断面及供电设备处设置地面监测装置，监测接触网的张力、特殊断面、振动、抬升量、线索温度、补偿位移及供电设备绝缘状态和温度等运行状态参数，指导接触网及供电设备的维修。	实时		铁路局供电段

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 26：6C 中心示意图



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

● 站段车辆调度作业系列

站段调度系列产品主要服务于全国铁路系统信息化要求，对数据层面、接口层面的数据终端进行统一，包括铁路机车调车作业防控及视频监控系统、动车组位置追踪系统及动车组应急指挥系统。

图表 27：站段车辆调度系列产品

产品	功能	运用案例
动车组位置追踪系统	用于动车组在动车段（所）内位置定位、进出段（所）车号自动识别、动车组位置实时追踪、动车组编组显示，为动车段（所）调度作业和作业监督提供准确、形象直观的显示和检修调车作业安全监控。	目前已经成功取得呼和浩特铁路局的订单。
动车组应急指挥系统	通过打开并查看相应车型的实物图，提高应急指挥人员识别车辆故障部位的及时性、准确性，提高指挥工作的针对性和有效性。	目前已成功运用于武汉铁路局。

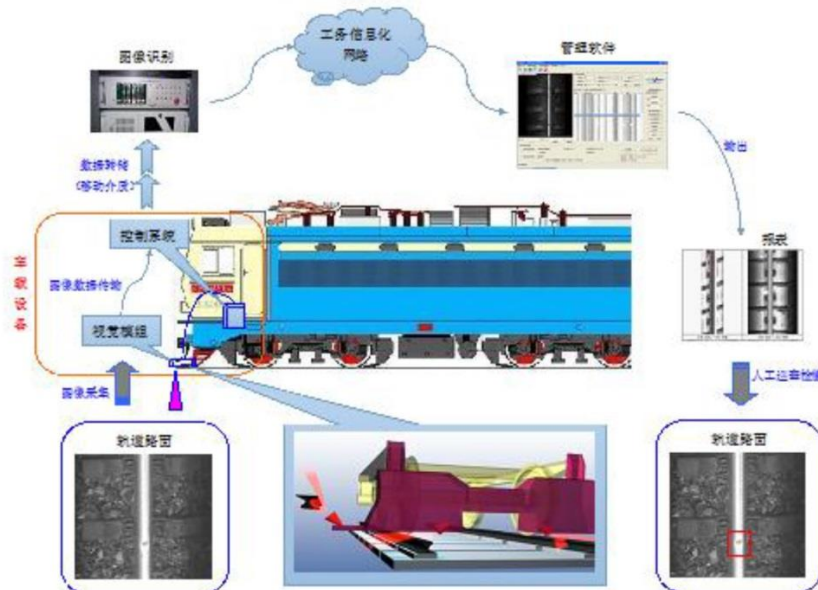
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

● 工务运营维护系列

工务运营维护系统通过在线采集钢轨、枕木、道床、构筑物及扣件等部位图像及位置信息，对异常图像进行自动分析和分级预警，实现了对基础设施状态的巡检作业质量的监控，提高了故障产生初期的预警能力和联网追踪能力。新联铁的工务运营维护系统目前已成功运用于朔黄铁路

局。

图表 28：工务运营维护系统工作原理示意图



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

工务运营信息化、网络化仍处于起步阶段，潜在市场空间巨大。目前全国主要工务段仍采用人工作业，一方面工作量巨大，难以适应快速增长的铁路里程，另一方面人工作业难免疏漏，存在较大安全隐患。随着科技发展，信息化、自动化检测将逐步替代人工，未来工务运营维护系统存在巨大发展空间。

(二) 全覆盖系统化竞争优势

● “产业+资本”双轮驱动下的技术领先优势

神州高铁基于资本市场优势，正在全面建设以“产业+资本”双轮驱动的新型企业发展模式，以公司总部为资本平台、网络平台和系统平台，全面依靠资本市场，打通投融资平台，为下属板块集团的实业发展提供支撑和保障；下属板块集团将在各自专业领域精耕细作，加强研发能力，将实体产业做大做强，并继续拓展产业规模，形成大协同作战群，集中突破市场壁垒，助力公司长远发展。

截止 2015 年底共有研发人员 399 人，占总员工数的 15.25%。超过 9 千万，占总营业收入的 7.24%。公司与中国铁道科学研究院、中科院声学所、北京航空航天大学、南京航空航天大学、北京交通大学等多家高校科研院所建立了战略合作关系，与北美交通运输技术中心（TTCI）、意大利摩尔麦克集团（Mermec）开展国际技术合作，并与上海动车段、沈阳动车段等用户单位建立了紧密的研发合作关系。

基于强大的资本和研发能力，公司已经形成了 5 大技术优势：

1. 兼容各型动车组空心车轴超声波探伤关键技术

其主要目的为，在原有技术的基础上实现监测灵敏度及监测效率的提高，并且兼容 CRH 全系列 17 种车型。该技术具有国际先进性，已取得发明专利一项，荣获北京市科学技术二等奖。该技术通过了中国铁路总公司西安铁路局技术评审，现已在十八个路局以及主机厂、广州地铁推广应用并且批量销售。

2. 高铁转向架运维检测检修关键技术

其主要目的为，实现兼容多种车型转向架检测检修需求，合理化工艺布局满足检修节拍和效率需求，创新检修管理模式。该技术已取得发明专利 4 项，荣获北京市科学技术三等奖，并通过了广州铁路（集团公司）车辆处的技术评审，现已在 7 个动车检修基地进行应用。

3. 360 度踏面图像检测技术

传统的车轮踏面损伤检测方法是人工手动检测，人工检测效率低、精度低、劳动强度高，检测过程会引入测量者人为因素，影响检测精度和可靠性。本技术为动态检测车轮踏面损伤的设备，可以实时获取车轮踏面参数，实现实时监测车轮状态的目标，提高了检测效率和检测精度。该技术已申请一项发明专利。

4. 便携式探伤技术

目前机车在日常维护过程中，需要对车轮进行人工探伤，方法是完全靠人工手持便携式探伤仪进行探伤，作业过程、质量、效率无法管控，难以保证机车整备和检修质量。本项研究旨在对上述情况做出改善，设计一种列车车轮便携式探伤系统，使之具有安装方便、无需检修工位，兼容性强、检测范围广、精度高、误判率低、人工依赖程度低等特点，可实时切换显示不同车轮的 A 扫、B 扫图、三维图像；对缺陷进行位置及颜色的标识；实时存储探伤数据，可供历史查询及回放；系统可按不同轮型灵活配置不同参数，方便操作；多用户登陆系统，分配不同权限。该技术国内先进，现已申请两项发明专利，并获批一项实用新型专利。

5. 自动过分相检测装置

传统的人工检测效率低，检测不科学，数据量少，受人为因素影响较大，无法进行科学系统的分析，本技术采用通过式检测提高工作效率和增加可靠性。在机车日常回库时，对日常检测的数据进行记录和综合分析，实现高效率检测过分相系统，防范自动过分相装置失效导致的带电闯分相、烧毁接触网的安全事故。该技术国内先进，已申请两项发明专利，并获批两项实用新型专利和一项软件著作权。

总的来说，铁路行业技术壁垒高，神州高铁基于新联铁数十年在铁路行业精耕细作所形成的技术优势和口碑，已经成为铁路运维领域龙头企业。目前在各铁路局及检修站都具备较好的合作基础。随着公司产业布局的逐步完善，平台化优势和协同效应将更为明显。

● 强大的产业整合能力+后市场全覆盖优势

轨道交通运营维护产业主要涉及六大模块：机车、车辆(动车)、信号、线路、供电、站场。神州高铁已经在机车、车辆(动车)、供电三大系统深耕多年，旗下拥有新联铁、华兴致远、株洲壹星、南京拓控等业内知名公司。公司目前有 156 项高速铁路产品，193 项普速铁路产品，77 项城市轨道交通产品。

神州高铁近期进一步扩展业务版图，接连收购交大微联和武汉利德，使公司在信号和线路两大模块的能力全面提升，进一步完善其覆盖领域，向全覆盖、一体化服务供应商迈进。

交大微联是我国轨道交通信号系统重要供应商，行业地位突出，主要产品包括计算机连锁系统、列控中心系统、分散自律调度集中系统、信号集中监测系统等。公司是计算机连锁系统多项专利技术的持有者，同时也是多项行业标准制定的重要参与者。目前，国内只有少数几家企业获得了铁路总公司计算机连锁系统的生产许可证书，公司在该领域占有较高的市场份额。

图表 29：交大微联主要产品

产品	主要设备	产品功能	应用线路
计算机连锁系统 (CI)	双系联锁机、双系驱采机、双系操作表示机(工控机)、维修机(工控机)。	在铁路信号控制系统中用于完成联锁运算功能，接收操作命令、通过采集电路输入室外信号设备状态、进行联锁安全逻辑运算。	主要包括郑西客专、京石武客专、温福客专、福厦客专、大西客专、吉图珥客专、中南通、丹大客专、邯长铁路扩能改造、大秦线等。
列控中心系统 (TCC)	TCC 系统总共分为 5 个部分，分别是安全主机子系统(安全主机逻辑运算)、驱采子系统(I/O 信息的采集与驱动)、通信接口子系统(负责与 LEU 或 CTC 通信)、维护子系统(系统的报警信息的记录)与电源子系统(为系统提供电源)。	列控中心的主要作用是向车载列车控制系统设备提供控车有关的信息。	宁启线
分散自律调度集中系统 (CTC)	行调工作站、控制工作站、大屏工作站、中心电务工作站、应用服务器、通信前置服务器、数据库服务器、GSM-R 服务器、TDCS 接口服务器；自律机、车务终端、电务终端、采集机。	1. 能够实时显示本站和相邻两站的站场信息、各种报警和提示； 2. 能够接收调度中心下发的调度命令、阶段计划，返回自动回执和人工回执，且能查询和打印； 3. 能够自动生成行车日志，且能人工修改，可以查询和打印日志。	大秦线和迁曹线
信号集中监测系统 (CSM)	系统主要设备包含应用服务器、通讯服务器、终端、站机、采集设备(综合采集机、集成采集机、开关量采集机)、网络设备等。	1. 车站系统功能 2. 监测终端功能 3. 监测中心功能	铁路局包括太原局、北京局、哈尔滨局、济南局、沈阳局；城市轨道交通项目中主要应用于北京 7 号线、重庆 3 号线、北京 15 号线等。

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

武汉利德则是国内轨道线路装备及维护的重要供应商，在测控技术、定位控制技术、轨道维护技术、机械设计和液压控制技术、轨道交通工业服务技术等领域拥有核心优势，具备为客户提供高技术智能化装备和解决方案的综合能力。客户覆盖我国全部 18 个铁路局，多项核心技术达到国际先进水平。

并购完成后，除场站外，神州高铁在其余五大模块都已具备较强能力，能够为客户提供综合性的解决方案，基本实现全产业链运营维护服务，其业务有望进入高速增长期。

总的来看，公司发展战略非常明确，公司将通过自身研发加外延并购的模式，依靠全覆盖、系统化、平台化布局，打造规模优势，协同效应，以及品牌地位。我们认为，公司已经初步形成轨道交通后市场全覆盖的产业格局，竞争优势明显。而且我国轨道交通后市场存量巨大，且处于信息化、自动化发展初期，未来市场一片蓝海。

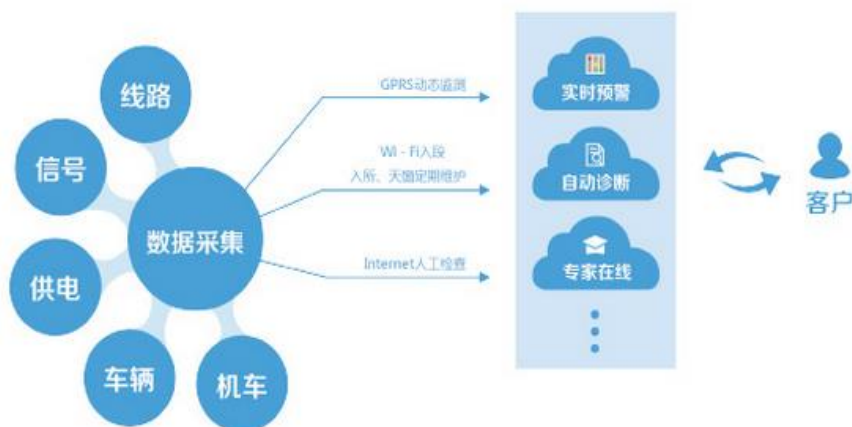
● 互联网与大数据强强联合下的智能化优势

信息化的发展，造就大数据与互联网的强强联合。互联网作为一种工具，让人人相连，人物相连，物物相连，打造快速、智能、一体化系统。而大数据则为企业获得更为深刻、全面的洞察能力，借助大数据及相关技术，可以结合客户的个性化特点，给出有针对性的产品和建议。大数据还可以帮助企业运行同时进行数以千计的实时模拟，测试新产品或改进的数字化产品。利用可扩展的计算机电源，结合仿真算法，可以在同一时间运行和测试成千上万的不同的变化。此外，企业可以使用大数据发现顾客尚未提出的需求。通过分析企业已经掌握的数据模式，有助于发现新的商机。

神州高铁结合铁路大联动的特点，依托系统化平台的优势，以“互联互通”为核心，逐渐形成大数据、云处理的设计和服务能力。通过数据化平台建设，为客户提供数据挖掘、数据采集、数据集成、数据分析、数据建模等线上线下专家服务，推动公司从单纯的高科技企业向“互联网+高科技”的复合型数据平台企业转变。

目前，神州高铁通过自建的动车组空心轴探伤管理信息数据平台、入库综合在线检测系统信息数据管理平台、HXZY-机务信息化系统、焊轨段生产管理系统、铁路货运站安全监控与管理系统、货检站安全监控与管理系统，已经成功为客户提供了数据化解决方案。

图表 30：数据化服务流程



资料来源：公司网站，太平洋证券整理

四、盈利预测及估值

(一) 盈利预测

公司 2015 年并表新联铁后，公司正式进军铁路运维行业，随着交大微联和武汉利德的加入，公司已经形成运维全覆盖的经营模式，借助运维行业的东风，协同效应和龙头地位将使公司优先分享行业发展盛宴。

同时，交大微联业绩承诺显示 2015 年-2017 年净利润分别为 1.2 亿、1.5 亿、1.8 亿；武汉利德业绩承诺显示 2015 年-2017 年净利润分别为 6500 万、8450 万、1.1 亿。交大微联和武汉利德 2015 年的实际净利润分别为 1.34 亿元和 8112 万元，分别高于业绩承诺 12%和 25%。

基于业绩承诺和铁路运维行业发展趋势，我们预计 2016-2018 年神州高铁 EPS 分别为：0.22 元、0.30 元、0.39 元。

(二) 估值及投资建议

截止至 2016 年 7 月 22 日，公司的收盘价为 10.54 元，总市值为 291 亿元，对应 2016 年-2018 年市盈率分别为 48.4 倍、35.3 倍、27.0 倍，处于行业平均水平。

我们认为公司作为铁路后市场龙头企业，行业壁垒较高，具备领先优势，将始终保持较强的盈利能力。另外，未来不排除公司以兼并收购的方式进行产业链横向拓展和纵向延伸，以此来做大做强可能。因此应该享受一定的估值溢价，维持“买入”评级。

五、风险提示

铁路投资不及预期；公司业务拓展不及预期。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	167.8	305.9	875.4	1704.2	2767.7	营业收入	307.2	1295.1	4377.4	6143.6	8131.1
应收和预付款项	7.1	828.4	1993.4	1967.0	3274.6	营业成本	169.8	680.1	2267.0	3181.8	4211.1
存货	8.7	308.9	38.7	449.2	196.5	营业税金及附加	20.2	28.2	95.4	133.9	177.2
其他流动资产	34.8	65.5	65.5	65.5	65.5	销售费用	4.1	68.1	230.1	323.0	427.5
流动资产合计	218.5	1508.8	2973.0	4185.9	6304.4	管理费用	95.5	306.0	1034.4	1451.8	1921.5
长期股权投资	0.0	4.8	21.5	38.8	57.1	财务费用	0.6	6.0	2.5	2.8	0.4
投资性房地产	27.4	28.6	22.9	17.2	11.5	资产减值损失	0.6	27.0	9.2	9.2	9.2
固定资产	307.0	428.1	302.9	428.1	351.3	投资收益	0.9	15.8	32.2	32.5	35.1
在建工程	0.0	4.1	4.1	4.1	4.1	公允价值变动	1.0	0.4	0.0	0.0	0.0
无形资产开发支出	0.9	1305.8	1297.9	1290.1	1282.3	营业利润	18.3	195.7	770.8	1073.6	1419.2
长期待摊费用	40.8	32.0	26.7	10.6	9.9	其他非经营损益	0.6	37.6	37.6	37.6	37.6
其他非流动资产	100.8	138.5	133.2	117.1	116.4	利润总额	18.9	233.3	808.3	1111.2	1456.8
资产总计	654.6	3418.6	4803.9	5927.4	7973.0	所得税	11.1	43.4	194.0	269.7	355.4
短期借款	0.0	106.0	0.0	0.0	0.0	净利润	7.8	189.9	614.3	841.5	1101.4
应付和预收款项	56.3	401.8	957.3	907.9	1526.7	少数股东损益	(0.0)	4.2	13.7	18.8	24.6
长期借款	0.0	1.7	323.3	654.5	979.9	归母股东净利润	7.8	185.7	600.6	822.8	1076.8
其他负债	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0						
负债合计	56.3	510.5	1281.5	1563.4	2507.7	预测指标					
股本	303.6	2409.4	2409.4	2409.4	2409.4		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
资本公积	289.1	318.7	318.7	318.7	318.7	毛利率	44.7%	47.5%	48.2%	48.2%	48.2%
留存收益	(21.3)	179.9	780.5	1603.3	2680.1	销售净利率	2.5%	14.7%	14.0%	13.7%	13.5%
归母公司股东权益	571.4	2908.1	3508.7	4331.4	5408.2	销售收入增长率	0.9%	321.6%	238.0%	40.4%	32.4%
少数股东权益	27.0	0.0	13.7	32.5	57.1	EBIT 增长率	-40.1%	1321%	244.7%	37.6%	30.9%
股东权益合计	598.4	2908.1	3522.4	4363.9	5465.3	净利润增长率	-17.8%	403.3%	212.3%	34.2%	26.5%
负债和股东权益	654.6	3418.6	4803.9	5927.4	7973.0	ROE	1.4%	6.4%	17.1%	19.0%	19.9%
						ROA	2.5%	6.9%	16.8%	18.7%	18.2%
						ROIC	1.2%	46.4%	22.1%	27.6%	32.4%
现金流量表(百万)						EPS (X)	0.00	0.07	0.22	0.30	0.39
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	PE (X)	3741.9	156.5	48.4	35.3	27.0
经营性现金流	71.7	(67.3)	334.7	478.9	714.7	PB (X)	50.9	10.0	8.3	6.7	5.4
投资性现金流	(59.4)	(156.2)	18.1	17.9	20.1	PS (X)	94.6	22.4	6.6	4.7	3.6
融资性现金流	27.0	460.6	216.7	332.1	328.7	EV/EBITDA (X)	50.9	85.4	27.0	19.8	15.2
现金增加额	39.3	237.1	569.4	828.9	1063.5						

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。