

神州高铁 (000008.SZ)

铁路设备行业

评级: 增持 首次评级

公司深度研究

市场价格 (人民币): 9.65 元

目标价格 (人民币): 13.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,497.59
总市值(百万元)	26,363.70
年内股价最高最低(元)	13.74/6.53
沪深 300 指数	3294.23
深证成指	10528.10



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.026	0.077	0.219	0.237	0.317
每股净资产(元)	1.88	1.21	1.44	1.70	2.06
每股经营性现金流(元)	0.23	-0.03	0.17	0.24	0.40
市盈率(倍)	852.40	152.87	46.71	43.02	32.17
行业优化市盈率(倍)	25.84	71.63	55.42	55.42	55.42
净利润增长率(%)	-65.43%	2259.83%	224.69%	8.56%	33.74%
净资产收益率(%)	1.38%	6.38%	14.69%	16.74%	18.37%
总股本(百万股)	303.60	2,409.43	2,757.71	2,757.71	2,757.71

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

轨道交通运营维护服务龙头: 公司 2014 年起, 先后并购了三家轨道交通运营维护服务公司, 新联铁、交大微联和武汉利德。实现机车、车辆、信号、线路、供电五大系统的运营维护产业布局。公司从装备系统制造商起步, 逐步发展成为轨道交通运营安全、维护领域的系统解决方案和综合数据服务提供商。公司业务遍布全国铁路局、主机厂、动车检修基地、大功率机车检修基地、机务段、车辆段、供电段、动车运用所、城市轨道交通。

轨交后市场拉开大幕。 目前我国铁路各类车辆保有量巨大, 随着高铁将集中进入高级修周期以及维保自动化率的提升, 后市场需求有望崛起。预计到 2020 年轨道交通后市场规模合计将达到 1830 亿元, 其中运维检测市场空间约 446 亿元, 维修保养市场空间约 1384 亿元。公司作为轨交运维领域的龙头企业, 将实现确定性增长。

信号系统: 增量与存量市场齐头并进。 交大微联是公司主要子公司, 是轨道交通计算机联锁领域的领军企业, 未来五年铁路和城轨新增市场空间达 35 亿, 老旧设备存量改造市场空间 44 亿元。计算机联锁行业竞争格局相对稳定, 预计公司能够获得平均的行业增长水平, 信号系统业务能够稳定发展。

“产业+资本”战略助公司快速扩张。 轨道交通运营安全与维护过程中产生大量数据。公司凭借着在机车、车辆、供电、线路、信号五大系统的核心产品的数据采集能力, 通过对现有数据的挖掘和分析, 实现协同发展, 增加数据服务模式, 有望成为公司未来新的业务增长点。

投资建议

铁路后市场空间巨大, 预计 2020 年运维检测市场空间约 446 亿元。公司在“产业+资本”的双轮驱动下, 利用公司在大数据上的优势, 通过公司运维领域平台在产业内并购整合, 持续扩大公司规模。

估值

预计 2016~2018 年公司实现收入 21.41 亿、28.76 亿和 38.01 亿, 实现净利润 6.07 亿、6.58 亿和 8.79 亿, 对应 EPS 为 0.22、0.24 和 0.32。但考虑到公司所在行业确定性强, 以及公司在产业内具有极强的整合能力, 给与“增持”评级, 公司目标价 13.0 元。

风险

轨交后市场发展不达预期的风险、公司并购后产业整合失败的风险。

徐才华 分析师 SAC 执业编号: S1130516010004
(8610)66216932
xucaihua@gjzq.com.cn

潘贻立 分析师 SAC 执业编号: S1130515040004
(8621)60230252
panyili@gjzq.com.cn

沈伟杰 联系人
(8621)60870933
shenweijie@gjzq.com.cn

内容目录

1、公司是轨道交通运营维护服务龙头	4
1.1 并购转型，深入布局高铁后市场	4
1.2 公司业绩近两年增速较快	8
2、轨交后市场拉开大幕，沐浴后市场春风	10
2.1 轨道交通建设投资力度大，轨道交通行业景气度高	10
2.2 巨大存量催生潜在运维市场，仍有较大的提升空间	11
2.3 车辆进入高级修周期，推动后市场需求崛起	12
2.3 运维检测市场自动化率将逐步提高	13
2.5 轨交运维行业进入高速发展期，市场规模将达千亿级别	15
3、信号系统：增量与存量市场齐头并进	16
3.1 交大微联是计算机联锁领域领军企业	16
3.2 增量+存量提供市场空间，联锁业务稳定增长	17
4、行业地位稳固，内生+外延是公司发展未来主旋律	18
4.1 运维市场细分行业众多，公司在细分市场地位稳固	18
4.2 顶尖技术水平和产品综合能力是公司内生发展核心优势	20
4.3 内生发展+外延并购是公司发展未来主旋律	20
5、盈利预测与投资建议	20

图表目录

图表 1：新联铁业务布局图	4
图表 2：交大微联和武汉利德业务分布图	5
图表 3：神州高铁并购之路	5
图表 4：神州高铁业务布局图	6
图表 5：公司主要子公司情况	6
图表 6：公司信号运维系统主要产品	7
图表 7：公司线路运维系统主要产品	7
图表 8：华兴致远主要产品	7
图表 9：其他子公司主要产品	8
图表 10：公司各项业务毛利率水平	9
图表 11：新联铁收入利润情况	9
图表 12：武汉利德收入利润情况	9
图表 13：交大微联收入利润情况	10
图表 14：各项业务收入占比	10
图表 15：中国铁路固定资产投资	10
图表 16：城市轨道交通固定资产投资预测	11
图表 17：国内机车保有量	11
图表 18：国内客车保有量	11

图表 19: 国内动车组保有量.....	12
图表 20: 国内大功率机车保有量	12
图表 21: 各国轨道交通运营维护后市场占比	12
图表 22: 动车组运用维修规程.....	12
图表 23: 我国车辆维修检测基地	13
图表 24: 车辆运营维护系统产品	14
图表 25: 6C 系统示意图	15
图表 26: 铁路后市场市场空间预测.....	16
图表 27: 公司信号运维系统主要产品	16
图表 28: 交大微联收入结构.....	17
图表 29: 国务院提出五大举措促进铁路交通建设.....	17
图表 30: 全国城轨运营里程.....	18
图表 31: 全国城轨新增运营里程(公里).....	18
图表 32: 公司主要竞争对手.....	19
图表 33: 供电板块产品类别.....	19
图表 34: 公司盈利预测.....	21
图表 35: 相关标的估值对照表	22

1、公司是轨道交通运营维护服务龙头

1.1 并购转型，深入布局高铁后市场

并购新联铁，踏入铁路后市场蓝海。公司原名宝利来，主业是酒店旅游业，2014年9月公司收购北京新联铁科技股份有限公司100%股权，交易对价18亿元。北京新联铁是我国轨道交通运营安全、维护领域领先的系统解决方案和综合数据服务提供商，公司主要提供机械车辆运营维护、供电运营维护、站段车辆调度作业、工务运营维护等产品。收购完成后，公司从酒店旅游业转型轨道交通业。

北京新联铁科技股份有限公司成立于1997年，是国内最早进入轨道交通运维领域的企业之一，从2012年3月开启并购之路，先后收购南京拓控、株洲壹星和华兴致远。

目前公司的运营安全维护设备产品已运用于机车、车辆、供电、工务等专业领域，涉及轨道交通机车车辆新造、运用、维护的全寿命周期，覆盖我国全部动车、大功率机车运用、检修基地及部分铁路客车、货车、供电、工务、城市轨道交通的新造厂和运用、维修段。产品深度和广度位居国内前列。

其中，动车组空心轴超声波探伤机、转向架动载试验台、转向架静载试验台、机车车辆入库轨边综合检测系统、运行故障图像检测系统等核心装备技术达到世界领先水平，在国内细分市场的占有率较高，具国际竞争力。

图表 1：新联铁业务布局图



来源：公司公告、国金证券研究所

收购武汉利德和交大微联，继续拓宽业务板块。2015年8月5日，公司公告拟通过发行股份及支付现金的方式购买交大微联90%股权、武汉利德100%股权，交易对价17.09亿元。交大微联是轨道交通信号系统供应商，武汉利德是轨道线路装备供应商，公司业务覆盖至信号和线路领域。

武汉利德2015-2017年的业绩承诺为净利润分别不低于6500万、8450万、10895万；交大微联2015年-2017年的业绩承诺为净利润分别不低于1.2亿元、1.5亿元、1.8亿元。

图表 2：交大微联和武汉利德业务分布图



来源：公司公告、国金证券研究所

剥离酒店资产，聚焦轨道交通领域。2016年6月14日，公司与深圳市宝安宝利来实业有限公司在北京签订了《股权转让协议》，拟将公司持有的宝利来投资100%股权以人民币66,000万元转让给宝利来实业。公司将原有的酒店资产剥离，未来继续专注于轨交领域，成为纯正的轨道交通运维标的。

图表 3：神州高铁并购之路



来源：神州高铁公告、国金证券研究所

打造轨道交通运营维护平台，覆盖运维五大系统。轨道交通系统运营维护的领域可以分为六大系统，包括站场、机车、车辆、信号、线路、供电。公司2015年之前通过并购华兴致远、南京拓控、株洲壹星，此次又公告收购交大微联和武汉利德，实现了公司在六大运维领域中，覆盖了其中的五个，除了站场之外，机车、车辆、信号、线路、供电五大系统的运营维护设备行业均已经完成布局。

图表 4：神州高铁业务布局图



来源：神州高铁公告、国金证券研究所

目前，公司旗下主要子公司有 9 家，业务遍布全国铁路局、主机厂、动车检修基地、大功率机车检修基地、机务段、车辆段、供电段、动车运用所、城市轨道交通。

图表 5：公司主要子公司情况

子公司	主要业务	主要产品	控股比例	业务板块
交大微联	轨道交通信号系统重要供应商	计算机联锁系统、列控中心系统、分散自律调度集中系统、信号集中监测系统	90%	信号
武汉利德	国内轨道线路装备及维护的重要供应商	铁路安全检测监控设备、钢轨焊接加工及铁路养护装备、物流装备定位及信息管理系统、轨道交通装备工业化连锁服务	100%	线路
华兴致远	图像识别为核心的机器视觉综合检测技术及大型信息系统开发技术的研发和运用	动车组运行故障动态图像检测系统 (TEDS)、动车组受电弓及接触网在线监测系统、机车车辆高速 3D 图像成像检测系统	100%	机车、车辆、供电
南京拓控	轨道交通轨边无损超声检测技术、激光测量技术的研发与应用	致力于轨道交通轨边无损超声检测技术、激光测量技术的研发与应用	100%	机车、车辆
沃尔新	轨道交通动车组、地铁车辆的外皮自动化清洗、水处理、车辆自动牵引技术的研发及应用	轨道交通车辆自动化清洗装备	100%	机车、车辆
株洲壹星	轨道交通机车车辆电子、电气检测与控制技术及试验技术的研发与应用	车辆的检测、控制和试验系列化的核心装备	100%	机车、车辆
新路通	新联铁的装备制造基地,为轨道交通运营安全、维护产品提供包括设备制造、安装、调试、系统集成及售后保障等服务。		100%	机车、车辆、供电

来源：公司公告、国金证券研究所

主要子公司简介：

交大微联是目前我国轨道交通信号系统重要供应商，主要产品包括计算机联锁系统、列控中心系统、分散自律调度集中系统、信号集中监测系统，主要用于控制动力式道岔及色灯信号机等信号设备、控制轨道电路编码和有源应答器信息和监测并记录信号设备的主要运行状态等，应用在铁路和地铁线路、铁路车站和地铁车辆段。

交大微联的连锁系统市占率约 30%，市场份额稳定。交大微联在行业的主要同行包括中国通号、卡斯柯、铁科院。技术水平和行业地位上基本一样。由于铁路设备行业竞争格局稳定，预计公司未来的市场份额也将基本稳定。

图表 6：公司信号运维系统主要产品

业务种类	简介	主要应用情况
计算机连锁系统	综合运用计算机技术、网络通信技术和现代控制技术、以电子信息传输方式集中控制动力式道岔及色灯信号机等信号设备。	主要应用在郑西客专、京石武客专、温福客专、大秦线等十余条线路。
列控中心系统	根据管辖范围内各列车位置、联锁进路以及线路临时限速状态等信息，控制轨道电路编码和有源应答器信息。	应用于宁启线。
分散自律调度集中系统	采用智能化分散自律的设计原则，以列车运行调整计划控制为中心，兼顾列车与调车作业的高度自动化的调度指挥系统。	应用于大秦线和迁曹线。
信号集中监测系统	通过监测并记录信号设备的主要运行状态，为电务部门掌握设备的当前状态和进行事故分析提供科学依据。	覆盖太原、北京、哈尔滨等铁路局，同时应用在北京 7 号线、重庆三号线和北京十五号线地铁。

来源：公司公告、国金证券研究所

武汉利德是国内轨道线路装备及维护的重要供应商，其产品主要包括铁路安全监测监控设备、钢轨焊接加工及铁路养护装备和物流装备定位及信息管理系统，主要应用于动态检测影响铁路行车安全的各种状态、钢轨的焊接及养护和移动设备精确位置的检测。

武汉利德是国内的钢轨焊接和养路设备主要供应商之一，市场份额达 30% 以上，武汉利德的铁路安全检测监控设备市场份额更高，市占率能够达到 40%。武汉利德的主要竞争对手包括昆明重型机械、金鹰重工等。

武汉利德在铁路维护设备领域实现了较高的自动化水平，行业竞争优势比较明显。线路维护行业比较传统，过去自动化程度不高，多依赖于人工或简单工具操作。公司未来的成长性主要来自于行业整体自动化水平的提高。

图表 7：公司线路运维系统主要产品

业务种类	简介	主要产品
铁路安全监测监控设备	采用现代测控技术，动态检测影响铁路行车安全的各种状态，实现以机控代替人控来保障铁路运输安全	高速动态不断轨轨道衡、超偏载监控装备、铁路货运安全综合监控系统、钢轨磨耗（廓形）测量仪、无缝线路稳定性综合监控系统
钢轨焊接加工及铁路养护装备	铁路建设、养护过程中，为提高效率、保障安全必须使用的专业化装备	钢轨焊缝全断面铣削加工中心和钢轨轨面数控精铣机床、钢轨焊后热处理成套装备、移动式换轨装置、电池驱动公铁两用牵引车、高铁声屏障自动跨界检测紧固装置
物流装备定位及信息管理系统	大型户外装备数控化、自动化的核心装置	港口集装箱装卸精确定位系统、大型物流装备装卸精确定位系统、船舶下水定位控制系统、轮胎吊自动纠偏控制系统、天车位置跟踪系统、堆取料机自动定位装卸系统、卸料小车自动布料系统、核电站物料自动定位抓取系统

来源：公司公告、国金证券研究所

华兴致远是以图像识别为核心的机器视觉综合检测技术为主业，专业提供机车车辆运行故障动态图像检测系统、高速铁路供电安全检测监测系统（6C）、站段车辆作业调度系统、工务运营维护系统以及机务、动车信息化数据系统。其中，动车组运行故障动态图像检测系统（TEDS）、动车组受电弓及接触网在线监测系统、机车车辆高速 3D 图像成像检测系统均为国内首创，广泛运用于动车、机车、客车、货车、供电、工务等安全监测领域。

图表 8：华兴致远主要产品

产品类型	主要产品	备注
在线监测与入库检测	动车组运行故障动态图像检测系统、火车车轮尺寸参数动态监测系统	在线监测各种车辆的车轮状态、车辆运行。

产品类型	主要产品	备注
供电安全检测	车载弓网运行状态监测系统(3C)、受电弓花瓣检测装置(5C)	对接触网悬挂区域进行监测,防止电网松动,预防渐变式故障。
信息管理系统	动车信息化数据系统	对动车的运行信息进行搜集

来源:公司公告、国金证券研究所

南京拓控致力于轨道交通轨边无损超声检测技术、激光测量技术的应用,具备完整的核心技术研发能力,专业提供动车组、机车、客车、货车、地铁车辆的通过式车轮深度探伤系统、轮对尺寸及擦伤检测系统、受电弓及车顶在线检测系统等,产品广泛应用于国内轨道交通运用、维修段(所)。其中,通过式车轮深度探伤系统为世界首创,具有国际领先水平。

株洲壹星致力于轨道交通机车车辆电子、电气检测与控制技术及试验技术的研发与应用,专业提供动车组、机车、地铁车辆的检测、控制和试验系列化的核心装备,产品广泛应用于机车车辆厂、动车及大功率机车检修基地、地铁检修基地。

沃尔新致力于轨道交通动车组、地铁车辆的外皮自动化清洗、水处理、车辆自动牵引技术的研发及应用,是国内领先的轨道交通车辆自动化清洗装备研发生产企业,产品广泛应用于我国铁路交通中的 15 个车辆段、7 个机车段、15 个运用所,以及城市轨道交通中的 24 个地铁车辆段,市场占有率位居国内前列。

图表 9: 其他子公司主要产品

公司	主要技术	主要产品
南京拓控	轨道交通轨边无损超声检测技术、激光测量技术的应用	通过式车轮深度探伤系统 轮对尺寸及擦伤检测系统 受电弓及车顶在线检测系统
株洲壹星	轨道交通机车车辆电子、电气检测与控制技术	动车组、机车、地铁车辆的检测、控制和试验系列化的核心装备
沃尔新	轨道交通动车组、地铁车辆的外皮自动化清洗、水处理、车辆自动牵引技术	轨道交通车辆自动化清洗装备

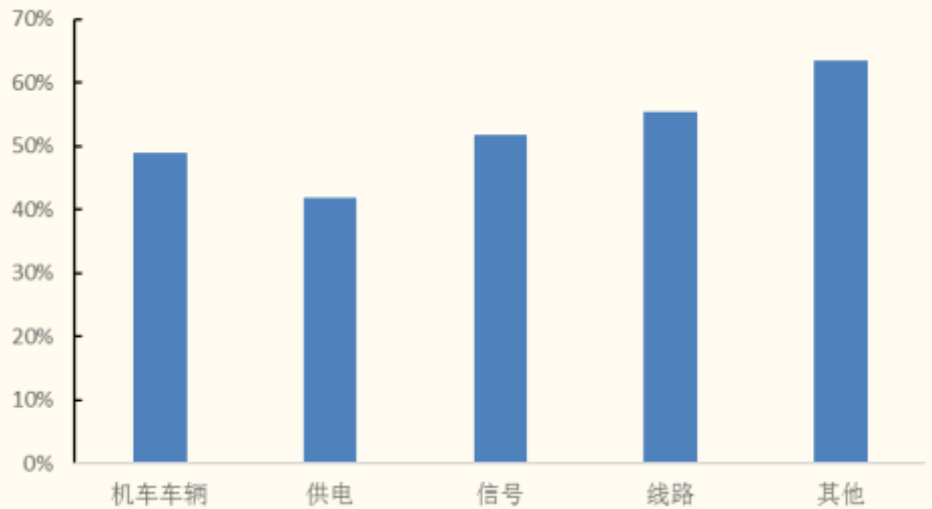
来源:公司公告、国金证券研究所

新路通是新联铁的装备制造基地,为轨道交通运营安全、维护产品提供包括设备制造、安装、调试、系统集成及售后保障等服务。

1.2 公司业绩近两年增速较快

公司综合毛利率较高。公司各项业务毛利率均高 40%。其中对已售出产品的后期的维修维护业务毛利率最高,达到了 64% (统计放入“其他”科目)。毛利率最低的是供电领域的业务,为 41.9%。

图表 10：公司各项业务毛利率水平

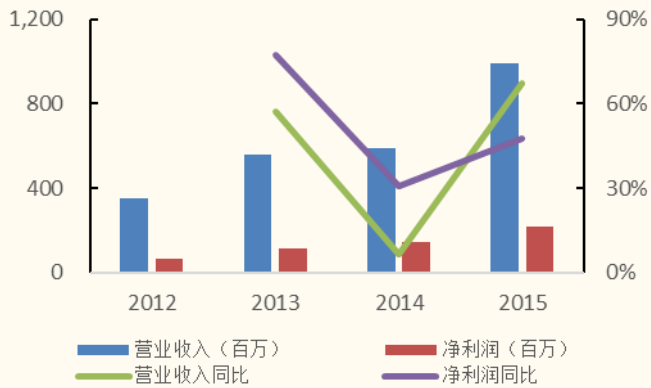


来源：国金证券研究所

2015 年公司业绩实现较大增长，新联铁超额完成业绩承诺。我国铁路车辆保有量大，动车组保有量大幅提升，近年开始进入动车组的高级修周期，带动公司的业绩在 2015 出现了较大幅度的增长。2015 年新联铁、武汉利德和交大微联都实现了并购时的业绩承诺，三家公司合计实现营业收入 16.06 亿，净利润合计 4.32 亿。三家公司净利润分别为 2.15 亿、0.83 亿和 1.34 亿，利润实现同比增长分别为 48%、91%和 123%。其中新联铁 2015 年净利润超出业绩承诺的 30%。

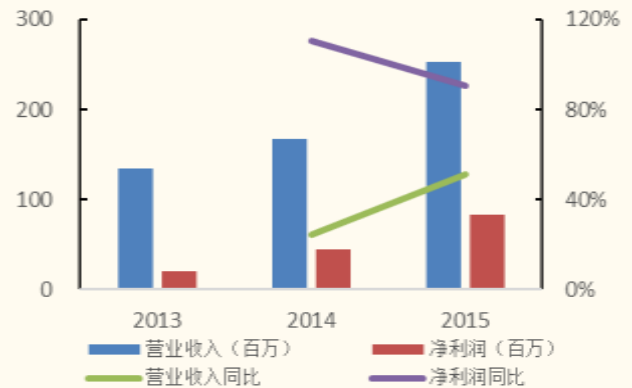
机车车辆业务占比最高，收入结构基本保持稳定。在公司的五类业务中，机车车辆领域收入占比最高，达到了 48%，其后依次是信号领域、线路领域、供电领域等。预计公司未来业务结构基本稳定。

图表 11：新联铁收入利润情况



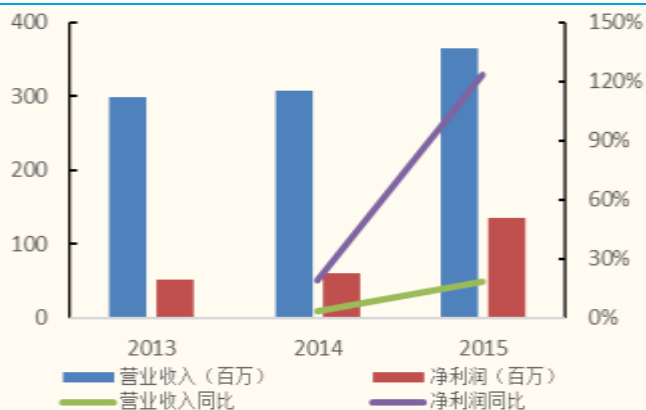
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 12：武汉利德收入利润情况



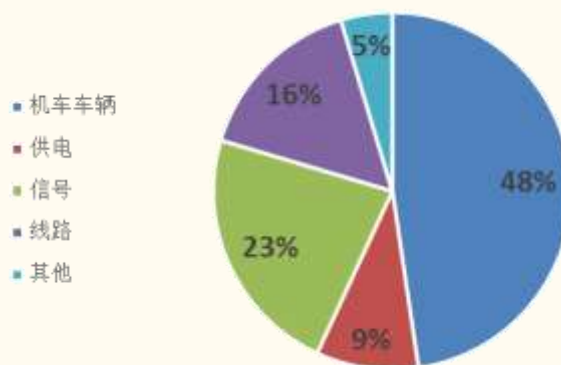
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 13: 交大微联收入利润情况



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 14: 各项业务收入占比



来源: 公司公告、国金证券研究所

2、轨交后市场拉开大幕，沐浴后市场春风

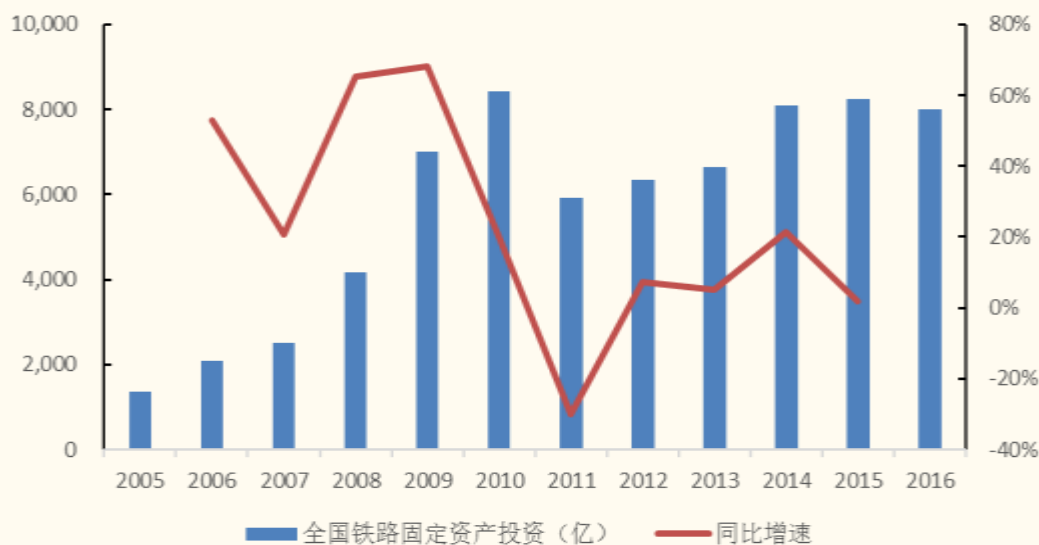
公司覆盖运营维护五大领域，即机车、车辆、信号、线路、供电，其中机车车辆、线路和供电主要靠存量驱动业绩。主要受益于中国高铁、铁路的存量总资产规模不断扩大。

信号则主要靠增量+存量驱动。增量市场主要依赖每年的新增铁路投资。我们把主要靠存量驱动的业务划归为后市场业务，而信号系统单独分析。

2.1 轨道交通建设投资力度大，轨道交通行业景气度高

铁路投资已处高位，未来维持稳定。2015 年中国铁路固定资产投资总额达到 8230 亿元，投产新线 9531 公里，其中高铁 3306 公里，高铁运营里程达 1.9 万公里。今年 1 月在中国铁路总公司工作会议上宣布 2016 年铁路固定资产投资额 8000 亿元。现阶段我国经济增速下滑，铁路投资是稳定经济发展的重要手段，根据“十三五”规划及相关信息，我们判断“十三五”期间我国铁路实际投资额有望保持在 8000 亿元左右/年的高位。

图表 15: 中国铁路固定资产投资



来源: 中国铁路总公司、国金证券研究所

城市轨道交通建设投资规模远超“十二五”。近几年，我国开始加大城市轨道交通方面的投资建设，“十二五”期间我国城市轨道交通投资额达到 1.16 万亿

元，较“十一五”期间有较大增长。今年5月，国家发展改革委、交通运输部联合印发《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，大力推广城市轨道交通建设。

根据计划，2016-2018年将重点推进103个项目，新建城市轨道交通2385公里，投资金额1.65万亿，分年推进新建路线分别为55、33、19条，新建里程目标1274、695、416公里，投资金额9198、4805和2576亿元。“十二五”期间，我国城市轨道交通投资额达到1.16万亿元，年均投资额2300亿元，2016-2018投资金额1.65万亿，年均投资额达5500亿，远超“十二五”期间投资规模。

门槛下调将刺激更多城轨建设需求，城轨建设将迎来高速增长。《经济参考报》记者从权威人士处获悉，可建设城市轨道交通的城市范围或将扩大。其中，对申报发展城市轨道交通的城市人口要求，将从城区人口达300万人以上，下调至城区人口达150万人以上，人口门槛下调后，更多地级市可以纳入建设体系。

图表 16：城市轨道交通固定资产投资预测



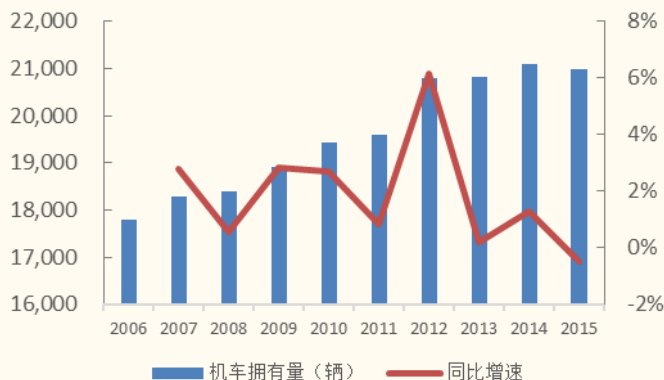
来源：国金证券研究所

2.2 巨大存量催生潜在运维市场，仍有较大的提升空间

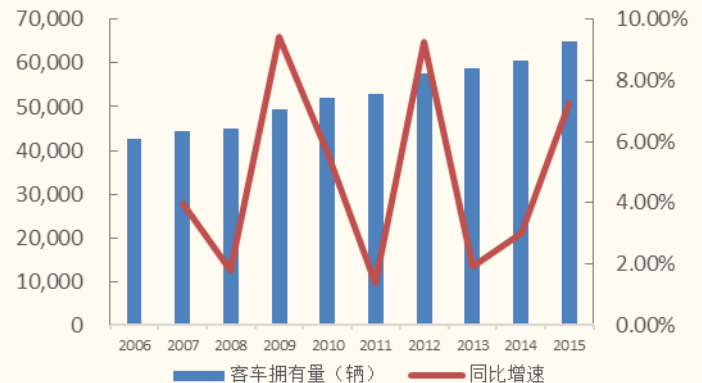
目前我国铁路各类车辆存量巨大。截至2015年底，我国铁路各类车辆保有量已达82.66万辆，其中机车2.1万辆、客车6.5万辆、货车72.3万辆、动车组1.76万辆。预计未来几年还将保持高速增长。

同时，大功率机车也呈快速增长势头，2014年底保有量达到8423辆，大功率机车占国内机车比例达40%。

图表 17：国内机车保有量

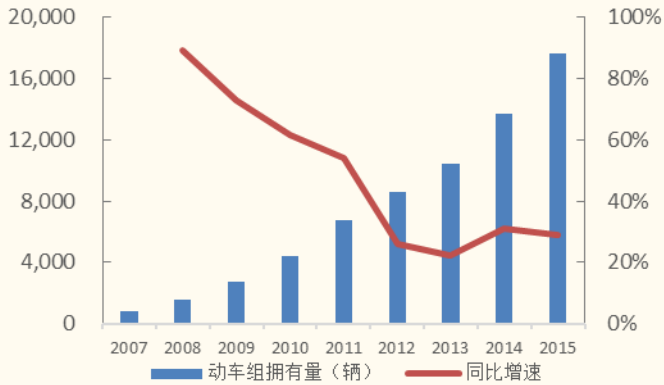


图表 18：国内客车保有量



来源：铁路总公司、国金证券研究所

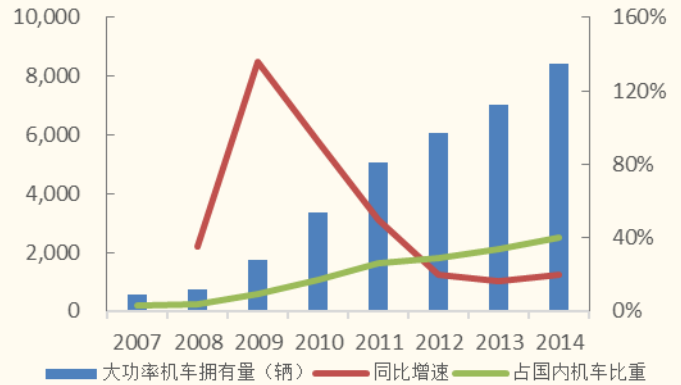
图表 19：国内动车组保有量



来源：铁路总公司、国金证券研究所

来源：铁路总公司、国金证券研究所

图表 20：国内大功率机车保有量

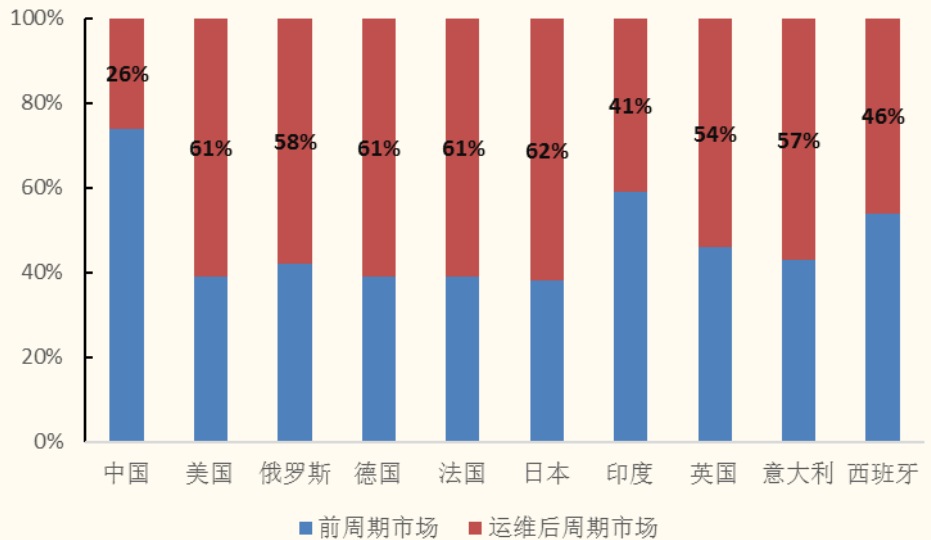


来源：铁路总公司、国金证券研究所

我国运营维护后市场占比远低于其他国家，运维市场具有较大的提升空间。在全球的主要铁路市场中，我国铁路市场运维投资占比是最低的，仅为 26%。美国、德国和俄罗斯等发达国家的后市场投资占比均高达 60%左右，而最低的印度也有 41%。

运维方面的投资占比较低的主要原因是我们增量投资仍在规模较大，而且相对整个国家来说，存量资产仍显不足。随着存量资产积累的逐渐提高，中国运维后市场占比还会继续提升。

图表 21：各国轨道交通运营维护后市场占比



来源：SCI Verkehr、国金证券研究所

2.3 车辆进入高级修周期，推动后市场需求崛起

动车检修标准圈定维保周期时间。铁路总公司制定了动车组的检修标准，共分为五级，不同车型不同级别的车型检修的周期已被确定，但检修费用标准略有不同，级别越高维修的费用越高。根据铁总和南北车相关合同，三、四、五级修费用分别为动车组新购成本的 5%、10%和 20%。

图表 22：动车组运用维修规程

检修级别	检修类型	检修内容	检查周期						
			CRH1 型	CRH2 型	CRH3 型	CRH5A 型	CRH380A 型	CRH380B 型	

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、油压减震器、受电弓不解体检修	15天	30000km/30天	20000km	60000km	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km	45万km	120万km	120万km	60万km	120万km
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、油压减震器、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km	90万km	240万km	240万km	120万km	240万km
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km	180万km	480万km	480万km	240万km	480万km

来源：《铁路动车组运用维修规程》、国金证券研究所

随着高铁陆续进入大修周期，各种维修机构的需求加大。目前我国各类维修机构完成了初步布局，尚能够满足现有设备的检测维护需求。我国现有机车检修基地 7 个、客运专线调度所 6 个、动车维修基地 7 个；70 个车辆段、46 个动车运用所和 69 个机务段、56 个电务段以及 133 个工务段。

维修基地数量、业务承载力的增加和检测项目的增加是行业的主要驱动力。十三五期间我国将继续维持对于铁路方面的高投资，高铁车辆和大功率机车数量仍会保持高速增长，运维检测和维修的需求增加。为应对多种类的维修需求，一方面是增加维修机构自身业务承载力，另一方面是增加维修基地的数量。同时，随着现有的大量车辆进入了三级修以上阶段，维修检测的项目的增加也将带来新增的设备采购需求。

图表 23：我国车辆维修检测基地

种类	个数	地址
大功率机车检修基地	7	天津、上海、武汉、成都、西安、哈尔滨、广州
动车组维修基地	7	北京、上海、武汉、广州、成都、西安、沈阳
客运专线调度所	6	北京、上海、武汉、广州、成都、西安

来源：铁路总公司、国金证券研究所

2016-2018 年动车将进入三级以上维保集中期，推动后市场需求崛起。2010-2013 年是我国动车组采购量高达 7736 辆，根据我们的测算，大部分动车组会在投运的 2-3 年后进入三级修，3-5 年后进入四级修，6-10 年进入五级修。预计 2016-2018 年动车将进入三级以上维保集中期，且维保需求随着保有量的提升呈不断上升趋势，推动后市场的需求崛起。

2.3 运维检测市场自动化率将逐步提高

各领域自动化率有待提高。我国高铁发展将近有 10 年的历史，很多设备仍处于开发和探索的阶段，尤其是运维检测方面，不少检测环节仍是以人工为主，自动化率有较大的提高空间。

多数车辆运营维护系统渗透率较低。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。目前除了机车车辆在安全监测系统外均已投入实际运营，现有已知产品中绝大部分产品的渗透率低于 35%，2015 年开始动车组高级修需求增长较快，未来产品渗透率有望继续提升。

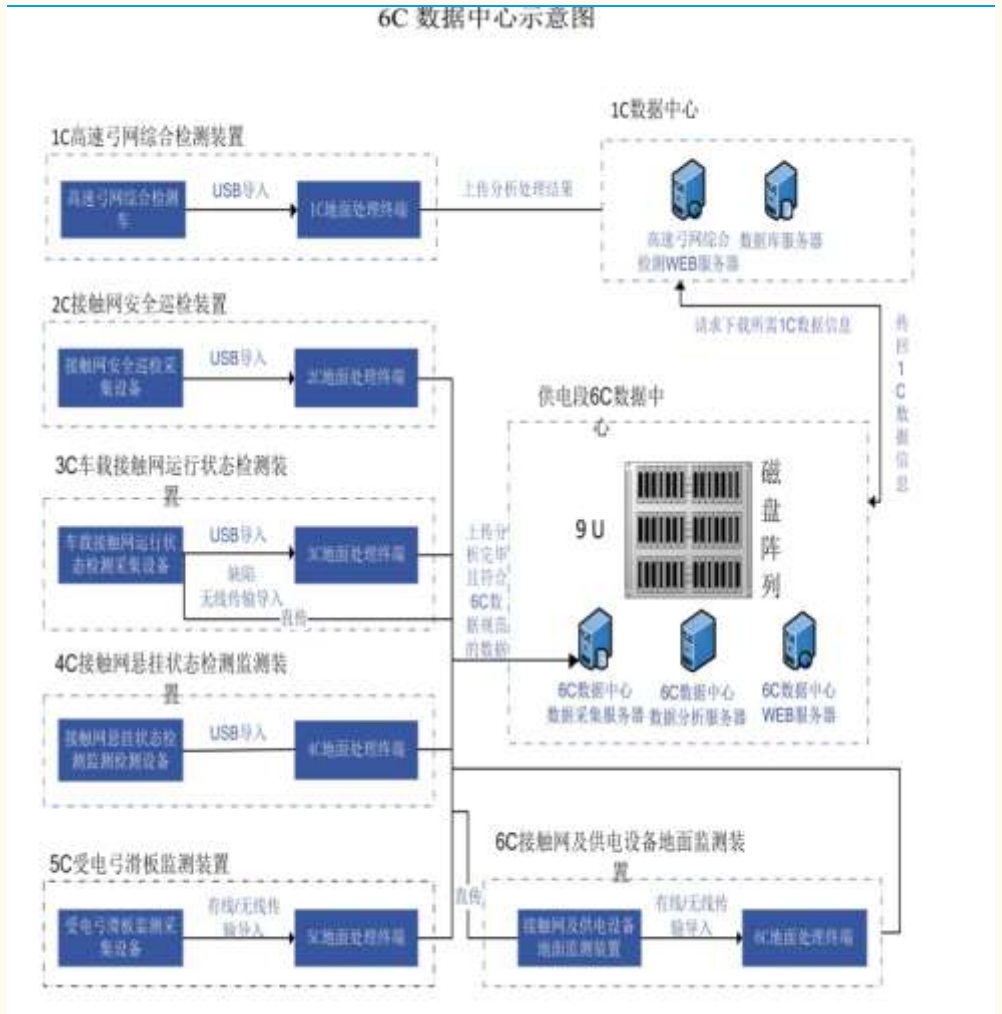
图表 24：车辆运营维护系统产品

系统名称	产品名称	渗透率
机车车辆运行故障动态图像检测	机车车辆运行故障动态图像检测	27.78%
	通过式轮对尺寸及擦伤测量系统	22.22%
机车车辆入库轨边综合检测	通过式车轮深度探伤系统	31.82%
	受电弓及车顶设备外观状态在线检测系统	11.11%
	在线移动式轮辋轮辐探伤设备	91.67%
机车车辆日常运用维护系统	动车组空心车轴超声波探伤机	0.00%
	润滑状态监测及诊断产品	32.86%
	自动外皮清洗产品	5.56%
	标准化装备及作业数据管理系统	0.00%
机车车辆高级修检修系统	车轮内孔测量产品	71.42%
	轮对测量产品	87.14%
	车轴尺寸测量产品	22.85%
	轴颈尺寸测量产品	18.57%
	轴承内控测量产品	10.00%
	转向架静载试验台	18.50%
	转向架动载试验台	5.71%
机车车辆车载安全监测系列	轮对跑合试验台	0.00%
	机车行车状态及视频监控系统	0.00%
	驱动系统状态电磁智能诊断系统	0.00%

来源：公司公告、国金证券研究所

供电运营维护系统覆盖率不高。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），主要为我国铁路交通的供电系统进行安全监测，确保铁路供电的安全。原铁道部 2012 年开始推动全面建立供电安全检测 6C 平台系统，目前仅 2C 和 3C 系统覆盖率超过了 40%，其他产品供电维护产品只在个的铁路局得到应用。

图表 25：6C 系统示意图



来源：公司公告、国金证券研究所

线路维护系统自动化率提升空间大。线路维护系统主要包括铁路线路安全监测监控、钢轨加工以及铁路线路的养护等方面的产品。目前，我国 18 个铁路局下属共 133 个工务段，仍主要以人工化线路运营维护为主，线路运营自动化程度很低。轨道交通线路装备及维护系统解决方案业务尚处于初创发展阶段。

运维检测市场自动化率将逐步提高。动车组和大功率机车保有量的不断提升，带动运维检测的需求量的大幅增长。原有的人工检测运营状况、入库情况的方式效率很低，已经不符合目前的需求，自动化、智能化的铁路运营维护的市场需求逐步提高。目前，各大企业都已投入较大的研发力度，研制新产品，预计运维检测市场自动化率将逐步提高。

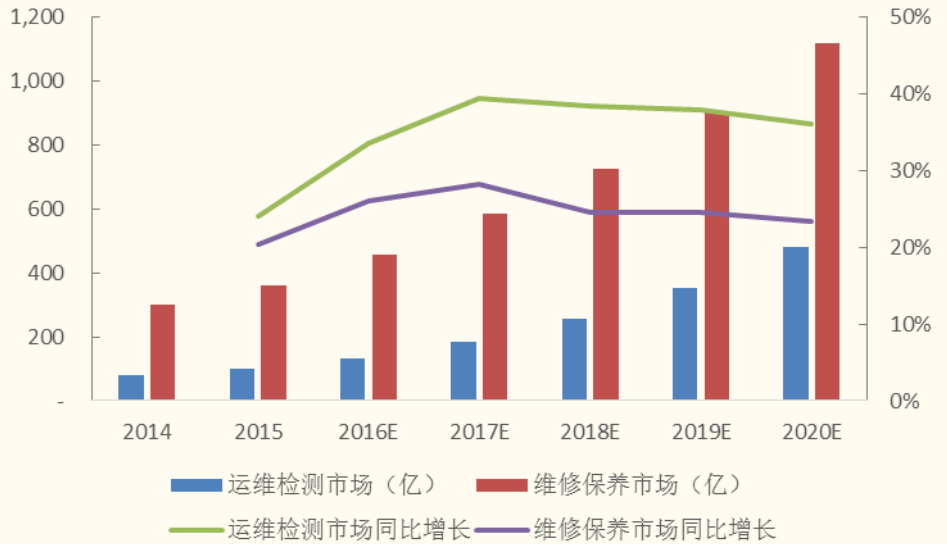
2.5 轨交运维行业进入高速发展期，市场规模将达千亿级别

目前我国铁路后市场空间约为 300 亿元。我国 2014 年铁路车辆购置固定资产投资为 1465 亿元，我们按照 26% 的后市场的占比计算，估算出 2014 年铁路后市场空间约为 380 亿元。铁路后市场可分为运维检测市场和维修保养市场两部分，维修保养部分主要是设备的维修、原有线路的改造以及零部件的维修更换，这部分市场比较稳定，主要是中国中车和各类设备公司提供服务，根据测算此部分市场空间为 300 亿元左右；运维检测部分是确保铁路运营安全和周边设施的检测维护的设备销售相关服务，这部分细分行业较多，每个子行业市场空间不大且有市场竞争相对稳定，这部分市场空间约为 80 亿元。

到 2020 年铁路后市场空间达到 1600 亿。我们判断“十三五”期间我国铁路固定资产投资规模将在 3.8-4 万亿左右，平均每年约为 8000 亿。2014 年铁路车辆固定资产投资占比达 18%，随着高铁路网建设的完成，我们预测到

2020 年车辆固定资产投资的比例将逐步上升至 40%。世界上发达国家的后市场投资占比水平在 60%左右，我们预测到 2020 年我国铁路后市场占比可提升至 50%左右。由此，我们可预测出到 2020 年我国铁路后市场市场空间将达到 1600 亿元，复合增速达 30%，其中运维检测市场空间 400 亿元，维修保养市场空间 1200 亿元。

图表 26：铁路后市场市场空间预测



来源：国金证券研究所

城市轨道交通后市场年均市场空间达 230 亿。目前城市轨道交通的运营维修主要是由各运营商负责，城市轨道交通维保方面没有全国统一的标准，因此我们只对其后市场做出粗略的估算。“十三五”期间城市轨道交通投资约为 1.8 万亿元，机车设备投资占比约为 20%，预计五年城市轨道交通后市场占机车设备投资的比例在 32%，“十三五”期间城市轨道交通后市场的市场空间大约在 1080 亿元，平均每年 230 亿。其中运维检测市场占比在 20%，平均每年市场空间 46 亿元。

综上所述，到 2020 年轨道交通后市场规模合计将达到 1830 亿元，其中运维检测市场空间约 446 亿元，维修保养市场空间约 1384 亿元。

3、信号系统：增量与存量市场齐头并进

公司的信号系统产品主要由交大微联提供，主要用于新建铁路线上。另外，存量的信号系统也需要定期维护更新。因此，公司成长性不仅受益于新增国家铁路投资和城市轨道交通投资，还受益于老旧信号系统的改造。

3.1 交大微联是计算机联锁领域领军企业

交大微联是目前我国轨道交通信号系统重要供应商，主要产品包括计算机联锁系统、列控中心系统、分散自律调度集中系统、信号集中监测系统，主要用于控制动力式道岔及色灯信号机等信号设备等。主要应用在铁路和地铁线路、铁路车站和地铁车辆段。

图表 27：公司信号运维系统主要产品

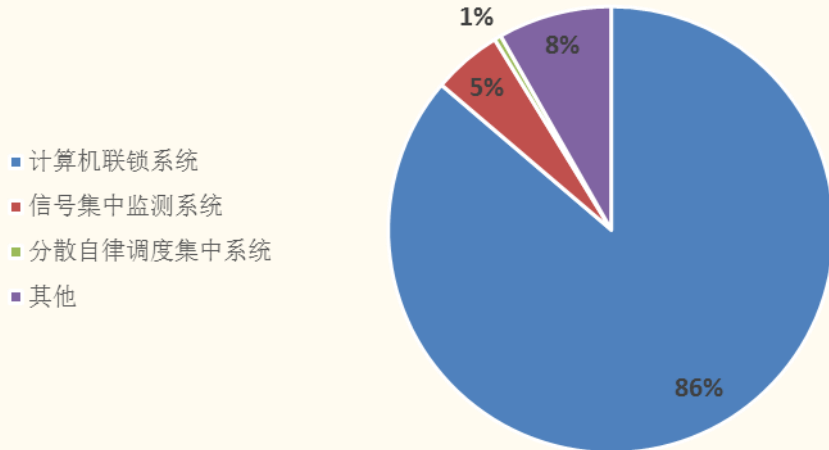
业务种类	简介	主要应用情况
计算机联锁系统	综合运用计算机技术、网络通信技术和现代控制技术、以电子信息传输方式集中控制动力式道岔及色灯信号机等信号设备。	主要应用在郑西客专、京石武客专、温福客专、大秦线等十余条线路。
列控中心系统	根据管辖范围内各列车位置、联锁进路以及线路临时限速状态等信息，控制轨道电路编码和有源应答器信息。	应用于宁启线。
分散自律调度集中系统	采用智能化分散自律的设计原则，以列车运行调整计划控制为中心，兼顾列车与调车作业的高度自动化的调度指挥系统。	应用于大秦线和迁曹线。

业务种类	简介	主要应用情况
信号集中监测系统	通过监测并记录信号设备的主要运行状态，为电务部门掌握设备的当前状态和进行事故分析提供科学依据。	覆盖太原、北京、哈尔滨等铁路局，同时应用在北京7号线、重庆三号线和北京十五号线地铁。

来源：公司公告、国金证券研究所

计算机联锁是交大微联的主力产品。计算机联锁每年收入占交大微联总收入的85%，其他产品的收入占比很低。计算机联锁是通过电子信息传输方式控制动力式道岔及色灯信号机等信号设备，主要应用在铁路列车车站和地铁车辆段，是铁路系统不可缺少的部件。

图表 28：交大微联收入结构



来源：公司公告，国金证券研究所整理

3.2 增量+存量提供市场空间，联锁业务稳定增长

因此，连锁系统的需求受益于新建线路上，包括国家铁路和城市地铁领域。2016年6月29日李克强总理主持召开国务院常务会议，原则通过《中长期铁路网规划》，要求扩大铁路基础设施网络建设。

在经济下行的背景下，铁路投资既可以带动经济发展，也可促进区域产业优化调整和经济转型升级，是重要的投资方向，《中长期铁路规划》的通过将推动新建铁路项目的投资。

图表 29：国务院提出五大举措促进铁路交通建设

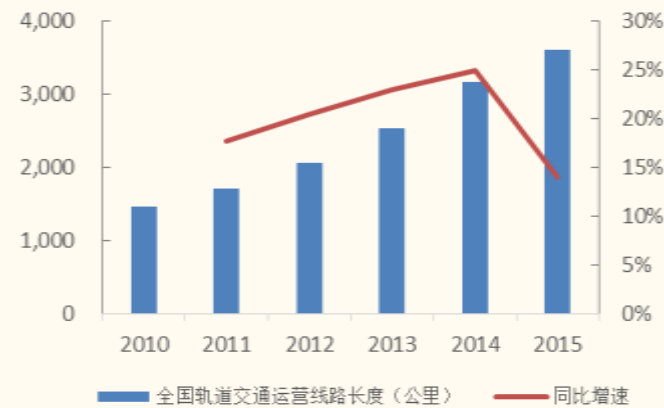
序号	主要内容
1	打造以沿海、京沪等“八纵”通道和陆桥、沿江等“八横”通道为主干，城际铁路为补充的高速铁路网，实现相邻大中城市间1至4小时交通圈、城市群内0.5至2小时交通圈。
2	完善普速铁路网，扩大中西部路网覆盖，优化东部网络布局，形成区际快捷大能力通道，加快建设脱贫攻坚和国土开发铁路。打通普速干线通道瓶颈、卡脖子路段，实现铁路交通基本覆盖县级以上行政区。推进与周边互联互通。
3	按照“零距离”换乘要求，同站规划建设以铁路客站为中心、衔接其他交通方式的综合交通体，扩大集装箱中心站、末端配送等货物集散服务网络，形成配套便捷、站城融合的现代化交通枢纽。
4	培育壮大高铁经济新业态，促进沿线区域交流合作和资源优化配置，加速产业梯度转移，带动制造业和整个经济转型升级。
5	深化投融资、价格等改革，提高中央资金对中西部铁路建设投入比重，培育多元投资主体，放宽市场准入，鼓励支持地方政府和广泛吸引包括民间投资、外资等在内的社会资本参与铁路投资建设。铁路总公司要推进自身改革，加快建立现代企业制度，盘活现有资产，用市场化方式多渠道融资，在铁路建设发展中发挥关键作用。

来源：公开资料、国金证券研究所整理

铁路投资继续维持高位，为公司提供稳定收入来源。今年1月在中国铁路总公司工作会议上宣布2016年铁路固定资产投资额8000亿元。现阶段我国经济增长速度下滑，铁路投资是稳定经济发展的重要手段，根据“十三五”规划及相关信息，“十三五”期间，铁路固定资产投资规模将达3.5万亿至3.8万亿元。我们判断我国铁路实际投资额有望保持在8000亿/年的高位，总量超过4万亿。新建项目将继续维持在较高规模，为交大微联提供稳定的收入来源。

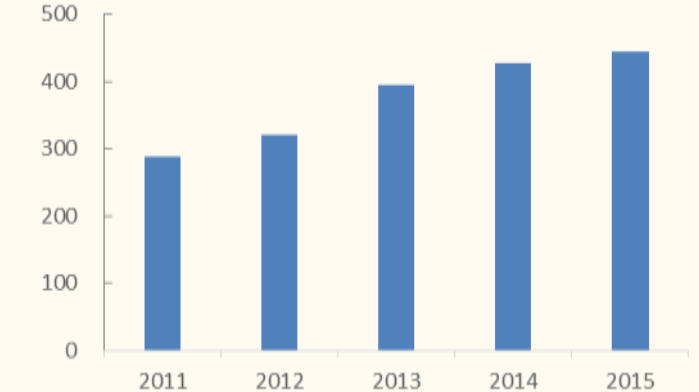
城市轨道交通继续快速增长。2015年底运城轨营里程已达3618公里。截至2015年末，中国共有25座城市开通运营轨道交通线路，运营里程达3618公里，车站2257座，其中地铁运营里程达到2658公里。2015年中国城市轨道交通新增运营445公里，其中青岛、南昌、淮安为首条线路开通运营。

图表 30：全国城轨运营里程



来源：城市轨道交通协会、国金证券研究所

图表 31：全国城轨新增运营里程(公里)



来源：城市轨道交通协会、国金证券研究所

城轨投资规模远超“十二五”，带动公司业务快速增长。5月发布了《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，2016-2018年拟重点推进铁路、公路、水路、机场、城市轨交等交通基建领域共303个项目，涉及项目总投资约4.7万亿元，三年分别为2.1万亿、1.3万亿、1.3万亿。

根据计划，2016-2018年将重点推进103个项目，新建城市轨道交通2385公里，投资金额1.65万亿，分年推进新建路线分别为55、33、19条，新建里程目标1274、695、416公里，投资金额9198、4805和2576亿元。“十二五”期间，我国城市轨道交通投资额达到1.16万亿元，年均投资额2300亿元，2016-2018投资金额1.65万亿，年均投资额达5500亿，远超“十二五”期间投资规模。

铁路领域带来稳定收入，城轨领域带动业务成长。综上，铁路建设每年投资稳定，可达8000亿，城市轨道交通建设将进入高速发展期，预计年均投资额5500亿。根据过去的经验，铁路联锁系统投资大约占总投资的0.2%，城市轨道交通联锁系统投资大约占总投资的0.4%，我们判断计算机联锁系统未来五年的年均市场空间为38亿元，同“十二五”期间相比年均市场空间增长40%。

存量改造市场不可忽视，市场空间达到44亿元。目前，我国7000多个铁路站点，大约有42%的铁路站点依然在使用老型铁路信号设备，全国各地根据投资计划将逐步更替老旧设备，完成设备的升级改造，带来存量市场的改造需求，预计市场空间达到44亿元。

联锁行业竞争格局稳定，公司业务平稳发展。计算机联锁不是一个新行业，目前行业内主要竞争对手有卡斯柯、中国通号和铁科院，大幅拓展市场占有率的可能性较小，行业格局基本稳定，公司目前市场占有率达到30%，预计公司业务发展能够获得行业的平均增速。

4、行业地位稳固，内生+外延是公司未来主旋律

4.1 运维市场细分行业众多，公司在细分市场地位稳固

运维行业细分领域众多，行业格局相对稳定。轨道交通运营维护包括机车、车辆、供电、信号、线路、站场等六大系统，每个系统下面有多个子行业，细分行业众多，每个细分行业内的公司仅能拥有一到两项核心产品，由于每项产品对技术要求均不一致，产品横向拓展的可能性较小，行业内的竞争格局相对稳定。但是各公司的产品的覆盖面很窄，公司成长能力有限，很难做大规模。

公司业务覆盖五大系统，竞争对手众多。公司业务覆盖轨道交通运营维护领域五大系统，共有产品 300 多种，轨道交通行业壁垒较高，每种产品的细分领域均存在少数竞争对手，如康拓红外的故障动态图像检测系统（只针对货车）、运达科技的机车车辆车载监测与控制设备以及唐山百川的各种车轮、转向架检测系统等。

图表 32：公司主要竞争对手

领域	竞争对手
机车车辆运维设备（新联铁）	唐山百川、康拓红外、运达科技、哈尔滨威克
供电系统运维设备（新联铁）	铁科院
线路运维设备（武汉利德）	昆明重型机械、金鹰重工
信号系统（交大微联）	中国通号、卡斯柯、铁科院

来源：国金证券研究所

细分市场行业地位稳固。公司不仅产品覆盖面广，且每个领域均有极具竞争力的核心产品，能够在每个领域的细分市场上保持较高的市场占有率，具体如下。

机车车辆系统运维设备：核心产品市占率高。产品已进入我国全部 7 个动车检修基地和 7 个大功率机车检修基。动车组空心轴超声波探伤机、转向架动载试验台、转向架静载试验台、机车车辆入库轨边综合检测设备、正线运营图像检测产品等核心设备在细分市场中占有较高的市场份额。

供电系统运维设备：3C 产品市场占有率第一。目前 1C 产品被铁科院垄断，5C 基本尚未应用，6C 产品还尚未开放，未来的几年 3C 和 4C 将是市场销售的主力产品，目前 3C 覆盖率达到 40%，4C 产品仅有上海铁路局拥有 2 套，其他 17 个铁路局暂时均未安装，尚有市场推广的空间。

公司产品已有 6C 系统中的 2C、3C、4C 及 5C 供电运营维护系统，已运用在 13 个铁路局中，其中 3C 产品市场占有率第一，其他产品正在逐步扩大市场份额。

图表 33：供电板块产品类别

6C 系统	平台	巡检周期	速度等级
C1 高速弓网综合检测装置	车载（铁道部高速综合检查车）	10 天一个周期	200~350km/h
C2 接触网安全巡检装置	车载（运营动车组司机台）	定期	200~351km/h
C3 车载接触网运行状态检测装置	车载（运营动车组）	在线	200~352km/h
C4 接触网悬挂状态检测监测装置	车载（接触网作业车或专用车辆）	定期	100km/h
C5 受电弓滑板监测装置	地面（车站和动车库出入线）	实时	
C6 接触网及供电设备地面检测装置	地面（接触网特殊断面、供电设备处）	实时	

来源：公司公告、国金证券研究所

信号系统：联锁系统市占率达 30%。计算机联锁不是一个新行业，目前行业内竞争格局稳定，公司产品的市占率达到 30%，目前的主要竞争对手有卡斯柯、中国通号和铁科院。

线路系统：钢轨焊接和养路设备市场份额达 30%以上。公司生产的百米钢轨自动上轨系统、钢轨焊前检测系统、钢轨焊前除锈机等产品均能够满足世界上最高的高铁钢轨焊接新标准 TB/T 1632-2015 的要求，产品技术国际领先。钢轨

焊接和养路设备主要供应商之一，市场份额达 30%以上，铁路安全检测监控设备市场方面占主导地位，市占率能够达到 40%。

4.2 顶尖技术水平和产品综合能力是公司内生发展核心优势

领域覆盖广能够提升公司行业竞争力。公司的安全检测运营维护系统已应用在机车、车辆、供电、信号和线路五大领域，涉及轨道交通机车车辆新造、正线、段口、段内检测监测的全周期，行业深度和广度渗透率国内领先；运维系统是一个复杂的系统，公司是市场上仅有的能够提供综合性解决方案的几家供应商，如动车组车辆检修整体解决方案、长钢轨焊轨基地成套技术与装备解决方案等综合性解决方案在竞争中极具优势。

核心产品技术国际领先。动车组空心轴超声波探伤机、转向架动载试验台、转向架静载试验台、机车车辆入库轨边综合检测设备、正线运营图像检测产品等核心设备技术达到世界领先水平。如动车组空心轴超声波探伤机，公司是市场标准制定者和技术水平最高的公司，行业内只有几家国外厂商通过代理商与公司竞争。依托服务平台及核心产品，公司能够持续拓宽市场，提高行业竞争力。

发挥协同效应，复合型数据化平台打造大数据新业务。公司凭借着在机车、车辆、供电、线路、信号五大系统的核心产品的数据采集能力，通过对现有数据的挖掘和分析，有能力为客户提供实时预警、自动诊断和专家在线等服务，有望成为公司未来新的业务增长点。

强大技术研发和产品综合能力助公司从上到下持续拓展市场份额。公司产品覆盖五大系统，每个系统中公司均能掌握核心技术，且某些产品技术可以达到世界领先水平。相对于进口设备，公司具有极高性价比，公司可通过高端的核心产品实现进口产品的替代。同时公司可利用设计开发能力、产品整合能力、系统综合能力等强项抢夺国内企业市场份额。

4.3 内生发展+外延并购是公司发展未来主旋律

极强的产业整合能力提供公司不断外延预期。公司近几年先后并购了拓控信息、壹星科技、华兴致远、武汉利德和交大微联等几家公司，通过对各公司的产品、技术、人员、客户资源的整合，打造了覆盖机车、车辆、供电、线路、信号五大领域的运营维护系统平台。未来，公司将很可能继续借助资本市场的平台，持续的进行外延式的并购，发挥现有系统化平台强大的产品导入能力，增强公司的行业竞争优势。

内生发展+外延并购是公司发展未来主旋律。公司通过并购几家公司后企业规模迅速扩大，公司可利用目前的产品技术优势不断的拓展市场，同时又利用公司平台型企业的优势去持续完善公司在产业链的布局，内生+外延将是公司未来发展的主旋律。

5、盈利预测与投资建议

铁路后市场在近年开始崛起，行业进入高速增长期，2015 年公司子公司新联铁实现净利润 2.14 亿，超过业绩承诺的 1.64 亿 30%。2016 年是新联铁业绩承诺的最后一年，为 2.20 亿元，预计有可能继续超额完成业绩承诺。新联铁的主要业务是机车车辆系统和供电系统。

2015 年并购武汉利德和交大微联，并分别于 2016 年 2 月、3 月完成资产交割，其中武汉利德的主要业务是线路系统，2016-2017 年业绩承诺为 0.85 亿和 1.1 亿，交大微联的主要业务是信号系统，2016-2017 年业绩承诺为 1.5 亿和 1.8 亿。

总结来看，神州高铁旗下三家主要子公司 2016 年合计业绩承诺为 4.55 亿元，由于行业需求确定性强，综合判断收购公司实现业绩承诺概率较大，还有可能略超过业绩承诺。

武汉利德和交大微联分别于 2016 年 2 月和 3 月实现并表，我们以两家公司在全年并表的基础上进行预测。

三家公司对各自产品的售后服务、维修的业务，统一放在“其他”科目中。

宝利来业务停滞致 2016 年一季度收入下滑，整体业务依然向好。2016 年一季度报显示公司一季度收入出现 7.86% 的下滑，系因系上年同期宝利来将投资性房地产作为对价投资给宝利豪和宝利鼎所致，本年一季度宝利来收入 0.54 万元，去年同期收入达 5258 万元。宝利来已于今年 8 月实现资产剥离，如不考虑宝利来收入变化的影响，公司一季度收入增速为 20%。

2015 年公司将原有的酒店资产出售给大股东（宝利来实业），交易对价 6.6 亿，预计将产生营业外收入 1.2 亿元，对公司净利润具有一定影响。

公司各项业务都集中在铁路装备行业。国家铁路设备的主要客户是铁路总公司，城市轨道交通的主要客户是地方政府。由于主要客户都具有政府投资的性质，其付款进度和条件较市场化企业更为苛刻，但从不会出现坏账。这也是铁路设备行业的特点之一。另外，2015 年公司公告将原有的酒店资产出售给大股东（宝利来实业），交易对价 6.6 亿，预计将产生营业外收入 1.2 亿元，并获得大量现金，对公司净利润具有一定正面影响。也使得公司有能力抵御应收账款增加的风险。

预计 2016-2018 年整个公司实现收入 21.41 亿、28.76 亿和 38.01 亿，实现净利润 6.07 亿、6.58 亿和 8.79 亿，对应 EPS 为 0.22、0.24 和 0.32。

如不考虑资产剥离的影响，公司可实现净利润 5.05 亿、6.30 亿和 8.27 亿，对应 EPS 为 0.18、0.24 和 0.32。

图表 34：公司盈利预测

项目	2015	2016E	2017E	2018E
机车车辆系统（新联铁）				
销售收入（百万元）	765.60	1,033.56	1,415.98	1,939.89
增长率（YOY）		35.00%	37.00%	37.00%
毛利率	48.97%	48.97%	48.97%	48.97%
销售成本（百万元）	390.72	527.47	722.64	990.01
增长率（YOY）		35.00%	37.00%	37.00%
毛利（百万元）	374.88	506.09	693.34	949.88
增长率（YOY）		35.00%	37.00%	37.00%
供电系统（新联铁）				
销售收入（百万元）	148.66	200.69	270.93	352.21
增长率（YOY）		35.00%	35.00%	30.00%
毛利率	41.90%	41.90%	41.90%	41.90%
销售成本（百万元）	86.37	116.60	157.41	204.63
增长率（YOY）		35.00%	35.00%	30.00%
毛利（百万元）	62.29	84.09	113.52	147.58
增长率（YOY）		35.00%	35.00%	30.00%
信号系统（交大微联）				
销售收入（百万元）	364.06	473.28	615.26	769.08
增长率（YOY）		30.00%	30.00%	25.00%
毛利率	51.85%	51.85%	51.85%	51.85%
销售成本（百万元）	175.31	227.90	296.27	370.34
增长率（YOY）		30.00%	30.00%	25.00%
毛利（百万元）	188.75	245.38	318.99	398.73
增长率（YOY）		30.00%	30.00%	25.00%
线路系统（武汉利德）				
销售收入（百万元）	253.10	329.03	427.74	534.67
增长率（YOY）		30.00%	30.00%	25.00%
毛利率	55.46%	55.46%	55.46%	55.46%
销售成本（百万元）	112.72	146.54	190.50	238.12
增长率（YOY）		30.00%	30.00%	25.00%

项目	2015	2016E	2017E	2018E
毛利 (百万元)	140.38	182.49	237.24	296.55
增长率 (YOY)		30.00%	30.00%	25.00%
其他 (各公司的售后服务和维修)				
销售收入 (百万元)	74.72	104.61	146.45	205.03
增长率 (YOY)		40.00%	40.00%	40.00%
毛利率	38.00%	48.90%	43.00%	43.00%
销售成本 (百万元)	46.33	53.45	83.48	116.87
增长率 (YOY)		15.39%	56.16%	40.00%
毛利 (百万元)	28.39	51.15	62.97	88.16
增长率 (YOY)		80.16%	23.11%	40.00%
销售总收入 (百万元)	1606.14	2141.17	2876.36	3800.88
销售总成本 (百万元)	811.45	1071.97	1450.29	1919.98
毛利 (百万元)	794.69	1069.20	1426.07	1880.91
平均毛利率	49.48%	49.94%	49.58%	49.49%

来源：国金证券研究所 备注：2015 年为备考数据

公司目前在同行业的内的估值水平是最高的，给公司提供估值支撑的有两方面，一是轨道交通行业的确定性较强和后市场的高增长预期，二是公司在产业内极强的整合能力令公司具有持续不断的外延并购预期。考虑到这种预期仍然存在，给予公司“增持”评级，目标价 13.0 元。

图表 35：相关标的估值对照表

股票名称	市值(亿)	股价(元)	EPS			PE		
			2016	2017	2018	2016	2017	2018
神州高铁	275.77	10.00	0.17	0.23	0.30	58.82	43.48	33.33
*康尼机电	92.74	12.56	0.33	0.43	0.54	37.64	28.88	23.28
*永贵电器	108.04	28.09	0.54	0.72	0.96	51.97	38.95	29.35
鼎汉技术	109.75	20.74	0.58	0.71	1.01	35.76	29.21	20.53
*众合科技	55.29	17.26	0.34	0.76	0.95	50.63	22.82	18.20
春晖股份	130.85	8.20	0.19	0.27	0.32	43.16	30.37	25.63

来源：Wind、国金证券研究所 备注：公司股价为 2016 年 8 月 5 日收盘价，标*的标的均采用 wind 一致预测

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	304	307	1,295	2,141	2,876	3,801	货币资金	146	183	450	384	446	870
增长率	0.9%	321.6%	65.3%	34.3%	32.1%		应收款项	5	7	781	941	1,063	1,144
主营业务成本	-167	-170	-680	-1,072	-1,450	-1,920	存货	10	9	309	441	636	736
%销售收入	54.8%	55.3%	52.5%	50.1%	50.4%	50.5%	其他流动资产	47	37	113	83	109	142
毛利	138	137	615	1,069	1,426	1,881	流动资产	209	235	1,653	1,848	2,255	2,892
%销售收入	45.2%	44.7%	47.5%	49.9%	49.6%	49.5%	%总资产	33.3%	34.8%	46.1%	36.2%	40.4%	46.4%
营业税金及附加	-21	-20	-28	-21	-29	-38	长期投资	27	87	96	96	96	96
%销售收入	6.9%	6.6%	2.2%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	336	307	432	199	255	256
营业费用	-3	-4	-68	-118	-158	-209	%总资产	53.7%	45.6%	12.0%	3.9%	4.6%	4.1%
%销售收入	1.1%	1.3%	5.3%	5.5%	5.5%	5.5%	无形资产	52	42	1,338	2,966	2,983	3,000
管理费用	-84	-96	-306	-358	-480	-635	非流动资产	418	439	1,936	3,263	3,327	3,336
%销售收入	27.6%	31.1%	23.6%	16.7%	16.7%	16.7%	%总资产	66.7%	65.2%	53.9%	63.8%	59.6%	53.6%
息税前利润 (EBIT)	29	18	213	572	759	999	资产总计	627	674	3,589	5,110	5,582	6,228
%销售收入	9.6%	5.7%	16.4%	26.7%	26.4%	26.3%	短期借款	0	0	107	941	546	46
财务费用	0	-1	-6	-12	-21	-2	应付款项	49	56	402	475	641	848
%销售收入	0.1%	0.2%	0.5%	0.6%	0.7%	0.1%	其他流动负债	14	19	123	217	284	368
资产减值损失	0	-1	-27	-9	-6	-6	流动负债	63	75	632	1,633	1,471	1,261
公允价值变动收益	1	1	0	0	0	0	长期贷款	0	0	2	2	2	2
投资收益	0	1	16	5	5	5	其他长期负债	0	1	48	0	0	0
%税前利润	0.2%	5.0%	6.8%	0.7%	0.6%	0.5%	负债	63	76	681	1,635	1,473	1,263
营业利润	30	18	196	556	737	996	普通股股东权益	564	571	2,908	3,471	4,102	4,953
%营业收入	9.9%	6.0%	15.1%	26.0%	25.6%	26.2%	少数股东权益	0	27	0	4	8	12
营业外收支	0	1	38	155	35	35	负债股东权益合计	627	674	3,589	5,110	5,582	6,228
税前利润	30	19	233	711	772	1,031	比率分析						
%营业收入	9.9%	6.2%	18.0%	33.2%	26.8%	27.1%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-7	-11	-43	-105	-113	-152	每股指标						
%税前利润	24.4%	58.5%	18.6%	14.7%	14.7%	14.7%	每股收益	0.075	0.026	0.077	0.219	0.237	0.317
净利润	23	8	190	607	658	879	每股净资产	1.856	1.882	1.207	1.441	1.702	2.056
少数股东损益	0	0	4	4	4	4	每股经营现金净流	0.220	0.226	-0.030	0.167	0.237	0.403
归属于母公司的净利润	23	8	186	603	654	875	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.010	0.010	0.010
%净利润	7.5%	2.6%	14.3%	28.2%	22.8%	23.0%	回报率						
							净资产收益率	4.04%	1.38%	6.38%	14.69%	16.74%	18.37%
							总资产收益率	3.63%	1.17%	5.17%	9.25%	11.35%	13.57%
							投入资本收益率	3.94%	1.22%	5.70%	11.28%	14.64%	17.90%
							增长率						
							主营业务收入增长率	-8.16%	0.90%	321.60%	65.33%	34.34%	32.14%
							EBIT 增长率	-42.74%	-40.06%	1107.76%	169.29%	32.54%	31.68%
							净利润增长率	-41.71%	-65.43%	2259.83%	224.69%	8.56%	33.74%
							总资产增长率	2.08%	7.56%	432.52%	64.63%	7.40%	8.76%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	9.9	6.2	105.5	150.0	125.0	100.0
							存货周转天数	22.3	19.8	85.2	150.0	160.0	140.0
							应付账款周转天数	53.1	50.8	67.0	67.0	67.0	67.0
							固定资产周转天数	403.3	364.8	120.6	27.9	21.6	21.2
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-34.12%	-34.68%	-11.95%	15.52%	2.03%	-10.22%
							EBIT 利息保障倍数	151.8	28.5	35.3	47.7	37.3	431.1
							资产负债率	10.06%	11.23%	18.98%	36.93%	32.06%	25.94%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

上海

电话: 021-60753903
传真: 021-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979
传真: 010-66216793
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100053
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378
传真: 0755-83830558
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD