

轨交装备行业龙头，市场地位稳固

—中国中车（601766）公司深度报告

分析师： 郑连声

SAC NO: S1150513080003

2021年07月27日

机械——铁路设备

证券分析师

郑连声

022-28451904

zhengls@bhzq.com

研究助理

宁前羽

SAC No: S1150120070020

ningqy@bhzq.com

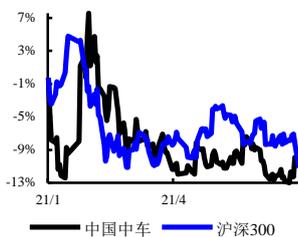
评级： 增持

上次评级：

目标价格：

最新收盘价： 6.07

最近半年股价相对走势



相关研究报告

投资要点：

● 公司在手订单充足，核心竞争力稳步提升

1) 公司是全球规模领先、品种齐全、技术一流的轨道交通装备供应商。据统计，占据国内地铁车辆 90% 左右的市场份额。2) 2016 年以来，公司营业收入基本稳定在 2200 亿元上下、归母净利润稳定在 110 亿元以上水平。3) 公司研发投入稳步增长，人员结构向高学历发展，2020 年本科及以上学历员工占比超 40%。4) 2021H1 公司新签合同合计 666.6 亿元，充足的订单有利于保障公司持续健康发展。

● 轨交装备行业景气度高

1) 2035 年铁路网规模 20 万公里目标下，铁路装备需求长期可观，据测算，到 2025 年我国铁路机车、客车、货车需求量分别为 2.6 万台、8.8 万辆、106.1 万辆。2) 公路运输仍是主要运货方式，“公转铁”将继续深挖铁路运能上限。3) 城轨迎来高速发展期，预计 2021 年我国城轨车辆数量将突破 5 万辆。4) 城轨交通装备标准化升级将是未来发展必然方向。

● 铁路装备全球行业规模第一，新产业业务发展值得关注

1) 公司客户集中度较高，未来持续深化与国铁集团等大客户的跟随合作战略，行业领先地位将继续稳固。2) 努力打造业务新增长极，风电装备、新材料业务值得关注。3) 高铁迎来检修高峰期，契合公司大力拓展维保业务战略。4) 地铁占据国内城轨制式 79%，公司占据绝对龙头地位。5) 全球轨交装备行业集中度高，公司占据 53% 的市场份额，为全球行业规模首位。6) 坚持国际化道路，海外营收基本稳定在 190 亿元，未来海外市场开拓值得关注。

● 盈利预测，首次覆盖给予“增持”评级

我们预计公司 2021/2022/2023 年实现营收 2379.12/2505.98/2631.28 亿元，同比增长 4.51%/5.33%/5.00%，归母净利润 120.34/129.88/139.09 亿元，同比增长 6.2%/7.9%/7.1%，EPS 为 0.42/0.45/0.48 元/股，对应 2021/2022/2023 年 PE 为 14/13/13 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：疫情影响超预期；海外市场开拓不及预期；汇率风险；下游基建投资不及预期。

财务摘要 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	229,011	227,656	237,912	250,598	263,128
(+/-)%	4.5%	-0.6%	4.5%	5.3%	5.0%
经营利润 (EBIT)	16,278	15,127	14,691	14,925	15,311
(+/-)%	6.3%	-7.1%	-2.9%	1.6%	2.6%
归母净利润	11,795	11,331	12,034	12,988	13,909
(+/-)%	4.3%	-3.9%	6.2%	7.9%	7.1%
每股收益 (元)	0.41	0.39	0.42	0.45	0.48

表：三张表及主要财务指标（百万元）

资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	44,905	33,492	79,179	132,868	188,565	营业收入	229,011	227,656	237,912	250,598	263,128
应收票据及应收账款	73,958	84,749	84,736	89,254	93,717	营业成本	176,150	176,955	184,682	194,725	204,461
预付账款	9,909	8,482	9,234	9,736	10,223	营业税金及附加	1,938	1,756	2,141	2,255	2,368
其他应收款	2,599	4,711	3,259	3,433	3,604	销售费用	8,516	8,683	9,041	9,523	10,130
存货	60,834	62,966	65,777	69,354	72,822	管理费用	14,445	13,773	14,275	15,286	16,314
其他流动资产	5,960	5,343	5,343	5,343	5,343	研发费用	12,017	13,350	13,561	14,409	15,261
流动资产合计	251,215	249,727	299,111	363,194	429,083	财务费用	373	829	129	-625	-1,171
长期股权投资	15,571	16,120	16,620	17,120	17,620	资产减值损失	-1,550	-865	-190	-190	-190
固定资产合计	59,091	57,971	17,972	-23,426	-66,224	信用减值损失	-3,614	-390	0	0	0
无形资产	16,014	16,024	16,234	16,444	16,654	其他收益	1,275	2,254	238	251	263
商誉	462	329	329	329	329	投资收益	2,153	740	833	877	921
长期待摊费用	192	226	226	226	226	公允价值变动收益	234	77	0	0	0
其他非流动资产	12,228	19,060	19,060	19,060	19,060	资产处置收益	1,753	1,193	1,190	1,002	921
资产总计	383,572	392,380	403,876	428,771	454,072	营业利润	15,823	15,318	16,154	16,964	17,679
短期借款	10,530	11,782	0	0	0	营业外收支	786	673	700	700	700
应付票据及应付账款	133,942	128,864	136,614	144,043	151,245	利润总额	16,608	15,991	16,854	17,664	18,379
预收账款	6	213	119	125	132	所得税费用	2,785	2,168	2,528	2,561	2,573
应付职工薪酬	2,194	1,972	2,216	2,337	2,454	净利润	13,824	13,823	14,326	15,102	15,806
应交税费	2,555	2,318	2,379	2,506	2,631	归母净利润	11,795	11,331	12,034	12,988	13,909
其他流动负债	9,815	6,982	6,982	6,982	6,982	少数股东损益	2,029	2,492	2,292	2,114	1,897
长期借款	2,590	4,203	4,203	4,203	4,203	基本每股收益	0.41	0.39	0.42	0.45	0.48
预计负债	5,854	7,205	7,205	7,205	7,205						
负债合计	224,744	223,239	220,409	230,201	239,696	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股东权益	158,828	169,142	183,468	198,570	214,376	营收增长率	4.5%	-0.6%	4.5%	5.3%	5.0%
						EBIT 增长率	6.3%	-7.1%	-2.9%	1.6%	2.6%
						净利润增长率	4.3%	-3.9%	6.2%	7.9%	7.1%
						销售毛利率	23.1%	22.3%	22.4%	22.3%	22.3%
						销售净利率	6.0%	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%
						ROE	8.7%	7.9%	7.8%	7.7%	7.6%
						ROIC	7.5%	6.7%	6.3%	6.0%	5.7%
						资产负债率	58.6%	56.9%	54.6%	53.7%	52.8%
						PE	17.41	13.62	14.48	13.41	12.52
						PB	1.51	1.07	1.12	1.04	0.96
						EV/EBITDA	7.84	6.56	1.90	0.95	0.02
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E						
净利润	13,824	13,823	14,326	15,102	15,806						
折旧与摊销	7,259	7,590	43,498	44,898	46,298						
经营活动现金流	22,531	-2,032	61,339	57,545	59,591						
投资活动现金流	-4,569	313	-3,178	-3,421	-3,458						
筹资活动现金流	-12,693	-3,953	-12,474	-436	-436						
现金净变动	5,529	-5,979	45,687	53,689	55,697						
期初现金余额	30,290	35,820	33,492	79,179	132,868						
期末现金余额	35,820	29,840	79,179	132,868	188,565						

目 录

1.公司概况	7
1.1 轨交装备行业龙头，业务布局广泛	7
1.2 2020 年营收微降，核心竞争力稳步提升	9
2.轨交装备：行业景气度较高	13
2.1 铁路规划发展目标下，铁路装备需求长期可观	15
2.2 深挖铁路运能上限，“公转铁”效果显著	18
2.3 城市圈交通网络加速建设，城轨迎来高速发展期	20
3.中国中车：铁路装备全球行业规模第一	22
3.1 深化大客户跟随合作战略，加速向“制造+服务”转变	22
3.2 地铁为国内城轨主要制式，公司占据绝对龙头地位	25
3.3 坚持国际化道路，积极开拓海外市场	26
4.盈利预测与估值讨论	28

图 目 录

图 1: 公司发展历程简介.....	7
图 2: 公司主要产品示意图.....	8
图 3: 2016 年以来公司营业收入情况.....	9
图 4: 2016 年以来公司归母净利润情况.....	9
图 5: 2020 年公司主营构成.....	9
图 6: 2016 年以来公司业务占比情况 (亿元)	10
图 7: 2016 年以来公司研发支出稳步增长.....	11
图 8: 2016 年以来公司员工向高学历发展.....	11
图 9: 轨交装备产业链情况.....	13
图 10: 我国钢材产量不断提升 (亿吨)	13
图 11: Myspic 综合钢价指数位于较高水平	13
图 12: 轨交零部件类型占比情况.....	14
图 13: 2013 年以来我国铁路营业里程 (万公里)	15
图 14: 2013 年以来我国铁路固定资产投资情况 (亿元)	16
图 15: 2010-2021 年 4 月铁路客运累计情况	16
图 16: 2020-2021 年 4 月铁路客运当月情况	16
图 17: 我国铁路车辆及动车车组市场规模稳步增长 (亿元)	17
图 18: 2016-2020 年间我国铁路运能稳步提升	18
图 19: 公路运输仍是我国主要运货方式.....	18
图 20: 2005-2019 年我国城镇化率不断提高	20
图 21: 我国城市轨道交通运营线路数量快速增长.....	20
图 22: 我国城轨车辆数量增长情况 (辆)	21
图 23: 2016 年以来公司前五大客户销售情况.....	22
图 24: 国铁集团为公司最大客户	22
图 25: 2018 年以来公司新产业营收加速增长.....	23
图 26: 高铁维修需求测算 (辆)	24
图 27: 2020 年中国内地城轨交通运营线路制式结构.....	25
图 28: 2020 年国际轨交装备行业竞争格局.....	26
图 29: 2015 年以来公司海外营收情况.....	27

表 目 录

表 1: 公司主要产品分类.....	8
表 2: 2021H1 公司新签合同一览.....	11
表 3: 铁路装备需求测算.....	17
表 4: “公转铁”相关政策梳理.....	18
表 5: 国家综合立体交通网 2035 年主要指标表.....	20
表 6: 高铁维修等级划分情况.....	23
表 7: 公司分业务盈利预测 (百万元)	28
表 8: 可比公司及板块估值比较.....	28

1. 公司概况

1.1 轨交装备行业龙头，业务布局广泛

公司是根据国务院国资委《关于设立中国南车股份有限公司的批复》（国资改革[2007]1588号）批准，由南车集团作为主要发起人联合铁工经贸发起设立的股份有限公司。本公司于2007年12月28日在国家工商局注册登记并领取《企业法人营业执照》，注册地为北京市海淀区西四环中路16号，注册资本为70亿元。

图 1：公司发展历程简介



资料来源：公司官网，渤海证券

公司是全球规模领先、品种齐全、技术一流的轨道交通装备供应商。公司主要从事铁路机车车辆、动车组、城市轨道交通车辆、工程机械、各类机电设备、电子设备 & 零部件、电子电器及环保设备产品的研发、设计、制造、修理、销售、租赁与技术服务；信息咨询；实业投资与管理；资产管理；进出口业务。

表 1: 公司主要产品分类

类别	产品
机车	内燃机车、电力机车、新能源机车
动车组与客车	高速动车组、城际动车组、内燃动车组、电动车组、铁路客车
货车	敞车、棚车、平车、罐车、漏斗车等
通用机电	牵引与控制系统、制动系统、特种装备、电力电子器件等
城轨车辆	城轨车辆类
轨道交通装备	起重机车、磨轨系列、接触网作业系列等
新产业	风电装备、高分子复合材料、信息及软件产业等
服务	机车大修服务、客车修理服务等

资料来源：公司公告，渤海证券

图 2: 公司主要产品示意图



资料来源：公司官网，渤海证券

1.2 2020 年营收微降，核心竞争力稳步提升

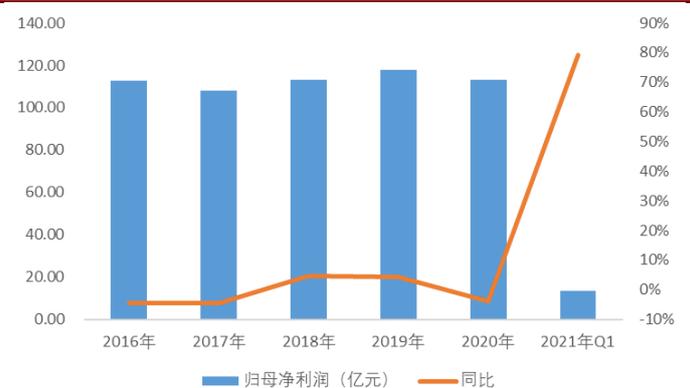
2020 年营收微降，2021Q1 业绩有所提升。2016 年以来，公司营业收入基本稳定在 2200 亿元上下、归母净利润稳定在 110 亿元以上水平。2020 年受疫情影响，公司营业收入为 2276.56 亿元，下降 0.59%；归母净利润下降 3.93%，为 113.31 亿元。受去年同期低基数影响，2021Q1 公司业绩提升明显，营业收入同比提升 24.43%，归母净利润同比提升 79.36%。

图 3：2016 年以来公司营业收入情况



资料来源：Wind，渤海证券

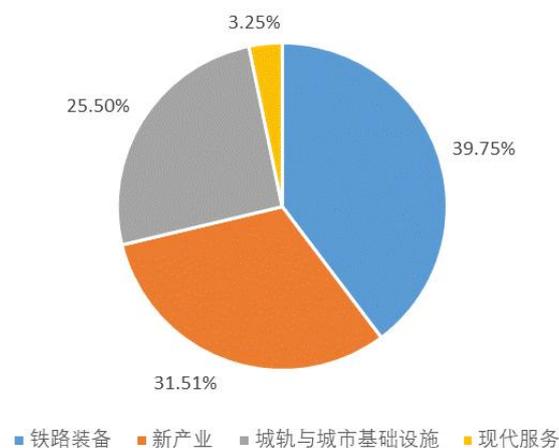
图 4：2016 年以来公司归母净利润情况



资料来源：Wind，渤海证券

公司三大业务板块占据营收 95%以上。根据公司 2020 年年报显示，公司业务主要由铁路装备、新产业、城轨与城市基础设施和现代服务四部分构成。其中铁路装备、新产业、城轨与城市基础设施分别占比 39.75%、31.51%和 25.50%，三项业务合计占比超过公司 2020 年营收 95%以上。根据 2021 年一季度报告，公司新产业业务营收首次超过铁路装备业务，成为公司第一大业务板块。

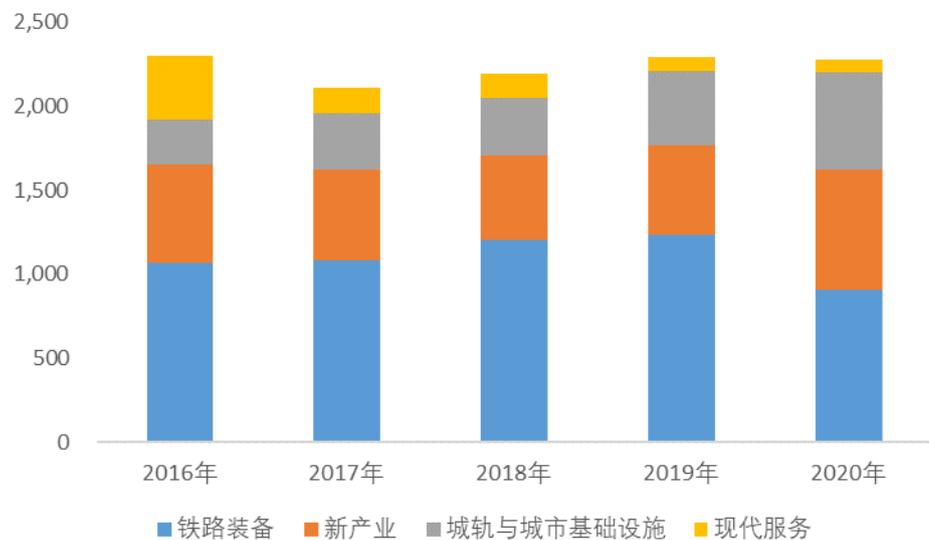
图 5：2020 年公司主营构成



资料来源：Wind，渤海证券

2021Q1 公司新产业业务表现亮眼。2020 年公司铁路装备业务、新产业、城轨与城市基础设施、现代服务业务收入分别为 904.90、717.24、580.47、73.95 亿元，占比分别为 39.75%、31.51%、25.50%和 3.25%。受疫情影响，铁路客、货运输需求均有所下降，机车、客车、动车组及货车等主要产品销量也出现不同程度下滑，导致铁路装备业务收入同比下降 26.5%。根据 2021 年一季报，由于公司风电产品收入增加，2021Q1 公司新产业业务表现较为亮眼，营业收入较上年同期增加 72.63%，公司新产业业务营收首次超过铁路装备业务，成为公司第一大业务板块。

图 6：2016 年以来公司业务占比情况（亿元）



资料来源：Wind，渤海证券

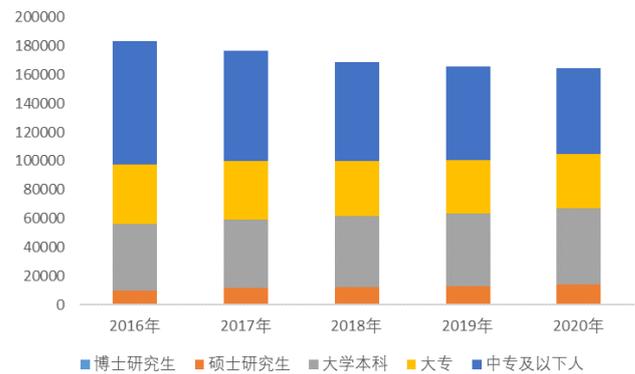
研发投入稳步增长，人员结构向高学历发展。近年来，公司研发投入从 2016 年的 96.84 亿元稳步增长至 2020 年的 135.79 亿元，研发支出占营收比例也不断提升，截至 2021Q1，公司研发支出占营收比例约为 5.45%。从人员构成来看，公司员工总数从 2016 年的 18.31 万人减少至 2020 年的 16.42 万人，其中本科及以上学历员工占比从 30.58%提升至 40.90%，人员结构进一步向高学历发展。

图 7: 2016 年以来公司研发支出稳步增长



资料来源: Wind, 渤海证券

图 8: 2016 年以来公司员工向高学历发展



资料来源: Wind, 渤海证券

在手订单充足，长期发展看好。根据公司 2020 年年报，2020 年内公司新签订单约 2421 亿元，其中国际业务新签订单约 421 亿元；期末在手订单约 2527 亿元，其中国际业务在手订单约 874 亿元。根据公司发布的公告，截至 2021 年 6 月底，公司年内新签合同合计 666.6 亿元，整体来看，公司充足的订单有利于保障公司持续健康发展。

表 2: 2021H1 公司新签合同一览

签订时间	签订主体	对手方名称	合同内容	合同金额
2021Q1	公司下属动车企业	中国国家铁路集团有限公司下属各相关路局公司	动车组销售合同	约 86.9 亿元
	子公司中车长春轨道客车股份有限公司	重庆轨道十八号线建设运营有限公司、深圳市地铁集团有限公司运营总部、广州地铁集团有限公司	地铁车辆销售及更新改造合同	约 29.3 亿元
	子公司中车南京浦镇车辆有限公司	杭州市地铁集团有限责任公司、苏州市轨道交通集团有限公司、苏州轨道交通市域一号线有限公司	地铁车辆销售及维保合同	约 32.8 亿元
	子公司中车南京浦镇车辆有限公司	柳州市龙建投资发展有限责任公司	机电采购安装合同	约 6.3 亿元
	子公司江苏中车电机有限公司	新疆金风科技股份有限公司	风力发电机销售合同	约 25.5 亿元
	子公司中车株洲电力机车有限公司	长沙穗城轨道交通有限公司	地铁车辆销售合同	约 21.7 亿元
	公司下属货车企业	中国国家铁路集团有限公司	货车修理合同	约 15.7 亿元
	子公司中车青岛四方机车车辆股份有限公司	郑州地铁集团有限公司	地铁车辆销售合同	约 7.7 亿元
	子公司中车株机 (欧洲) 有限责任公司	Rail Innovators AssetCO B.V.	混合动力调车机车销售合同	约 5.2 亿元
	2021Q2	公司下属动车企业	中国国家铁路集团有限公司下属各相关路局公司	车组高级修合同
子公司中车南京浦镇车辆有限公司		中铁电气化局集团有限公司联合体	地铁车辆维保合同	约 62.6 亿元

限公司	与芜湖市运达轨道交通建设运营有限公司		
公司下属动车企业	中国国家铁路集团有限公司下属各相关路局公司	动车组销售合同	约 38.4 亿元
公司下属客车企业	中国国家铁路集团有限公司下属各相关路局公司	客车修理合同	约 36.4 亿元
子公司南京中车浦镇城轨车辆有限责任公司	绍兴市轨道交通集团有限公司、深圳市十二号线轨道交通有限公司	地铁车辆销售合同	约 32.1 亿元
公司下属机车生产企业	中国铁路总公司各相关铁路局	机车修理合同	约 30 亿元
子公司西安中车永电捷力风能有限公司	新疆金风科技股份有限公司	风力发电机销售合同	约 20.2 亿元
子公司中车株洲电力机车有限公司	黄石市铁路建设投资有限公司	有轨电车销售合同	约 6.2 亿元
子公司中车株洲电力机车有限公司	湖南长株潭轨道交通西环线建设有限责任公司	地铁车辆销售合同	约 5.2 亿元
子公司中车株洲电力机车有限公司	中国国家铁路集团有限公司、中国铁路青藏集团有限公司敦格铁路建设指挥部、西藏铁路建设有限公司、大秦铁路股份有限公司	机车销售合同	约 23.7 亿元
子公司中车长春轨道客车股份有限公司	天津市地下铁道集团有限公司	地铁车辆销售合同	约 7 亿元
子公司中车唐山机车车辆有限公司	中国中铁孟加拉帕德玛大桥铁路连接线项目经理部	客车销售合同	约 5.3 亿元
子公司中车青岛四方机车车辆股份有限公司	阿联酋 Etihad Rail Company PJSC	动车组销售和维保合同	约 30.5 亿元

资料来源：企业公告，渤海证券

2. 轨交装备：行业景气度较高

轨交装备产业链上游为设计、原材料和零部件。从轨交装备产业链组成来看，上游为装备设计、原材料及零部件制造，中游为轨交装备的制造，下游为轨道交通行业的后市场，主要包括线路运营和维修检测服务。

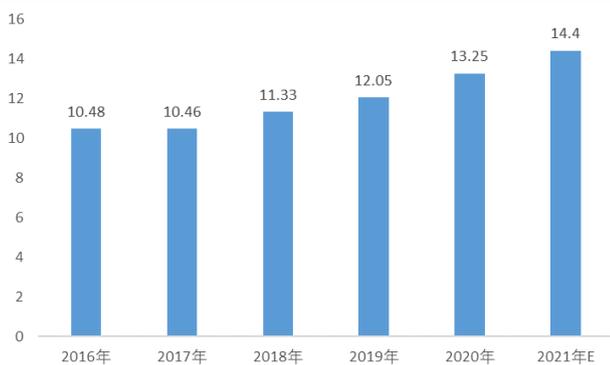
图 9：轨交装备产业链情况



资料来源：渤海证券

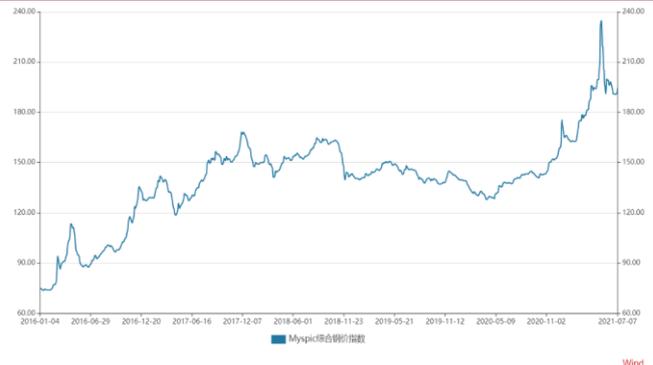
钢材产量稳步提升，价格位于较高水平。产量方面，根据国家统计局的数据，2017 年到 2020 年间我国钢材产量从 10.46 亿吨稳步增长至 13.2 亿吨，年复合增速约为 8.32%，预计到 2021 年，我国钢材产量将突破 14 亿吨。价格方面，自 2020 年 5 月以来，钢材价格指数呈现加速上涨趋势，虽然在 5 月价格指数达到顶峰之后有所回落，整体来看我国钢材价格仍处于较高水平。

图 10：我国钢材产量不断提升（亿吨）



资料来源：国家统计局，渤海证券

图 11：Myspic 综合钢价指数位于较高水平

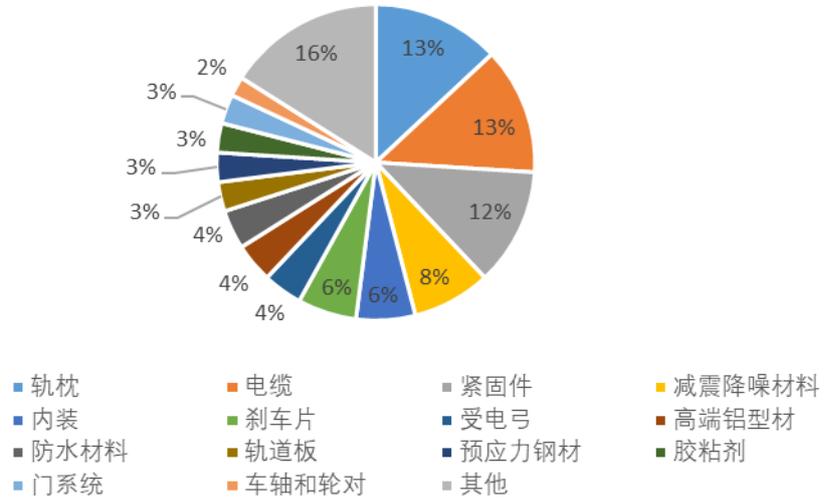


资料来源：国家统计局，渤海证券

零部件中占比最大的为电缆和轨枕。根据中商情报网的统计，轨道交通零部件中占比最大的为电缆和轨枕，均占比 13%。电缆是一种电能或信号传输装置，通常是由几根或几组导线组成。轨枕又称枕木，是铁路配件的一种。列车经过时，它可以适当变形以缓冲压力，但列车过后还得尽可能恢复原状，是轨道交通装备重

要的零部件之一。

图 12: 轨交零部件类型占比情况

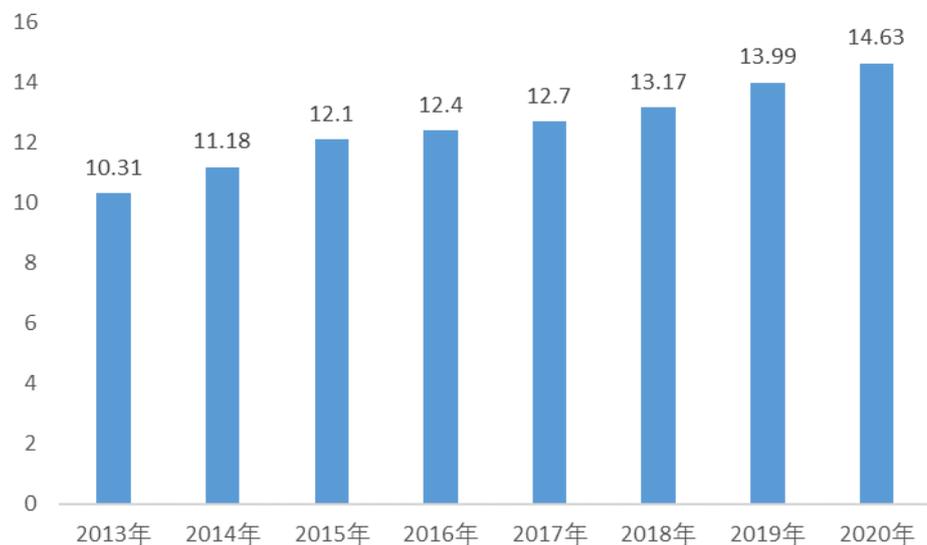


资料来源: 中商情报网, 渤海证券

2.1 铁路规划发展目标下，铁路装备需求长期可观

2020 铁路营业里程略低于目标，2035 年铁路网规模目标 20 万公里。2020 年全国铁路营业里程达到 14.63 万公里，其中高速铁路达到 3.8 万公里，铁路营业里程数未达到国家发改委《铁路“十三五”发展规划》提出的到 2020 年 15 万公里的目标。根据 2021 年 2 月中共中央、国务院印发的《国家综合立体交通网规划纲要》中提出，到 2035 年，铁路网总规模将达到 20 万公里，高速铁路包含部分城际铁路将达到 7 万公里。未来我国将加速建设“八纵八横”高速铁路主通道，以及区域性高速铁路，加速形成高效的现代化高速铁路网。

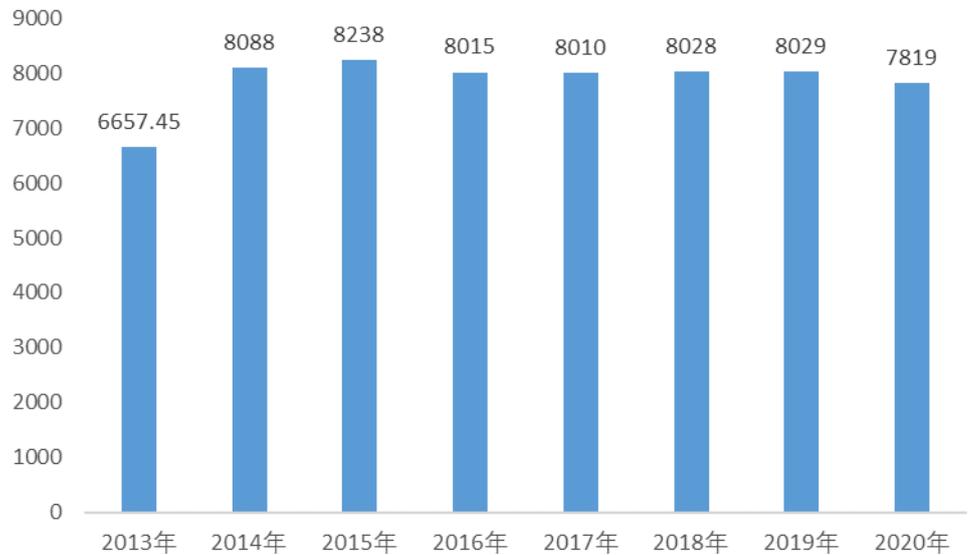
图 13: 2013 年以来我国铁路营业里程（万公里）



资料来源：国家统计局，渤海证券

近年来铁路固定资产投资基本稳定。铁路运输作为国民经济的大动脉，在我国经济社会发展中发挥着重要作用。近年来，国家持续对铁路行业投资，不断推进该行业现代化进程，铁路行业得到了稳步发展。整体来看，我国铁路固定资产投资基本稳定在 8000 亿元人民币以上水平，2020 年受疫情影响，全国铁路固定资产投资完成 7819 亿元人民币，略有下降。随着我国疫情影响逐渐消散，铁路运输需求的提升将加速铁路固定资产投资回暖，2021 年有望回升至 8000 亿元以上水平。

图 14: 2013 年以来我国铁路固定资产投资情况 (亿元)



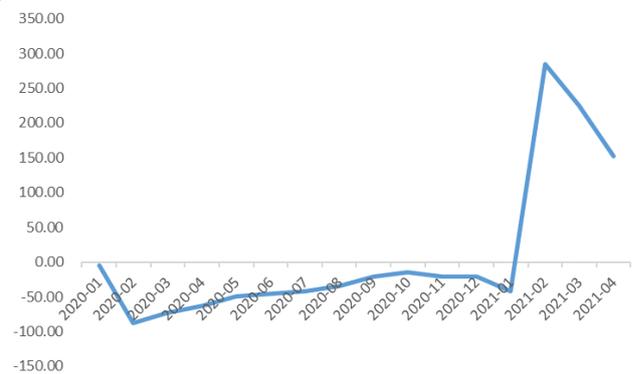
资料来源: 国家铁路局, 渤海证券

图 15: 2010-2021 年 4 月铁路客运累计情况



资料来源: 国家统计局, 渤海证券

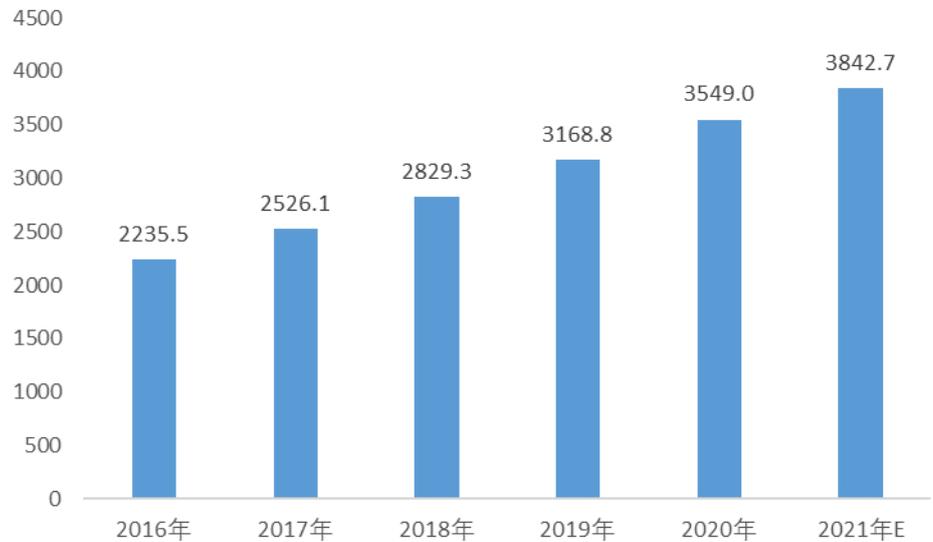
图 16: 2020-2021 年 4 月铁路客运当月情况



资料来源: 国家统计局, 渤海证券

2021 年我国铁路车辆及动车车组市场规模有望突破 3800 亿。在国家铁路规划发展目标带动下, 近年来我国轨交装备制造业进入高速发展阶段, 跟据中商情报网的数据显示, 2016 年到 2020 年间我国铁路车辆及动车车组制造业市场规模从 2235.5 亿元稳步增长至 3549 亿元, 年复合增速达到 12.25%, 预计 2021 年市场规模有望达到 3842.7 亿元。

图 17: 我国铁路车辆及动车车组市场规模稳步增长 (亿元)



资料来源: 中商情报网, 渤海证券

需求测算

2020 年全国铁路机车拥有量为 2.2 万台、客车拥有量为 7.6 万辆、铁路货车拥有量为 91.2 万辆、动车组保有量 3918 组 (对应 31340 辆)。根据《中长期铁路网规划》中的目标, 到 2025 年我国铁路网规模将达到 17.5 万公里左右, 其中高速铁路 3.8 万公里, 我们按照此规划进行测算, 假设如下:

1. 2021-2025 年间全国铁路规模年增 4873 公里。

2. 2020 年高速铁路规模已达 3.8 万公里规模, 暂不纳入测算。

3. 每公里对应机车、客车、货车保有量分别为 6.65 辆、1.93 辆和 0.16 辆。

表 3: 铁路装备需求测算

项目	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
铁路网规模(万公里)	14.63	15.11	15.59	16.06	16.54	17.02
机车需求量(万台)	2.2	2.3	2.3	2.4	2.5	2.6
客车需求量(万辆)	7.6	7.8	8.1	8.3	8.6	8.8
货车需求量(万辆)	91.2	94.2	97.2	100.2	103.1	106.1

资料来源: 政府网站, 渤海证券

预计到 2025 年我国铁路机车需求量将达到 2.6 万台, 客车需求量将达到 8.8 万辆, 货车需求量将达到 106.1 万辆。

2.2 深挖铁路运能上限，“公转铁”效果显著

公转铁获政策大力支持。2018年4月2日，中央财经委员会第一次明确提出要调整运输结构，减少公路运输量，增加铁路运输量。此后山西、内蒙古、青海等23个省市陆续推出《推进运输机构调整实施方案》。

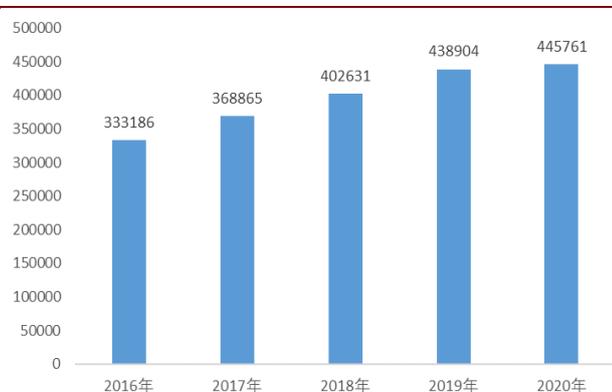
表 4：“公转铁”相关政策梳理

时间	部门	文件名称	主要内容
2017.2	环保部	《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》	要求天津港等环渤海港口9月底前逐步停止接收汽运煤炭集疏港。
2017.10	十九大	十九大报告	坚持全民共治，源头防治，持续实施大气污染防治行动，打赢蓝天保卫战。
2018.7	铁总	《2018-2020年货运增量行动方案》	要求进一步提升运输能力，降低物流成本，优化产品供给，到2020年，实现全国的铁路货运量增加11亿吨。
2018.7	国务院	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	重点强调优化调整货物运输结构，大幅提升铁路货运比例，推动一二路货运重点项目建设。
2019.9	发改委	《关于加快推进铁路专用线建设的指导意见》	到2025年，沿海主要港口、大宗货物年运量150万吨以上的大型工矿企业、新建物流园区铁路专用线接入比例均达到85%，长江干线主要港口全部实现铁路进港。

资料来源：政府网站，渤海证券

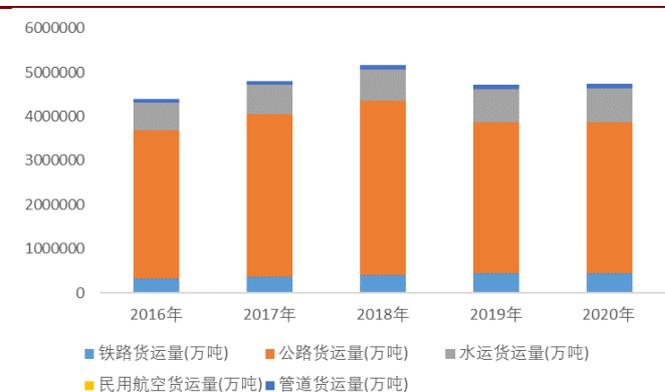
铁路运能不断提升，公路运输仍是主要运货方式。2016年到2020年间我国铁路运能从333186万吨稳步提升至4445761万吨，2020年我国货物运输量的4735564万吨中铁路货运量为445761万吨，占比9.41%。从运货方式占比来看，目前我国公路运输仍是主要的运货方式，2020年公路运货量为3426413万吨，占比达到72.35%。虽然目前公路运输仍占据绝大部分，但铁路运输占比也从2016年的7.6%稳步提升至2020年的9.41%，“公转铁”效果较为显著。

图 18：2016-2020 年间我国铁路运能稳步提升



资料来源：国家统计局，渤海证券

图 19：公路运输仍是我国主要运货方式



资料来源：国家统计局，渤海证券

环保优势明显，“碳中和”目标下发展前景广阔。从环保角度来看，“公转铁”的实施可有效减少碳排放量、保护环境。以我国西煤东运的大秦线为例，西起山西省大同市，东至河北省秦皇岛市，线路全长 653 公里，相比于同等运量的公路运输，每年可节省柴油 1645 万吨，减少碳排放量 5974 万吨。在我国提出“碳达峰 碳中和”战略下，“公转铁”作为提升我国综合运输能力、达成运输行业节能降耗的有效手段，未来仍将成为主流发展方向。

2.3 城市圈交通网络加速建设，城轨迎来高速发展期

国家综合立体交通网逐渐完善，城市圈交通网络加速建成。根据《国家综合立体交通网规划纲要》的目标，到 2035 年，我国享受快速交通服务的人口比重将大幅提升，除部分边远地区外，基本实现全国省级行政中心 15 分钟上国道、30 分钟上高速公路、60 分钟上铁路。基本实现地级市之间当天可达，中心城区至综合客运枢纽半小时到达，基本实现“全国 123 出行交通圈”（都市区 1 小时通勤、城市群 2 小时通达、全国主要城市 3 小时覆盖）。

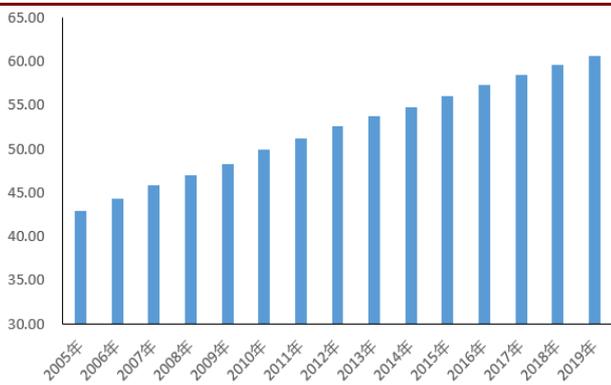
表 5：国家综合立体交通网 2035 年主要指标表

序号	指标	目标值	
1	便捷顺畅	享受 1 小时内快速交通服务的人口占比	80%以上
2		中心城区至综合客运枢纽半小时可达率	90%以上
3		多联式运换装 1 小时完成率	90%以上
4	经济高效	国家综合立体交通网主骨架能力利用率	60%-85%
5		主要通道新增交通基础设施多方式国土空间综合利用率提高比例	80%
6	绿色集约	交通基础设施数字化率	95%
7		交通基础设施数字化率	90%
8	安全可靠	重点区域多路径链接比率	95%以上
9		国家综合立体交通网安全设施完好率	95%以上

资料来源：新华社，渤海证券

城镇化率不断提高，城轨建设迎来黄金发展期。2013-2020 年，城轨交通运营线路呈上升趋势。2020 年我国新增城市轨道交通运营线路 36 条，累计达到 247 条。截至 2020 年 12 月 31 日，中国内地累计有 45 个城市开通城轨交通运营，运营线路达到 7,978.19 公里。未来随着我国人口向中心城市、都市圈集聚，城镇化率不断提高，城市人口骤增、交通出行压力变大的问题将逐渐凸显出来，城市轨道交通作为解决城市出行问题的最佳方案之一，城轨交通建设有望迎来黄金发展期。

图 20：2005-2019 年我国城镇化率不断提高



资料来源：WIND，渤海证券

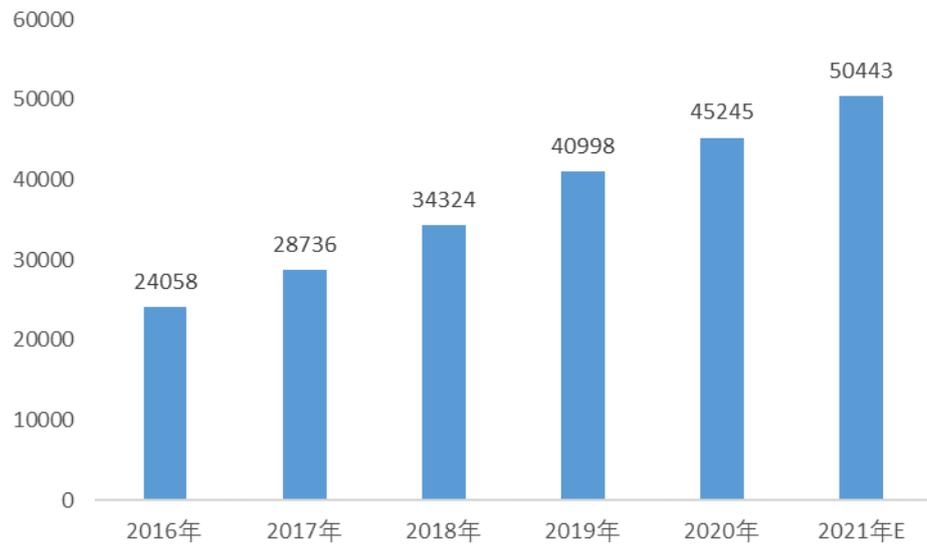
图 21：我国城市轨道交通运营线路数量快速增长



资料来源：WIND，渤海证券

2021 年我国城轨车辆数量有望突破 5 万辆。伴随着我国城市化率的不断提升，城轨车辆数量从 2016 年的 24058 量快速增长至 2020 年的 45245 辆，年复合增速约为 17.11%。预计 2021 年我国城轨车辆数量将达到 50443 辆。

图 22: 我国城轨车辆数量增长情况 (辆)



资料来源: 中商情报网, 渤海证券

城轨交通装备标准化为发展必然方向。根据吴庆波先生的《城市轨道交通技术上装备发展现状及发展趋势分析》，据不完全统计，我国城市轨道装备制造中有 7 家整车制造厂、12 家牵引系统供应商、14 家信号系统供应商。既有的城市轨道交通车辆存在产品平台多样化、研发和试验检测平台多样化、车辆零部件互换性和模块化程度不高、检修水平和智能化水平较低等问题，造成研发投入重复，创新合力难以形成，增加了用户的维护成本和全寿命周期成本，制约了城市轨道交通的健康快速发展。未来降低城市轨道交通装备的差异性，实现以用户需求为主线的标准化升级将是提升国内城市轨道交通装备发展水平的必然方向，将加速我国从交通大国向交通强国的转变。

3.中国中车：铁路装备全球行业规模第一

3.1 深化大客户跟随合作战略，加速向“制造+服务”转变

深化大客户跟随合作战略，稳固全球行业领先地位。2016年到2019年，公司对前五大客户销售额占年度销售总额均维持在50%以上，2020年受疫情影响，该比例降低至43.7%。从客户细分情况来看，国铁集团（含所属铁路局集团公司及其子公司）是本公司最大的客户，2020年以前公司向其的销售额占年度销售总额比例均维持在45%以上，2020年该项比例下降14.4个百分点，为36.39%。整体来看，公司客户集中度较高，随着公司未来持续深化与国铁集团等大客户的跟随合作战略，行业领先地位将继续稳固。

图 23：2016 年以来公司前五大客户销售情况



资料来源：WIND，渤海证券

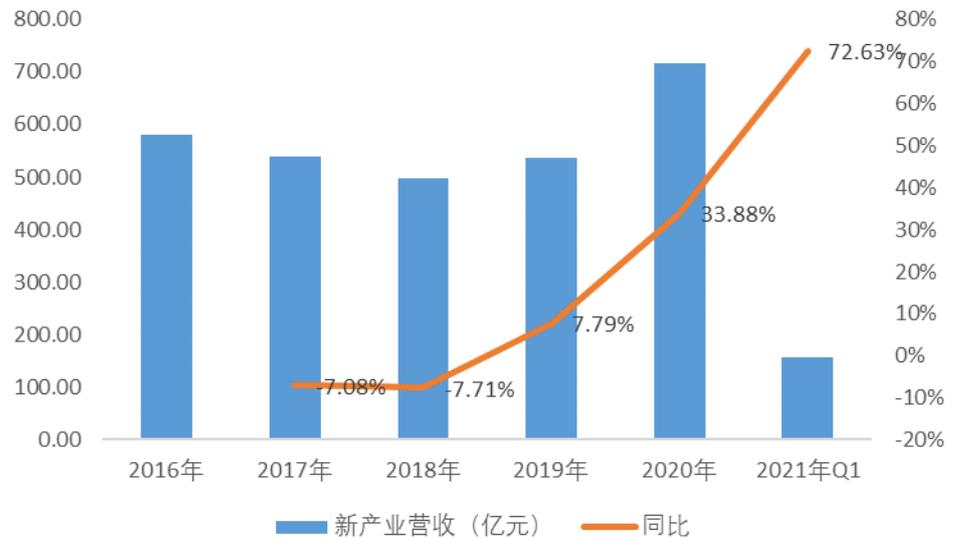
图 24：国铁集团为公司最大客户



资料来源：WIND，渤海证券

努力打造业务新增长极，风电装备、新材料业务值得关注。公司于2018年提出要贯彻新发展理念，以战略性新兴产业尤其是高端装备制造业为主攻方向，依托轨道交通装备核心能力，大力发展新能源、新材料、生态环保、工业互联网等相关多元业务，培育发展新动能，打造产业新引擎。2018年以来新产业业务营收快速增长，根据公司发展目标，公司将努力把风电装备、新材料等业务打造为行业地位突出、经济效益良好、支撑作用明显的支柱业务，成为公司重要的业务增长极，未来风电装备、新材料等业务发展值得关注。

图 25: 2018 年以来公司新产业营收加速增长



资料来源: Wind, 渤海证券

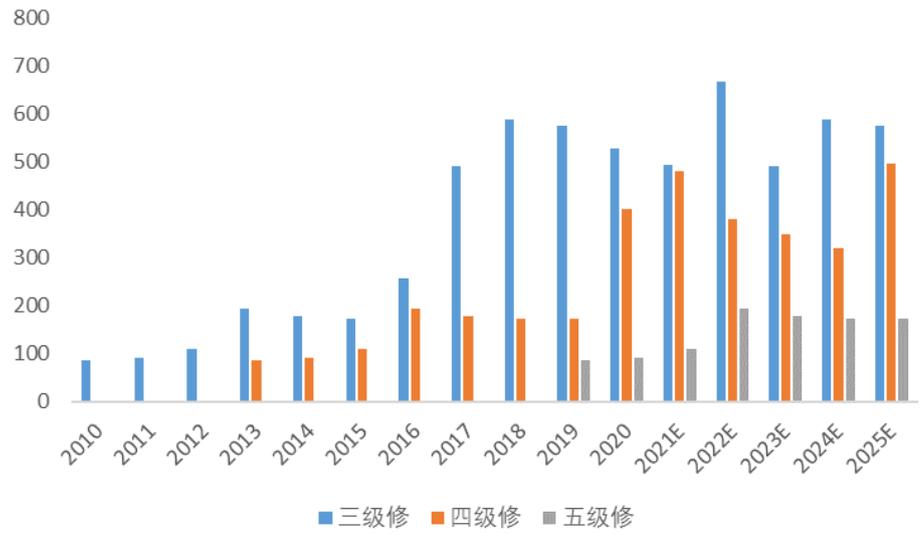
高铁迎来检修高峰期, 契合公司大力拓展维保业务战略。我国高铁维修按照不同运营里程和运营时限共可分为五个等级, 自 2008 年我国高铁开始投入运营到现在, 高铁即将迎来检修高峰期, 根据我们测算, 2022 年将迎来五级维修高峰期, 对应市场份额将达到 198.63 亿元; 2025 年由于四级检修需求显著增长, 市场规模有望突破 200 亿元。

表 6: 高铁维修等级划分情况

维修级别	运营时间	运营里程	实施单位
一级检修	48 小时	4000 公里	运营单位
二级检修	1 个月	3 万公里	运营单位
三级检修	3 年	120 万公里	制造单位
四级检修	6 年	240 万公里	制造单位
五级检修	12 年	480 万公里	制造单位

资料来源: 政府网站, 渤海证券

图 26: 高铁维修需求测算 (辆)

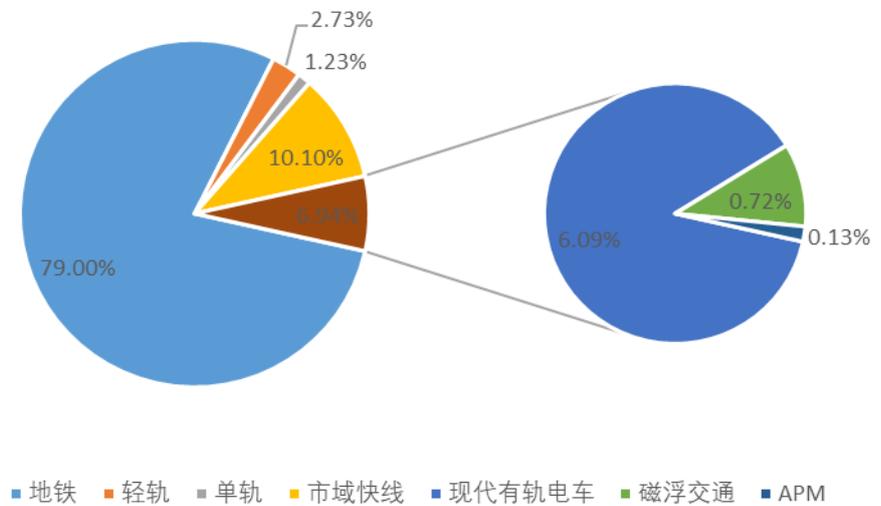


资料来源: 政府网站, 渤海证券

3.2 地铁为国内城轨主要制式，公司占据绝对龙头地位

根据中国城市轨道交通协会发布的《2020年中国内地城轨交通线路概况》，截至2020年12月31日，中国内地累计有45个城市开通城轨交通运营线路7978.19公里。按照系统制式来看，地铁共计6302.79公里，占比达到79.00%，是城轨交通运营最主要的制式。目前中车在城轨车辆市场中处于绝对龙头的地位，根据中国轨道交通网报道，中国中车占据国内地铁车辆90%左右的市场份额。

图 27：2020 年中国内地城轨交通运营线路制式结构

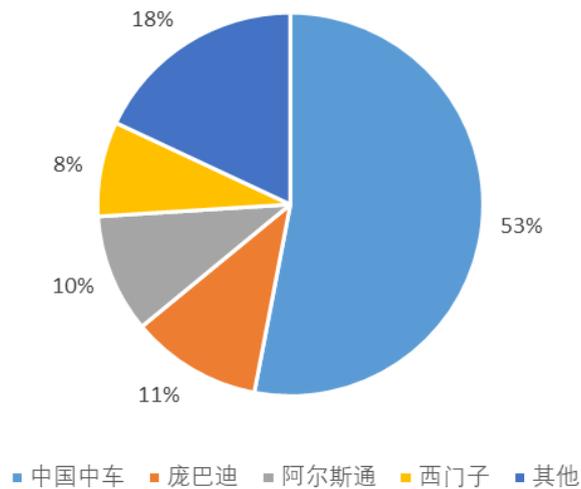


资料来源：中国城市轨道交通协会，渤海证券

3.3 坚持国际化道路，积极开拓海外市场

行业集中度高，公司为全球行业规模首位。从竞争格局来看，全球轨道交通装备产业集中度高，中国中车、加拿大庞巴迪、法国阿尔斯通、德国西门子 4 家企业占据全球 80% 以上的市场份额，其中中国中车位居首位，销售占比约为 53%。

图 28：2020 年国际轨交装备行业竞争格局



资料来源：河北省工信厅，中商情报网，渤海证券

出口金额基本稳定在 190 亿元，2020 年有所下滑。2015 年公司借势“高铁外交”，中老铁路、中泰铁路、匈塞铁路相继启动，公司海外业务营收也达到历史最高的 265.71 亿元，占公司当年营收的 10.98%。此后公司海外营收基本保持在 190 亿元以上水平。2020 年受疫情影响，公司海外营收有所下滑，为 170.64 亿元，占全年营收的 7.5%。截至 2021H1 公司国际业务签约额约为 88.8 亿元（其中包含可选订单 29.6 亿元），预计 2021 年公司海外营收有望加速回升至疫情前水平。

图 29: 2015 年以来公司海外营收情况



资料来源: Wind, 渤海证券

全力拓展国际市场，加速海外布局。截至 2020 年底，公司已累计在全球 27 个国家和地区设立了 78 家境外机构，在美国、澳大利亚、俄罗斯等国家和地区设立了 18 个海外研发中心，公司产品覆盖全球六大洲 109 个国家和地区。

4.盈利预测与估值讨论

表 7: 公司分业务盈利预测 (百万元)

业务	项目	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
铁路装备	营业收入	120570.90	123190.25	90490.23	94109.84	99756.43	104744.25
	yoy	11.46%	2.17%	-26.54%	4.00%	6.00%	5.00%
	营业成本	90225.00	92375.87	68065.58	71523.48	76812.45	80653.07
	毛利率	25.17%	25.01%	24.78%	24.00%	23.00%	23.00%
新产业	营业收入	49700.12	53573.07	71723.81	75310.00	79075.50	83029.28
	yoy	-7.71%	7.79%	33.88%	5.00%	5.00%	5.00%
	营业成本	39197.13	40893.00	56582.75	58741.80	60888.14	63932.54
	毛利率	21.13%	23.67%	21.11%	22.00%	23.00%	23.00%
城轨与城市基础设施	营业收入	34760.69	43935.18	58046.55	60948.88	63996.32	67196.14
	yoy	3.52%	26.39%	32.12%	5.00%	5.00%	5.00%
	营业成本	28775.38	36184.60	46764.59	48759.10	51197.06	53756.91
	毛利率	17.22%	17.64%	19.44%	20.00%	20.00%	20.00%
现代服务	营业收入	14050.93	8312.34	7395.45	7543.36	7769.66	8158.14
	yoy	-8.84%	-40.84%	-11.03%	2.00%	3.00%	5.00%
	营业成本	12328.51	6696.42	5541.68	5657.52	5827.24	6118.61
	毛利率	12.26%	19.44%	25.07%	25.00%	25.00%	25.00%
合计	营业收入	219082.64	229010.84	227656.04	237912.08	250597.91	263127.81
	yoy	3.82%	4.53%	-0.59%	4.51%	5.33%	5.00%
	营业成本	170526.02	176149.89	176954.60	184681.90	194724.89	204461.13
	毛利率	22.16%	23.08%	22.27%	22.37%	22.30%	22.30%

数据来源: 渤海证券

我们预计公司 2021/2022/2023 年实现营收 2379.12/2505.98/2631.28 亿元, 同比增长 4.51%/5.33%/5.00%, 归母净利润 120.34/129.88/139.09 亿元, 同比增长 6.2%/7.9%/7.1%, EPS 为 0.42/0.45/0.48 元/股, 对应 2021/2022/2023 年 PE 为 14/13/13 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。

表 8: 可比公司及板块估值比较

证券代码	证券简称	EPS				PE		
		2021E	2022E	2023E	TTM	2021E	2022E	2023E
688009.SH	中国通号	0.39	0.42	0.46	14.31	13.43	12.60	11.40
603111.SH	康尼机电	0.51	0.58	-	12.56	10.81	9.55	-
688015.SH	交控科技	1.90	2.28	2.85	20.77	16.31	13.60	10.84
	平均值				15.88	13.52	11.92	11.12
601766.SH	中国中车	0.42	0.45	0.48	14.61	14.50	13.42	12.61

资料来源: Wind 一致性预期 (截至 2021 年 7 月 26 日), 渤海证券

风险提示: 疫情影响超预期; 海外市场开拓不及预期; 汇率风险; 下游基建投资

不及预期。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

机械行业研究

郑连声
+86 22 2845 1904
宁前羽
+86 22 2383 9174

银行业研究

王磊
+86 22 2845 1802
吴晓楠
+86 22 2383 9071

非银金融行业研究

王磊
+86 22 2845 1802

医药行业研究

陈晨
+86 22 2383 9062

计算机行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

家电行业研究

尤越
+86 22 2383 9033

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

宏观、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

固定收益研究

马丽娜
+86 22 2386 9129
张婧怡
+86 22 2383 9130
李济安
+86 22 2383 9175

金融工程研究

宋旻
+86 22 2845 1131
陈菊
+86 22 2383 9135
韩乾
+86 22 2383 9192
杨毅飞
+86 22 2383 9154

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

博士后工作站

苏菲 绿色债券
+86 22 2383 9026
刘精山 货币政策与债券市场
+86 22 2386 1439

综合管理

李思琦
+86 22 2383 9132

机构销售•投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
王文君
+86 10 6810 4637

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn