

铁路设备：南北车合并预案公告， “一带一路”海外开拓提升景气度

推荐 维持评级

投资要点：

1. 事件

南北车发布合并预案，技术上采取中国南车吸收合并中国北车的方式进行合并，合并换股比例为北车股份:南车股份=1:1.10，合并后新公司的名称初步定为“中国中车股份有限公司”，中文简称“中国中车”。

2. 我们的分析与判断

(一) 合并助力海外开拓，海外市占率提升空间大

南北车是“一带一路”、“走出去”的龙头。本次合并有利于未来的中国中车完善产品组合、发挥规模效应和协同效应、增强技术实力、优化全球产业布局和资源分配，增强核心竞争力，建设世界一流企业。

本次合并后，新公司将加大海外市场开拓，有利于做大中国轨道交通设备行业总量，带动包括零部件行业在内的整个行业的发展。2013年全球轨道交通设备市场约1240亿美元，中国市场200多亿美元。南北车除了中国之外的海外市场占有率仅为2.2%。南北车合计的海外收入占比不到10%，仅为7.2%。我们认为未来南北车海外市占率提升空间较大。

(二) 合并削弱竞争，零部件企业毛利率下移

从竞争角度而言，南北车合并可能削弱之前两家企业之间的各种竞争，以后主要面向国际竞争，有利有弊。国内零部件企业在南北车合并后面临一家客户独大的局面，零部件企业议价能力变弱；考虑到铁路设备零部件进口替代、行业整合的加速，预计铁路设备零部件企业的高毛利率水平将逐步下移。

(三) 合并提供典型案例，南北车具有补涨机会

我们认为，南北车的整合将成为一个典型案例，有可能为其他行业的产业整合、国企改革提供参考和示范。

自10月27日南北车停牌后，上证综指上涨38%；沪深300上涨46%；上证50上涨62%；类似的中国铁建、中国中铁分别上涨188%、190%。南北车复牌后具有补涨机会。考虑到合并后，未来海外业务占比提升，合并后的估值水平将向国际巨头（PE为15-20倍）靠拢，未来资源整合、规模效应、协调效应后带来的业绩提升，两家公司合并后市值有望从1500亿元向2500-3000亿元靠拢。

3. 投资建议

铁路设备持续推荐中国南车、中国北车、鼎汉技术（内生增长+跨界发展），推荐铁路密封件业务的中鼎股份，关注兵器集团旗下的北方创业。详见我们鼎汉技术、中鼎股份、北方创业3篇公司深度报告及附录。

分析师

王华君 机械军工行业分析师

☎：(8610) 6656 8477

✉：wanghuajun@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513050002

陈显帆 机械军工行业分析师

☎：(8621) 2025 7807

✉：chenxianfan@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514020002

特此鸣谢

李辰

对本报告编写提供的信息帮助

相关研究

行业点评：《铁路设备行业：动车组招标超预期；行业短期景气向上，中期景气持续》

2014-10-16

行业深度：《机械军工2015年度策略——转型与革新：传统和新型产业共舞》

2014-12-22

行业深度：《军工行业：兵器集团资本运作将提速，看好北方创业、晋西车轴》

2013-10-11

公司深度：《中鼎股份：战略转型节能环保、

新能源汽车领域；环保发动机、充电桩等打开成长空间》

2014-12-17

公司深度：《北方创业（600967）：受益铁路改革；自备车、出口、防务业务驱动高增长》

2013-5-2

公司深度：《鼎汉技术（300011）：民营轨道交通高端装备供应商，未来将实现“跨界式”发展》

2014-7-22

公司深度：《晋西车轴（600495）：受益铁路改革，海外出口、高铁轮轴国产化推动业绩快速增长》

2013-7-23

行业点评——铁路设备行业：短期景气向上；中期景气持续；持续重点推荐

2014-07-28

附录 1：南北车合并预案要点

1、合并原则：“坚持对等合并、着眼未来、共谋发展，坚持精心谋划、稳妥推进、规范操作”。技术上采取中国南车吸收合并中国北车的方式进行合并。

2、合并后新公司的名称：中国中车股份有限公司；中文简称：中国中车。

3、本次合并的具体换股比例为 1:1.10，即每 1 股中国北车 A 股股票可以换取 1.10 股中国南车将发行的中国南车 A 股股票，每 1 股中国北车 H 股股票可以换取 1.10 股中国南车将发行的中国南车 H 股股票。具体而言，中国南车 A 股和 H 股的市场参考价分别为 5.63 元/股和 7.32 港元/股；中国北车 A 股和 H 股的市场参考价分别为 5.92 元/股和 7.21 港元/股；根据该等参考价并结合前述换股比例，中国北车的 A 股股票换股价格和 H 股股票换股价格分别确定为 6.19 元/股和 8.05 港元/股。

本次合并完成后，合并后新公司的股本总额增至约 272.9 亿股。其中 A 股为 229.2 亿股，占股份总数的 83.98%，H 股为 43.7 亿股，占股份总数的 16.02%。南车集团及其下属企业占股 28.91%，北车集团及其下属企业占股 27.01%，A 股其他社会公众股东占股 28.06%，H 股股东占股 16.02%。

4、后续需要的审批：尚须获得中国南车和中国北车各自的股东大会、A 股类别股东会 and H 股类别股东会审议通过，国务院国资委、中国证监会、香港联交所、商务部、境外反垄断审查机构及其他有权监管机构的批准、核准，通过香港证监会执行人员对相关通函的审查以及获得香港证监会执行人员对有关事项授予的豁免。

其中：中国北车 H 股股东会通过条件：本次合并获得出席中国北车 H 股类别股东会的无利害关系中国北车 H 股股东所持表决权 75% 以上通过；且反对本次合并的票数不超过所有无利害关系中国北车 H 股股东所持表决权的 10%。

5、合并背景：

(1) 全球轨道交通行业面临高铁经济蓬勃发展的最佳契机

近年来，全球主要经济体和众多发展中国家均公布了铁路（尤其是高速铁路）的发展规划，全球轨道交通市场正快速成长。中国国家领导人提出了加强“互联互通”及建设“一带一路”的战略构想，未来十年将对外投资 1.2 万亿美元。筹建丝路基金、亚洲基础设施投资银行和金砖国家开发银行等举措，也将为亚太及全球发展中国家基础设施建设提供资金支持。全球轨道交通行业面临广阔的市场空间。

(2) 中国轨道交通“三网融合”蕴含巨大的市场空间

中国轨道交通经过近年的快速发展，已经具备了较好的基础，未来将以干线铁路客运专线、城际铁路网络和城市轨道交通系统的“三网融合”为发展目标，组成全国范围内完整的轨道交通网络。推进轨道交通“三网融合”将为整个轨道交通装备市场的增长带来新的机遇。

客运专线方面，我国高铁运营里程在 2013 年底达到 11,028 公里，2008-2013 年复合增长率达到 75%；根据国家高速铁路规划，干线铁路客运专线还将继续保持快速增长。

城际铁路网络方面，截至 2014 年 10 月，各城市群规划城际铁路总里程超过 1.9 万公里，其中预计 2016-2020 年竣工里程有望达到 1.08 万公里，为城际铁路专用动车组带来巨大的市场需求增量。

城市轨道交通系统方面，截至 2014 年 5 月，全国共有 36 个城市地铁建设规划获批准。中国地铁建设进入高峰期，城轨地铁装备市场同样也面临广阔的发展空间。

6、合并目的

通过合并南北车进行重组整合，以提升合并后新公司的业务规模，增强盈利能力，打造以轨道交通装备为核心，跨国经营、全球领先的大型综合性产业集团，进而提升全体股东的利益。本次合并将主要从以下三方面推动上述战略目标的实现。

(1) 提升国际化。合并后新公司将把握全球轨道交通市场快速发展的历史机遇，扩大全球市场份额，加快国际化进程。着力统一布局海外投资，避免资源浪费，提高投资效率；整合海外销售队伍，制定统一的海外市场拓展战略，集中力量在国际竞争中获得更加有利的地位；统一品牌形象，集中双方优势参与国际竞争。

(2) 增强协同性。合并双方将在研发、生产、采购、销售等领域充分发挥协同效应，实现资源合理配置，提升公司整体实力。通过统筹研发资源，构建可持续发展的研发体系，融合双方优势技术，加速实现核心技术突破；优化产品体系，实现产品的谱系化、标准化和模块化，为客户创造更大价值；实现生产基地专业化、地域化分工，统筹规划未来投资，实现供应体系、销售体系全球整合，充分挖掘规模效应和协同效应。

(3) 拓展多元化。合并后新公司将利用轨道交通装备板块的既有资源培育新产业，实现业务多元化发展，提高公司抗风险能力。

7、合并后新公司业务的影响

本次合并将有利于合并后新公司发挥规模效应、增强技术实力、优化全球产业布局和资源配置，实现打造以轨道交通装备为核心，跨国经营、全球领先的大型综合性产业集团的战略目标。

(1) 扩大业务规模，提升市场地位。本次交易将使公司业务规模扩大，销售市场份额上升，并形成以轨道交通装备为核心，新能源、新材料、金融与服务和其他新产业快速发展的产业格局，为巩固并提升合并后新公司在国际高端装备市场的竞争地位及市场影响力奠定重要基础。

(2) 实现技术资源和研发力量的有效整合，提高创新能力。本次交易将使中国南车和中国北车共享技术资源和研发力量，通过技术互补加快实现核心技术领域的突破，提高国产化率水平；统筹双方研发资源，避免重复研发投入，加快新产品开发速度，提升开发效率；组织富余资源投入基础性研究、共性技术研究、前瞻性研究和多元化新兴产业研究，为打造合并后新公司核心竞争力和实现未来可持续发展奠定基础。

(3) 统筹布局，提高资源使用效率。国内产业布局方面，合并后新公司将进一步实现生产基地的专业化和地域化分工，提高生产效率和交货速度；国内外新增投资方面，将按照收益最大化原则，对资源进行合理配置，避免重复投资，提高资源使用效率，降低投资风险。

(4) 实现规模效应和协同效应。合并后新公司通过深入整合采购体系、销售体系、产品体系和财务管理体系，可以充分挖掘各个业务环节的规模效应和协同效应。

附录 2：铁路投资重回历史高点，预计 2015 年铁路投资将保持高位

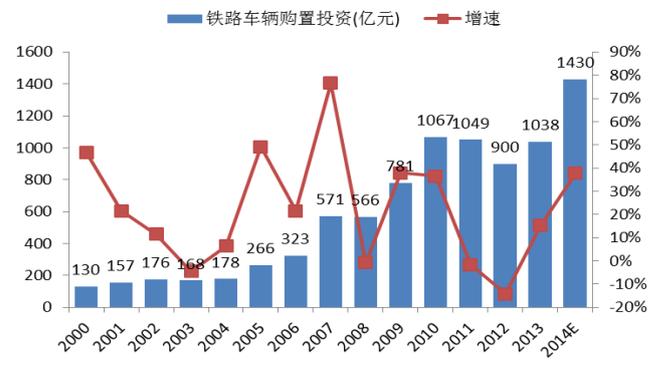
2014 年铁路投资总额预计将达到 8000 亿元以上，比 2013 年增长 20%；2014 年设备投资额增至 1430 亿以上，比 2013 年增长 38%。铁路建设作为国家拉动经济增长的重要着力点，中西部铁路投资加大，铁路投资重回历史高点。预计 2015 年中国经济保持较快增长压力较大，为保持经济较快增长，我们认为 2015 年铁路投资仍将保持高位。

图 1：2014 年铁路投资总额将达到 8000 亿元，重回历史高点



资料来源：中国铁路总公司，中国银河证券研究部整理

图 2：2014 年铁路车辆购置额增至 1430 亿，同比增长 38%



资料来源：中国铁路总公司，中国银河证券研究部整理

到 2013 年底，中国铁路运营里程突破 10 万公里，居世界第 2 位。我国高速铁路总营业里程超过 1 万公里，达到 11028 公里，在建高铁规模 1.2 万公里，成为世界上高速铁路投产运营里程最长、在建规模最大的国家。

根据铁路“十二五”规划，“到 2015 年全国铁路营业里程达 12 万公里左右”，我们预计 2014-2015 年新线投产里程在年均 7000-8000 公里，其中高铁投产里程在年均 3000-4000 公里；固定资产投资预计在年均 8000 亿元，其中基建投资预计在年均 5500-6500 亿元。

表 1：预计 2014-2015 年铁路基建投资在年均 5500-6500 亿元左右，新投产高铁在年均 3000-4000 公里左右

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
固定资产投资(亿元)	2088	2581	4168	7045	8427	5906	6310	6600	8000	8000
基建投资(亿元)	1553	1790	3372	6006	7091	4611	5160	5300	5500-6500	5500-6500
投产新线里程(公里)	1481	678	1730	5557	4908	2167	5382	5500	7000-8000	7000-8000
新投产高铁(客运专线,公里)			1134	2319	1554	1421	2723	3000	3000-4000	3000-4000
营业里程(万公里)	7.7	7.8	8	8.6	9.1	9.3	9.8	10.4	11.1-11.2	11.8-12

资料来源：中国银河证券研究部（注：投产里程即通车里程）

2014 年上半年高铁动车客运量同比增长 3 成，以京沪高铁为例，2011 年日均客运量 13 万人，2014 年上半年日均客运量达到 25 万人。随着高铁客运量的增长，高铁动车组加密需求加大，加密需求将成为动车组需求主动力。

城轨地铁成为轨道交通又一亮点。“十八大”之后，国家大力推进城镇化。城轨地铁是大城市重要出行方式，国家政策鼓励，地方政府热情高涨，城轨地铁建设有望迎来新一轮高峰期。同时，我国城轨地铁在海外出口方面也不断取得突破。城轨地铁及其海外出口延长轨道交通设备景气周期。

附录 3：动车组招标超预期，2015 年业绩增长基本确定

2014 年 10 月 14 日，中国铁路建设投资公司招标配套动车组机车综合无线通信设备(CIR)共 170 套，计入今年已经招标的 776 套 CIR，今年共招标 CIR 946 套，可配套 473 标列动车组（每标列动车组配 2 套 CIR）。

截止目前，今年铁总已经正式招标动车组 377 列（8 月份 232 列，9 月份 70 列，10 月份 75 列；其中时速 350 公里的 240 列，250 公里的 137 列）。目前招标 CIR 可以配套 473 列，预示着近期还可能再招标 96 列。

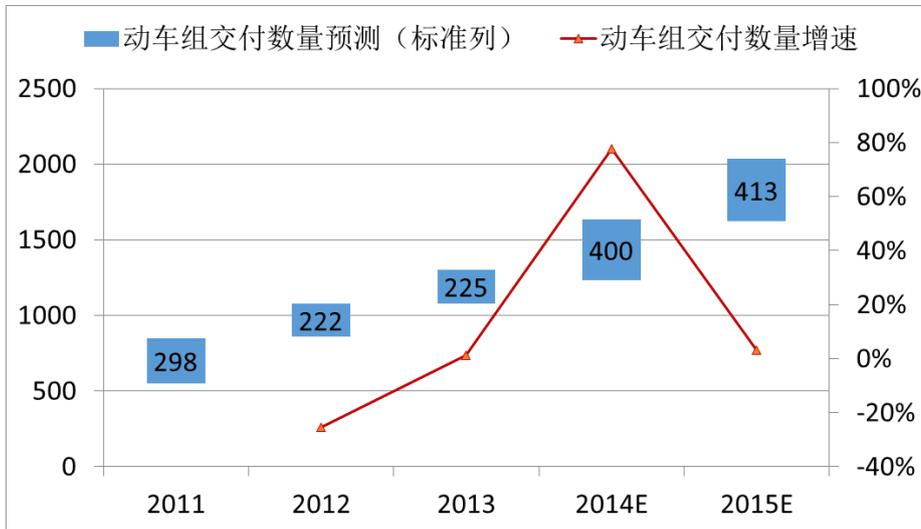
表 2：2014 年动车组招标超预期，可能招标 473 列（目前已招标 377 列）

招标时间	招标内容	采购数量	备注/单价（亿元）	招标金额估计（亿元）
2014.10.14	动车组机车综合无线通信设备（CIR）	170 套	对应 85 列动车组	
2014.8.25	动车组机车综合无线通信设备（CIR）	776 套	对应 388 列动车组	
合计		946 套	对应 473 列动车组	
2014.10.11	时速 350 公里动车组	40	1.9	76
2014.10.11	时速 250 公里动车组	35	1.29	45
2014.9.24	时速 350 公里动车组（高寒）	25	2.02	51
2014.9.24	时速 250 公里动车组（高寒）	35	1.3	46
2014.9.24	时速 250 公里动车组（抗风沙）	10	1.3	13
2014.8.22	时速 350 公里动车组	175	1.9	333
2014.8.22	时速 250 公里动车组	57	1.29	74
合计		377		636
未来可能招标动车组		96		

资料来源：中国铁路建设投资公司网站，中国银河证券研究部

2013 年铁总招标动车组招标共 473 列（8 月份一次招标 159 列；二次招标 314 列；其中时速 350 公里的共 294 列；250 公里的 179）；2013 年结转到 2014 年的订单约 340 列。我们判断 2014 年动车组交付在 400 列左右，则 2015 年动车组交付约 413 列。尽管产品结构有所差异，但我们可以大致判断 2015 年动车组交付多于 2014 年，中国南车、中国北车的业绩增长基本确定。

图 3: 预计 2014-2015 年中国每年交付动车组数量在 400 列以上



数据来源: 中国银河证券研究部 (注: 不计入青岛BST交付的动车组)

表 3: 预计 2014 年南北车动车组合计交付数量同比增长 78%，销售额同比增长 62%

2012 年交付动车组 (列)	230	单价 (亿元/列)	金额: 亿元
其中: 350 公里的占比	76%	1.9	332
其中: 250 公里的占比	24%	1.3	72
2012 年动车组交付金额合计			404
2013 年交付动车组 (列, 预计数)	225		
其中: 350 公里的占比	60%	1.9	257
其中: 250 公里的占比	40%	1.3	117
2013 年动车组交付金额合计			374
2013 年动车组交付数量同比增长			-2%
2013 年动车组销售额 (不包含维修) 同比增速			-8%
2014 年交付动车组 (列, 预计数)	400		
其中: 350 公里的占比	35%	1.9	266
其中: 250 公里的占比	65%	1.3	338
2014 年动车组交付金额合计			604
2014 年动车组交付数量同比增长			78%
2014 年动车组销售额 (不包含维修) 同比增速			62%

数据来源: 中国银河证券研究部 (注: 不计入青岛BST交付的动车组)

附录 4: 高铁外交成果渐显, 国外规划高铁建设超 1.2 万公里

“高铁外交”带来订单预期, 将延长行业景气周期。国务院总理李克强多次出访明确提到高铁; 国家主席习近平出访也突出高铁合作项目。

据国际铁路联盟统计, 截至 2013 年 11 月 1 日, 世界其他国家和地区高速铁路总营业里程 11605 公里, 在建高铁规模 4883 公里, 规划建设高铁 12570 公里, 和我国总量相等。未来国

际市场是中国高铁走出去的大舞台。

根据人民日报报道，国企今年海外铁路类订单（包含基建）已超过 1000 亿元。统计数据
显示，2009-2013 年间，中国北车累计获得了巴西 42 亿元订单、阿根廷 57 亿元订单；中国南
车累计获得了阿根廷 60 亿元订单。

表 4：2014 年以来轨道交通在海外取得的部分重要成果

时间	国家	主要内容
2014 年 5 月 5 日	埃塞俄比亚	国务院总理李克强在访问埃塞俄比亚时表示，中方将积极参与非洲公路、铁路、电信、电力等项目建设，实现区域互联互通，中方还将在非洲设立高速铁路研发中心。
2014 年 5 月 5 日	尼日利亚	中国土木工程集团与尼日利亚联邦交通部签订尼日利亚沿海铁路项目框架合同，总金额 131.22 亿美元，刷新了中国对外承包工程单体合同额最高纪录。
2014 年 5 月 20 日	俄罗斯	在国家主席习近平与俄罗斯总统普京的共同见证下，中国铁建等几十家中方企业在上海与俄罗斯签署了能源、电力、航空、通信、基础设施建设等领域多项合作文件。
2014 年 6 月 5 日	新加坡	中国南车四方股份公司与川崎重工株式会社及其新加坡分公司联合中标新加坡陆路交通管理局 (LTA) 91 列 364 辆无人驾驶地铁车辆项目。
2014 年 6 月 24 日	马其顿	中国南车股份有限公司与马其顿签署 6 列动车组购销合同，在合同规定期限内向马其顿铁路提供相关产品和服务。
2014 年 7 月 21 日	阿根廷	我国出口量最大的城际动车组首批车辆在阿根廷萨缅托线投入运营，首批投入运营的共 6 列（54 辆）。
2014 年 9 月 10 日	印度	中国南车株机公司获签 3 亿元印度新孟买 1 号线地铁车辆及维保订单，这是中国南车首次获得印度地铁维保订单，成功将“制造+服务”的地铁“4S”店模式复制到南亚大陆。
2014 年 10 月 10 日	德国	在中德两国总理共同出席的第七届中德经济技术合作论坛上，由中德两国政府共同见证下，成立“中德轨道交通技术联合研发中心”的合作协议在德国柏林签署。
2014 年 10 月 21 日	泰国	中国北车长客股份公司联合 BBC 联合体与泰国国家铁路公司(SRT)在曼谷正式签署了 115 辆米轨铁路客车项目合同。这是泰国国家铁路公司有史以来签署的最大铁路客车采购合同，也是中国不锈钢米轨干线铁路客车的首次出口。
2014 年 10 月 21 日	马来西亚	中国南车株机公司将向马来西亚提供 30 列应用于安邦线的轻轨列车，其中 9 列车将在马来西亚吉隆坡实现本地化生产。
2014 年 10 月 22 日	美国	美国马萨诸塞州交通局正式宣布中国北车股份有限公司中标波士顿地铁车辆采购项目，为波士顿红线和橙线地铁提供地铁车辆，中标金额约为人民币 34.85 亿元。
2014 年 11 月 12 日	秘鲁	中国国家主席习近平在北京同秘鲁总统乌马拉举行会谈时表示，中方将积极参与建设从秘鲁到巴西、连接太平洋和大西洋的“两洋铁路”项目。会谈后，两国元首共同见证了中国、巴西、秘鲁三国有关部门设立“两洋铁路”联合工作组等合作文件的签署。
2014 年 11 月 18 日	泰国	泰国总理巴育表示，内阁当天通过一项中国投资泰国铁路的合作项目，有关合作的规划细节，将提交国家立法议会审议。
2014 年 11 月 19 日	尼日利亚	中国铁建中非建设有限公司副董事长曹保刚与尼日利亚交通部部长依瑞士·乌斯曼在尼首都阿布贾正式签署尼沿海铁路项目商务合同。

资料来源：互联网，中国银河证券研究部

附录 5：中国北车：全球最大铁路设备制造商，自主化率提高盈利能力增强

驱动因素、关键假设及主要预测：

1、预计公司动车组收入增长 10%以上。根据今年动车组招标 473 列，假设明年不招标，明年交付量仍可以多于今年。预计明年下半年动车组还将招标。

2、预计机车增长 10%左右。预计 2014 年招标 1400 台，明年在 1500 台以上。

3、预计城轨地铁保持 10%以上增长。中国北车 2012 年城轨地铁交付约 3600 辆，我们估计 2014 年交付 4000 辆，预计明年交付 4500 辆以上。

我们与市场不同的观点：

1、公司自主化率提升，毛利率有望进一步提升。公司机车上的牵引控制系统、自动系统等自主化比例进一步提高。公司自主研发的牵引控制系统、制动系统有望应用在动车组上；目前动车组牵引控制系统试验效果较好。公司轨道交通业务的毛利率，已经从 2012 年的 17.2% 提升至 2014 年上半年的 22.42%。

2、预计 2014 年公司业绩将高增长，2015 年业绩有望保持 20%左右增长。市场担心公司 2015-2016 年业绩增长乏力。我们认为公司 2014 年业绩有望实现 50%左右高增长，2015 年业绩仍将保持在 20%左右。

公司估值与投资建议：

预计 2014-2016 年 EPS 为 0.50/0.61/0.73 元，PE 为 13/11/9 倍。维持“推荐”评级。

股票价格表现的催化剂：

动车组招标超预期；“高铁外交”推动；南北车整合获得成功。

主要风险因素：

铁路重大事故致行业景气下滑，铁路投资低于预期，南北车整合失败风险。

附录 6：鼎汉技术：民营轨道交通高端装备供应商，将“跨界式”发展

驱动因素、关键假设及主要预测：

1、铁路设备行业景气周期延长：铁路投资重回历史高点，“高铁外交”带来订单预期，将延长行业景气周期；地铁建设景气持续，城轨地铁、现代有轨电车拉动轨道交通设备市场需求。

2、在手订单、新产品即将突破保障业绩重回高增长。公司在手订单充足，未来信号电源业务将保持持续增长；车载动态安全监测、屏蔽门系统、车载辅助电源等 3 大新业务开始贡献业绩，未来新业务将取得更多突破；预研产品将支撑公司 2016 年之后的业绩增长；公司外延式发展也可能增厚公司业绩。

3、未来将“跨界式发展”。公司在研高铁动车高端装备、地铁高端装备、大功率再生储能控制设备、有轨电车装备、纯电动车装备等相关技术，将成未来发展方向。

我们与市场不同的观点：

1、市场认为公司估值较贵，我们认为公司“内生+外延式”快速成长期才刚开始。公司将在

外延式并购、新模式探索、新产品突破三大方面取得突破，看好其“跨界式”发展。

2、海兴电缆业绩将超市场预期，未来公司特种电缆有望向军船领域拓展。海兴电缆 2014 年上半年完成净利润 4540 万元。电缆加工和铺设为车辆生产第一个环节，海兴电缆在手订单充足，预计业绩将超预期。公司公告中提出希望以参股公司武汉浩普在军工领域的资源为突破口，将海兴的特种电缆引入到军队船舶领域。

3、公司“跨界式”发展、外延发展将超市场预期：公司在研高铁动车高端装备、地铁高端装备、大功率再生储能控制设备、有轨电车装备、纯电动车装备等相关技术，我们认为公司新产品储备丰富，还将加快收购兼并，未来“跨界式”发展、外延式发展将超市场预期。

公司估值与投资建议：

考虑海兴电缆全年业绩，预计摊薄后实际备考 EPS 为 0.37/0.50/0.67 元，PE 为 47/35/26 倍；公司明确提出未来将“跨界”发展，预计未来公司业绩仍有上调潜力，维持“推荐”评级。

股票价格表现的催化剂：

外延式、“跨界式”发展获突破；动车组招标超预期；“高铁外交”刺激、海兴电缆业绩超预期。

主要风险因素：

铁路重大事故致行业景气下滑，“跨界”发展低于预期。

附录 7：中鼎股份：战略转型节能环保、新能源汽车领域；环保发动机、充电桩等打开成长空间

驱动因素、关键假设及主要预测：

1、**主业驱动因素：结构调整**（加大新能源/节能环保型汽车、航空航天、铁路、军工和天然气等关键装备用高端密封件市场开拓力度）、**成本节约、出口开拓、产业整合四大动力推动公司主业业绩快速增长。**

2、**公司面对市场从传统汽车领域战略转型节能环保/新能源汽车，产品从单一零件战略转型部件/总成/集成系统，转型打开公司未来成长空间。**

3、**国内非轮胎橡胶市场规模约 500 亿元，公司市占率 10%左右有望进一步提升。**

4、**充电桩市场需求未来可能超 100 亿元，市场潜力巨大。**

5、**OPOC 环保发动机将逐步产业化。**参股公司中鼎动力 OPOC 环保发动机是重大革新产品，有助于雾霾治理，与特斯拉齐名。中鼎动力已获 10 万台发动机订单。未来中鼎动力一期和二期共 30 万台产能如果未来几年能够达产，如果按照 4 万元/台计算，我们粗略估计未来中鼎动力乐观情况下收入将超过 100 亿元，净利润有望超过 10 亿元。

我们与市场不同的观点：

1、**业绩将超市场预期。**市场认为公司今年股价涨幅已经较大，我们认为公司今年、明年业绩高增长，将超市场预期，且战略转型节能环保/新能源汽车领域，业绩和估值将双提升，

未来市值提升空间较大。之前我们于 2013 年 1 月份深度报告推荐中鼎股份，目前持续推荐。

2、公司成长空间已打开，未来可能受益节能环保、新能源汽车、车联网等主题投资。市场认为公司单一汽车密封件市场未来将遇到天花板，我们认为公司从单一零件战略转型部件、总成、集成系统级别市场，**未来不排除外延式发展**，将打开公司成长空间。参股公司上海挚达未来将以 O2O 模式建设覆盖全国的上门汽车充电服务网络，打造基于**物联网和移动互联网**的充电共享信息平台（车联网之一），预计未来不仅仅为中鼎股份带来电动汽车充电桩业务。

3、中鼎动力 OPOC 环保发动机产业化成功概率较大。市场质疑 OPOC 环保发动机成功的可能性，我们认为成功概率较大。除了中鼎动力之外，一汽和湖南大学也开始和 EcoMotors 加强合作，这表明 OPOC 环保发动机已经获得了主流厂商的认可。目前集团在重点支持。

公司估值与投资建议：

预计 14-16 年 EPS 为 0.52/0.73/0.96 元，PE 为 26/19/14 倍。未来业绩具备上调潜力，维持“推荐”评级。

股票价格表现的催化剂：

OPOC 环保发动机产业化取得重大进展、外延发展取得重大进展、高端密封件市场开拓取得重大突破。

主要风险因素：

OPOC 环保发动机产业化风险、外延发展低于预期、国内外汽车需求下滑、天然橡胶价格和汇率波动。

附录 8：北方创业：受益自备车、出口、军品、兵器集团资本运作

驱动因素、关键假设及主要预测：

1、公司今年上半年新增订单已达 4600 辆(已公告/公开资料；去年全年交付 3500 辆左右)，且高利润率车型占比提升；未来 2 年产能翻倍，可以逐步满足之前不敢接的出口订单（受产能限制）；铁路货车向 100t 级升级，铁路车辆毛利率仍有提升空间；我们预计公司未来几年业绩将保持快速增长。

2、近期和未来几年主战坦克、8*8 轮式战车需求旺盛，预计公司军品将实现大幅增长；未来将受益兵器集团资本运作。

我们与市场不同的观点：

1、我们持续看好公司未来几年的发展；不仅仅是今年和明年，我们看得更远。

2、公司估值将逐步向军工股估值靠拢；大股东内蒙一机集团是国家唯一主战坦克和 8*8 轮式战车研制基地。兵器集团目前资产证券化水平不足 20%，兵器集团大力推进“无禁区”改革，我们认为公司未来将受益于兵器集团资本运作。

3、我们看好主战坦克、8*8 轮式战车未来几年的市场需求，陆军装备被市场低估。

估值与投资建议：

预计 2014-2016 年 EPS 为 0.37/0.44/0.52 元，PE 为 40/34/29 倍；如计入近期资产置换，预计 2014-2016 年备考 EPS 为 0.41/0.51/0.62 元，PE 为 36/29/24 倍；如果未来兵器集团启动资本运作，预计业绩和估值将获得双提升。维持“推荐”评级。

股价表现的催化剂：

铁路货车大额订单，兵器集团资产整合获突破，铁路招标、出口超预期；军工板块行业性利好。

主要风险因素：

铁路货车收入确认低于预期；海外出口风险；资产整合低于预期。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

王华君、陈显帆，机械与军工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：中联重科（01157.HK）、广船国际（0317.HK）、中国南车（1766.HK）、中航科工（2357.HK）等。

A 股：北方创业（600967.SH）、海特高新（002023.SZ）、中航电子（600372.SH）、中鼎股份（000887.SZ）、隆华节能（300263.SH）、航空动力（600893.SH）、洪都航空（600316.SH）、三一重工（600031.SH）、中联重科（000157.SZ）、中国南车（601766.SH）、中国重工（601989.SH）、上海机电（600835.SH）、中国卫星（600118.SH）、机器人（300024.SZ）、恒泰艾普（300257.SZ）、林州重机（002534.SZ）、南风股份（300004.SZ）、威海广泰（002111.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn