

高铁驾风出海，十万亿市场将落地

2015年1月9日

投资要点

- ❖ 本报告是我们铁路设备系列报告的第三篇。在本篇报告中，我们对海外铁路建设，特别是各国高铁建设的情况进行了详细的分析、对各国高铁投资建设的长期空间进行了整体测算，然后我们对美国、欧洲、俄罗斯、东南亚市场进行了详细分析，最后对海外高铁设备厂商进行了分析，对我国高铁厂商进入海外市场的可能性进行了深入分析。
- ❖ **2018年全球铁路（包括动车、机车、货车、客车的建设）市场（包括路基、桥涵、轨道、电气化工程、信息化工程、车辆购置）总额预计为1.47万亿元，中国铁路市场约为5885亿，占比40%。**根据SCI Verkehr 预计，2018年全球铁路市场总额为1.47万亿元，2013-2018年CAGR为3.4%，根据我们的测算，“十三五”中国铁路市场年均投资5885亿，占全球市场的40%。其中2018年全球车辆市场容量预计为8920亿，CAGR为3.5%，而中国车辆市场投资额1025亿，约占全球11.5%。
- ❖ **2030年前全球海外高铁远期规划8.0万公里，高铁投资（包括路基、桥涵、轨道、电气化工程、信息化工程、车辆购置）总额预计达17.4万亿，年均投资1.1万亿。**根据统计，全球海外高铁建设规划合计8.0万公里，其中未完成的建设里程为6.5万公里，占比为81.1%，美国、欧洲、俄罗斯占高铁投资的75%。根据测算，2030年前全球高铁投资总额预计达17.4万亿元，其中车辆投资达1.9万亿。
- ❖ **美欧俄高铁占全球高铁投资的75%，中国已进入美俄市场，欧洲市场待突破。**美国目前仍未有高铁线路，规划高铁主线路建设1.7万公里，总投资额为7.7万亿，目前中国南车已参与加利福尼亚高铁招标；俄罗斯中长期需建设高铁1.3万公里，总投资额为2.6万亿，我国已进入，但俄罗斯高铁市场参与者众多，竞争激烈；欧洲市场中长期规划1.4万公里，投资额2.8万亿，由于专利原因，我国高铁仍未进入欧洲市场，仍待突破。
- ❖ **“高性价比+融资+技术突破”将助力我国高铁扬帆。**高铁海外四大家族优势在欧美，中国高铁的优势在于性价比，在铁路建设提供融资方面有丰富的经验，“高铁+融资”模式日渐成型，这种全包模式使我国在海外高铁项目上具备优势。同时，我国高铁已基本实现国产化，专利逐步得到认可，南车的CRH380A已通过美国知识产权评估。
- ❖ **高铁出海，业绩弹性大。**我们对南北车海外高铁市占率进行了乐观、悲观和中性的情景分析：在中性情形时，海外市场年均收入为563亿，为2013年南北车收入（剔除新产业）的31.6%，是2013年海外收入的4.01倍；年均净利润33.8亿元，为2013年净利润的39.8%。
- ❖ **风险因素：**海外高铁外交拓展政治风险，海外垄断法律限制风险，海外高铁竞争风险等。
- ❖ **投资策略。**根据我们对海外市场的分析，我们认为应该从以下三个链条梳理轨交产业链投资标的：1、整车制造设备商，推荐国内动车、高铁、城轨双寡头**中国南车、中国北车**；2、有望跟随高铁出海进入海外市场的国内技术龙头。推荐以高铁连接器为重点、逐步拓展路外业务的**永贵电器**，战略布局服务、车辆和系统的**鼎汉技术**、国内轨交门系统龙头**康尼机电**，地铁信号系统龙头**众合机电**；3、布局铁路售后市场的标的。推荐车辆检修、安全监测龙头**宝利来**。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

| 简称 | 股价 (元) | EPS (元) | | | PE (倍) | | | PB | 评级 |
|------|-----------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|----|
| | | 2014E | 2015E | 2016E | 2014E | 2015E | 2016E | | |
| 中国南车 | 8.49 | 0.42 | 0.51 | 0.58 | 20.2 | 16.6 | 14.6 | 3.28 | 买入 |
| 中国北车 | 9.45 | 0.51 | 0.62 | 0.71 | 18.5 | 15.2 | 13.3 | 2.69 | 买入 |
| 宝利来 | 22.33 | 0.06 | 0.08 | 0.1 | 372.2 | 279.1 | 223.3 | 12.20 | 买入 |
| 鼎汉技术 | 17.25 | 0.23 | 0.52 | 0.67 | 75.0 | 33.2 | 25.7 | 5.25 | 买入 |
| 永贵电器 | 38.34 | 0.60 | 0.79 | 1.01 | 63.9 | 48.5 | 38.0 | 5.97 | 买入 |
| 众合机电 | 21.40 | 0.1 | 0.53 | 0.7 | 214.0 | 40.4 | 30.6 | 7.15 | 增持 |

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2015年1月8日收盘价



强于大市（维持）

中信证券研究部

刘海博

电话：0755-23835418

邮件：liuhaibo@citics.com

执业证书编号：S1010512080011

刘芷冰

电话：021-20262126

邮件：liuzhibing@citics.com

执业证书编号：S1010514070001

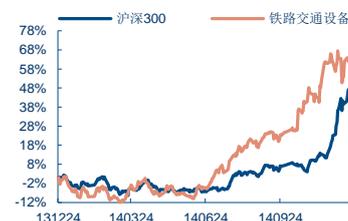
朱颖

电话：010-60836723

邮件：zhuying@citics.com

执业证书编号：S1010514080006

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

相关研究

1. 机械行业2015年投资策略—基建海外酝酿机遇，国企改革如沐春风(2014-12-09)
2. 工程机械行业重大事项点评—“一带一路”大幕渐起打开全球空间，基建项目开工落实推动行业复苏(2014-12-09)
3. 机械行业重大事项点评—印度、俄罗斯逐步突破，高铁外交持续进行(2014-11-25)
4. 锐奇股份(300126)调研纪要—机器人业务进展顺利，加快布局智能制造平台(2014-11-24)
5. 一张图看懂无人机行业系列（第一期）—A股无人机相关企业(2014-11-18)
6. 机械行业重大事项点评—高铁走出去，短期挫折不改长期趋势(2014-11-10)

目录

| | |
|---|-----------|
| 主要结论与投资策略..... | 1 |
| 全球市场总览..... | 3 |
| 全球铁路货运、客运稳定增长 | 3 |
| 全球铁路市场投资 2018 年 1.47 万亿，CARG 为 3.4% | 3 |
| 中国：2015 年投资额 8128 亿，“十三五”年均投资 5885 亿..... | 6 |
| 全球高铁规划规划 8 万公里，投资额 17.4 万亿..... | 7 |
| 美国高铁：占全球高铁投资额的 44%，中国已参与加州高铁招标 | 12 |
| 欧洲高铁：占全球高铁投资额的 16%，维保市场仍有空间 | 16 |
| 俄罗斯高铁：占全球高铁投资额的 15%，车辆市场竞争激烈 | 18 |
| 东南亚及南美地区高铁：占全球高铁投资的 7%，与中国合作频繁..... | 20 |
| 海外其他地区高铁：占全球高铁投资额 18%，投资额 3.1 万亿 | 22 |
| 市场竞争分析..... | 23 |
| 全球高铁设备商优势：技术成熟，欧美地区经验丰富 | 23 |
| 中国高铁优势：高性价比+融资+技术突破..... | 28 |
| 南北车业绩弹性情景分析..... | 31 |
| 风险因素..... | 33 |
| 投资策略与重点公司..... | 34 |
| 行业评级与投资策略..... | 34 |
| 重点推荐公司..... | 36 |

插图目录

| | |
|--|---|
| 图 1：2018 年全球铁路货运量达到 12.12 万亿吨·公里 | 3 |
| 图 2：2018 年全球铁路客运量达到 4.79 万亿人·公里 | 3 |
| 图 3：亚洲市场增长强劲，2013 年至 2018 年 CAGR 为 4.0%..... | 4 |
| 图 4：2013 年 Top4 地区占比为 83.1%..... | 4 |
| 图 5：2018 年 Top4 地区占比 82.5% | 4 |
| 图 6：2013 年车辆市场占到总市场的 60.2% | 5 |
| 图 7：2013-2018 年车辆市场 CAGR 为 3.5%..... | 5 |
| 图 8：中国铁路市场年平均容量为 1438 亿元..... | 5 |
| 图 9：中国铁路市场占全球市场份额的 11.5%..... | 5 |
| 图 10：海外各国维保市场占比平均为 55%..... | 6 |
| 图 11：四横四纵与重要干线待竣工 1.7 万公里 | 6 |
| 图 12：海外高铁未竣工里程 64906.6 公里..... | 8 |
| 图 13：海外高铁未竣工里程占比为 81.1%..... | 8 |
| 图 14：美国、东南亚及南美暂无高铁 | 8 |

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 15: 2021-2030 年完成建设平均占比 50.5% | 8 |
| 图 16: 美国高铁待竣工里程 1.7 万公里 | 9 |
| 图 17: 2021-2030 年竣工里程美国在海外占比为 40.2% | 9 |
| 图 18: 海外高铁 2016-2020 年完成建设 2.2 万公里 | 10 |
| 图 19: 站前工程(路基、桥涵、轨道)占总成本 48% | 10 |
| 图 20: 美国市场高铁投资占比 44.4% | 11 |
| 图 21: 海外高铁年均投资额 1.1 万亿元 | 11 |
| 图 22: 2014-2030 年车辆购置费用为 1.9 万亿元 | 12 |
| 图 23: 美国计划未来高铁里程 1.7 万公里 | 12 |
| 图 24: 美国高铁 2016—2020 年竣工里程占比为 1.7% | 12 |
| 图 25: 美国高铁规划图 | 13 |
| 图 26: 加州高铁网络规划图 | 14 |
| 图 27: 2012 年美国客运周转量铁路占比 0.8% | 15 |
| 图 28: 59%的美国民众支持 2009 年联邦政府向铁路投资拨款 | 15 |
| 图 29: 2009 年、2010 年拨款占高铁总投资额比例低于 20% | 16 |
| 图 30: 2030 年欧洲高铁总通车里程 2.2 万公里 | 16 |
| 图 31: 欧洲高铁待竣工里程占比 65.0% | 16 |
| 图 32: 欧洲高铁规划图 | 17 |
| 图 33: 欧洲车辆维保市场容量大于中国 | 17 |
| 图 34: 中国新车市场占比高 | 18 |
| 图 35: 欧洲维保市场占比高 | 18 |
| 图 36: 俄罗斯高铁中长期需建设 1.3 万公里 | 19 |
| 图 37: 俄罗斯中长期高铁竣工里程占总规划的 80.6% | 19 |
| 图 38: 俄罗斯铁路规划图 | 19 |
| 图 39: 东南亚及南美高铁中长期通车里程 5928.0 公里 | 21 |
| 图 40: 东南亚及南美高铁待竣工里程占比 100% | 21 |
| 图 41: 巴西高铁规划图 | 21 |
| 图 42: 中长期内需完成高铁建设 12812.8 公里 | 23 |
| 图 43: 全球其他地区中长期竣工里程占比 64.06% | 23 |
| 图 44: 庞巴迪、阿尔斯通、西门子市场份额占比 12.8% | 24 |
| 图 45: 庞巴迪 2013 年轨交收入 542.3 亿元 | 24 |
| 图 46: 轨交收入占比 48.3% | 24 |
| 图 47: 阿尔斯通 2013 年轨交收入 337.7 亿元 | 25 |
| 图 48: 轨交收入占比 29.0% | 25 |
| 图 49: 2013 年轨交装备收入 222.62 亿元 | 25 |
| 图 50: 2013 年轨交装备收入占轨交收入 49.0% | 25 |
| 图 51: 阿尔斯通 2013 年轨交订单 492.8 亿元 | 26 |
| 图 52: 阿尔斯通优势地区在欧洲 | 26 |
| 图 53: 西门子 2013 年轨交收入 486.5 亿元 | 26 |
| 图 54: 西门子轨交业务收入占比 12.3% | 26 |
| 图 55: 川崎 2013 年轨交业务收入 67.6 亿元 | 27 |
| 图 56: 川崎重工轨交收入占比为 10.1% | 27 |

| | |
|--|----|
| 图 57: 海外高铁建设成本约 2.0 亿元/公里 | 29 |
| 图 58: 中国高铁创新路径 | 30 |
| 图 59: 中性情景年均收入为当前收入的 31.66% | 32 |
| 图 60: 中性情景净利润为当前净利润的 39.85% | 32 |
| 图 61: 中性市场年均收入为 2013 年海外收入的 4.01 倍 | 33 |

表格目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 表 1: 铁路线路规划与建设里程情况总览 | 6 |
| 表 2: “十三五”期间拥有 2.94 万亿元待投资总额 | 7 |
| 表 3: 投资额 3 年年均上调 1000 亿元 | 7 |
| 表 4: 海外高铁线路规划与建设里程情况总览 | 8 |
| 表 5: 欧洲高铁建设成本 2.0 亿元/公里 | 10 |
| 表 6: 各国高铁投资总额 17.4 万亿 | 11 |
| 表 7: 加州高铁网络第一期投资额 676 亿美元 | 13 |
| 表 8: 美国铁路 2012 年客运周转量为 607.65 亿 | 15 |
| 表 9: 欧洲高铁资金来源多样 | 18 |
| 表 10: 俄罗斯规划中高铁总览 | 20 |
| 表 11: 中国高铁进入俄罗斯市场的优劣势 | 20 |
| 表 12: 东南亚及南美国家铁路规划 | 22 |
| 表 13: 东南亚及南美与中国企业接触密切 | 22 |
| 表 14: 主要高铁设备供应商总览 | 23 |
| 表 15: 庞巴迪优势区域为欧洲国家 | 24 |
| 表 16: 阿尔斯通优势地区在欧洲 | 26 |
| 表 17: 西门子优势区域在欧美地区 | 27 |
| 表 18: 川崎优势区域在亚洲、美国 | 27 |
| 表 19: 高铁海外推广一览 | 28 |
| 表 20: 全球各国/地区高铁资金来源多样 | 29 |
| 表 21: 中国攻克高铁关键技术 | 30 |
| 表 22: CTCS 参照 ETCS 研制 | 31 |
| 表 23: 南北车优势在高性价比、交易灵活 | 31 |
| 表 24: “一路一带”战略规划打开长期空间 | 31 |
| 表 25: 南北车海外市场占有情形一览 | 32 |
| 表 26: 南北车海外市场弹性测算 | 32 |
| 表 27: 永贵电器盈利预测与估值 | 36 |
| 表 28: 鼎汉技术盈利预测与估值 | 37 |
| 表 29: 中国南车盈利预测与估值 | 38 |
| 表 30: 中国北车盈利预测与估值 | 39 |
| 表 31: 众合机电主要盈利指标预测 | 40 |
| 表 32: 宝利来主要盈利指标预测 | 41 |

本报告是我们铁路设备系列报告的第三篇。

在系列报告第一篇中，我们从 2000 年我国铁路的建设情况开始，系统梳理了铁路建设的三个阶段，对目前铁路运营里程、车辆以及运输情况进行了详细的介绍，并对铁道部的运营、盈利情况、资金来源进行了分析，最后结合目前情况、国家规划以及海外经验对铁路短期、中期和长期的发展给出了判断，详见《铁路设备专题研究报告之一——轻舟已过万重山，高铁和城轨是重点》（2014 年 7 月 15 日）。

在系列报告第二篇中，我们整理总结了 2014 年下半年至 2020 年的轨交（包括四纵四横、重要干线、城际、地铁）投资，对 2014-2020 年的轨交产业链的投资总额进行了测算，然后对铁路产业链进行了梳理，针对基础设施建设（路基桥梁工程、施工设备、轨道工程）、智能化建设（电气化工程、信息化工程）、整车购置（机车、货车、客车、动车组、地铁）以及车辆零部件，以及每个阶段的投资时间、投资空间、市场竞争格局和主要竞争者的情况进行了系统分析，最后给出了投资建议。详见《铁路设备专题研究报告之二——重要干线、城际铁路快速推进，城轨地铁生机盎然》（2014 年 9 月 3 日）。

本报告是我们铁路设备系列报告的第三篇。在本篇报告中，我们对海外铁路建设，特别是各国高铁建设的情况进行了详细的分析、对各国高铁投资建设的长期空间进行了整体测算，并对美国、欧洲、俄罗斯、东南亚市场进行了详细分析，最后还对海外高铁设备厂商进行了分析，对我国高铁厂商进入海外市场的可能性进行了深入分析。

主要结论与投资策略

根据报告对海外高铁市场的分析，我们认为：

从市场的成长性来看，**美国市场成长性最好**。根据我们的统计和测算，海外高铁合计 8.0 万公里，其中未完成的建设里程为 6.5 万公里，2014-2030 年海外高铁总投资额 17.4 万亿，其中**美国**投资额 7.74 万亿，占比最大为 44.4%，成长性最好，完全从无到有；**欧洲**投资额 2.81 万亿，中长期规划 1.4 万公里，CAGR 为 6.8%，占比 16.2%；**俄罗斯**投资额 2.57 万亿，占比 14.7%，CAGR 为 10.8%；**东南亚及南美市场**，投资额 1.18 万亿，占比 6.8%，也是完全从无到有的市场；**其他地区**，投资额 3.10 万亿，占比 17.8%，CAGR 为 9.85%。

从资质和合作经历来看，除欧洲市场外，其他市场资质已具备。**美国市场**，中国南车研制的 CRH380A 型动车组通过美国律师事务所与专利商标检测，拥有完全知识产权，目前中国南车已参与加利福尼亚高铁（西部高铁）招标；**欧洲市场**，我国动车建设因由专利等问题，动车组仍未进入欧洲市场，仍待突破；**俄罗斯市场**，我国已进入，在动车高寒车型上具有绝对优势，但俄罗斯高铁市场参与者众多，竞争激烈；**东南亚及南美市场**，东南亚及南美地区高铁项目与中国企业接触密切，墨西哥、巴西市场都有投标，前期中标墨西哥高铁（墨西哥单方面取消，现已重新投标）。

从融资形式来看，**美欧俄需中国支持少，东南亚及南美市场需中国支持多**。**美国市场**，高铁采取运营网和铁路网合一的方式运营，所以联邦政府对铁路项目支持较少，资金来源主要依靠铁路公司直接融资等手段，不需要我国大量资金支持；**欧洲市场**，部分公共补贴，部分发债和贷款，已形成完整的建设流程，完全不需要我国资金支持；**俄罗斯市场**，政府直接投资铁路项目的金额占总投资费用的 25%左右，剩余 75%依靠铁路公司、私人投资者等；**东南亚及南美市场**，由于融资渠道匮乏，资金来源主要依靠中国政策性银行或世界银行，比如老挝、阿根廷就由中国提供贷款或者中国直接投资。

从高铁建设可能性来说，**美欧俄建设可能性大，东南亚及南美市场变化大**。**美国市场**，2009 年联邦政府提出建立高铁以来，国内经过多方讨论，在资金和项目可行性上经过多方论证，加州参议院于 2014 年 7 月通过高铁首期工程启动的资金提案，为高铁项目清除最后障碍，西部高铁也于 2014 年 10 月开始正式招标；**欧洲市场**，是全球高铁建设的先驱，近

年来稳步推进，有望持续进行建设；**俄罗斯市场**，俄罗斯计划在 2018 年世界杯前建成或更新完 5 条高铁，基本确定，后续有望在新建线路的示范作用下持续进行；**东南亚及南美市场**，由于融资渠道和政治等因素，发展中国家建设一直断断续续，但随着高铁外交的进行，我们认为，该地区有望持续推进。

我们认为海外市场中：

1. **美国市场**：无论从成长性、盈利性和建设可能性来说都是最好的市场，南北车合并也为西部高铁招标扫清阻碍，建议积极关注美国高铁进展。如果美国西部高铁能中标，对高铁出海一方面是业绩上能有弹性，另一方面对全球其他国家也有极强的示范作用；
2. **欧洲市场**：由于专利、市场保护的限制，我国仍无法进入，专利和技术仍在突破阶段，但欧洲市场属于高端市场，技术和运营最成熟，如果能够进入欧洲市场，标志着我国高铁技术进入全球第一梯队；
3. **俄罗斯市场**：俄罗斯计划在 2018 年世界杯前建成或更新完 5 条高铁，基本确定，中国北车在动车高寒车型上具有绝对优势，多项产品已经通过俄罗斯 GOST 认证，可密切关注莫斯科-喀山线路招标，后续线路有望在新建线路的示范作用下持续进行。
4. **东南亚及南美市场**：由于融资渠道和政治等因素，建设不稳定，经常出现波折，盈利能力也相对较差，政治意义大于经济意义，我们认为，后续需要持续关注各国建设进展。

“高性价比+融资+技术突破”将助力我国高铁扬帆。高铁海外四大家族优势在欧美，中国高铁的优势在于性价比高，在铁路建设提供融资方面有丰富的经验，“高铁+融资”模式日渐成型，这种全包模式使我国在海外高铁项目上具备优势。同时，我国高铁已基本实现国产化，专利逐步得到认可，南车的 CRH380A 已通过美国知识产权评估。

高铁出海，业绩弹性大。我们对南北车海外高铁市占率进行了乐观、悲观和中性的情景分析：在中性情形时，海外市场年均收入为 563 亿，为 2013 年南北车收入（剔除新产业）的 31.6%，是 2013 年海外收入的 4.01 倍；年均净利润 33.8 亿元，为 2013 年净利润的 39.8%。

根据我们铁路海外市场的分析，我们认为“十三五”期间我国高铁有望跟随国家战略走出去，在海外十万亿空间的广大市场中，凭借高性价比、“高铁+融资”、丰富的运营维护经验在海外市场中分享成长，维持行业“强于大市”评级。我们认为，应该从以下三个链条梳理轨交产业链投资标的：

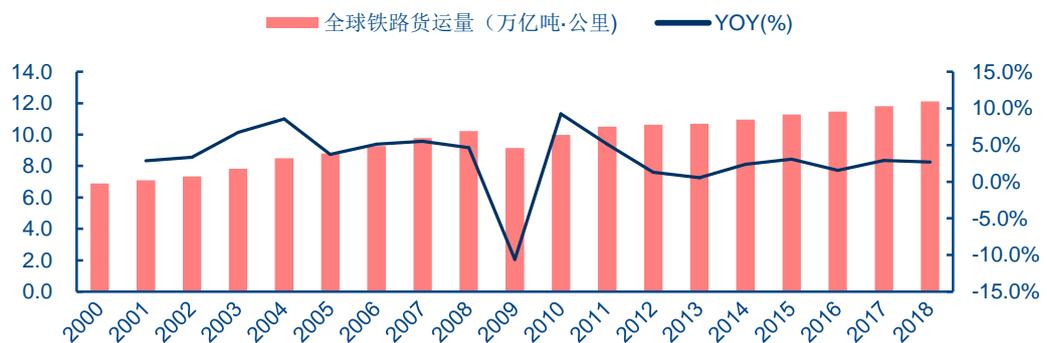
- 1、**整车制造设备商。**推荐国内动车、高铁、城轨双寡头**中国南车、中国北车**。
- 2、**跟随铁路海外拓展、拥有核心技术的零部件商龙头。**推荐以高铁连接器为重点、逐步拓展路外业务的**永贵电器**，战略布局服务、车辆和系统的**鼎汉技术**、国内轨交门系统龙头**康尼机电**，地铁信号系统龙头**众合机电**。
- 3、**布局铁路售后市场的标的。**推荐车辆检修、安全监测龙头**宝利来**。

全球市场总览

全球铁路货运、客运稳定增长

全球铁路货运量稳步增长，预计 2018 年达 12.12 万亿吨·公里。2000 年到 2013 年，铁路货运量从 6.90 万亿吨·公里增长至 10.70 万亿吨·公里，CAGR 为 3.44%。由于大宗货物运输的增长和联运铁路推动，SCI Verkehr 预计 2018 年铁路货运量将增至 12.12 万亿吨·公里，2013 年至 2018 年 CAGR 达 2.52%。

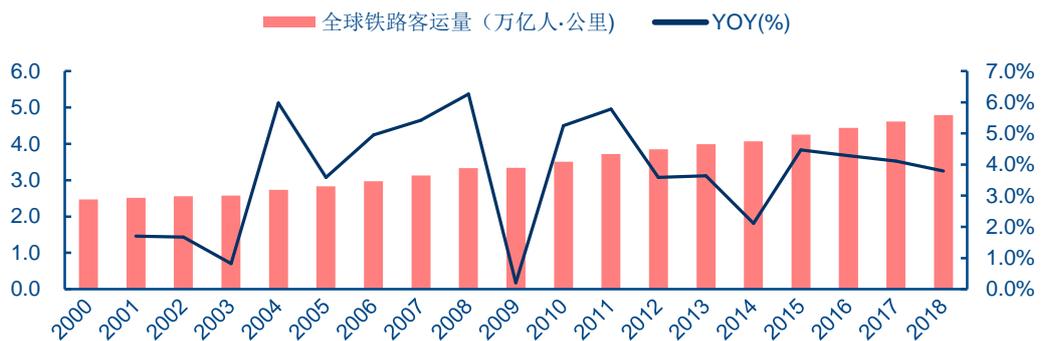
图 1：2018 年全球铁路货运量达到 12.12 万亿吨·公里



资料来源：SCI Verkehr, 中信证券研究部整理

全球铁路客运量增长较快，预计 2018 年达 4.79 万亿人·公里。2000 年全球铁路客运量为 2.47 万亿人·公里，到 2013 年增至 3.99 万亿人·公里，CAGR 为 3.74%。SCI Verkehr 预计，随着城镇化水平提高以及基础设施进一步完善，城市轨道交通将推动全球铁路客运量在 2018 年增至 4.79 万亿人·公里，5 年内 CAGR 为 3.75%。

图 2：2018 年全球铁路客运量达到 4.79 万亿人·公里



资料来源：SCI Verkehr, 中信证券研究部整理

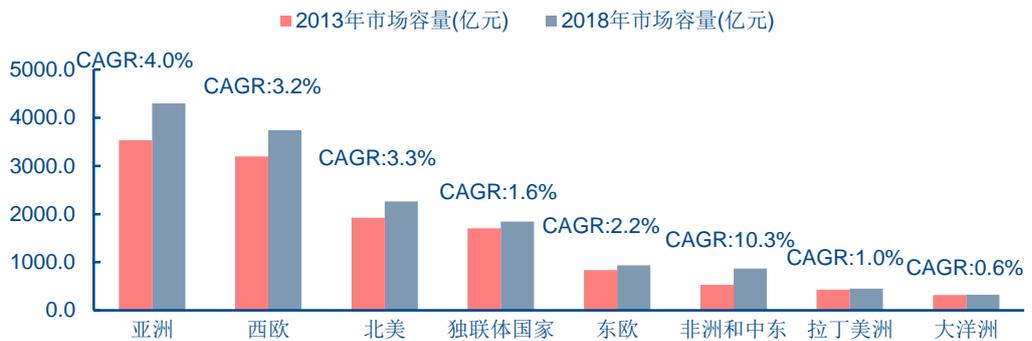
全球铁路市场投资 2018 年 1.47 万亿，CARG 为 3.4%

2013 年全球铁路市场规模为 1.25 万亿元，考虑到城镇化的提高、环保标准的推广以及能源需求的增加，根据 SCI Verkehr 预计，到 2018 年，全球铁路市场总额为 1.47 万亿元，CAGR 是 3.4%。以下分别分析地区份额、市场构成和铁路类型等方面。

亚洲市场增长强劲，预计 2013 年至 2018 年 CAGR 为 4.0%，2018 年市场容量达 4300 亿元。2013 年，亚洲铁路市场容量为 3534.80 亿元，西欧地区 3196.70 亿元，北美 1921.10

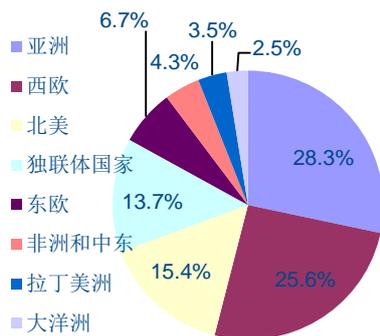
亿元，独联体国家和东欧分别为 1705.90 亿元和 837.60 亿元，非洲和中东地区 530.20 亿元，拉丁美洲 430.30 亿元，大洋洲则为 315.10 亿元，其中亚洲、西欧、北美和独联体地区的市场总和占全球市场份额的 83.1%；预计到 2018 年，亚洲市场为 4300.60 亿元，西欧市场 3741.90 亿元，北美 2259.70 亿元，独联体国家 1846.80 亿元，其中前四大 (Top4) 地区占全球市场份额的 82.5%。

图 3：亚洲市场增长强劲，2013 年至 2018 年 CAGR 为 4.0%



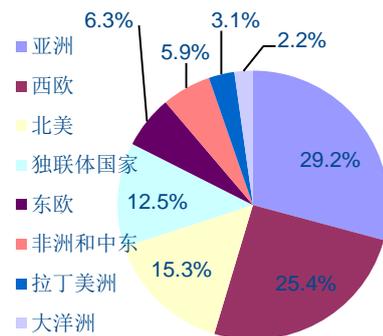
资料来源：SCI Verkehr，中信证券研究部整理

图 4：2013 年 Top4 地区占比为 83.1%



资料来源：SCI Verkehr，中信证券研究部整理

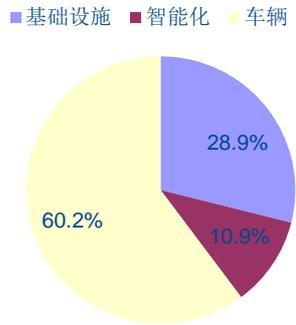
图 5：2018 年 Top4 地区占比 82.5%



资料来源：SCI Verkehr，中信证券研究部整理

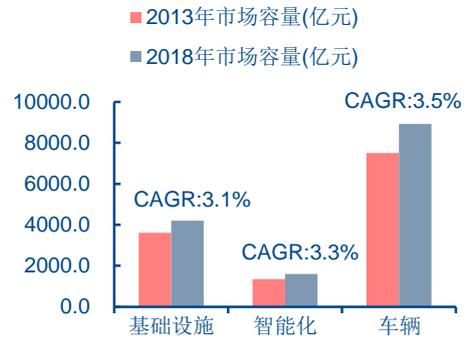
车辆市场 2018 年全球容量预计为 8920 亿，CAGR 为 3.5%。 铁路市场可以分为基础设施（路基、桥涵、轨道）、智能化（电气化、信息化）和车辆市场。2013 年，基础设施市场规模为 3607.20 亿元，占全球铁路市场容量的 28.9%，智能化市场为 1355.9 亿元，占比为 10.9%，列车车辆市场则为 7508.6 亿元，占比 60.2%。根据 SCI Verkehr 预计，到 2018 年，这三个部分的市场容量分别为 4200.9 亿元、1595.7 亿元和 8920.2 亿元，CAGR 分别为 3.1%、3.3%和 3.5%。

图 6：2013 年车辆市场占到总市场的 60.2%



资料来源：SCI Verkehr, 中信证券研究部整理

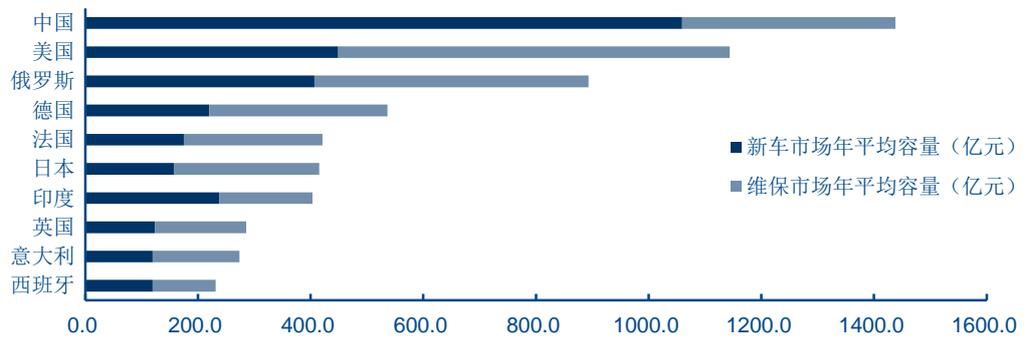
图 7：2013-2018 年车辆市场 CAGR 为 3.5%



资料来源：SCI Verkehr, 中信证券研究部整理

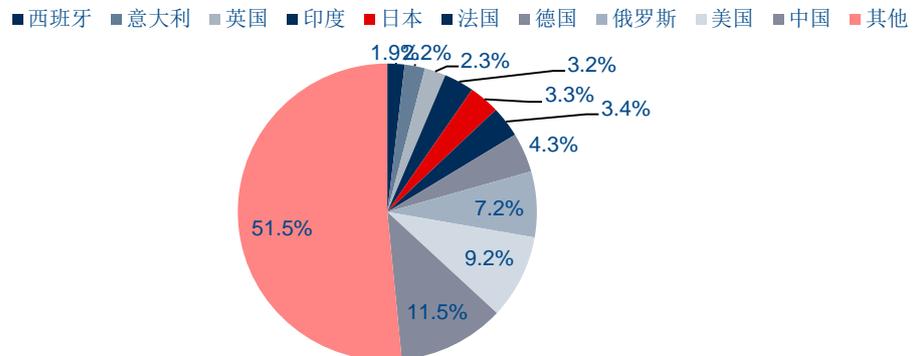
中国车辆市场约占全球 11.5%，市场年平均容量为 1438 亿元，维保市场约占 35%，海外其他国家占比约 55%。我们对各国 2012-2014 年铁路市场容量取平均值，排名前十的是中国、美国、俄罗斯、德国、法国、日本、印度、英国、意大利和西班牙，其中中国铁路市场总额为 1438.3 亿元，占有全球市场的 11.5%。中国新车市场和维保市场分别为 1059.4 亿元和 378.9 亿元，维保市场占全国市场的 26.3%，海外地区占比最高的日本维保市场为 62.1%，占比最低的印度为 41.2%。

图 8：中国铁路市场年平均容量为 1438 亿元



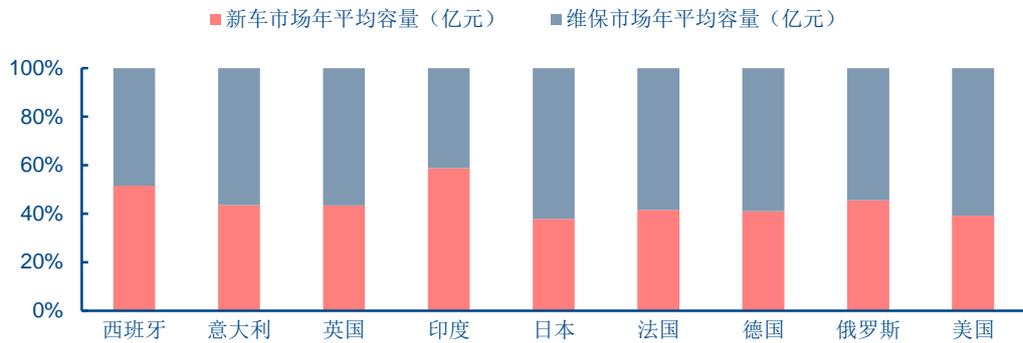
资料来源：SCI Verkehr, 中信证券研究部整理

图 9：中国铁路市场占全球市场份额的 11.5%



资料来源：SCI Verkehr, 中信证券研究部整理

图 10：海外各国维保市场占比平均为 55%



资料来源：SCI Verkehr, 中信证券研究部整理

中国：2015 年投资额 8128 亿，“十三五”年均投资 5885 亿

上调 2015 年铁路投资预测至 8128 亿，上调“十三五”年均投资预测至 5885.3 亿

根据对我国铁路线路“四横四纵”、连接“四横四纵”的重要干线、高速城际（160km/h 以上）、低速城际（160km/h 以下）四种线路分析，对“十二五”末通车、“十三五”建设和通车情况我们总结如下：

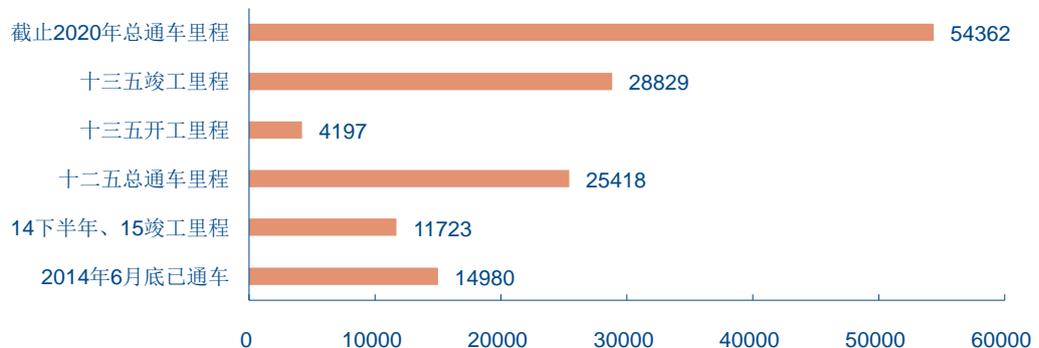
表 1：铁路线路规划与建设里程情况总览（单位：公里）

| | 四横四纵 | 重要干线 | 城际铁路 | 低速城际 | 横向合计 |
|----------------|----------|----------|----------|---------|----------|
| 2014 年 6 月底已通车 | 9033.17 | 2605.09 | 3831.15 | 796.00 | 16265.41 |
| 14 下半年、15 竣工里程 | 2709.00 | 2244.51 | 6601.95 | 167.70 | 11723.16 |
| “十二五”总通车里程 | 11742.17 | 4849.60 | 9147.60 | 963.70 | 26703.07 |
| “十三五”开工里程 | 0.00 | 0.00 | 5482.00 | 0.00 | 5482.00 |
| “十三五”竣工里程 | 3261.04 | 8825.47 | 14477.56 | 3550.40 | 30114.47 |
| 截止 2020 年总通车里程 | 15003.21 | 13675.07 | 22454.93 | 4514.10 | 55647.30 |

资料来源：中国铁路总公司，中信证券研究部整理

我国铁路有 4197 公里在“十三五”期间开工。在现有规划框架下，预计我国高速铁路和城际铁路将有 4197 公里在“十三五”期间完成新开工任务，其余 3 万多公里的高速铁路和城际铁路正在建设，或在 2014 年下半年以及 2015 年实现开工。

图 11：四横四纵与重要干线待竣工 1.7 万公里（单位：公里）



资料来源：中国铁路总公司，中信证券研究部整理

上调 2015 年投资额预测至 8128 亿（原为 7400 亿），上调“十三五”年均投资预测至 5885.3 亿元（原为 5102.3 亿）。根据以上统计的待完工里程数、每单位铁路建设成本，我们可以计算得出在 2014 年下半年和 2015 年我国铁路建设待投资总额为 1.22 万亿元，按 2015 年投资占比三分之二计算，2015 年投资总额为 8128 亿。预计在“十三五”期间铁路待投资总额为 2.94 万亿元，年均 5885.3 亿元。

表 2：“十三五”期间拥有 2.94 万亿元待投资总额

| | 时速 300 公里及以上高速铁路 | 时速 200 与 250 公里城际铁路 | 低速城际 | 合计（亿元） | 年均值（亿元） |
|----------------|------------------|---------------------|------------|---------|---------|
| 单位建设成本 | 1.29 亿元/公里 | 0.87 亿元/公里 | 0.35 亿元/公里 | | |
| 14 下半年、15 投资空间 | 6390.0 | 5743.7 | 58.7 | 12192.4 | |
| 路基与桥涵工程 | 2236.5 | 2010.3 | 20.5 | 4267.3 | |
| 轨道工程 | 830.7 | 746.7 | 7.6 | 1585.0 | |
| 电气化工程 | 639.0 | 574.4 | 5.9 | 1219.2 | |
| 信息化工程 | 639.0 | 574.4 | 5.9 | 1219.2 | |
| 车辆购置 | 958.5 | 861.6 | 8.8 | 1828.9 | |
| 十三五投资空间 | 15591.6 | 12595.5 | 1242.6 | 29429.7 | 5885.9 |
| 路基与桥涵工程 | 5457.1 | 4408.4 | 434.9 | 10300.4 | 2060.1 |
| 轨道工程 | 2026.9 | 1637.4 | 161.5 | 3825.9 | 765.2 |
| 电气化工程 | 1559.2 | 1259.5 | 124.3 | 2943.0 | 588.6 |
| 信息化工程 | 1559.2 | 1259.5 | 124.3 | 2943.0 | 588.6 |
| 车辆购置 | 2338.7 | 1889.3 | 186.4 | 4414.5 | 882.9 |

资料来源：中国铁路总公司，中信证券研究部预测

经济疲软期，曾 3 年内 7 次上调计划投资额，投资额有进一步上调的可能性。经历 2011 年铁路建设低潮以后，由于经济疲软，为了刺激经济增长，政府不断将原有计划额度提升到新的高度，3 年间一共 7 次调整额度，2012 年、2013 年分别调整 1140 亿和 400 亿，2014 年经过 3 次上调，共上调 1400 亿元，由年初的 6300 亿投资额上调至 8000 亿。2012-2014 年 3 年间年均调整约 1000 亿。在对宏观经济的悲观预期下，我们认为，2015 年及“十三五”投资额有进一步上调的可能性

表 3：投资额 3 年年均上调 1000 亿元

| 年份 | 年初计划 | 调整值 | 完成额 | 上调时间 |
|------|---------|---------|---------|--------------|
| | | | | 7 月上调 640 亿 |
| 2012 | 5160 亿元 | 6300 亿元 | 6340 亿元 | 9 月上调 300 亿 |
| | | | | 10 月上调 200 亿 |
| 2013 | 6500 亿元 | 6900 亿元 | 6657 亿元 | 8 月上调 400 亿 |
| | | | | 3 月上调 400 亿 |
| 2014 | 6300 亿元 | 8000 亿元 | | 4 月上调 200 亿 |
| | | | | 4 月上调 800 亿 |

资料来源：中国铁路总公司，中信证券研究部整理

全球高铁规划规划 8 万公里，投资额 17.4 万亿

说明：截止到 2013 年底，除中国外，在建或在规划高铁的地区有美国、欧洲、俄罗斯和东南亚及南美等，下面依次分析高铁海外市场情况（仅研究速度大于 250km/h 且为新建的部分，不包括改建升级线路）：

根据对美国、欧洲、俄罗斯、东南亚及南美和海外其他地区高铁线路的分析，对不同时期的高铁规划情况我们汇总如下：

表 4：海外高铁线路规划与建设里程情况总览

| | 美国 (km) | 欧洲地区 (km) | 俄罗斯 (km) | 东南亚及 南美(km) | 海外其他 地区(km) | 横向合计 (km) |
|-----------------|------------|--------------|-------------|----------------|----------------|--------------|
| 2014年8月底已通车 | 0.00 | 7584.10 | 3060.00 | 0.00 | 4486.00 | 15130.10 |
| 2014--2015 竣工里程 | 0.00 | 98.00 | 0.00 | 0.00 | 2702.40 | 2800.40 |
| 2016--2020 竣工里程 | 280.03 | 5983.70 | 12838.70 | 2166.00 | 405.10 | 21673.53 |
| 截止 2020 年通车里程 | 280.03 | 13665.80 | 15898.70 | 2166.00 | 7593.50 | 39604.03 |
| 2021--2030 竣工里程 | 16259.02 | 8004.00 | 0.00 | 3762.00 | 12407.70 | 40432.72 |
| 截止 2030 年通车里程 | 16539.04 | 21669.80 | 15898.70 | 5928.00 | 20001.20 | 80036.74 |

资料来源：国际铁路联盟，中信证券研究部整理（美国：竣工时间待定的部分高铁里程并入“2021-2030 竣工里程”，下同）

1、海外高铁合计 8.0 万公里，其中未完成的建设里程为 6.5 万公里，占比为 81.1%。

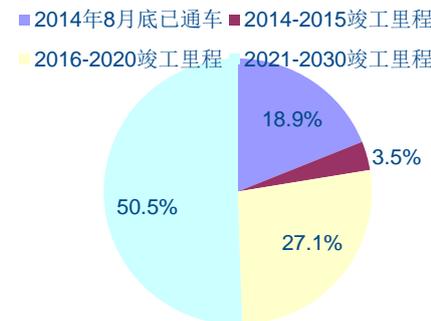
国际铁路联盟及其他各国铁路协会披露的信息表明，包括已通车、2014-2015 年（短期）竣工、2016-2020 年（中期）竣工、2021-2030 年（长期）竣工的高铁线路里程为 80036.7 公里，到 2014 年 8 月底为止，实现通车的部分占到 18.9%，里程为 15130.1 公里；短期内能够竣工的里程为 2008.4 公里，占比为 3.5%；中期完工的长度为 21673.5 公里，占比为 27.1%；长期内能够建设完成的线路有 40432.7 公里，占比达 50.5%。

图 12：海外高铁未竣工里程 64906.6 公里



资料来源：国际铁路联盟，中信证券研究部整理

图 13：海外高铁未竣工里程占比为 81.1%

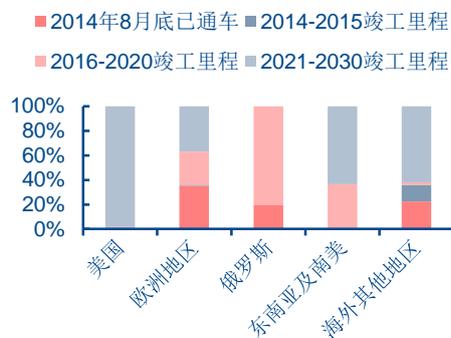


资料来源：国际铁路联盟，中信证券研究部整理

2、美国、东南亚及南美暂无高铁，欧洲、俄罗斯等待竣工占比为 73.7%。

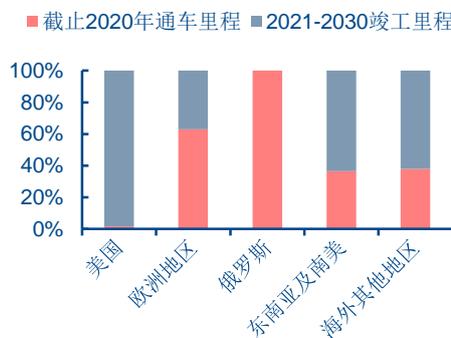
各国铁路协会公布的数据表明，美国、东南亚及南美地区没有在运营中的高铁，欧洲、俄罗斯及其他剩余的国家已通车部分在 2030 年前高铁规划里程中占比分别为 35.0%、19.3%和 22.4%，三个部分平均占比 26.3%，海外 2014-2020 年间完成建设的里程平均占比为 30.6%，剩余的 50.5%在 2021-2030 年完成（包括美国竣工时间待定部分）。

图 14：美国、东南亚及南美暂无高铁



资料来源：国际铁路联盟，中信证券研究部整理

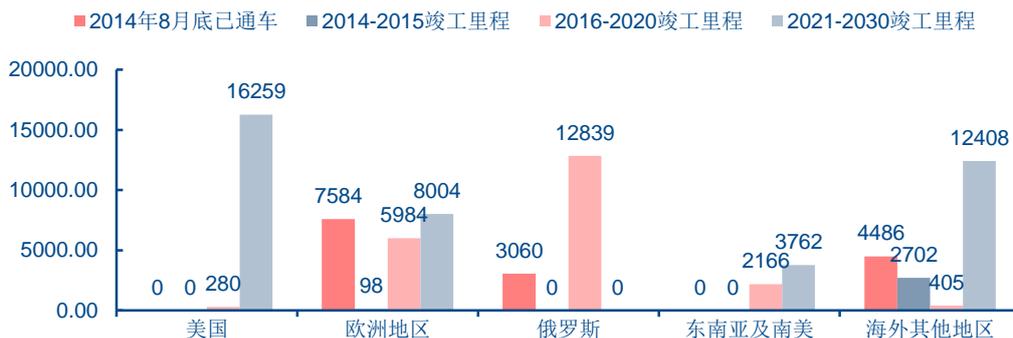
图 15：2021-2030 年完成建设平均占比 50.5%



资料来源：国际铁路联盟，中信证券研究部整理

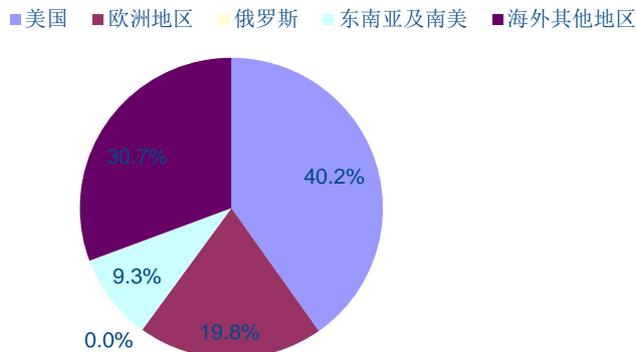
3、美国待竣工里程为 1.7 万公里，东南亚及南美为 5928 公里，欧洲、俄罗斯及其他国家分别为 1.4 万公里、1.3 万公里和 1.6 万公里。到 2014 年 8 月底，美国和东南亚及南美地区未开通高铁，欧洲地区已开通 7584 公里，俄罗斯已开通 3060 公里，海外其他地区已开通 4486 公里；2014-2020 年，预计美国将竣工 280 公里，东南亚及南美将建成 2166 公里，欧洲、俄罗斯及其他国家分别为 5984 公里、12839 公里和 405 公里；2020 年之后到 2030 年，五块区域分别完成高铁建设里程为 16259 公里（包括时间待定的部分）、3762 公里、8004 公里、0 公里和 12408 公里，其中占比最多的美国为 40.2%。

图 16：美国高铁待竣工里程 1.7 万公里



资料来源：国际铁路联盟，中信证券研究部整理

图 17：2021-2030 年竣工里程美国在海外占比为 40.2%

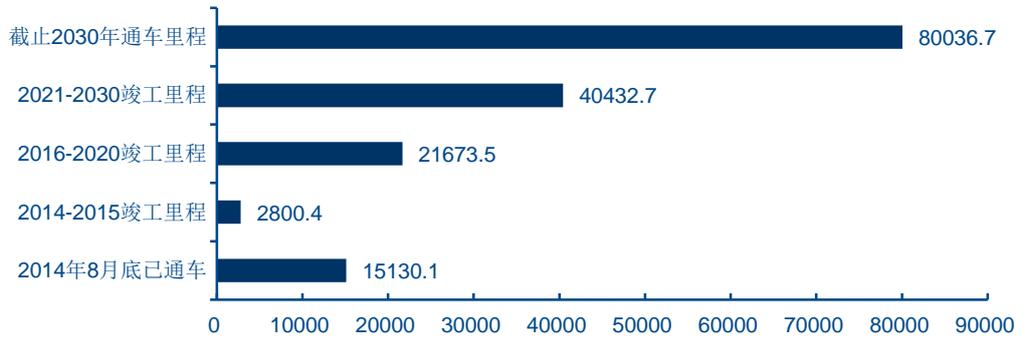


资料来源：国际铁路联盟，中信证券研究部整理

2030 年前全球高铁投资总额 17.4 万亿元，年均投资 1.1 万亿元

海外高铁 2.2 万公里在 2016-2020 年建成，约占 27%。总结以上各地区的高铁规划，至 2030 年，海外高铁通车里程达 8.0 万公里，截止 2014 年 8 月底，已通车 15130.1 公里，其中 2016-2020 年竣工里程为 21673.5 公里，约占 2030 年建成里程的 27%。

图 18：海外高铁 2016-2020 年完成建设 2.2 万公里



资料来源：国际铁路联盟，中信证券研究部整理

欧洲高铁建设成本 2.0 亿元/公里，美国高铁建设成本 4.67 亿元/公里。根据世界银行及各国铁路相关数据，欧洲高铁（设计时速 300 公里及以上）的建设成本为每公里 1.5-2.4 亿元人民币，平均成本为 2.0 亿元/公里左右。加利福尼亚州高铁建设成本（不包括土地、机车车辆和建设期利息）甚至高达每公里 3.2 亿元人民币，加上土地、车辆等约 4.67 亿元/公里。

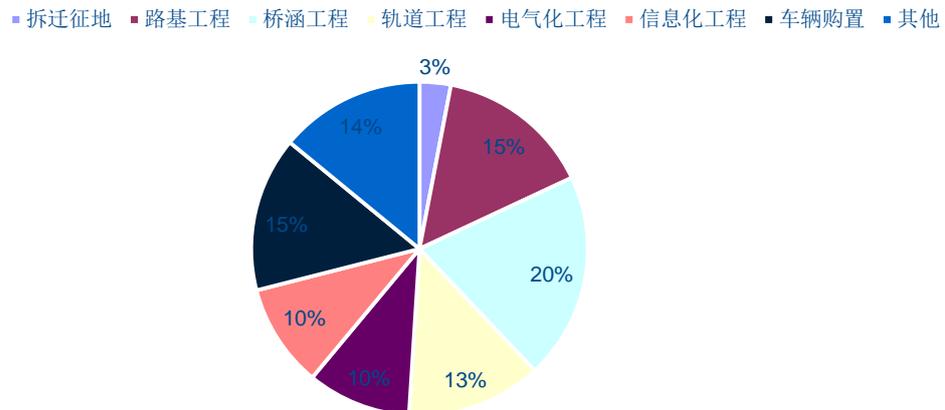
表 5：欧洲高铁建设成本 2.0 亿元/公里

| 地区 | 线路 | 成本(亿元/公里) |
|------|--------------------|-----------|
| 欧洲 | 科尔多瓦-马拉加（西班牙） | 1.7 |
| | 马德里-巴塞罗那-费卡洛斯（西班牙） | 1.8 |
| | 巴黎-斯特拉斯堡（法国） | 2.0 |
| | 马德里-巴利亚多里德（西班牙） | 2.5 |
| 平均成本 | | 2.0 |
| 美国 | 加利福尼亚高铁 | 4.67 |

资料来源：世界银行，加州高速铁路管理局等，中信证券研究部

站前工程（路基、桥涵、轨道）占总成本 48%。在铁路建设固定资产投资中，站前工程包括的路基工程、桥涵工程、轨道工程成本之和占到铁路建设固定资产投资的 48%，而站后工程的电气化工程和信息化工程仅占 20%，车辆购置费用大约占比 15%。

图 19：站前工程（路基、桥涵、轨道）占总成本 48%



资料来源：铁道部，中信证券研究部整理

海外高铁总投资额 17.4 万亿。假设美国高铁建设成本为 4.67 亿元/公里，除美国之外的海外地区高铁建设成本为 2.0 亿元/公里，计算得到：2014-2015 年海外高铁投资额为 5600.8 亿元，2016-2020 年为 44097.5 亿元，2021-2030 年为 124439.6 亿元，年均投入为 10883.6 亿元。

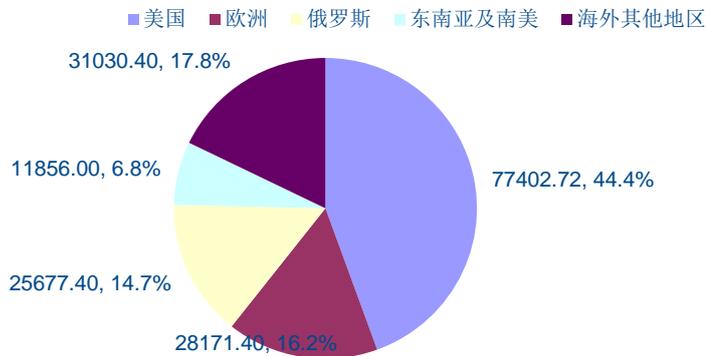
亿元。合并竣工时间待定的部分，2014-2030 年间，美国高铁市场空间最大，达 77402.7 亿元，占比为 44.4%，其次为欧洲，市场空间 28171.4 亿元，占比 16.2%。

表 6: 各国高铁投资总额 17.4 万亿

| | 2014--2015 | 2016--2020 | 2021--2030 | 合计 | 年均 |
|---------------|----------------|-----------------|------------------|------------------|-----------------|
| 美国（亿元） | 0.00 | 1310.52 | 76092.20 | 77402.72 | 4837.67 |
| 欧洲（亿元） | 196.00 | 11967.40 | 16008.00 | 28171.40 | 1760.71 |
| 俄罗斯（亿元） | 0.00 | 25677.40 | 0.00 | 25677.40 | 1604.84 |
| 东南亚及南美（亿元） | 0.00 | 4332.00 | 7524.00 | 11856.00 | 741.00 |
| 海外其他地区（亿元） | 5404.80 | 810.20 | 24815.40 | 31030.40 | 1939.40 |
| 合计（亿元） | 5600.80 | 44097.52 | 124439.60 | 174137.92 | 10883.62 |

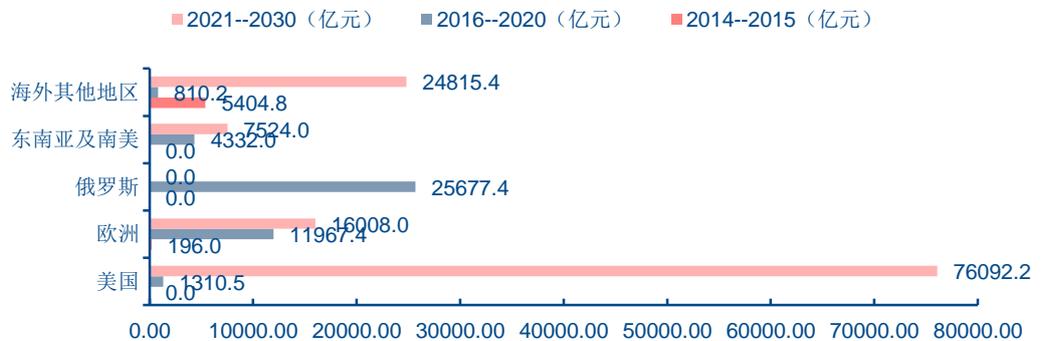
资料来源：中信证券研究部测算

图 20: 美国市场高铁投资占比 44.4%



资料来源：中信证券研究部测算

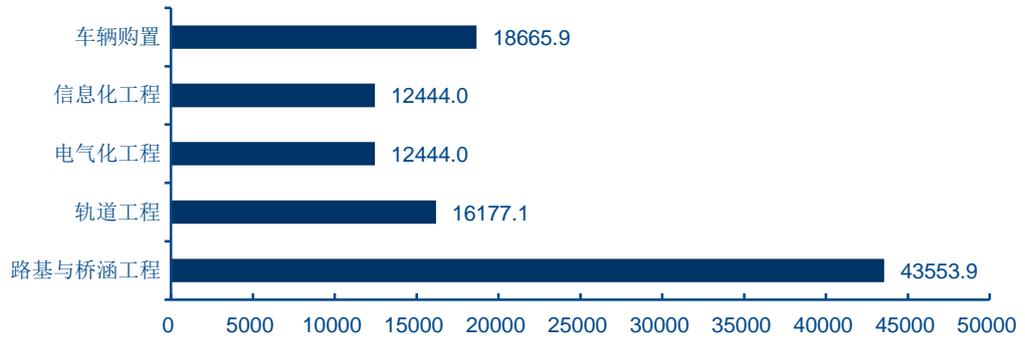
图 21: 海外高铁年均投资额 1.1 万亿元



资料来源：中信证券研究部测算

2014-2030 年车辆购置费用达 1.9 万亿元。假定海外高铁由中国企业建设，由图 18 中数据计算，2014-2030 年，车辆购置费用为 18665.9 亿元，信息化、电气化工程费用为 24888.0 亿元，轨道工程费用为 16177.1 亿元，路基与桥涵工程费用为 43553.9 亿元。

图 22：2014-2030 年车辆购置费用为 1.9 万亿元

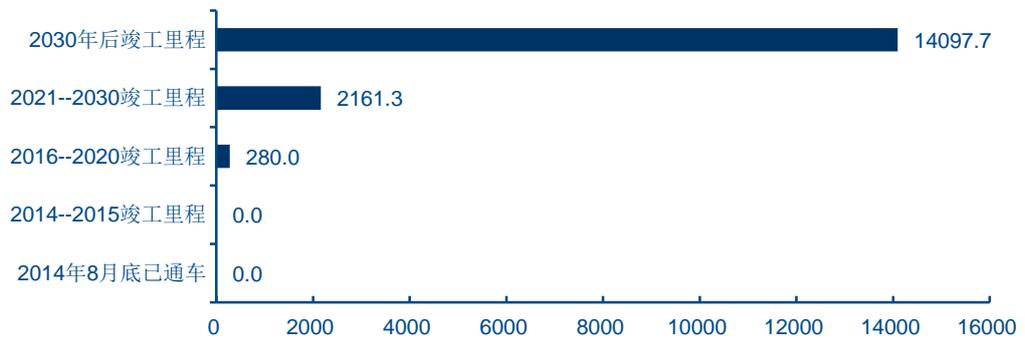


资料来源：中信证券研究部测算

美国高铁：占全球高铁投资额的 44%，中国已参与加州高铁招标

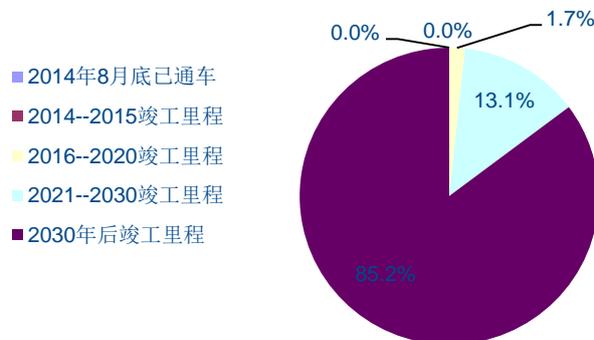
美国高铁主线路未来建设 1.7 万公里，预计总投资额为 7.7 万亿元，年均投资 4837.7 亿元。2009 年 4 月，美国联邦铁路管理局出台美国高铁发展规划，正式提出建设十条主线路，其中包括西海岸加利福尼亚高铁在内的部分计划在 2030 年建成，总里程为 2441.4 公里，占整个高铁规划里程的 14.8%；其他几条主线路主要包括芝加哥枢纽网络等，建成时间预计在 2030 年后，总里程为 14097.7 公里，占比 85.2%。预计总投资额为 7.7 万亿元，2014-2030 年均投资 4837.7 亿元。

图 23：美国计划未来高铁里程 1.7 万公里



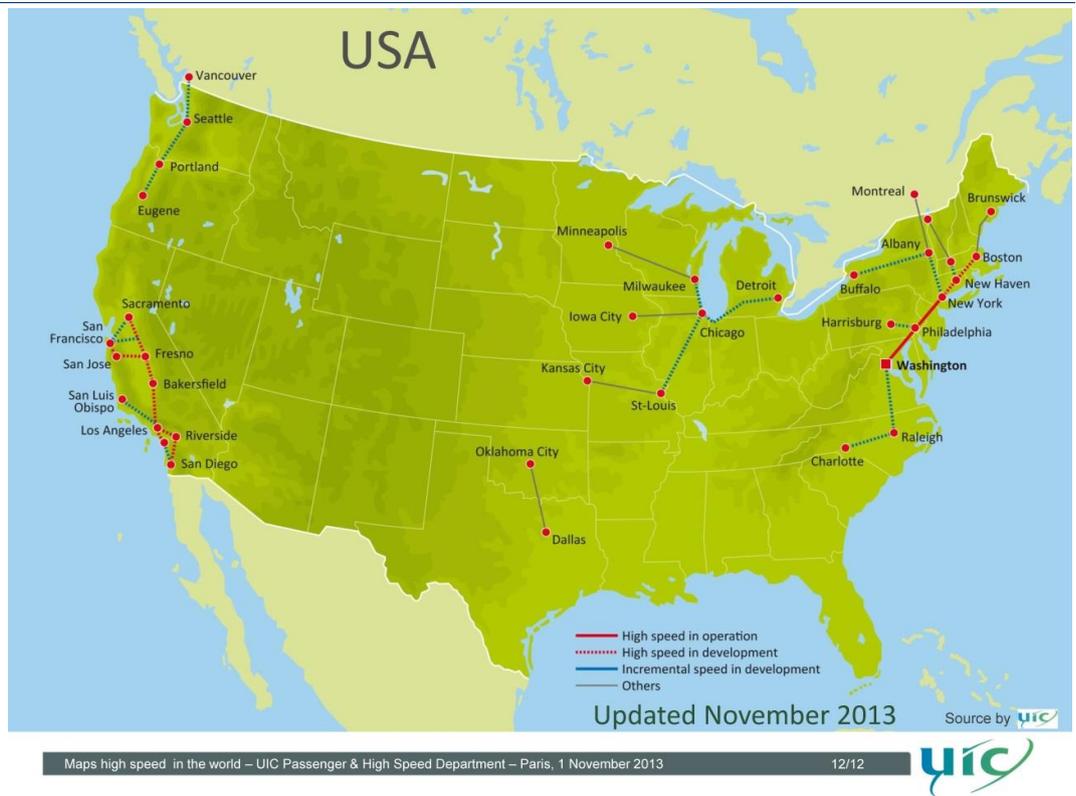
资料来源：美国交通部，中信证券研究部整理

图 24：美国高铁 2016—2020 年竣工里程占比为 1.7%



资料来源：美国交通部，中信证券研究部整理

图 25：美国高铁规划图



资料来源：美国交通部，中信证券研究部整理

加利福尼亚高铁网络总里程规划 2441.4 公里，投资额 1.1 万亿人民币，将于 2030 年前建成，中国南车已参与招标。加利福尼亚高铁网络是比较重要的主线路，连接美国西海岸的旧金山、洛杉矶和圣地亚哥等大型城市，总里程 2441.37 公里，一期加初始运营投资额近 1495 亿美元，测算每公里投资 4.7 亿元，总投资额约 1.15 万亿元。目前规划工作已经启动，计划于 2028 年前建设完工。其中，帕姆代尔-洛杉矶-阿纳海姆线路正在招标，中国南车已参加竞标。

表 7：加州高铁网络第一期投资额 676 亿美元

| | 线路 | 线路长度 (km) | 速度 (km/h) | 投资 (亿美元) | 环评完成时间 | 建成时间 | 招标日期 |
|--------|---------------|---------------|-----------|----------|--------|------|------------------|
| 初始运营部分 | 默塞德-圣费尔南多 | 482.80 | — | 312 | — | 2022 | |
| 湾区-盆地 | 圣何塞&默塞德-圣费尔南多 | 659.83 | — | 507 | — | 2026 | |
| | Total | 836.86 | | | | | |
| 第一期 | 旧金山-圣何塞 | 80.47 | | | 2017 | 2028 | |
| | 圣何塞-默塞德 | 201.17 | | | 2016 | 2026 | |
| | 默塞德-弗雷斯诺 | 96.56 | 322 | 676 | 完成 | 2018 | |
| | 弗雷斯诺-贝克斯菲 | 183.47 | | | 完成 | 2018 | |
| | 贝克斯菲-帕姆代尔 | 75.32 | | | 2015 | 2021 | |
| | 帕姆代尔-洛杉矶 | 153.21 | | | 2015 | 2022 | |
| | 洛杉矶-阿纳海姆 | 46.67 | | | 2016 | 待定 | 2014.10.20-12.05 |
| | Total | 461.88 | | | | | |
| 第二期 | 洛杉矶-圣地亚哥 | 268.76 | 322 | | 待定 | 待定 | |
| | 默塞德-萨卡拉门托 | 193.12 | | | 待定 | 待定 | |

资料来源：加州高速铁路管理局，中信证券研究部整理

图 26：加州高铁网络规划图



资料来源：加州高速铁路管理局，中信证券研究部整理

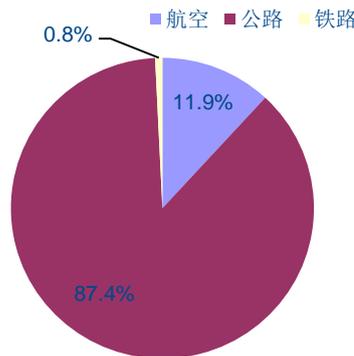
从建设高铁可行性来说，铁路客运占客运周转量不足 1%，替代短途航运可期。2012 年，美国客运周转量中公路占 87.4%。公共运输方式中航空占 11.9%，铁路仅为 0.8%。由于美国铁路运输单人单程均价 60.67 美元，航空客运单人单程票价 113.66 美元，结合时间和成本综合考量，铁路客运未来可以在短途客运领域有所突破。

表 8：美国铁路 2012 年客运周转量为 607.65 亿（单位：百万）

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|----|---------|---------|---------|---------|---------|
| 航空 | 938717 | 887940 | 908788 | 926359 | 934227 |
| 公路 | 7886060 | 6825785 | 6830309 | 6807422 | 6878136 |
| 铁路 | 58164 | 58008 | 57571 | 60615 | 60765 |

资料来源：RITA，中信证券研究部整理

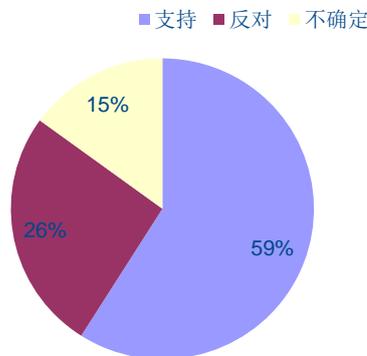
图 27：2012 年美国客运周转量铁路占比 0.8%



资料来源：RITA，中信证券研究部整理

59%美国民众支持联邦政府的铁路投资计划。2010 年 4 月，Angus Reed 公司调查显示，59%的美国民众支持 2009 年联邦政府提出的向铁路项目投资 570 亿美元，只有 26%的民众反对这一计划，其中反对拆迁的民众较多，剩余 15%的民众选择不确定选项。

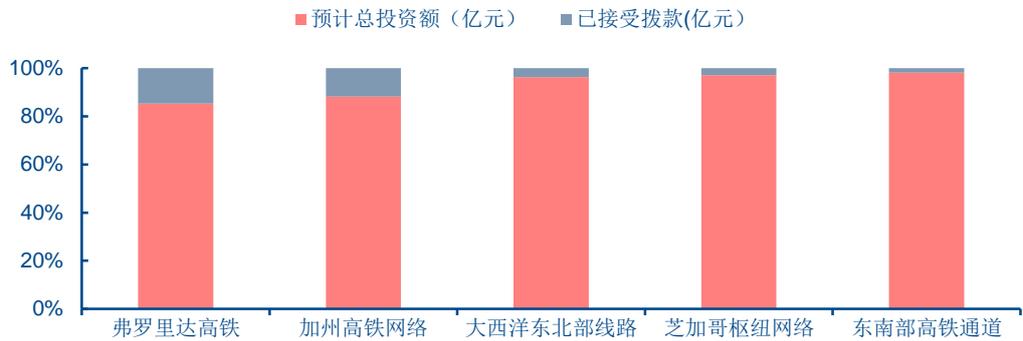
图 28：59%的美国民众支持 2009 年联邦政府向铁路投资拨款



资料来源：Angus Reed 公司，中信证券研究部整理

拨款占总投资比例低于 20%，资金缺口制约高铁建设，但加州高铁进展顺利。目前美国高铁建设资金来源于两部分，一部分是各联邦政府的拨款，另一部分是国会拨款。2009 年、2010 年各条主线路收到总拨款占投资额的比例均低于 20%，其中佛罗里达高铁和加州高铁网络的占比分别为 17.15%和 13.33%。2011 年，副总统拜登宣布将在接下来 6 年内拨款 3259 亿元投资于美国铁路，但众议院共和党党员认为应该由私人资本进行投资，从而导致 2011 年和 2012 年高铁项目未获得拨款。此外，威斯康辛和俄亥俄州的资金也于 2010 年 12 月被取消后转入加州等地区，2011 年 2 月，佛罗里达州长宣布因成本太高，暂时取消佛罗里达高铁计划。目前，加州高铁融资正在进行中，2013 年加州州长杰里·布朗向中国方面表示希望中国方面投资，2014 年 7 月 6 日，加州参议院通过高铁首期工程启动的资金提案，为高铁项目清除最后障碍。

图 29：2009 年、2010 年拨款占高铁总投资额比例低于 20%

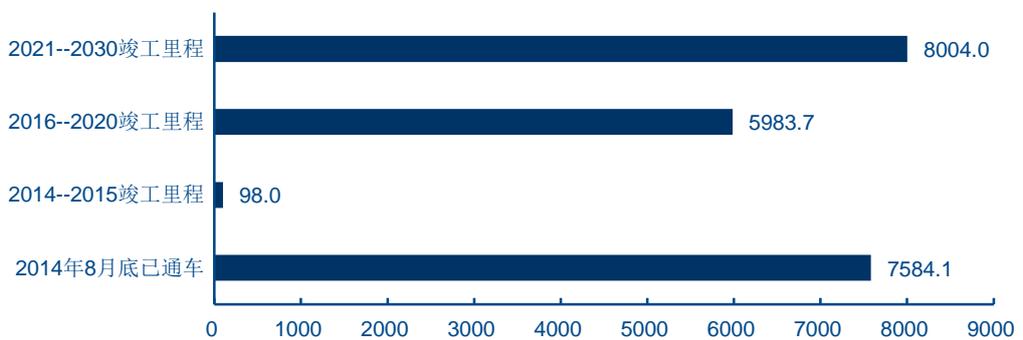


资料来源：美国联邦铁路局，中信证券研究部整理

欧洲高铁：占全球高铁投资额的 16%，维保市场仍有空间

欧洲地区 2030 年前需完成建设 1.4 万公里，预计总投资额 2.8 万亿元，年均投资 1760.7 亿元。按照现有的规划，欧洲地区需在 2030 年前建成高铁 21669.8 公里，截止到 2014 年 8 月底，已经通车 7584.1 公里，在总规划里程中占比为 35%；2014-2015 年期间，也即短期内，将要竣工 98.0 公里，占比为 0.45%；2016-2020 年期间，也即中期内，预计竣工 5983.7 公里，占比 27.61%；2021-2030 年期间，长期高铁规划工作还处于初始阶段，占比为 36.94%，里程为 8004.0 公里。按照前面的计算，总投资额为 28171.4 亿元，年均投资 1760.7 亿元。

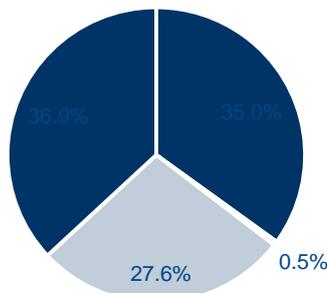
图 30：2030 年欧洲高铁总通车里程 2.2 万公里



资料来源：国际铁路联盟，中信证券研究部整理

图 31：欧洲高铁待竣工里程占比 65.0%

■ 2014年8月底已通车 ■ 2014--2015竣工里程 ■ 2016--2020竣工里程 ■ 2021--2030竣工里程



资料来源：国际铁路联盟，中信证券研究部整理

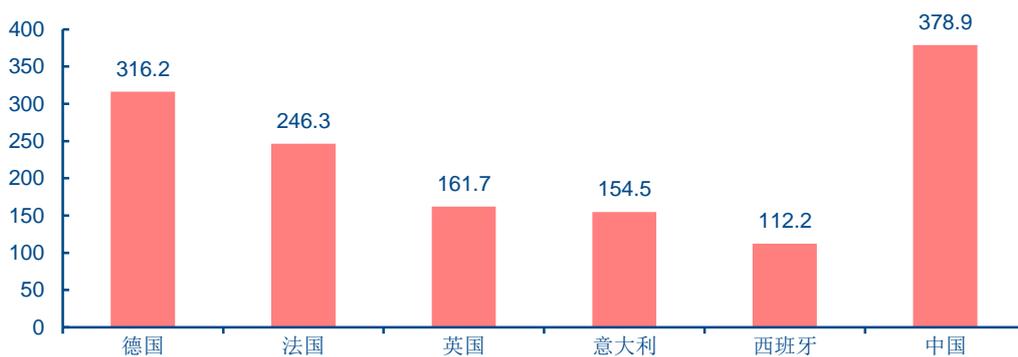
图 32：欧洲高铁规划图



资料来源：国际铁路联盟，中信证券研究部整理

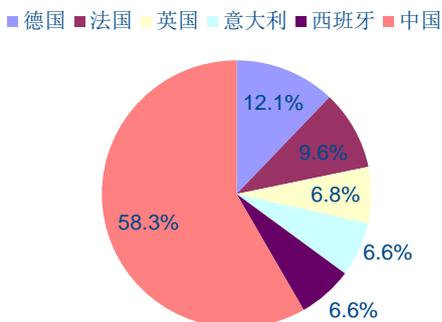
欧洲车辆维保市场仍存在空间。欧洲铁路市场容量排名前五的国家中，维保市场年均容量总和为 990.9 亿元，中国为 378.9 亿元，前者是后者的 2.6 倍。五个国家新车市场容量在六国总额中占比为 41.7%，但维保市场容量占比却为 72.3%，说明欧洲在车辆维保市场方面潜力较大。

图 33：欧洲车辆维保市场容量大于中国



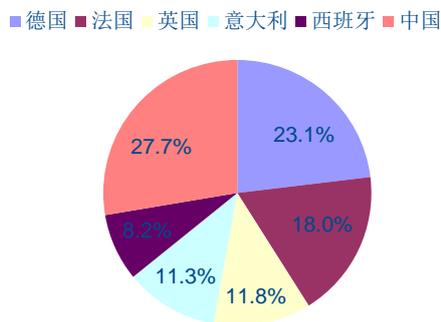
资料来源：SCI Verkehr，中信证券研究部整理

图 34：中国新车市场占比高



资料来源：SCI Verkehr, 中信证券研究部整理

图 35：欧洲维保市场占比高



资料来源：SCI Verkehr, 中信证券研究部整理

欧洲高铁融资渠道多样。由于运营模式的不同，各国高铁资金来源也不同，法国高铁资金主要来自债券、贷款、RFF 自筹、欧盟资助及政府补贴，西班牙铁路资金主要来源于政府直接投资，还有欧盟资金和从基础设施收费中抽取，德国与意大利也类似。

表 9：欧洲高铁资金来源多样

| 国家 | 运营模式 | 资金来源 |
|-----|--|--|
| 法国 | 运营权与路网所有权分离,运营由法国国营铁路公司 (SNCF) 负责,路网属于法国铁路网公司(RFF) | 建设资金由 RFF 或特定经营者筹集,中央政府、欧盟、地方政府、其他地方团体给予项目投资或补贴,RFF 自身也向金融市场融资,项目由政府提供担保。2005 年成立的基础设施建设融资机构 AFITF 也拨款 |
| 西班牙 | 运营权与路网所有权分离,运营由西班牙国铁 (RENFE) 负责 | 政府直接投资较多、商业贷款、欧盟资金、基础设施收费等 |
| 德国 | 运营权与路网所有权统一,主要由德国铁路股份公司 (DB) 控制 | 政府补贴、银行无息贷款和低息贷款、发行债券、发行股票、融资租赁和售后回租等 |
| 意大利 | 运营权与路网所有权分离,意大利国铁负责运营 | 意大利国铁投资、风投 |

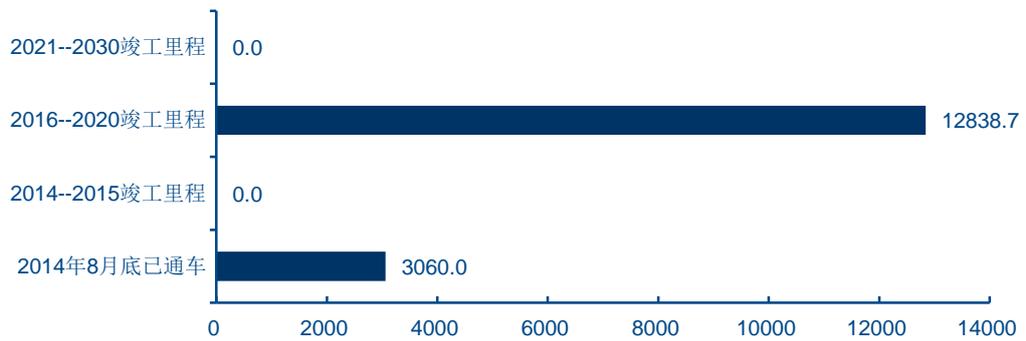
资料来源：各国铁路局官网, 中信证券研究部整理

欧洲市场由于专利和市场保护的原因，仍待突破。中国高铁在建设初期，采用市场换技术的政策，与西门子、庞巴迪、阿尔斯通合作，采用了海外公司的技术，逐步消化建成了自己的体系，但在国内销售的主要车型核心技术仍是海外技术，在欧洲市场由于专利保护原因，仍待突破。

俄罗斯高铁：占全球高铁投资额的 15%，车辆市场竞争激烈

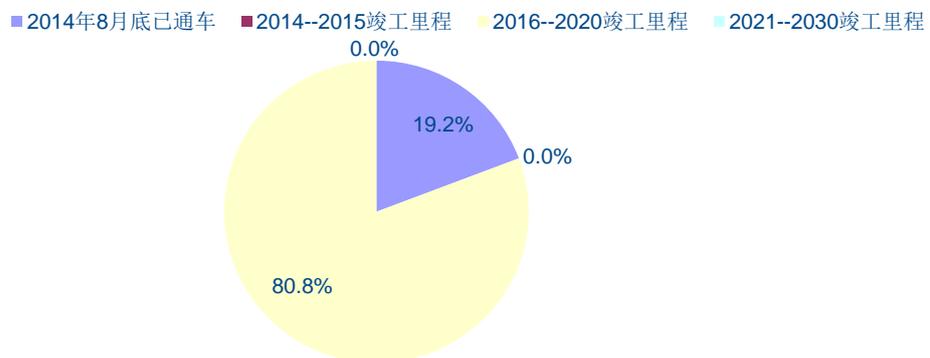
俄罗斯中长期需建设高铁 1.3 万公里，预计总投资额 2.6 万亿元，年均投资 1604.8 亿元。截止到 2014 年 8 月，俄罗斯已有运营中的高铁里程数为 3080.0 公里，占总规划的 19.2%；根据俄罗斯官方规划，2016—2020 年预计高铁竣工里程为 12838.7 公里，在总规划里程中占比为 80.6%。根据以上计算，总投资额达 25677.40 亿元，年均投资 1604.84 亿元。

图 36：俄罗斯高铁中长期需建设 1.3 万公里



资料来源：俄罗斯铁路网站（RZD），中信证券研究部整理

图 37：俄罗斯中长期高铁竣工里程占总规划的 80.6%



资料来源：俄罗斯铁路网站（RZD），中信证券研究部整理

图 38：俄罗斯铁路规划图



资料来源：俄罗斯铁路网站（RZD），中信证券研究部整理

俄罗斯高铁市场参与者众多。在俄罗斯市场，高铁相关的多个企业均有参与，在已经建成的高速铁路中，俄罗斯与德国西门子和法国阿尔斯通等都有合作，我国企业暂时还未参与到俄罗斯铁路建设中。考虑到 2018 年世界杯的举办，俄罗斯计划在 2018 年前建成或更新完 5 条高铁，日本公司在莫斯科-索契线路和西伯利亚改造线路方面占据优势，中国北车等在莫斯科-喀山线路工程上领先一步，而且中国北车多项产品已经通过俄罗斯 GOST 认证。

表 10：俄罗斯规划中高铁总览

| 线路 | 时速 (km/h) | 建成年份 | 里程 (km) | 状态 | 中标公司 |
|------------------|-----------|------|---------|-----|--------------|
| 圣彼得堡—莫斯科—下诺夫哥罗德段 | 250 | 2009 | 650 | 通车 | 西门子 |
| 莫斯科—下诺夫哥罗德 | 250 | 2010 | 1640 | 通车 | 西门子 |
| 圣彼得堡-芬兰赫尔辛基段 | 200 | 2010 | 770 | 通车 | 阿尔斯通 |
| 莫斯科--圣彼得堡 | 300 | 2018 | 649.70 | 规划中 | |
| 莫斯科--索契 | 300 | 2018 | 1700.00 | 规划中 | 与日本住友接触中 |
| 莫斯科--喀山 | 300 | 2018 | 800.00 | 规划中 | 与中国签署高铁合作备忘录 |
| 西伯利亚铁路 | | 2018 | 9289.00 | 规划中 | 与日本公司前期谈判 |
| 莫斯科--里加 | | 2018 | 400.00 | 规划中 | |

资料来源：俄罗斯铁路网站（RZD），中信证券研究部整理

中国与俄罗斯近年来合作频繁。中国与俄铁公司首次合作于 2009 年 10 月成立的合资公司——中铁集装箱运输有限责任公司（CRCT），为中俄和中欧的铁路线路提供全套的集装箱铁路运输服务。随着中俄贸易关系的日益频繁以及两国战略合作加深，2014 年 10 月 13 日，在李克强出访俄罗斯时，中国发改委与俄罗斯运输部、中国铁总公司与俄国家铁路公司四方签署了高铁合作备忘录，推进莫斯科—北京超过 7000 公里的欧亚高速运输走廊建设，优先实施全长 803 公里的莫斯科至喀山段。

表 11：中国高铁进入俄罗斯市场的优劣势

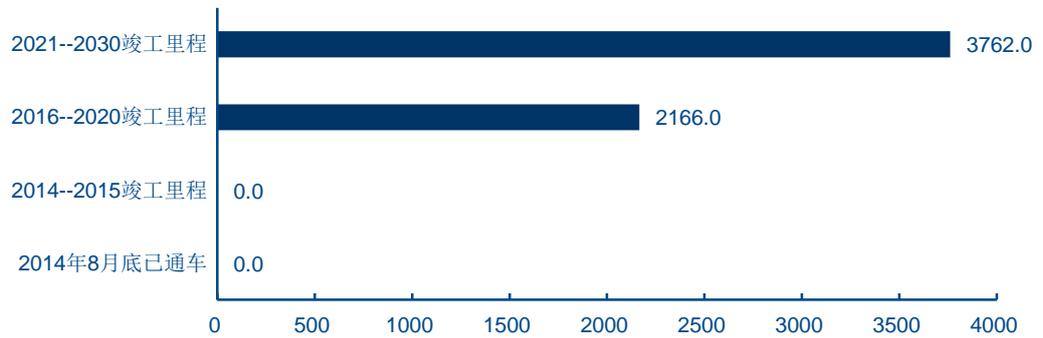
| 优势 | 劣势 |
|--|-----------------------------------|
| 成本低廉。中国高铁每公里修建的平均成本是 0.33 亿美元较于其他国家 0.5 亿美元，7000 公里就能省下将近 1200 亿美元，缓解了俄罗斯铁路建设一直以来的资金压力 | 西门子和阿尔斯通两大巨头都与俄铁有过高铁项目的合作，拥有丰富的经验 |
| 性能贴合俄罗斯国情。俄罗斯国土跨寒带、亚寒带和北温带 | 中俄铁路轨距不同 |
| 性能可靠。北车的高寒动车组已经在哈大线上运营两个冬季，列车性能得到充分验证 | |
| 国家关系良好。中国是俄国的第一大贸易伙伴，双方一直保持良好的关系，而俄国与欧美关系紧张 | |

资料来源：中信证券研究部整理

东南亚及南美地区高铁：占全球高铁投资的 7%，与中国合作频繁

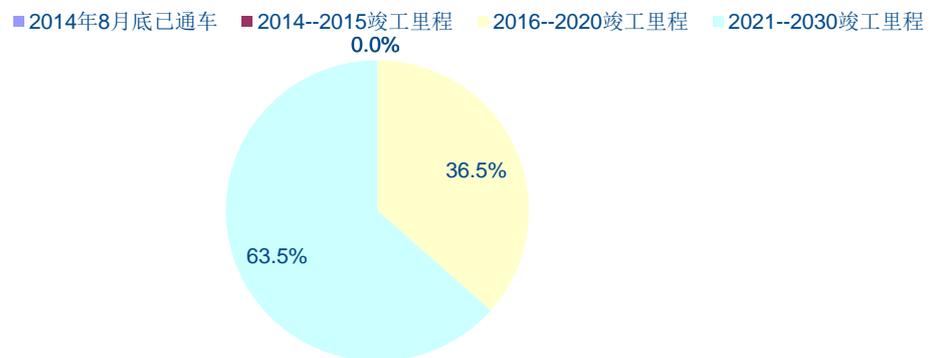
东南亚及南美地区高铁中长期内会完成建设 5928.0 公里，预计投资总额 1.2 万亿元，年均投资 741.0 亿元。到 2014 年 8 月底，东南亚和南亚地区没有运营中的高铁；2014、2015 两年内无高铁竣工；2016-2020 年竣工的里程数为 2166.0 公里，占总规划里程的 36.5%；剩余为包括部分泛亚高铁在内的长期规划线路，即 2021-2030 年占比为 63.5%，即 3762.0 公里。根据以上计算，东南亚及南美地区 2030 年前投资总额为 11856.0 亿元，年均投资 741.0 亿元。

图 39: 东南亚及南美高铁中长期通车里程 5928.0 公里



资料来源: 国际铁路联盟, 中信证券研究部整理

图 40: 东南亚及南美高铁待竣工里程占比 100%



资料来源: 国际铁路联盟, 中信证券研究部整理

图 41: 巴西高铁规划图



资料来源: 国际铁路联盟, 中信证券研究部整理

表 12: 东南亚及南美国家铁路规划

| 国家 | 线路 | 线路长度 (km) | 投资额 (亿美元) | 时速 (km/h) | 建设周期 | 参与方 | 备注 |
|-----|------------|-----------|------------------|-----------|--------------------|---|---|
| 泰国 | 廊开府-曼谷-罗勇府 | 867 | 106 | 160-180 | 2015 年-2022 年 | 中国出资 80%以上, 泰国出资 0-20% | 分为两段铁路: 廊开府-沙拉武里府-罗勇府 (734km); 沙拉武里府-曼谷 (133km) |
| 泰国 | | 533 | | | 2015-2022 年 | 尚未清楚 | 8 年基础设施建设计划 |
| 墨西哥 | 墨西哥城-克雷塔罗 | 210 | 43.96 | 300 | 2014 年 12 月-2018 年 | 中国进出口银行融资 85%; 中铁建投资 29.05 亿美元; 中国南车投资 4.06 亿美元 | 2014.11.3 日中标, 6 日取消, 现正在重新招标阶段, 目前西门子、庞巴迪、阿尔斯通和三菱 4 家国际公司都参与二次招标。预计中国中标胜算仍较大 |
| 巴西 | 圣保罗-里约热内卢 | 511 | 178 (355 亿巴西雷亚尔) | 350 | 目标 2020 年全线通车 | 巴西政府规定施工方必须“本土化”, 需要雇佣一定数量的巴西工人 | 多次招标未果, 目前新一轮招标因政治因素暂停中; 西班牙国家高铁公司中标胜算本较大, 现因列车出轨事故受到影响。 |

资料来源: 新华网等, 中信证券研究部整理

东南亚及南美地区高铁项目与中国企业接触密切。今年以来, 习近平主席、李克强总理持续推进高铁海外进程, 中国企业在东南亚及南美地区优势比较明显, 泰国、巴西和阿根廷都与中国企业有明确的业务关系, 尽管墨西哥高铁项目中标撤销, 但中国方面仍然在积极准备下一次竞标。

表 13: 东南亚及南美与中国企业接触密切

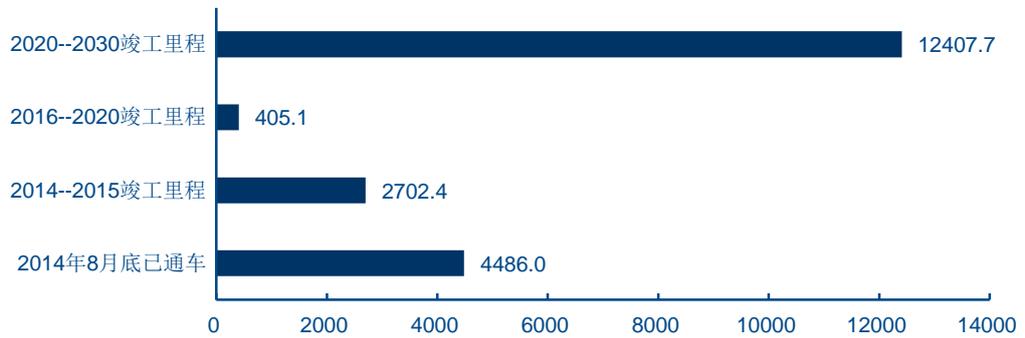
| 时间 | 国家 | 合作内容 |
|------------|------|--|
| 2014/11/18 | 泰国 | 泰国内阁批准中国投资修建廊开府到曼谷及罗勇的铁路, 全长 867 公里, 投资额约 750 亿元人民币。 |
| 2014/10/20 | 墨西哥 | 中国铁建、中国南车等联合体成功中标墨西哥城至克雷塔罗州中心城市高铁项目, 但最终取消中标。 |
| 2014/9/11 | 巴西 | 中国北车与巴西里约交通厅签订了 3.33 亿城铁电动车组出口合同。 |
| 2014/9/11 | 阿根廷 | 中国北车与阿根廷内务交通部签订了约 7.39 亿内燃动车组及配件出口合同。 |
| 2014/7/30 | 泰国 | 泰国批准两条连接中国和泰国的铁路项目, 成本约为人民币 1430 亿元。这两条高铁将直通中国云南省。 |
| 2014/7/29 | 阿根廷 | 中国南车与阿根廷内务交通部签订了约 5.2 亿元人民币的电动车组配件和车辆销售合同。 |
| 2014/7/1 | 巴西 | 签署《中国-巴西-秘鲁关于开展铁路合作的声明》, 南美“两洋铁路”从巴西东海岸到秘鲁西海岸, 长约 5000 公里。 |
| 2013/10/1 | 马来西亚 | 鼓励中国企业参与东南亚高铁建设项目。 |
| 2013/10/1 | 泰国 | 签署《中泰两国关于深化铁路合作的谅解备忘录》 |

资料来源: 中证网等, 中信证券研究部整理

海外其他地区高铁: 占全球高铁投资额 18%, 投资额 3.1 万亿

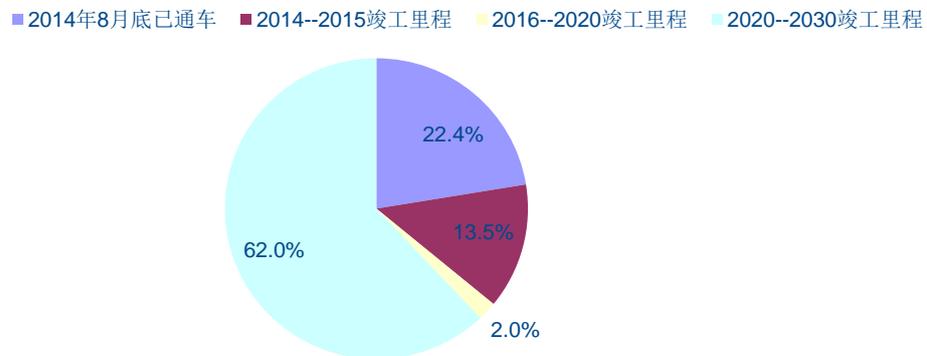
海外其他地区 (东亚、韩国、日本、印度等) 中长期内需完成高铁建设 1.6 万公里, 预计投资总额达 3.1 万亿元, 年均投资 1939.4 亿元。截止到 2014 年 8 月底, 已经通车 4486.0 公里, 在总规划里程中占比为 22.4%; 2014-2015 年内将建成 2702.4 公里, 占比 13.5%; 2016-2020 年即将竣工 405.1 公里, 占到总规划里程的 2.0%; 2021-2030 年预计建成 12407.7 公里, 占比则为 62.0%。根据以上计算, 2030 年前投资总额为 31030.4 亿元, 年均投资 1939.4 亿元。

图 42：中长期内需完成高铁建设 12812.8 公里



资料来源：国际铁路联盟，各国铁路协会，中信证券研究部整理

图 43：全球其他地区中长期竣工里程占比 64.06%



资料来源：国际铁路联盟，各国铁路协会，中信证券研究部整理

市场竞争分析

全球高铁设备商优势：技术成熟，欧美地区经验丰富

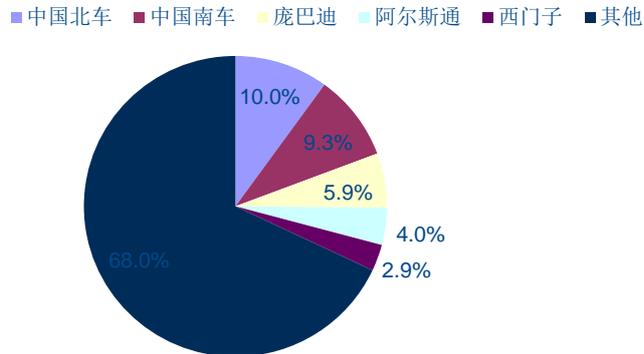
全球高铁市场竞争激烈，主要设备供应商有庞巴迪、阿尔斯通、西门子、川崎以及中国南北车等。其中中国南车和北车已经超越庞巴迪成为全球最大的铁路装备供应商，从新车市场（包括动车、客车、机车、货车所有车型）来看，占据份额分别为 10.0%、9.3%；庞巴迪、阿尔斯通和西门子同属于欧洲铁路行业协会（UNIFE）旗下公司，三者共同占有新车市场份额 12.8%。值得注意的是，相对于中国南北车，其他公司海外推广占据优势，其中庞巴迪、阿尔斯通和西门子牢牢占据欧洲市场，川崎也已经打进中国台湾市场。

表 14：主要高铁设备供应商总览

| 设备供应商 | 成立时间 | 主要区域 | 主要高铁产品 |
|-----------|---------|-------------|--------------------------------|
| 庞巴迪（加拿大） | 1940 年代 | 法国、德国等 | ICE、Talgo、X2000、ETR、CRH380D 等 |
| 阿尔斯通（法国） | 1928 年 | 法国、英国、荷兰等 | TGV、欧洲之星、AVE、Acela、Pendolino 等 |
| 西门子（德国） | 1847 年 | 德国、奥地利、西班牙等 | ICE、RaiJet、AVE 等 |
| 川崎（日本） | | 中国台湾、中国大陆等 | JR、CRH2、台湾高速铁路等 |
| 中国南北车（中国） | 2001 年 | 中国大陆 | CRH 系列等 |

资料来源：相关公司官网，中信证券研究部整理

图 44：庞巴迪、阿尔斯通、西门子市场份额占比 12.8%



资料来源：SCI Verkehr, 中信证券研究部整理

庞巴迪简介

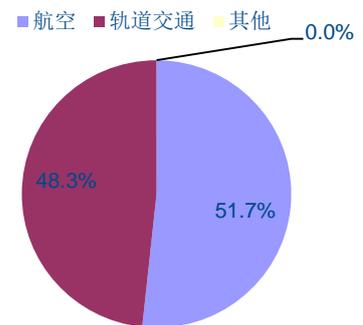
庞巴迪 2013 年轨交业务收入 542.3 亿。庞巴迪集团的轨交装备主要由子公司庞巴迪运输（Bombardier Transportation）提供，主要在德国，其主要产品有轨道车辆、牵引和控制系统、转向架、服务、运输系统、轨道控制解决方案等。2013 年轨交收入为 542.3 亿元，占公司总收入的 48.3%。

图 45：庞巴迪 2013 年轨交收入 542.3 亿元



资料来源：庞巴迪年报, 中信证券研究部整理

图 46：轨交收入占比 48.3%



资料来源：庞巴迪年报, 中信证券研究部整理

庞巴迪高铁列车产品多样，优势区域为法国、德国等欧洲国家。庞巴迪运输为全世界提供的车辆总数已逾 10 万辆，并在全球为 8,000 多辆轨道车辆提供第三方车队维护服务，为几乎全欧洲每个高铁项目提供服务，有超过 20 种高铁列车产品。高铁列车产品主要提供给法国、德国等欧洲国家。

表 15：庞巴迪优势区域为欧洲国家

| 主要产品 | 速度 (km/h) | 国家 |
|------------------------|-----------|--------------|
| ETR500 (与 Alstom 合作) | 300 | 意大利 |
| Thalys (与 Alstom 合作) | 300 | 法国、德国、比利时、荷兰 |
| TGV (与 Alstom 合作) | 320 | 法国 |
| EUROSTAR (与 Alstom 合作) | 300 | 法国 |
| ACELA (与 Alstom 联合研制) | 240 | 美国 |
| BM71 | 210 | 挪威 |
| REGINA | 200 | 瑞典 |
| X2000 | 210 | 瑞典 |
| XinShiSu | 210 | 中国 |
| CRH1 | 200 | 中国 |

| 主要产品 | 速度 (km/h) | 国家 |
|-----------------------|-----------|-----|
| ICE 系列 (与 Siemens 合作) | 300 | 德国 |
| AVE 系列 (与 Alstom 合作) | 354 | 西班牙 |
| ICN (与 Alstom 合作) | 200 | 瑞士 |
| ZEFIRO250 | 250 | 中国 |

资料来源：庞巴迪官网，中信证券研究部整理

阿尔斯通简介

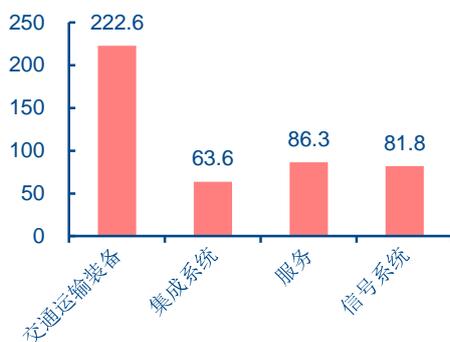
阿尔斯通 2013 年轨交业务收入 337.7 亿元。阿尔斯通轨交业务的主要产品有交通运输装备、运输系统、信号系统等等。2013 年轨交收入为 337.7 亿元，占公司总收入的 29.0%。具体来看，交通运输装备收入为 222.62 亿元，在轨交业务收入中占比达 49.0%，集成系统、信号系统和服务收入分别为 63.6 亿元、81.8 亿元和 86.3 亿元，占比分别为 14.0%、18.0% 和 19.0%。

图 47：阿尔斯通 2013 年轨交收入 337.7 亿元



资料来源：阿尔斯通年报，中信证券研究部整理

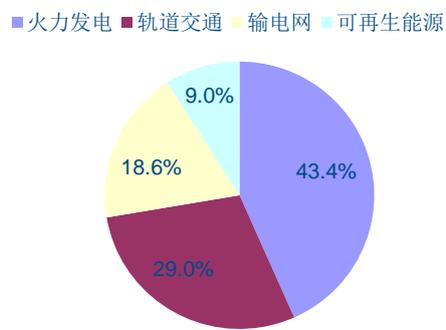
图 49：2013 年轨交装备收入 222.62 亿元



资料来源：阿尔斯通年报，中信证券研究部整理

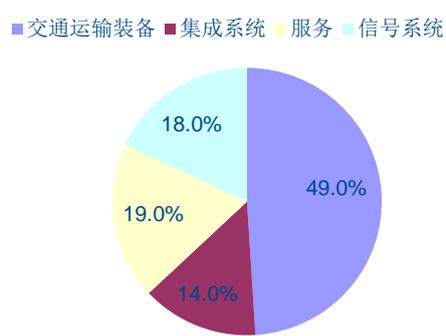
阿尔斯通 2013 年轨交订单为 492.8 亿元，欧洲地区占比为 41.0%。2013 年，阿尔斯通订单量为 492.8 亿元，其中法国为 73.9 亿元，除法国外的欧洲为 128.1 亿元，占比分别为 15.0% 和 28.0%，此外，中东和非洲地区为 133.1 亿，占比 27.0%，在欧洲地区具备优势的同时，在中东和非洲地区影响力也较大。

图 48：轨交收入占比 29.0%



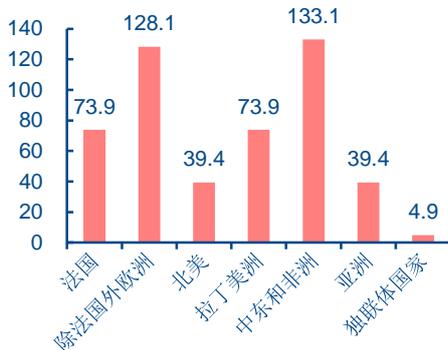
资料来源：阿尔斯通年报，中信证券研究部整理

图 50：2013 年轨交装备收入占轨交收入 49.0%



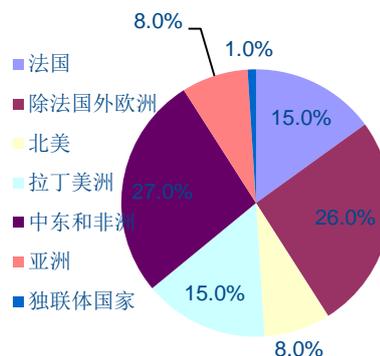
资料来源：阿尔斯通年报，中信证券研究部整理

图 51: 阿尔斯通 2013 年轨交订单 492.8 亿元



资料来源: 阿尔斯通年报, 中信证券研究部整理

图 52: 阿尔斯通优势地区在欧洲



资料来源: 阿尔斯通年报, 中信证券研究部整理

表 16: 阿尔斯通优势地区在欧洲

| 主要产品 | 速度 (km/h) | 国家 |
|----------------------------|-----------|--------------|
| ETR500 (与 Bombardier 合作) | 300 | 意大利 |
| Thalys (与 Bombardier 合作) | 300 | 法国、德国、比利时、荷兰 |
| TGV (与 Bombardier 合作) | 320 | 法国 |
| EUROSTAR (与 Bombardier 合作) | 300 | 法国 |
| ACELA (与 Bombardier 联合研制) | 240 | 美国 |
| KTX | 300 | 韩国 |
| ICE-T | 300 | 意大利 |
| AGV | 350 | 法国 |
| AVE 系列 (与 Bombardier 合作) | 354 | 西班牙 |
| ICN (与 Bombardier 合作) | 200 | 瑞士 |

资料来源: 阿尔斯通官网, 中信证券研究部整理

西门子简介

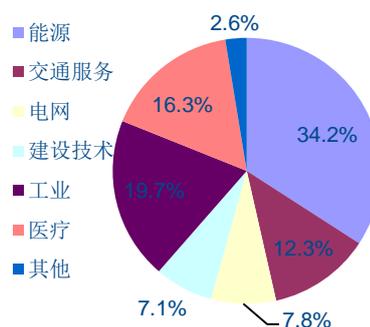
西门子 2013 年轨交业务收入 486.5 亿元。西门子轨交业务的主要产品有轨道车辆、运输系统等。2013 年轨交收入为 486.5 亿元, 占公司总收入的 12.3%。

图 53: 西门子 2013 年轨交收入 486.5 亿元



资料来源: 西门子年报, 中信证券研究部整理

图 54: 西门子轨交业务收入占比 12.3%



资料来源: 西门子年报, 中信证券研究部整理

西门子轨交优势地区主要在欧美地区。西门子的轨交产品较多, 其中最著名的是其高铁产品 Velaro, 由 ICE-3 发展而来, 在欧洲覆盖范围较广。2014 年 9 月, 西门子获 6.48 亿美元的轻轨车厢订单 (2016 年底交付), 是美国有史以来最大的轻轨订单。

表 17：西门子优势区域在欧美地区

| 主要产品 | 速度 (km/h) | 国家 |
|-------------------------------------|-----------|-------------------|
| Desiro 系列 | 160 | 英国、比利时、瑞士、丹麦、德国等 |
| Sprinter Lighttrain | 160 | 荷兰 |
| RailJet 平台 | 200 | 奥地利 |
| Velaro | 350 | 西班牙、俄罗斯、德国、英国、土耳其 |
| ICE-1、ICE-2、ICE-3 (与 Bombardier 合作) | 280 | 德国 |
| AVE 系列 (与 Bombardier 合作) | 354 | 西班牙 |

资料来源：西门子官网，中信证券研究部整理

川崎重工简介

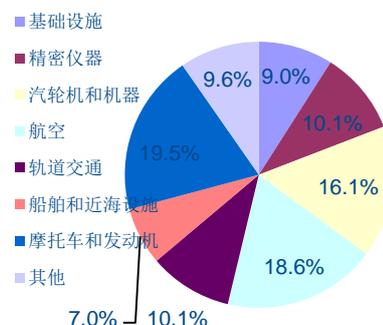
川崎重工 2013 年轨交业务收入 67.6 亿元。川崎轨交业务的主要产品有轨道车辆、运输系统、屏蔽门、电池等。2009 年轨交收入为 70.6 亿元，2011-2013 年平均收入 68.3 亿元，2013 年，轨交收入增速为-2.0%，至 67.6 亿元，占公司总收入的 10.1%。

图 55：川崎 2013 年轨交业务收入 67.6 亿元



资料来源：川崎年报，中信证券研究部整理

图 56：川崎重工轨交收入占比为 10.1%



资料来源：川崎年报，中信证券研究部整理

川崎重工在亚洲、美国市场占据优势。2010-2018 年（交付日期计算），川崎重工在美国市场拿到订单 44.2 亿美元（主要是地铁），约合人民币 273.4 亿元；在中国台湾、新加坡、中国香港等亚洲地区表现也很出色，2010-2018 年（交付日期计算）拿到订单超过 125 亿元人民币。

表 18：川崎优势区域在亚洲、美国

| 火车类型 | 运用干线或订单公司 | 订单情况 | 交付时间 |
|---------------------|-------------------------------------|--|-------------|
| 低地板电池驱动轻轨电车 SWIMOTM | 日本铁路公司 | | |
| 700 系列电动火车 | 东海道新干线 | | |
| 683 系列特快列车 | 日本铁路公司 | | |
| 型号 1000 是市郊往返列车 | Keikyuu 铁路 | | |
| E2、E3 系列火车 | Jyoetsu 新干线、Tohoku 新干线、Hokuriku 新干线 | | |
| DF200 型柴油电动火车头 | 日本货物铁路公司主要干道 | | |
| 9000 系列地铁列车 | 札幌市地铁中西线 | 80 辆 (120 亿日元) | 2014-2016 年 |
| N700 电动火车、E231 市郊火车 | 日本铁路公司 | | |
| 3000 型号市郊火车 | Nishi Nippon 铁道 | | |
| R188 地铁车 | 纽约市交通局 | 23 辆新车, 10 辆旧车改造 (870 万美元); 附加协议 123 辆新车, 350 辆旧车改造 (4710 万美元) | 2010-2015 年 |
| 7000 系列地铁车 | 华盛顿市区交通机构 | 428 辆 (8.8 亿美元), 2013 年至 2016 年; 附加协议 320 辆 (共价值 14.8 亿美元) | 2018 年 |
| 7000 系列 | 华盛顿市区交通机构 | 100 辆 (1.84 亿美元) | 2018 年 |
| M-9 乘客列车 | 纽约大都会运输署 | 与长岛铁路公路和大都会北方铁路联合承办 92 辆, 附加协议 584 辆汽车 (共 18.3 亿美元) | 2017-2018 年 |

| | 火车类型 | 运用干线或订单公司 | 订单情况 | 交付时间 |
|------|---------|---------------------|--|-------------|
| 亚洲市场 | 700T 系列 | 中国台湾高速铁路公司 | 与东芝公司合作, 12 辆; 附加协议, 48 辆 | 2011-2015 年 |
| | 捷运车 | 新加坡陆路交通管理局 | 与南车四方机车有限公司和四方有限公司合作, 132 辆 (177 亿日元) | 2012-2016 年 |
| | 中级地铁车 | 中国香港铁路有限公司 | 修改现有车, 供应新车厢, 148 亿日元 | 2015-2018 年 |
| | 捷运车 | 新加坡捷运系统未来汤姆森和东部地区线路 | 与南车四方机车有限公司和四方有限公司合作, 354 辆 (600 亿日元) | 2018 年 |
| | 高速列车 | 中国大陆高速铁路 | 日本企业共同体和南车四方机车车辆集团共同完成中国高铁改造项目, 1400 亿日元 | |

资料来源: 川崎官网, 中信证券研究部整理

中国高铁优势: 高性价比+融资+技术突破

高铁外交今年持续取得硕果。今年以来, 习近平主席、李克强总理持续推进高铁海外进程, 硕果累累, 除在传统优势地区东南亚和南亚外, 美国、俄罗斯都有突破, 南北车合并也是为高铁外交拓展扫清障碍。

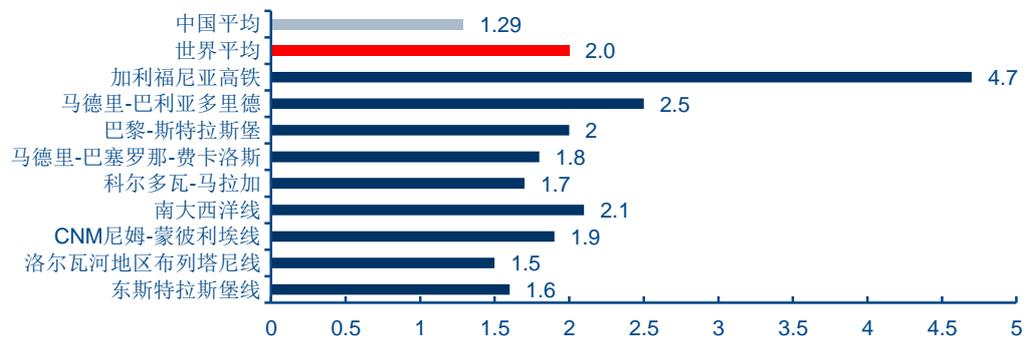
表 19: 高铁海外推广一览

| 时间 | 国家 | 合作内容 |
|------------|------|--|
| 2014/11/24 | 印度 | 预计将与中国合建德里-钦奈高铁, 全长 1754 公里, 建造成本约为 2000 亿元人民币。 |
| 2014/11/21 | 俄罗斯 | 俄罗斯筹建从莫斯科到北京的高速铁路, 铁路总长度在 7800-8000 公里, 俄罗斯境内成本 2.5-2.8 万亿卢布(约合 600 亿美元), 运营该线路需要 170 辆货运高铁和 400 辆客运高铁。俄铁计划上述高铁项目最早明年开工, 2019 年完工。 |
| 2014/11/20 | 尼日利亚 | 中国土木工程集团与尼日利亚交通部正式签署沿海铁路项目合同, 单线里程 1402 公里, 合同金额约 735.16 亿元人民币。 |
| 2014/11/18 | 泰国 | 泰国内阁批准中国投资修建廊开府到曼谷及罗勇的铁路, 全长 867 公里, 投资额约 750 亿元人民币。 |
| 2014/10/20 | 墨西哥 | 中国铁建、中国南车等联合体成功中标墨西哥城至克雷塔罗州中心城市高铁项目, 但最终取消中标。 |
| 2014/10/17 | 拉脱维亚 | 李克强在会见拉脱维亚总统时表示, 希望双方拓展高铁等领域的交流合作。 |
| 2014/10/13 | 俄罗斯 | 中俄签署“高铁合作备忘录”, 研究打造从莫斯科到北京的欧亚高速运输走廊。 |
| 2014/10/10 | 德国 | 李克强与德国总理默克尔、汉堡市长肖尔茨等政要会谈, 他表示希望德国允许资质好的中国企业竞标德国的高铁项目。 |
| 2014/9/11 | 巴西 | 中国北车与巴西里约交通厅签订了 3.33 亿城铁电动车组出口合同。 |
| 2014/9/11 | 阿根廷 | 中国北车与阿根廷内务交通部签订了约 7.39 亿内燃动车组及配件出口合同。 |
| 2014/9/18 | 印度 | 习近平访问印度, 发布中国印度联合声明, 表示将合建一条高铁。 |
| 2014/9/1 | 罗马尼亚 | 李克强会见罗马尼亚总理, 提出: 加快对建设布加勒斯特至康斯坦察高速铁路项目的研究, 搞好重大基础设施项目合作。 |
| 2014/8.21 | 蒙古 | 习近平访问蒙古, 推动中蒙铁路建设, 签署中蒙铁路协议, 推动中蒙俄国际大通道建设。 |
| 2014/7/30 | 泰国 | 泰国批准两条连接中国和泰国的铁路项目, 成本约为人民币 1430 亿元。这两条高铁将直通中国云南省。 |
| 2014/7/29 | 阿根廷 | 中国南车与阿根廷内务交通部签订了约 5.2 亿元人民币的电动车组配件和车辆销售合同。 |
| 2014/7/1 | 巴西 | 签署《中国—巴西—秘鲁关于开展铁路合作的声明》, 南美“两洋铁路”从巴西东海岸到秘鲁西海岸, 长约 5000 公里。 |
| 2014/6/1 | 英国 | 李克强总理在 6 月出访英国会晤卡梅伦双方表示将深化高铁等合作。 |
| 2014/5/1 | 非洲 | 中方将在非洲设立高速铁路研发中心。 |
| | | 签订尼沿海铁路项目框架合同, 总金额 807.79 亿元人民币。采用中国铁路技术标准。中国进出口银行将提供 36.04 亿美元支持肯尼亚修建从蒙巴萨至首都内罗毕的标准轨铁路, 采用“中国国铁一级标准”。 |
| 2013/11/1 | 匈牙利 | 宣布合作建设贝尔格莱德到布达佩斯的匈塞铁路 |
| 2013/10/1 | 印尼 | 与雅加达企业合作建设 30 km 的单轨铁路网 |
| 2013/10/1 | 马来西亚 | 鼓励中国企业参与东南亚高铁建设项目。 |
| 2013/10/1 | 澳大利亚 | 研究建造澳大利亚第一条高铁可能性 |
| 2013/10/1 | 泰国 | 签署《中泰两国关于深化铁路合作的谅解备忘录》 |

资料来源: 中信证券研究部整理

中国高铁建设成本占其他国家高铁成本的 2/3。根据世界银行分析, 欧洲高铁建设成本在 1.5-2.4 亿元/公里, 加利福尼亚高铁建设成本约合人民币 4.7 亿元/公里, 世界平均值在 2.0 亿元/公里左右, 而根据中国铁道科学院研究表明, 中国平均值在 1.29 亿元/公里, 不超过世界平均值的 2/3。

图 57：海外高铁建设成本约 2.0 亿元/公里



资料来源：世界银行，中信证券研究部整理

“高铁+融资”的全包模式优势明显。世界各国对重大基础设施投资项目的投融资方式主要集中在政府投资、国债、专项基金、银行贷款和融资租赁、BOT、ABS、PPP 等。**美国高铁**采取运营网和铁路网合一的方式运营，所以联邦政府对铁路项目支持较少，资金来源主要依靠铁路公司直接融资等手段；**俄罗斯政府**直接投资铁路项目的金额占总投资费用的 25%左右，剩余 75%依靠铁路公司、私人投资者等；**东南亚及南美等新兴经济体**由于融资渠道匮乏，资金来源主要依靠中国政策性银行或世界银行。中国在资金方面比较充足，近几年向老挝、阿根廷等发展中国家铁路项目提供过资金，而且在积极帮助美国加州高铁项目融资，“高铁+融资”模式日渐成型，这种全包模式使我国在海外高铁项目上具备优势。

表 20：全球各国/地区高铁资金来源多样

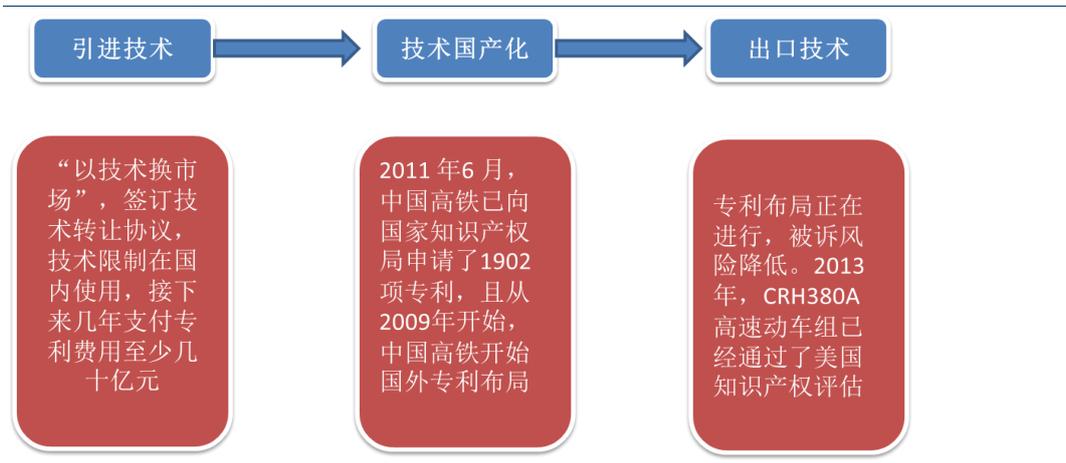
| 地区 | 高铁项目 | 费用 (亿元) | 建设资金来源 |
|-----|-----------------------|----------|--|
| 美国 | 加州高铁 | 11468.64 | 联邦政府预计将资助约 740-1100 亿元，剩余预计由债券及私人投资补充 |
| | 东北走廊高速铁路 | 185.59 | 联邦政府 (56%) 地方 (17%) 私人部门 (27%) |
| 俄罗斯 | 整体铁路 | | 俄铁出资 42.7%，私人投资者 32.2%，俄罗斯 (联邦) 政府占 20.6%，地方政府出资占 4.5% |
| 老挝 | 万象—昆明 | 433.05 | 中国方面投资 |
| 阿根廷 | | 152.80 | 中国国家开发银行提供 85% 的项目贷款融资，另外 15% 通过阿根廷政府发行国债募集 |
| | 东海道新干线 (东京-新大阪) | 171.90 | 完全自筹：a. 大藏省资金运用部低息贷款、发行政府担保债券 (30% 多) b. 发行铁路债券 (50% 多) c. 政府担保的国际复兴银行 (世界银行) 贷款 (约 7.6%) |
| | 山阳新干线 (新大阪—博多) | | 国家给予的工程补助金 (不到 5%)；自筹资金：a. 资金运用部贷款、发行政府担保债券 (60% 多) b. 发行铁道债券 (30% 左右) |
| | 东北新干线 (东京—盛冈) | 1385.59 | 国家投资 (8% 左右)：a. 政府出资 (2% 左右) b. 工程补助金 (6% 左右) 自筹资金：a. 资金运用部贷款、发行政府担保债券 (60% 左右) b. 发行铁道债券 (30% 左右) c. 工程后期少量民间借入资金 |
| 日本 | 上越新干线 (大宫—新潟) | 849.07 | 政府资金 (13%) 自筹资金 (73%) 租赁收入 (14%) |
| | 整备新干线 | | 1996 年通过的筹资办法：国家承担 (35%) 地方公共团体 (约 30%) 地方公共团体通过地方税收筹集部分资金 JRs 公司根据收益范围、限度以及所得收入承担建设资金 |
| | TGV 东南线 (巴黎—里昂) | 98.72 | SNCF 完全自筹：发行债券及贷款 |
| | TGV 大西洋线 (巴黎—勒芒) | 129.27 | 部分公共补贴 (30%) |
| | TGV 北方线 (巴黎—里尔/加来) | 198.61 | 部分公共补贴 (4%) |
| | TGV 罗纳—阿尔卑斯线 (里昂—瓦朗斯) | 74.04 | 部分公共补贴 (4%) |
| 法国 | 巴黎地区联络线 | 90.49 | SNCF 完全自筹：发行债券及贷款 |
| | TGV 东欧线 (巴黎—斯特拉斯堡) | 352.56 | 一期投资 205 亿法郎：中央政府 (39.0%) RFF 投资 (23.4%) 沿线四个大区 (23.9%) 欧盟 (10.2%) 收益国卢森堡大公国 (3.4%) |
| | 马德里—塞维利亚高速铁路线 | | 马德里—科尔多瓦段：全部由西班牙政府投资；科尔多瓦—塞维利亚段：RENFE 负责筹资并吸引商业贷款 |
| 西班牙 | 在建及规划线 | | 由 GIF 负责，GIF 资本组成：1. 政府投入资本 2. 欧盟给予的资金 3. 基础设施收费收入 4. 补助金 5. 国家预算内的向政府借入资金 6. 资本市场借入资金 |
| 意大利 | 罗马—那不勒斯线等高速铁路线 | | 意大利国铁 (40%) 风险资本或信贷资本 (60%) |

| 地区 | 高铁项目 | 费用(亿元) | 建设资金来源 |
|------|------------|---------|--|
| 中国台湾 | 台北—高雄高速铁路线 | 852.41 | 政府(24.5%) 高铁股份有限公司(75.5%) 另: 高铁公司共筹集民间投资总经费 4 433 亿台币, 构成为 a. 股权筹资 1 322 亿台币 b. 债权融资 3 083 亿台币 c. 兴建期利息收入 28 亿台币 |
| 韩国 | 汉城—釜山高速铁路 | 1353.58 | 政府出资(35%) 贷款(10%) 海外借款(24.14%) 债券发行(28.80%) 民间资金(2.06%) |

资料来源: 各国/地区铁路局, 中信证券研究部整理

高铁基本实现国产化, 专利逐步得到认可, CRH380A 通过美国知识产权评估。为吸收国外高铁技术, 我国与海外轨交装备公司建立的合资公司有: 川崎-四方股份, 庞巴迪-BSP, 阿尔斯通-长客股份, 西门子-唐山工厂, 借助 E2-1000、Regina、SM3、Velaro-E, 研发出产品 CRH1, CRH2, CRH3, CRH5, CRH380A 等。高速动车组九大关键技术包括: 动车组系统集成、车体、列车网络控制系统、牵引控制系统(核心技术)、制动系统、牵引变流器、牵引变压器、牵引电机、转向架。目前, 南北车已经基本实现全面国产化, 国产化率 90% 左右。2013 年, 美国律师事务所与专利商标局, 进行了 900 多项专利检索, 花费了 3 个多月的时间进行评估, 最终的结论是中国南车研制的 CRH380A 型高速动车组拥有完全知识产权。2014 年, 南车戚墅堰机车 1 件 PCT 专利在东南亚国家进入授权阶段, 中国高铁专利逐步得到海外认可。

图 58: 中国高铁创新路径



资料来源: 国资委网站, 中信证券研究部整理

表 21: 中国攻克高铁关键技术

| 关键技术 | 公司 |
|----------|--------------------------------------|
| 动车组系统集成 | 南车株洲电机、南车株洲电力机车研究所、北车集团大连机车研究所等 |
| 车体 | 南车长江车辆、南车青岛四方机车、南车四方车辆、长春轨道客车、大连机车等等 |
| 列车网络控制系统 | 南车株洲电力机车研究所、北车大连电力牵引研发中心等 |
| 牵引控制系统 | 南车株洲电力机车研究所、北车大连电力牵引研发中心 |
| 制动系统 | 南车南京浦镇车辆、南车眉山车辆、南车戚墅堰机车等 |
| 牵引变流器 | 南车株洲电力机车研究所、北车大连电力牵引研发中心等 |
| 牵引变压器 | 南车株洲电机等 |
| 牵引电机 | 南车株洲电机、南车成都机车、永济电机等 |
| 转向架 | 南车南京浦镇车辆等 |

资料来源: 南北车年报, 中信证券研究部整理

研发攻关能力强, 牵引系统和控制系统获突破。2014 年 4 月 3 日和 10 月 22 日, 中国北车 CRH5 型动车组牵引电传动系统和网络控制系统分别通过了中国铁路总公司组织的行业专家评审和技术评审, 获准批量装车, 完全实现自主化。CTCS(中国列车运行控制系统)是参照 ETCS(欧洲列车运行控制系统)研制的, CTCS2 对应于 ETCS1, 以此类推。CTCS3 已经应用于武广高铁, CTCS4 还未实施商业应用。

表 22: CTCS 参照 ETCS 研制

| 等级 | ETCS | CTCS |
|----|--|-----------------------------------|
| 0 | 欧洲既有铁路 | 中国既有铁路现状；通用式机车信号+监控装置 |
| 1 | 基于点式传输；列车检查由轨道电路完成；设置地面信号机 | 面向 160km/h 以下区段；主体机车信号+加强型监控装置 |
| 2 | 基于 GSM-R 传输；列车检查由轨道电路完成；可以取消地面信号机 | 面向提速干线和客运专线；基于轨道电路+点式应答器；可取消地面信号机 |
| 3 | 基于 GSM-R 传输；取消轨道电路和地面信号机；无线闭塞中心与车载验证系统共同完成检查；可实现移动闭塞 | 面向提速干线、客运专线和特殊线路；基本参照 ETCS2 级 |
| 4 | 未定义 | 面向客运专线和特殊线路；基本参照 ETCS3 级 |

资料来源：中国铁路总公司，中信证券研究部整理

南北车优势在高性价比、交易灵活。在建设成本上，我国高铁约比海外高铁建设低 30%，系统技术全，交易相对灵活，交货周期短，运营经验丰富，但由于 723 动车事件影响，在安全性能上受到海外竞争者的挑战。

表 23: 南北车优势在高性价比、交易灵活

| 公司名称 | 南北车 | 西门子 | 川崎重工 | 阿尔斯通 | 庞巴迪 |
|------|--|--|--|-------------------------------|---|
| 所属国家 | 中国 | 德国 | 日本 | 法国 | 加拿大 |
| 运营速度 | 200km/h~380km/h | 200km/h~330km/h | 220km/h~300km/h | 300km/h~320km/h(TGV) | 200km/h~303km/h |
| 优势 | ※成本低廉：高铁建设成本 0.33 亿美元/公里（国外 0.5 亿/公里） ※建设工期短：快一倍以上 ※技术先进：系统技术全，集成能力强，自主设计高寒动车组 ※交易灵活：高铁换资源 5.运营经验丰富： | ※运营年代久，配套软件服务完善 ※标准高，列车性能稳定、安全性能好 ※客车设计：乘客舒适度高 ※节能：能耗比传统设备节省 30%至 35% ※网络控制统一调度 ※动车传感器的敏感度高：检测小故障 | ※安全性能高： ※线路中桥隧比重大，线路标准不断提高 ※运行密度大、旅客输送量大 ※采用碳纤维增强塑料做主要转向架，重量降低 40%(提高燃油经济性，降低运行成本；减少 CO2 排放，环保。 | ※创造了 574.8 公里/小时的世界轨道列车最高时速记录 | ※覆盖了高效铁路中的所有业务：整车制造，到子系统、服务、集成系统以及信号系统， |
| 劣势 | 安全性能（动车事故） | 建设工期长，成本高 | 营业生产成本低 | | |

资料来源：各公司官网，中信证券研究部整理

“一带一路”战略推动高铁走出去。自 2013 年 9 月份习近平主席首次提出“一带一路”之后，国家层面对“一带一路”进行了战略部署，与周边国家互通的基础设施建设将提速，我们认为这将打开轨交装备的行业长期增长空间。

表 24: “一带一路”战略规划打开长期空间

| 时间 | 背景 | 相关内容 |
|-------------|--------------------------------|--|
| 2013 年 9 月 | 习近平访问中亚 | 首次提出共建“丝绸之路经济带”的战略构想。 |
| 2013 年 10 月 | 习近平在印尼的国会演讲 | 首次提出建设“21 世纪海上丝绸之路”的倡议。 |
| 2013 年 11 月 | 十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》 | 建立开发性金融机构，加快同周边国家和区域基础设施互联互通建设，推进丝绸之路经济带、海上丝绸之路建设，形成全方位开放新格局。 |
| 2013 年 12 月 | 中央经济工作会议 | 不断提高对外开放水平。营造稳定、透明、公平的投资环境，切实保护投资者的合法权益。推进丝绸之路经济带建设，建设 21 世纪海上丝绸之路。 |
| 2014 年 3 月 | 第十二届全国人大二次会议《政府工作报告》 | 抓紧规划建设丝绸之路经济带、21 世纪海上丝绸之路，推进孟中印缅、中巴经济走廊建设，推出一批重大支撑项目，加快基础设施互联互通，拓展国际经济技术合作新空间。 |

资料来源：中信证券研究部整理

南北车业绩弹性情景分析

根据南北车海外市场拓展的不同情形，我们将未来市场占有率情况分为三种：

- 1) 乐观市场，南北车在海外市场市占率为 50%；
- 2) 悲观市场，南北车在海外市场市占率仅为 10%；

3) 中性市场，东南亚及南美市占率为 50%，其他地区为 40%，美国和俄罗斯为 35%，欧洲市场占比 20%。

表 25：南北车海外市场占有情形一览

| | 2014-2030 总投资额 (亿元) | 乐观情景 | 悲观情景 | 中性情景 |
|--------|---------------------|------|------|------|
| 美国 | 77402.7 | 50% | 10% | 35% |
| 欧洲 | 28171.4 | 50% | 10% | 20% |
| 俄罗斯 | 25677.4 | 50% | 10% | 35% |
| 东南亚及南美 | 11856.0 | 50% | 10% | 50% |
| 其他地区 | 31030.4 | 50% | 10% | 40% |

资料来源：中信证券研究部预测

表 26：南北车海外市场弹性测算

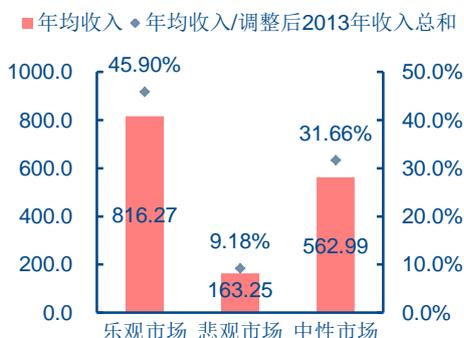
| 单位：亿元) | 2014-2030 总投资额 | 乐观市场 | 悲观市场 | 中性市场 |
|-----------------------|----------------|----------|---------|---------|
| 美国 | 77402.72 | 50% | 10% | 35% |
| 欧洲 | 28171.4 | 50% | 10% | 20% |
| 俄罗斯 | 25677.4 | 50% | 10% | 35% |
| 东南亚及南美 | 11856 | 50% | 10% | 50% |
| 其他地区 | 31030.4 | 50% | 10% | 40% |
| 南北车海外收入 (2014-2030) | | 13060.34 | 2612.07 | 9007.87 |
| 年均收入 | | 816.27 | 163.25 | 562.99 |
| 年均净利润 (6%净利率) | | 48.98 | 9.80 | 33.78 |
| 2013 年南北车收入总和 | | 1951.27 | 1951.27 | 1951.27 |
| 2013 年剔除新产业后收入总和 | | 1778.38 | 1778.38 | 1778.38 |
| 2013 年剔除新产业后净利润总和 | | 84.76 | 84.76 | 84.76 |
| 2013 年南北车海外收入 | | 140.24 | 140.24 | 140.24 |
| 年均收入/调整后 2013 年收入总和 | | 45.90% | 9.18% | 31.66% |
| 年均净利润/调整后 2013 年净利润总和 | | 57.78% | 11.56% | 39.85% |
| 年均收入/2013 年南北车海外收入 | | 582.06% | 116.41% | 401.45% |

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

结论：中性情形时，海外市场年均收入为 563 亿，为 2013 年海外收入的 4.01 倍，年均净利润 33.78 亿元，为 2013 年净利润的 39.85%。

由以上假设测算，在中性市场时，南北车海外市场年均收入为 562.99 亿元，与调整后 2013 年收入总和（剔除新产业等非轨交收入）对比，前者是后者的 31.66%，同时是 2013 年南北车海外收入的 5.82 倍；假设净利率为 6%，海外市场年均贡献净利润达 33.78 亿元，是调整后 2013 年净利润的 39.85%。

图 59：中性情景年均收入为当前收入的 31.66%



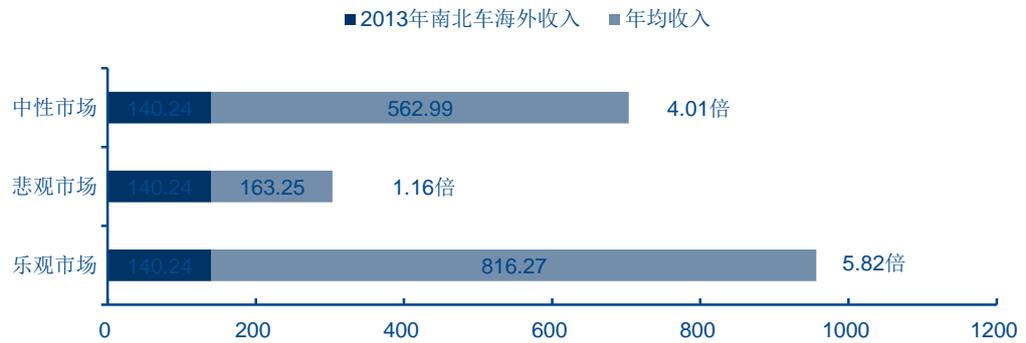
资料来源：Wind，中信证券研究部测算

图 60：中性情景净利润为当前净利润的 39.85%



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

图 61：中性市场年均收入为 2013 年海外收入的 4.01 倍



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

风险因素

1) 海外拓展政治风险。

海外铁路建设及设备采购除经济因素外，还有政治因素的考虑，所以铁路设备的出海会受到我国与海外铁路建设国家关系的影响。

2) 海外市场需求不足的风险

海外市场仍存在不确定因素，与全球经济波动、各国经济状况由关，需求或有不足或延期建设。

3) 海外垄断的风险

海外市场对于垄断法律监控严格，如果我国高铁公司被判断为垄断，将大大影响在该地区的销售。

4) 经营风险

各铁路设备公司所需的主要原材料为钢材和铝型材，其价格的大幅波动，将直接影响各公司产品的生产成本及盈利能力。

投资策略与重点公司

行业评级与投资策略

根据报告对海外高铁市场的分析，我们认为：

从市场的成长性来看，美国市场成长性最好：根据我们的统计和测算，海外高铁合计 8.0 万公里，其中未完成的建设里程为 6.5 万公里，2014-2030 年海外高铁总投资额 17.4 万亿，其中**美国**投资额 7.74 万亿，占比最大为 44.4%，成长性最好，完全从无到有；**欧洲**投资额 2.81 万亿，中长期规划 1.4 万公里，CAGR 为 6.8%，占比 16.2%；**俄罗斯**投资额 2.57 万亿，占比 14.7%，CAGR 为 10.8%；**东南亚及南美市场**，投资额 1.18 万亿，占比 6.8%，也是完全从无到有的市场；**其他地区**，投资额 3.10 万亿，占比 17.8%，CAGR 为 9.85%。

从资质和合作经历来看，除欧洲市场外，其他市场资质已具备：**美国市场**，中国南车研制的 CRH380A 型动车组通过美国律师事务所与专利商标检测，拥有完全知识产权，目前中国南车已参与加利福尼亚高铁（西部高铁）招标；**欧洲市场**，我国动车建设因由专利等问题，动车组仍未进入欧洲市场，仍待突破；**俄罗斯市场**，我国已进入，在动车高寒车型上具有绝对优势，但俄罗斯高铁市场参与者众多，竞争激烈；**东南亚及南美市场**，东南亚及南美地区高铁项目与中国企业接触密切，墨西哥、巴西市场都有投标，前期中标墨西哥高铁（墨西哥单方面取消，现已重新投标）。

从融资形式来看，美欧俄需中国支持少，东南亚及南美市场需中国支持多：**美国市场**，高铁采取运营网和铁路网合一的方式运营，所以联邦政府对铁路项目支持较少，资金来源主要依靠铁路公司直接融资等手段，不需要我国大量资金支持；**欧洲市场**，部分公共补贴，部分发债和贷款，已形成完整的建设流程，完全不需要我国资金支持；**俄罗斯市场**，政府直接投资铁路项目的金额占总投资费用的 25%左右，剩余 75%依靠铁路公司、私人投资者等；**东南亚及南美市场**，由于融资渠道匮乏，资金来源主要依靠中国政策性银行或世界银行，比如老挝、阿根廷就由中国提供贷款或者中国直接投资。

从高铁建设可能性来说，美欧俄建设可能性大，东南亚及南美市场变化大：**美国市场**，2009 年联邦政府提出建立高铁以来，国内经过多方讨论，在资金和项目可行性上经过多方论证，加州参议院于 2014 年 7 月通过高铁首期工程启动的资金提案，为高铁项目清除最后障碍，西部高铁也于 2014 年 10 月开始正式招标；**欧洲市场**，是全球高铁建设的先驱，近年来稳步推进，有望持续进行建设；**俄罗斯市场**，俄罗斯计划在 2018 年世界杯前建成或更新完 5 条高铁，基本确定，后续有望在新建线路的示范作用下持续进行；**东南亚及南美市场**，由于融资渠道和政治等因素，发展中国家建设一直断断续续，但随着高铁外交的进行，我们认为，该地区有望持续推进。

我们认为海外市场：

1. **美国市场：**无论从成长性、盈利性和建设可能性来说都是最好的市场，南北车合并也为西部高铁招标扫清阻碍，建议积极关注美国高铁进展。如果美国西部高铁能中标，对高铁出海一方面是业绩上能有弹性，另一方面对全球其他国家也有极强的示范作用；
2. **欧洲市场：**由于专利、市场保护的限制，我国仍无法进入，专利和技术仍在突破阶段，但欧洲市场属于高端市场，技术和运营最成熟，如果能够进入欧洲市场，标志着我国高铁技术进入全球第一梯队；
3. **俄罗斯市场：**俄罗斯计划在 2018 年世界杯前建成或更新完 5 条高铁，基本确定，中国北车在动车高寒车型上具有绝对优势，多项产品已经通过俄罗斯 GOST 认证，可密切关注莫斯科-喀山线路招标，后续线路有望在新建线路的示范作用下持续进行。
4. **东南亚及南美市场：**由于融资渠道和政治等因素，建设不稳定，经常出现波折，盈利能力也相对较差，政治意义大于经济意义，我们认为，后续需要持续关注各国建设进展。

“高性价比+融资+技术突破”将助力我国高铁扬帆。高铁海外四大家族优势在欧美，中国高铁的优势在于性价比高，在铁路建设提供融资方面有丰富的经验，“高铁+融资”模式日渐成型，这种全包模式使我国在海外高铁项目上具备优势。同时，我国高铁已基本实现国产化，专利逐步得到认可，南车的 CRH380A 已通过美国知识产权评估。

高铁出海，业绩弹性大。我们对南北车海外高铁市占率进行了乐观、悲观和中性的情景分析：在中性情形时，海外市场年均收入为 563 亿，为 2013 年南北车收入（剔除新产业）的 31.6%，是 2013 年海外收入的 4.01 倍；年均净利润 33.8 亿元，为 2013 年净利润的 39.8%。

根据我们铁路海外市场的分析，我们认为“十三五”期间我国高铁有望跟随国家战略走出去，在海外十万亿空间的广大市场中，凭借高性价比、“高铁+融资”、丰富的运营维护经验在海外市场分享成长，维持行业“强于大市”评级。我们认为，应该从以下三个链条梳理轨交产业链投资标的：

1、整车制造设备商，推荐国内动车、高铁、城轨双寡头**中国南车、中国北车。**

2、跟随铁路海外拓展、拥有核心技术的零部件商龙头。推荐以高铁连接器为重点、逐步拓展路外业务的**永贵电器**，战略布局服务、车辆和系统的**鼎汉技术**、国内轨交门系统龙头**康尼机电**，地铁信号系统龙头**众合机电**。

3、布局铁路售后市场的标的。推荐车辆检修、安全监测龙头**宝利来**。

重点推荐公司

永贵电器：电动汽车军工连接器同心多元化布局持续落地

新能源汽车连接器迎来快速增长。公司 2009 年开始该领域业务，凭借技术优势，截止 2014 年 9 月已实现 4000 余万的销售收入。预计新产能投产后，公司可达到 55 万套新能源汽车连接器及相关产品的生产规模，预计 2015 可实现该领域的销售收入 1.2 亿元，净利润约 2000 万元，5 年内营收 5~7 亿元，净利润约 7000-12000 万元。公司目前在国内新能源汽车连接器位居第四，未来凭借客户资源和技术优势等市占率或将得到进一步提升。

军工通信连接器业务持续推进。公司新将投入的生产线预计可形成年产军工连接器 25 万套以上、通信连接器 500 万套以上的生产规模，可实现年销售收入约 2 亿元，净利润约 3600 万元。该领域公司主要看好十一大军工集团、3G/4G 网络普及、北斗导航、智能物联网等产业的发展。去年以来公司军工认证逐步落地，将受益国内 50-100 亿的军工连接器市场；国内通讯连接器市场在 200 亿以上，公司切入华为一级供应商，放量是大概率事件。

同心多元化战略布局不断落地。公司初步形成了路内（动车、城轨、机车、客车）+路外（新能源汽车、军工、风电、通讯）连接器的良好布局，预计未来几年路内业务受益于行业景气维持 30-50%以上高增长，路外业务如新能源汽车和军工也存爆发性机会。2014 年业绩增长高确定性也为公司深化战略布局提供时间，未来在外延并购和业绩上均存超预期可能。

风险因素。新能源汽车竞争加剧风险；军工客户推进低于预期风险。

盈利预测、估值和投资评级。我们持续看好公司不断完善的多同心元化业务布局。暂维持公司 2014-16 年 EPS 为 0.60/0.79/1.01 元的预测，未来存进一步上调空间，维持“买入”评级。

表 27：永贵电器盈利预测与估值

| 项目/年度 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 158.14 | 224.65 | 324.80 | 433.25 | 574.19 |
| 增长率（YoY,%） | -16.97 | 42.06 | 44.58 | 33.39 | 32.53 |
| 净利润（百万元） | 52.34 | 65.08 | 92.23 | 120.72 | 154.09 |
| 增长率（YoY,%） | -29.13 | 24.35 | 41.72 | 30.89 | 27.64 |
| 每股收益（全面摊薄）（元） | 0.34 | 0.42 | 0.60 | 0.79 | 1.01 |
| 毛利率（%） | 57.54 | 54.07 | 53.47 | 51.70 | 49.62 |
| 净资产收益率（%） | 5.87 | 7.24 | 9.83 | 11.92 | 13.89 |
| 市盈率（倍） | 122 | 98 | 61 | 45 | 35 |
| 市净率（倍） | 3.7 | 4.7 | 6.5 | 5.9 | 5.3 |
| 企业价值倍数（倍） | 40 | 49 | 42 | 31 | 25 |

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2015 年 1 月 8 日收盘价

鼎汉技术：海兴持续爆发，外延拓展节奏稳

借力轨交行业快速发展，在手订单充足，确保业绩增长。截至 9 月 30 日，包含海兴电缆订单在内，公司在手待执行订单共计 9.79 亿元，同比增速为 52.9%。其中前三季度新签订合同金额达到 6.42 亿元、中标待签金额 3.51 亿。充足订单为公司业绩增长提供了保证。

新产品拓展良好，奠定规模销售基础。车辆产品包括车辆特种电缆、普铁车载辅助电源和车载检测系统等；1-9 月累计实现中标 4.37 亿元；屏蔽门整体系统实现城际铁路中标；车载安全检测产品在 8 月份成功通过中国铁路总公司的技术评审后，成功中标广西、郑州铁路接触网检测监测相关项目。

外延拓展，布局未来。公司已经开始针对 2016 年业务进行早期布局，包括地铁储能、高铁动车电源等产品的研发投入，增加服务市场、维护维修业务的平台化能力建设。公司与北京城建设计公司签署了战略合作协议，围绕目标城市以 PPP、EPC 等模式开展创新合作。公司积极开拓创新，布局未来，促进增量市场到存量市场新商业模式的建设，保障未来在庞大的轨道交通存量市场中占据较好的市场地位。

海兴电缆迎来业绩爆发期。2014 年前三季度，公司以 7.6 亿元并购海兴电缆 100% 股权并配套融资。海兴电缆主营高铁用电缆，随着高铁营运迎来高峰期，海兴业绩有望迎来爆发期。海兴电缆原股东承诺三年完成不低于 2.54 亿的净利润，并于 3 年后有权获得超额完成部分的 60% 激励，激励金额基于预测估算计入投资成本。同时交易对方及上市公司 5 位高管，基于对双方未来的信心共同参与配套融资补充上市公司流动资金，并锁定 36 个月。收购显示双方对完成业绩和未来的高速发展充满信心。

风险因素。业务拓展低于预期；高铁投资低于预期等。

盈利预测、估值及投资评级。考虑海兴电缆在 14、15 年随着高铁交付进程的加速，业绩有望迎来爆发期，我们维持公司 2014-2016 年 EPS 预测为 0.23、0.52、0.67 元，给予 15 年 40 倍 PE，目标价 20.8 元，维持“买入”评级。

表 28：鼎汉技术盈利预测与估值

| 项目/年度 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 营业收入（百万元） | 272 | 452 | 718 | 1,422 | 1,830 |
| 增长率 YoY % | -11.86 | 65.89 | 58.85 | 98.15 | 28.72 |
| 净利润（百万元） | 12 | 57 | 120 | 272 | 352 |
| 增长率 YoY % | -85.07 | 376.38 | 111.61 | 125.69 | 29.32 |
| 每股收益（全面摊薄）（元） | 0.08 | 0.25 | 0.23 | 0.52 | 0.67 |
| 市场一致预期每股盈利（元） | 0.08 | 0.25 | 0.26 | 0.47 | 0.64 |
| 毛利率（%） | 35.84 | 39.28 | 42.18 | 46.54 | 47.65 |
| 净资产收益率（%） | 1.65 | 7.58 | 13.25 | 23.38 | 24.41 |
| 市盈率（倍） | 222 | 70 | 75 | 33 | 26 |
| 市净率（倍） | 12.45 | 11.59 | 8.71 | 7.14 | 5.77 |
| 企业价值倍数（倍） | 433 | 116 | 72 | 31 | 23 |

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2015 年 1 月 8 日收盘价

中国南车：利润率提升，海外拓展提估值

订单充裕，利润率有望提升。根据公告，2014年3Q，公司在手订单约1200亿，根据在手订单分项分析，订单主要集中在高毛利的动车、城轨、机车方面，利润率有望提升。

海外市场仍有广大空间。中东、南美、东南亚等新兴国家高铁进入快速建设期，对铁路设备需求持续。同时，国家领导人的持续推荐有利于我国铁路设备打开海外市场。

通车迎来高峰，动车需求有保障。“十二五”规划运营里程目标12万公里，截止2013年运营里程10.2万公里，14-15年将迎来通车高峰；2013年下半年动车重启招标，后续招标料持续进行。

铁路固定资产维持高位，铁路设备需求稳定增长。2014年铁路固定资产投资经过三次上调达到8000亿，开工项目增至64项，投产新线确保达7000公里以上，设备投资额由1200亿元增至1430亿元以上，预计“十三五”期间仍将维持高位。

风险因素：动车交付低于预期，铁总招标低于预期，海外拓展低于预期。

盈利预测及估值：公司作为整车制造寡头，预计14-15年受益于全国城轨、高铁动车组建设高峰，16年后中西部高铁、城轨、新线通车，海外市场出口业务仍有空间，低估值，稳定增长品种，维持公司2014-16年EPS预测0.42/0.51/0.58元，维持“买入”评级。

表 29：中国南车盈利预测与估值

| 项目/年度 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 90456.2 | 97886.3 | 105462.9 | 119798.1 | 134739.1 |
| 增长率 YoY % | 12.07% | 8.21% | 7.74% | 13.59% | 12.47% |
| 净利润（百万元） | 4009.5 | 4140.0 | 5781.2 | 6998.3 | 7957.2 |
| 增长率 YoY % | 3.76% | 3.26% | 39.64% | 21.05% | 13.70% |
| 每股收益（全面摊薄）（元） | 0.29 | 0.30 | 0.42 | 0.51 | 0.58 |
| 市场一致预期每股盈利（元） | 0.29 | 0.30 | 0.48 | 0.58 | 0.48 |
| 毛利率（%） | 18.25% | 17.79% | 18.25% | 18.70% | 18.90% |
| 净资产收益率（%） | 9.7 | 9.2 | 11.3 | 12.3 | 12.7 |
| 市盈率（倍） | 32.5 | 31.5 | 22.6 | 18.6 | 16.4 |
| 市净率（倍） | 2.64 | 2.21 | 1.96 | 1.77 | 1.59 |
| 企业价值倍数（倍） | 7.70 | 8.71 | 8.97 | 8.96 | 8.51 |

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为2015年1月8日收盘价

中国北车：业绩确定性高，接轨世界

在手订单充裕。根据公告和交付测算，我们预测公司在手订单约 1000 亿，2014 年以来，新订单总量超过 450 亿元，截至五月底，北车未交货订单估计约 1120 亿元，占公司 2013 年收入的 115%。2014 年 7 月动车组招标有望开始，公司有望在招标中持续中标，动车组利润率高于其他业务，公司整体利润率有望提升。

核心技术开发实现新突破。电传动和网络控制系统研发不断深入，牵引和网络控制系统在出口孟加拉动车组上装车运用。MVBC 芯片实现批量供货，填补国内空白。向国外公司成功交付大功率 IGBT 产品，实现首次海外市场输出。制动技术实现历史性突破，新型机车制动系统获准装车，并小批量应用于出口乌兹别克斯坦机车。

核心零部件实现突破。在关键系统和重要零部件方面，围绕整机产品开发、制造，进一步提高了制动系统、牵引控制系统、网络控制系统、空气弹簧、齿轮箱等关键系统和重要零部件国产化水平，特别是采用自主开发的“北车心”NECT 牵引电传动系统和网络控制系统实现装车运营，标志着中国北车已完全掌握了大功率交流牵引传动系统和网络控制系统的设计、制造技术。

铁路发展基金保障资金来源。按国务院 4 月会议计划，我国将设立铁路发展基金，拓宽建设资金来源。通过吸引社会资本投入，基金总规模达到每年 2000 亿至 3000 亿元，为我国铁路建设资金投资提供保障。江西、广东、安徽、山东已开始试点，其中江西 3 月底发行的江西省兴铁产业投资基金。

风险因素：动车交付低于预期，铁总招标低于预期，海外拓展低于预期

盈利预测及估值：行业拐点出现，铁路车辆购置金额提升，动车持续放量、公司通过持续国产化核心部件提升盈利能力，维持公司 2014-16 年 EPS 预测 0.51/0.62/0.71 元，维持“买入”评级。

表 30：中国北车盈利预测与估值

| 项目/年度 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 92431.3 | 97240.7 | 111907.9 | 123669.8 | 133106.4 |
| 增长率 YoY% | 3.44% | 5.20% | 15.08% | 10.51% | 7.63% |
| 净利润（百万元） | 3383.8 | 4128.6 | 6305.1 | 7553.2 | 8765.3 |
| 增长率 YoY% | 13.35% | 22.01% | 52.72% | 19.80% | 16.05% |
| 每股收益（全面摊薄）（元） | 0.28 | 0.34 | 0.51 | 0.62 | 0.71 |
| 市场一致预期每股盈利（元） | 0.28 | 0.34 | 0.48 | 0.58 | 0.48 |
| 毛利率（%） | 14.65% | 17.62% | 17.85% | 17.55% | 17.61% |
| 净资产收益率（%） | 9.3 | 10.9 | 13.3 | 13.1 | 14.0 |
| 市盈率（倍） | 34.2 | 28.1 | 18.4 | 15.3 | 13.2 |
| 市净率（倍） | 3.36 | 3.08 | 2.23 | 2.05 | 1.89 |
| 企业价值倍数（倍） | 10.60 | 8.56 | 8.71 | 7.82 | 7.65 |

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2015 年 1 月 8 日收盘价

众合机电：轨交与环保业务双轮驱动

“十三五”城轨地铁迎来投资高峰期。预计到 2020 年，城轨地铁还有 4441 公里待完成和建设，是 2013 年底通车里程的 1.73 倍，CAGR 为 23.6%。根据我们的测算，2014、2015 年投资额为 992 亿，“十三五”期间城轨地铁总投资额 1.8 万亿元，年均 3600 亿元。

节能减排和轨交业务双轮驱动。公司原主营系单晶硅及其制品、半导体元器件的开发、制造、销售与技术服务，近几年通过增发等形式，公司主营业务从原来单一的半导体节能材料拓展为节能减排（水处理和脱硫脱硝业务）和轨道交通业务（轨道交通的信号系统）为主营业务方向的大机电产业。

莱茵标准有望获得，利润率提升在即。公司信号系统业务主要集中在城轨地铁，一直与安塞尔进行技术合作，毛利率、净利率较低，通过多年研发有望单独获得莱茵标准，有助于提升市占率，盈利能力也有望大幅改善。

水处理业务有望持续带来现金流。公司通过海拓环境从事工业废水处理业务，主要集中在电镀和印染行业，核心业务定位于运营管理，为客户提供工业废水治理设施运行和维护外包业务。对赌协议中，海拓环境 2014 年至 2016 年扣除非经常性损益后的净利润不低于 2,600 万元、3,120 万元和 3,744 万元，

风险因素：莱茵标准获得低于预期，水处理业务拓展低于预期。

盈利预测及估值：“十三五”期间轨交信号系统业务有望持续高增长，工业废水处理业务稳定增长。预计 2014-2016 年 EPS 为 0.10、0.53、0.70 元，维持“增持”评级。

表 31：众合机电主要盈利指标预测

| 项目/年度 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|-------|---------|---------|--------|-------|
| 营业收入（百万元） | 1,277 | 1,412 | 1,813 | 2,379 | 2,979 |
| 营业收入增长率（%） | -7.03 | 10.55 | 28.42 | 31.21 | 25.23 |
| 净利润（百万元） | 35 | -149 | 30 | 163 | 216 |
| 净利润增长率（%） | 15.47 | -528.63 | -119.97 | 449.37 | 32.57 |
| 每股收益 EPS（元） | 0.11 | -0.48 | 0.10 | 0.53 | 0.70 |
| 市场一致预期 EPS（元） | 0.11 | -0.48 | 0.07 | 0.43 | 0.88 |
| 毛利率（%） | 16.75 | 14.88 | 15.77 | 22.04 | 23.21 |
| 摊薄净资产收益率 ROE（%） | 3.27 | 11.32 | 12.59 | 12.21 | 13.04 |
| 市盈率 PE（x） | 190 | -44 | 222 | 40 | 30 |
| 市净率 PB（x） | 6.2 | 6.8 | 6.6 | 5.7 | 4.8 |
| EV/EBITDA | 84 | 495 | 132 | 40 | 32 |

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2015 年 1 月 8 日收盘价

宝利来：切入轨交领域，国内轨道交通运营维护环节领先的综合服务商

宝利来 9 月 18 日晚间发布重组预案，公司拟通过发行股份及支付现金的方式收购新联铁 100% 股份，并募集配套资金。重组完成后，公司将增加轨道交通运营安全、维护业务。

新联铁是国内轨道交通运营维护环节领先的综合服务商。公司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。最终实现设备检测与监测、运营维修、数据收集、储存、分析的轨道交通运营维护的云计算平台，现阶段全国 18 个铁路局和 20--30 个城市轨道交通运营公司均是公司客户。

铁路与城轨地铁“十三五”投资空间 4.74 万亿，运维行业前景广阔。过去 10 年 1.2 万公里高速铁路建成通车，1500 标准列车动车组投入运营短期将打开轨交运维行业市场；中期来说，预计“十三五”期间重要干线、城际铁路、城轨地铁 CAGR 分别为 29.5%、23.8%、23.6%，投资空间共计 4.74 万亿；同时长期来说，“高铁外交”持续进行，海外市场蕴含更大更广市场潜力。

轨交车辆故障检测与成像系统优势明显。苏州华兴致远公司和株洲壹星科技提供的车辆运行故障成像系统、电气与供电检测系统是上市公司主要产品之一。公司在该行业技术处于领先，市场占有率 50% 以上。

轨交车辆车轮检测系统，市场空间 100 亿元。南京拓控信息公司提供通过式车轮深度探伤系统、轮对尺寸及擦伤检测系统。该技术具备完全知识产权，在国际市场范围内拥有一定话语权和市占率。预计截止到 2020 年，5.5 万公里竣工里程是 2015 年的 1 倍以上，动车组服役车辆必然增加。加之，1300 列车组服役年限的增长，动车车辆车轮检测系统预计市场容量 100 亿元以上。

轨交车辆自动化清洗装备，未来空间可期。截止到 2013 年底，新联铁轨交车辆自动化清洗装备已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。但是未来在我国拥有的 62 个车辆段和 52 个运用所中，还有可期的市场空间。

风险因素。动车采购与城轨建设低于预期的风险；海外拓展风险。

盈利预测、估值及投资评级：新联铁是国内轨道交通运营维护环节领先的综合服务商，在轨交车辆故障检测与成像系统、轨交车辆车轮检测系统上优势明显，宝利来原有业务稳定增长，预计 2014-2016 年净利润为 1929 万、2349 万、2955 万，维持 EPS 为 0.06、0.08、0.10 元的预测，新联铁承诺 2014-2016 年净利润为 1.3 亿、1.69 亿、2.19 亿，合并报表后，2014-2016 年净利润总额为 1.49 亿、1.92 亿、2.49 亿。维持“买入”评级。

表 32：宝利来主要盈利指标预测

| 项目/年度 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|-----------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 331.5 | 304.4 | 299.7 | 309.6 | 318.4 |
| 营业收入增长率（%） | 2270.97% | -8.16% | -1.55% | 3.29% | 2.85% |
| 净利润（百万元） | 39.1 | 22.8 | 19.29 | 23.49 | 29.55 |
| 净利润增长率（%） | -7353.48% | -41.84% | -15.25% | 21.77% | 25.82% |
| 每股收益 EPS（元） | 0.13 | 0.07 | 0.06 | 0.08 | 0.10 |
| 市场一致预期 EPS（元） | 0.13 | 0.07 | 49.99 | 0.00 | 0.00 |
| 毛利率（%） | 49.09% | 45.20% | 44.84% | 44.79% | 45.07% |
| 摊薄净资产收益率 ROE（%） | 7.2 | 4.1 | 3.4 | 3.9 | 4.8 |
| 市盈率 PE（x） | 73.3 | 126.1 | 148.7 | 122.2 | 97.1 |
| 市净率 PB（x） | 235.75 | 226.23 | 218.66 | 210.04 | 200.09 |
| EV/EBITDA | 40.51 | 62.81 | 146.49 | 116.84 | 94.62 |

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2015 年 1 月 8 日收盘价

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

| 投资建议的评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|------|--------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上； |
| | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间 |
| | 持有 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间 |
| | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上； |
| 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上； |
| | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间； |
| | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上 |

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。