



中国中车量化研究报告之估值分析

目 录

- 中国中车概况及业务重组
- 中国中车主营业务分析
 - 铁路装备
 - 城市轨道交通
 - 新业务
 - 现代服务
- **中国中车估值分析**

中国中车主营业务分析

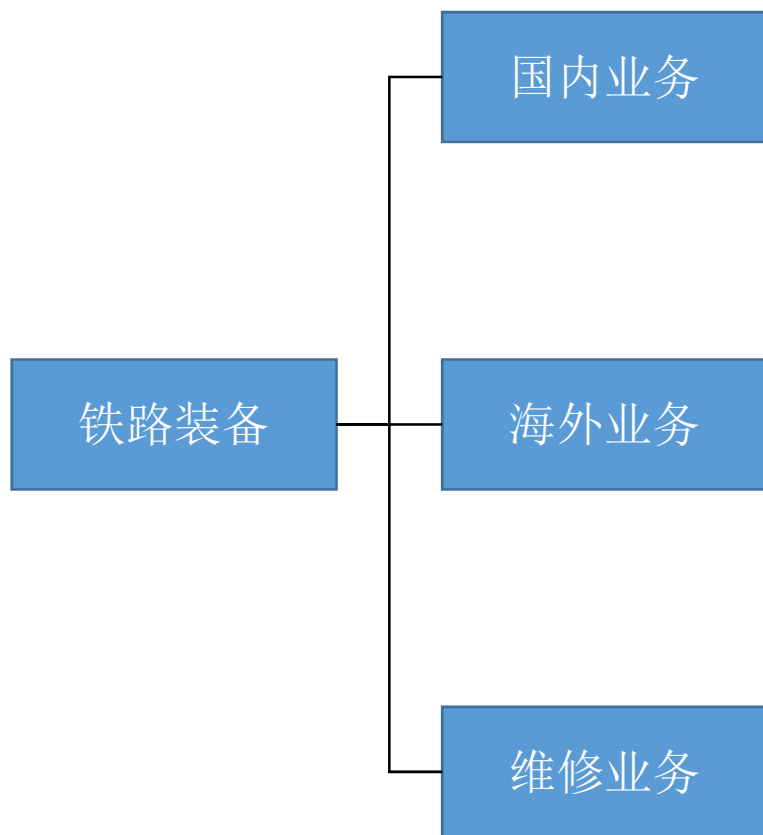
五个基本的判断

- 铁路装备业务，国内业务总体发展趋稳定，产能相对过剩，但城际高铁业务正处于高速发展阶段；海外业务高速发展；
- 城轨（地铁）未来五年后劲十足；
- 轨交装备维修收入即将大幅增长；
- 新产业处于快速增长阶段；
- 现代服务下降趋势明显，向高毛利率金融服务业转型。

2015年上半年主营业务收入情况

单位：千元人民币	营业收入	营业成本	毛利率（%）	营业收入比上年增减	营业成本比上年增减	毛利率比上年增减
铁路装备	47600566	35462422	25.50%	-1.79%	-3.35%	1.20%
城市轨道交通	9357938	7869974	15.90%	9.41%	6.45%	2.34%
新产业	21097428	15741956	25.38%	49.46%	46.45%	1.53%
现代服务	15180140	13814637	9.00%	-11.42%	-11.87%	0.47%
合计	93236072	72888989	21.82%	5.62%	3.37%	1.70%

铁路装备营收预估



国内铁路经过几年的高速增长，现已进入稳定发展时期，增速逐渐放缓。但根据国家政策规划，我国高铁业务仍有较大的发展空间，**尤其是城际高铁将是下一个五年的发展重点；西部高铁因为“一带一路”战略落地，也是下一个五年的发展重心。未来5年也是城轨高速发展的五年，对中车的营收贡献很可观。**

海外市场是中车铁路轨道业务未来的发力点，现阶段中车海外业务营收占比还不高，海外市场需求量大，在成本优势、政策支持、政府推广等多方面的推动下，未来中车海外铁路装备业务有很大的发展空间。

2014年起，动车组进入大批量重度维修期（4级以上维修），维修业务收入将会逐年为中车营收带来较大提升。尤其是四、五级的大修，收益很可观。

铁路装备营收预估

国内业务*营收同比情况

2015上半年中车铁路装备收入情况

单位：千元人民币	营业收入	营业成本	毛利率（%）	营业收入比上年增减	营业成本比上年增减	毛利率比上年增减
铁路装备	47600566	35462422	25.50%	-1.79%	-3.35%	1.20%
城市轨道交通	9357938	7869974	15.90%	9.41%	6.45%	2.34%

2015年上半年中车铁路装备海外业务收入约为11亿美元（人民币约71亿），铁路装备业务营收如下：

- 海外业务营收：71亿
- 国内业务营收：405亿+93.6 亿=498.6亿

2014-2015年中车铁路装备收入同比情况：

营业收入	1H2014	1H2015	同比增长	2H2014	2H2015E	同比增长	2014	2015E	同比增长	备注
铁路装备	484.7	476	-1.79%	1160	915	-21.12%	1644	1391	-15.39%	人民币：亿元
其中：海外	44	71	61.36%	115	207.82	80.71%	159	278.82	75.15%	
地铁（城轨）	85.55	93.6	9.41%	116	248.4	114.14%	202	342	69.31%	

铁路装备营收预估

国内业务*总体的判断

•2015年上半年，中车国内铁路装备业务收入为498.6亿元。下半年为铁路装备业务收入旺季，环比收入预计会有很大幅度提升。但鉴于国内铁路业务整体增速放缓，下半年同比收入会受到较大的影响。

我们判断：

- 2015年中车铁路装备国内业务收入会出现较大幅度的下降，降幅达13.7%。
 - 2016年中车铁路装备国内业务收入仍将下降，但降幅收窄，我们预计2016年中车铁路装备国内业务营收下降4.8%。
- 但是，从2016年起中车维修收入将大幅增加；城轨设施建设的巨大投入对地铁车辆的需求也将大幅增加；城际高铁对动车组的需求亦将保持较大的增长。这三块业务的营收增长是2016年中车铁路装备国内业务收入中最大的变数所在。**

铁路装备营收预估

国内业务*高铁*每万公里新增列数

根据国家的“十三五”规划，截止2020年，中国铁路业务还会持续投入大量资金，全方位推动国内铁路，尤其是高铁的发展。今年5月，铁路官方就公布了“铁路十三五”期间将建成铁路3万公里，投资总额达到3.5-3.8万亿元。

以现有数据进行比较，截止2014年底，中国高铁总里程达到1.6万公里，2014年动车组1141组。2015年底，中国高铁总里程数已经高达1.9万公里。即2015年新增高铁总里程为0.3万公里。

至2020年，全国铁路营业里程达到15万公里，其中高速铁路3万公里。那么，**十三五期间，将新增高铁里程数3-1.9=1.1万公里，每年新增0.22万公里+**。

- 2015年新增高铁里程数为0.3万公里，新增动车424列（总金额约802.3亿+）

- 平均每新增一万公里高铁，需要增加动车1413列**

铁路装备营收预估

国内业务*高铁*平均售价

2015年，铁总累计采购动车组424列，总金额约802.3亿元，包括时速250公里动车组、时速350公里动车组、时速250公里长编卧铺动车组、时速350公里长编动车组、时速250公里动车组（高寒）、时速350公里动车组（高寒）六种类型。各车型采购中标单位和中标数量如下表所示。

按照目前的市场价格，时速250公里的动车组价格采购价为1.3亿，时速250公里的动车组（高寒）价格为1.5亿；时速350公里高寒动车组的价格则约在2.1亿元；时速350公里动车组价格约为1.9亿元；时速250公里长编卧铺动车组价格2.6亿，时速350公里长编动车组价格为3.8亿，

•平均每列动车售价取均值约2亿

标的	中标单位	中标数量（列）	涉及金额（亿元）
时速 250 公里动车组	青岛四方机车车辆股份有限公司	112	145.6
	青岛四方机车车辆股份有限公司	79	150.1
时速 350 公里动车组	长春轨道客车股份有限公司	60	114
	唐山轨道客车有限责任公司	57	108.3
	唐山轨道客车有限责任公司	57	108.3
时速 250 公里长编卧铺动车组	青岛四方机车车辆股份有限公司	12	31.2
	青岛四方庞巴迪铁路运输设备有限公司	5	13
时速 350 公里长编动车组	长春轨道客车股份有限公司	12	45.6
	唐山轨道客车有限责任公司	12	45.6
	青岛四方机车车辆股份有限公司	8	30.4
时速 250 公里动车组（高寒）	长春轨道客车股份有限公司	22	33
	青岛四方机车车辆股份有限公司	10	15
时速 350 公里动车组（高寒）	长春轨道客车股份有限公司	30	63
时速 250 公里动车组（高寒）	长春轨道客车股份有限公司	5	7.5
总计	4 家	424	802.3

说明：由于本轮招标未公开公布客车中标金额，因此，时速 250 公里动车组按单价 1.3 亿元计算，时速 350 公里动车组按单价 1.9 亿元计算，时速 250 公里长编卧铺动车组按单价 2.6 亿元计算，时速 350 公里长编动车组按单价 3.8 亿元计算，时速 250 公里动车组（高寒）按单价 1.5 亿元计算，时速 350 公里动车组（高寒）按单价 2.1 亿元计算。

铁路装备营收预估

国内业务*高铁*未来五年采购额

按照每万公里需新增1413列动车计算，未来五年新增高铁1.1万公里，需要增加动车组至少1554列+，每年平均新增312列。按照平均售价2亿元计算，铁总每新增一万公里需要采购3109亿金额的动车组，平均每年622亿采购额（2015年，铁总累计采购动车组424列，总金额约802.3亿元）。可见，未来五年虽然高铁里程数量持续增加，但动车组需求数量和采购金额呈下降趋势。中车动车组营收2015年将达峰值，以后逐年下降。

•要提升高铁对动车组的需求，必须从人均铁路密度的提升上下功夫，即高铁要全面实现高铁公交化，增加运营班次。高铁运营管理从追求数量（新增轨道里程）向提供优质的运营质量（提升人均铁路密度）转变。

（目前中国人均铁路密度仅为0.82公里/万人，提升一倍达到日本的水平，动车组的需求提升空间都是巨大的）

铁路装备营收预估

高铁预估营收

•2015年中国中车已公告动车组订单917.27亿，动车组订单数量约为475列，可能已经达到国内需求峰值。未来五年国内高铁线路动车组需求逐年下降，2016年及2017年的下降幅度会小些，后三年下降会较大。 预计2016年中车国内动车组收入将下降至700亿。

•短期来看，支线的城际高铁会高速发展，对动车组的需求增长有提升；

•中长期来看，高铁干、支线基础设施完善后，将以提升高铁运营质量为主，这其中包括增加动车组的运营班次，对动车组的需求增长有很大的提升。

在高铁公交化预期下，对动车组的需求会大大增加，这部分考量需要进一步研究观察，目前还没有这方面的举措。因此，该因素没有考量进入本报告对15/16年营收预估中。

↑
营收变数1

动车组	数量	营收	单价
2014年	383	740亿	2亿/列
2015年	380	760亿	2亿/列
2016年	350	700亿	2亿/列

注：订单转化成营收按80%转换率计算

注：目前动车组的海外营收非常少

铁路装备营收预估

机、客、货车预估营收（包括海外业务）

1、机车、客车和货车拥有量分别为**2万台、6万辆和71万辆**，每一万公里铁路里程对应拥有量分别为0.22万台，0.63万辆和7.4万辆（截至2014年底全国普通铁路营业里程9.6万公里）。

2、根据十三五规划，到2020年普通铁路营业里程达到（扣除高铁）**12万公里**，2014年是9.6，2015年新增了0.622万公里，即2015年普通铁路已经达营业里程10.22万公里。2020年是12万，**即未来五年新增不到2万公里，平均每年0.4万公里**。相应需增加机车、客车和货车分别为**4400台，12600辆和148000辆，平均每年分别增加880台，2520辆和29600辆**。

- 普通客车在**2020**年前将会被动车组大部分取代，因此，国内实际客车需求是逐年下降的
- 货车需求量本应增加，但实际情况应考虑到近几年来经济增速下滑，铁路货运下滑严重，铁总已部分封存货车，货车需求实际上是下滑的。
- 机车国内需求也是持续下降的，但海外需求因中车产能输出会大增

➡ **营收变数2**

2014年	数量	营收	单价
机车	1600	422亿	2600万/台
客车	2900	132亿	455万/辆
货车	19900	171亿	85万/辆
2015年	数量	营收	单价
机车	1008	262亿	2600万/台
客车	2059	94亿	455万/辆
货车	11542	98亿	85万/辆
2016年	数量	营收	单价
机车	880	229亿	2600万/台
客车	1758	80亿	455万/辆
货车	9294	79亿	85万/辆

铁路装备营收预估

城轨预估营收（包括海外业务）

截至2014年12月31日，中国内地22个城市94条地铁线运营总里程2886公里，2014年新增里程409公里。2014年中国中车地铁收入202亿，销售约2900辆。**每新增一公里地铁线需要增加地铁7.1辆。**

据中国轨交协会统计，国内目前已有38个城市经批准建设轨道交通，规划总里程6880公里，到2020年，全国地铁（包括轻轨）营运总里程将达7000公里，**新增4114公里，新增地铁需求量约为29209辆，平均每年需新增5841辆。**

2015年中国中车已公告新增地铁订单535.9亿，其中内地订单425.72亿，大约新增地铁订单6099辆。未来两年（16/17年）将是地铁需求的爆发年，我们预计2016年中国中车地铁业务收入约为500亿左右，但受国内地铁线施工影响（经常误期），订单转化率会降低，实际可能低于500亿，在450-480亿之间。

我们判断，未来五年中车海外地铁（城轨）需求会大增



营收变数3

地铁/城轨	数量	营收	单价
2014年	2900	202亿	7000万/辆
2015年	4886	342亿	7000万/辆
2016年	7143	500亿	7000万/辆

注：订单转化成营收按80%转换率计算

铁路装备营收预估

国内业务*维修业务

从近几年中车公布的重大订单来看，维修业务的订单在总订单中占比越来越大，特别是2015年维修订单中，维修业务订单金额已达国内业务总订单金额的13.5%（2015年国内业务总订单金额2077亿，维修定单总金额280.35亿）。

我们判断：未来五年轨交设备维修收入将保持年均20%+的增长

铁路装备营收预估

国内业务*维修*高铁维修

动车的生命周期



基础设施建设：3年 装备制造：0.5-1年

运营维护：动车组全寿命20-25年

动车组维修分为五个等级：一、二级修为日常检修（各铁路机务局维修），三、四、五级修为高级修（4、5级修需返厂，完全由中车垄断；3级修中车中标率在90%+）。

以CRH380A型动车组为例，在全寿命周期20年内，约需进行15次高级检修，其中三级修（2年）8次，四级修（3年）4次，五级修（6年）3次。

2010年和2011年是动车组投入运营的高峰期，以此计算，2013年动车组便大规模的进入了三级维修，2014年步入四级维修。在2015年和2015年以后，除目前已交付的动车组继续有维修需求外，2013年及未来新签订单交付的动车组也将在15-18年陆续分别进入五级修到三级修。

铁路装备营收预估

国内业务*维修*高铁维修

表2:南车修理费用

RMB mn	CRH1型动车组	CRH2型动车组	CRH380A型动车组
三级检修	6.0	6.5	9.5
四级检修	12.0	13.0	19.0
五级检修	24.0	26.0	38.0

表3:北车修理费用

RMB mn	CRH3型动车组	CRH5A型动车组	CRH380B型动车组
三级检修	9.8	7.0	10.0
四级检修	19.5	14.0	20.0
五级检修	39.0	28.0	40.0



单位: 百万	中国中车平均维修费用
三级维修	8
四级维修	16
五级维修	32

铁路装备营收预估

国内业务*维修*高铁维修

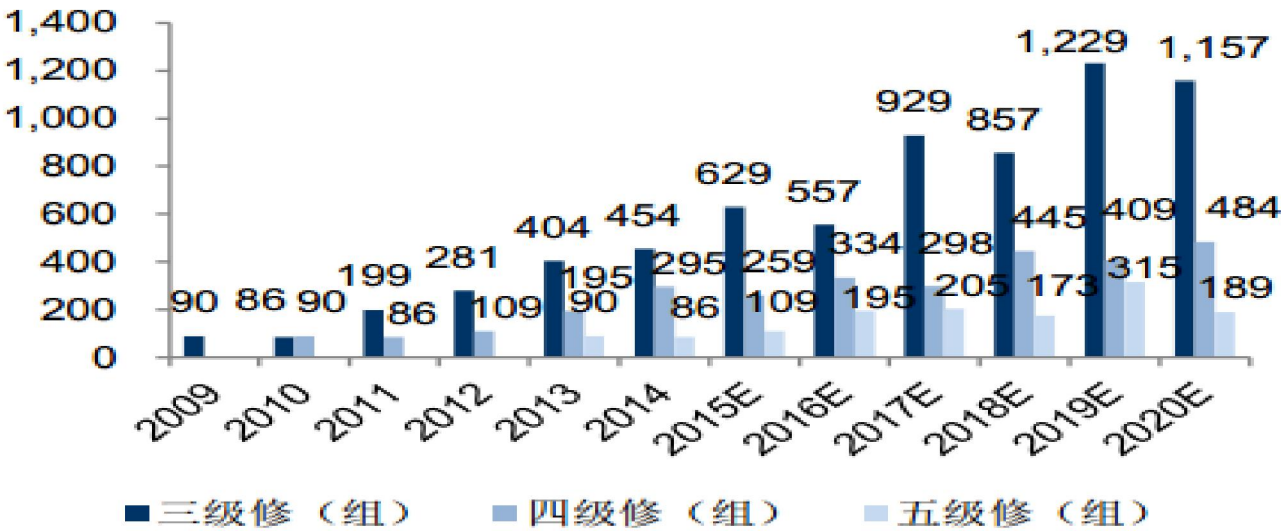
表2:南车修理费用

RMB mn	CRH1型动车组	CRH2型动车组	CRH380A型动车组
三级检修	6.0	6.5	9.5
四级检修	12.0	13.0	19.0
五级检修	24.0	26.0	38.0

表3:北车修理费用

RMB mn	CRH3型动车组	CRH5A型动车组	CRH380B型动车组
三级检修	9.8	7.0	10.0
四级检修	19.5	14.0	20.0
五级检修	39.0	28.0	40.0

动车组的高级修数量分项目预测



资料来源：申万宏源研究

铁路装备营收预估

国内业务*维修*高铁维修

年份	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
三级修(组)	90	86	199	281	404	454	629	557	929	857	1229	1157
四级修(组)		90	86	109	195	295	259	334	298	445	409	484
五级修(组)					90	86	109	195	205	173	315	189
三级修费用(百万/组)	72000	68800	159200	224800	323200	363200	503200	445600	743200	685600	983200	925600
四级修费用(百万/组)		144000	137600	174400	312000	472000	414400	534400	476800	712000	654400	774400
五级修费用(百万/组)					288000	275200	348800	624000	656000	553600	1008000	604800
费用合计	72000	212800	296800	399200	923200	1110400	1266400	1604000	1876000	1951200	2645600	2304800
增速		196%	39%	35%	131%	20%	14%	27%	17%	4%	36%	-13%

•2015年预估中车动车组维修收入为126亿，2016年动车组维修收入将达到160亿，年均按 20%速度增长，2020年后动车组维修收入趋于稳定饱和。

•2015年国内动车组维修订单为189.87亿，中车维修收入126亿，订单转化率为66%

铁路装备营收预估

国内业务*维修*机车维修

- 我国铁路机车维修基本采用计划预防修方式，即达到规定的行走公里或使用年限后，按照规定的维修规程进行检修。按修程量大小划分，机车修理分为：大修（6年检）、中修（2年检）、小辅修（年检和半年检）。其中，大修和部分中修由机车制造企业承担，其他由各铁路运营机务局承担。
- 2010年机车拥有量18000台，6年大修一次，也就是2011-2016年每年有3000台存量需要大修。
- 从重大订单公告来看，2013-2015年机车修理订单分别为：30.38亿、24.63亿、8.73亿。机车维修定单呈下降趋势，并可能持续。

按订单转换率70%计，2013-2016年机车维修营收为：21.27亿、17.24亿、6.11亿、5亿。

铁路装备营收预估

国内业务*维修*客车维修

- 客车维修，预防性定期检修。以25G型客车为例，检修分为A1级，A3级（段修）和A4修（厂修）。其中A4修周期为240万KM或新造或上次厂修10年。
- 2006年全国客车拥有量约为43000辆，测算2007-2016年每年有4300辆客车需要厂修，2005-2008年每年平均新增客车约1000辆，也就是2016年共有5300辆客车需要修理，以后逐年略有增加。

从重大订单来看，2013-2015年客车修理订单分别为：32.24亿、36.75亿、37.72亿。客车维修定单呈小幅上升趋势。

按订单转换率70%计，2013-2016年中车的客车维修营收为：22.57亿、25.72亿、26.4亿、27亿。

铁路装备营收预估

国内业务*维修*货车维修

- 货车维修，铁路货车维修以预防性计划修为主，状态修为辅。维修方法以换件修和主要零部件专业化集中修为主。铁路货车定期检修一般设置为厂修和段修两级。按运营里程检修的铁路货车定期检修分为大修（A级），全面检查修（B级）和重点检查修（C级）三级。
- 2005年全国货车拥有量约50万辆，之后每年新增约2-3万辆。目前已进入大修阶段。

2014-2015年中车公告的货车修理订单35.44亿、27.31亿，呈现下降趋势。

按订单转换率70%计，2014-2016年中车的货车维修营收为：24.81亿、19.12亿、15.3亿。

铁路装备营收预估

国内业务*维修*地铁维修

- 城轨地铁维修，目前国内各地铁公司普遍采用计划性检修与临时性检修相结合的检修修程，即定期检修和故障检修。具体来说，地铁定期检修规程包括厂修（100万公里或10年），架修（50万公里或5年），定修（12万公里或1.5年）。

- 2011年底全国城轨地铁拥有量约为9900辆，2013年底14366辆，2014年新增地铁约2900辆。目前中车尚没有公告过地铁修理订单合同，我们认为主要原因：1、目前进入厂修阶段的地铁，即2008年以前部分，中车供货量较少，且主要系统如地铁牵引系统，均单独招标，境外进口；2、全国城轨地铁新增量主要在2009年以后，尚未进入高级修理期；3、已有的地铁修理订单分属于不同地铁公司，较为分散，单个规模小。

我们认为，2015年以后，由中车提供的城轨地铁均进入高级修理期，中车城轨地铁修理收入有望在2016年达到40亿+。

铁路装备营收预估

国内业务*维修收入预估

动车组维修订单占比较高，按动车组使用生命周期20-25年推算，2016年大部分动车组将进入大修阶段（四、五级修），考虑到大修费用很高，2015年后维修业务收入将大幅提高，并有持续性。另外，公告的订单中未包括地铁维修，特别是未来五年将是地铁需求的爆发年，我们预计2016年维修业务收入将达到250亿+。

我们判断：

- 2020年前中车国内维修收入将保持20%+的年复合增长；
- 海外维修收入未来也将是中车维修收入的重头戏。



营收变数4

年份	2013	2014	2015E	2016E
动车组	92	111	126	160
机车	21.27	17.24	6.11	5
客车	22.57	25.72	26.4	27
货车		24.81	19.12	15.3
地铁城轨	NA	NA	NA	40
合计	135.84	178.77	177.63	247.3

注：目前中车海外维修收入非常少

铁路装备营收预估

国内业务营收预估

国内轨交业务营收预估：

轨道业务	2014	2015E	2016E	备注
机车	1600	1008	880	单位：台/辆/列 包括海外
增长率		-37%	-13%	
客车	2900	2059	1758	
增长率		-29%	-15%	
货车	19900	11542	9294	
增长率		-42%	-19%	
动车组	383	380	350	
增长率		-1%	-8%	
地铁	2900	4886	7143	
增长率		68%	46%	
机车	422	262	229	
增长率		-38%	-13%	
客车	132	94	80	
增长率		-29%	-15%	
货车	171	98	79	
增长率		-43%	-19%	
动车组	740	760	700	
增长率		3%	-8%	
地铁	202	342	500	
增长率		69%	46%	
维修	179	178	247	
增长率		-1%	39%	
营收合计	1846	1734	1835	
增长率		-6.1%	5.8%	
海外营收	159	278.82	450	
增长率		75.1%	61.4%	
国内营收	1687	1455	1385	
增长率		-13.7%	-4.8%	

铁路装备营收预估

海外业务*开拓海外市场是中车不二选择

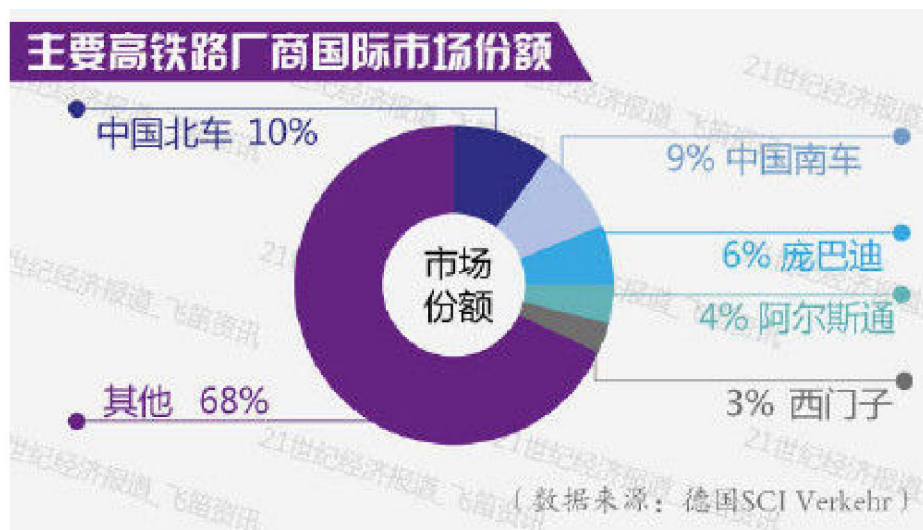
- 国内机车、客车和货车需求已经放缓，产能已经过剩，下降趋势已经形成。特别是客车和货车业务，客车到2020年前将被动车组取代，下降幅度会很大；货车需求量本应增长，但深受经济影响实际需求下降很大。若中国经济转型成功，“一带一路”战略初见成效，货车业务会提升较快。
- 城轨业务，受益于城市轨交未来五年需求开始爆发，会有较大增长。但预期“十三五”后期将出现下滑。
- 动车组业务，随城际高铁未来五年暴发式增长及西部高铁建设迎来小高峰，动车组需求有反弹，但总体仍呈下降势态。预期“十三五”后也将出现明显下滑。

国内轨交业务已经步入稳定发展期，部分产品已经饱和过剩。这决定了中车海外业务必将成为中车未来轨交业务增长的新引擎，开拓海外市场是中车轨交业务的重中之重。

铁路装备营收预估

海外业务*处于高速发展阶段

目前国际市场上，中车共占据的市场份额仅为19%，在成本优势、政策支持、政府推广等多方面的推动下，市场份额会持续高速增长，目前中车海外业务正处于收入高速增长阶段



目前“一带一路”政策催化下的市场商机，主要集中在周边国家，对于中国中车来说，最主要的竞争对手是日本。

铁路装备营收预估

海外业务*增长空间

- 据德国SCI公司统计，目前全球铁路市场容量1620亿欧元（约12000亿人民币），未来有望以每年3-4%速度增长，到2018年增长至1900亿欧元（约14000亿人民币），而当前中车仅占其15%左右的份额，相较于国内市场的饱和，海外市场拓展空间巨大。
- 根据国际铁路联盟2014年的统计报告，世界运营、在建和规划高铁的国家和地区共有22个，运营高铁总里程22,954公里，在建高铁线路里程12,754公里，计划建设里程4,459公里，远期规划建设里程14,382公里。据统计，目前在建及未来规划建设的高铁里程合计达到31,595公里。
- 另据统计，2020年全球在高铁上的投资将达7万亿人民币。从全球看，中国、美国、俄罗斯拥有全球最大的铁路网，是全球轨道交通装备制造业最大的市场，独联体、中东、南非、亚洲、南美则快速呈现出轨道交通装备的巨量需求。
- 目前中国可能参与的海外高铁项目投资总规模接近9800亿元。**根据施工节奏及投资占比可以分为：土建施工投资4717亿元；站后设备投资1080亿元；高速动车组需求1473亿元。我国出口的高速动车组现在完全由中国中车垄断，意味着国际市场上，中国中车单动车组需求方面，潜在市场就高达1473亿元。随着我国动车按标准出口方式越来越受重视，除单纯的机车买卖业务，中国中车还将面临更大的市场空间。

铁路装备营收预估

海外业务*主要用户

- 从海外订单上来看，中车海外用户主要集中在阿根廷的机车和动车组项目，南非的机车项目，马来西亚的动车组项目，美国地铁项目；
- 从地区来看，中车海外业务已经从南美洲，非洲逐步覆盖到亚洲、北美洲和欧洲；
- 从产品类型来看，海外业务也已经从机车，客车和货车，覆盖到地铁和动车组业务。

海外市场对中车产品的认知度、认可度已逐步上升并得到强化和巩固，中车品牌（无形价值）含金量持续提升，海外业务发展前景看得见摸得着

铁路装备营收预估

海外业务*理想很丰满，现实很骨感

根据已披露的数据，中国中车海外业务2015年上半年完成11亿美元，折成人民币71亿元。

2015年最大的海外订单只有两个：

- 1、公司与美国马萨诸塞州海湾交通管理局（MBTA）签订了出口美国波士顿红橙线地铁项目合同，总金额约为人民币41.18亿元。
- 2、控股子公司南车青岛四方机车车辆股份有限公司中标香港市区线地铁车项目，总金额约48.4亿元人民币；

2015年中车海外订单总额仅为143亿，远低于市场预期的2015年海外订单达到70-80亿美元（约500亿人民币）。**但截至2015年6月底，中车海外订单余额约545亿，全年海外订单结余约619.6亿，中车海外业务收入高增长有保障。**

铁路装备营收预估

海外业务预估

- 中车2013-2014年海外定单分别为：257.5亿和438.61亿；截止2015年6月底海外定单结余545亿；只有 $696.11-545=151.11$ 亿定单转化为2014年的海外营收（2014年中车实际认列的海外营收为159.19亿）。转化率仅为22%；
- 2015年中车新增海外定单仅为143.72亿（上半年：69.12亿；下半年：74.6亿），则2015年海外定单结余： $545+74.6=619.6$ 亿，若按22%的转化率，2015年海外营收为136亿（上半年为71亿，下半年65亿）。按中车轨交业务的规律，下半年尤其是第四季度才是海外营收的主要确认期，下半年只有65亿认列为营收，显然不符合实际情况。
- 考虑到中车轨交产品出口主要是城轨和机车，生产到交付周期一般在1年左右，那么2014年的定单438.16亿的转化率应该更高，那么2015年海外定单结余的619.6亿中的绝大部分已经到了定单交付期，定单转化率应该至少达到45%+，**预估算2015年的海外轨交营业收入为 $619.6*45%=278.82$ 亿。**
- 2016年中车海外业务预期较高，主要是“一带一路”规划下的泛亚高铁、中亚高铁、欧亚高铁、中俄高铁四条世界级的高铁线路，在亚投行的正式运作下，会有实质性的进展。加上中国中车的品牌得到不断强化和提升，品牌“溢出”效益将显现，越来越多的国家会选择中车的高性价比产品。中车海外市场份额会越来越大。**我们预估2016年中车海外轨交业务营收将达到450亿+**

铁路装备营收预估

海外业务预估

中车海外轨交业务预估：

年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	备注
中车营收	1295	1700	1829	1950	2240	2323	2470	人民币：亿元
海外业务营收 (轨道装备)	68.27	124.08	181.76	140.23	159.19	278.82	450	
增速		82%	46%	-23%	14%	75%	61%	
营收占比	5.27%	7.30%	9.94%	7.19%	7.11%	12.0%	18.2%	
海外定单结余				257.5	438.61	619.6		



营收变数5

新产业营收预估

通用机电业务

通用机电业务以原中国北车为主，中国南车的通用机电业务规模很小，收入数据合并在其他收入中。

通用机电业务收入2011-2014年分别为13.2亿，22.62亿，17.99亿，16.93亿。

目前中车通用机电业务规模很小，但随着中车在核心零部件技术的成熟和广泛运用，未来业务规模有望做大。尤其是2014年中车投产的IGBT芯片，该芯片运用的领域十分广泛（轨交、新能源汽车、航天、航空、军事装备、船舶等），未来产值有望做到20亿+。

IGBT带来的收入	2015E	2016E
2009年投产生产基地	6	6
2014年投产生产基地	6（达产30%）	12（达产60%）
收入共计	12	18

我们预估，中车通用机电业务2015-2016年的营收分别为：28亿、34亿，大幅增长主要来自IGBT营收的大增

新产业营收预估

新能源汽车装备

从中车2013年和2014年新能源汽车的收入增长来看，增速低于行业增速（原因就是规模没有上来，没有产生规模效应）。保守估计，假设中车在行业占比能够继续保持在1.8%（这个比例显然会持续提升），受益于行业高速增长，2020年中车新能源汽车收入有望达到330亿元+。

我们判断，由于新能源汽车国内市场2014年下半年以来开始爆发式增长，假设中车的汽车业务也能受益于行业增长，未来两年增速保持在50%+，**2015年-2016年中车汽车业务收入将实现44.25亿元和66亿元。**

	2013年	2014年	2015年E	2016年E	2017年E	2018年E	2019年E	2020年E
新能源汽车销量 (万辆)	1.8	7.5	11.25	17	25.5	38	57	85.5
中车销量	0.10	0.13	0.2	0.31	0.46	0.68	1.03	1.53
占比	5.6%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
新能源汽车收入 (亿)	22.2	29.5	44.25	66	99	149	223	334

营收变数6

2011-2014年中国南车实现风电发电装备收入分别为34.69亿、20.6亿、26.97亿、28.05亿，中国北车的战略新兴业务2014年收入53亿，主要为风电装备收入。2015年中国中车公告风电装备订单约为96亿。

中车的风电装备业务已经做到国内前三甲。中车的风电装备业务营收占新产业的比重最大，增速也较快。我们预计2015-2016年，随着“一带一路”和国际产能合作的深入，风电装备业务收入仍能保持较高的增长，营收分别能达到：114亿、137亿

新产业营收预估

中车新产业营收预估：

年份	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	备注1
中车营收		1829	1966	2240	2323	2470	人民币：亿元
高分子复合材料	16.69	19.36	20.31	19.64	20	21	营收以原南车为主
新能源汽车装备	11.41	14.7	22.18	29.49	44.25	66	营收以原南车为主
工程机械装备	19.37	24.31	26.65	17.68	20	25	营收以原南车为主
海工装备			7	7.5	8	10	营收以原南车为主
以上业务北车营收	NA	NA	NA	14.44	15	15	
通用机电	13.2	22.62	17.99	16.93	28	34	营收以原北车为主
风电装备	55	57.01	76.97	81.05	114	137	南北车合并
其他			1.78		5	7	南北车合并
新产业营收合计	115.67	138	172.88	186.73	254.25	315	
新产业营收占比		7.5%	8.8%	8.3%	10.9%	12.8%	

注：除通用机电、风电、汽车装备业务外，其他新产业收入规模不大，不一一单独进行预估

现代服务业营收预估

我们判断中车原服务业营收下降仍将持续。若转型成功为金融服务业为主，则中车的服务业估值将重估。2015-2016年预估为：

年份	2014	2015E	2016E	备注
现代服务业	372.86	335	320	人民币：亿元
增速		-10.2%	-4.5%	



营收变数7

中国中车业绩预估

中车2015-2016年营收预估：

年份	2014	2015E	2016E	备注
中车营收	2240	2323	2470	人民币：亿元
增速		3.7%	6.3%	
动车组	740	760	700	
增速		2.7%	-7.9%	
地铁城轨	202	342	500	
增速		69.3%	46.2%	
机车	422	262	229	
增速		-37.9%	-12.6%	
客车	132	94	80	
增速		-28.8%	-14.9%	
货车	171	98	79	
增速		-42.7%	-19.4%	
维修	178.77	177.63	247.30	
增速		-0.6%	39.2%	
铁路装备收入	1846	1733	1836	包括海外业务
增速		-6.1%	5.9%	
新产业收入	187	254.25	315	
增速		36.0%	23.9%	
服务业收入	372.86	335	320	
增速		-10.2%	-4.5%	

中国中车业绩预估

中车各分项业务营收占比：

年份	2014	2015E	2016E	备注
中车营收	2240	2323	2470	人民币：亿元
动车组	33.0%	32.7%	28.3%	
地铁城轨	9.0%	14.7%	20.2%	
机车	18.8%	11.3%	9.3%	
客车	5.9%	4.0%	3.2%	
货车	7.6%	4.2%	3.2%	
维修	8.0%	7.6%	10.0%	
轨交业务	82.4%	74.6%	74.3%	
新产业	8.3%	10.9%	12.8%	
服务业	16.6%	14.4%	13.0%	

中国中车业绩预估

中车每股收益预估：

年份	2014	2015E	2016E	备注
中车营收	2240	2323	2470	人民币：亿元
增速		3.7%	6.3%	
成本		1812	1877	
毛利率		22%	24%	
净利润		151	173	
净利润率		6.50%	7%	
上市公司净利润		128	148	
上市公司净利润率		5.50%	6%	
股本		272.88	272.88	
EPS		0.47	0.54	

中国中车估值

2015年中车EPS：0.47元，PE20-30倍计，对应股价为9.4-14.1元，目前股价基本上合理反映了中车2015年的经营情况。极限PE15倍计，对应股价：7.05元/股

2016年中车EPS：0.54元，PE20-30倍计，对应股价为10.8-16.2元，目前股价被低估。极限PE15倍计，对应股价：8.1元/股

中国中车的价值

中国中车的价值包含两层：企业价值（有形价值）+投资价值（无形价值）

1、有形价值，就是本报告所做的中车估值，是由中车的基本面所决定，所以，人人都能看到，也能计算出来。

有形价值，是价值投资的基石---安全边际；

2、无形价值，是反映未来中车投资价值大小的，决定无形价值的因素非常复杂和多样。因主要由形而上的智慧分析所得，所以，绝大多数投资者无法认识到，更无法量化。

无形价值，是价值投资的核心---成长性。

中国中车的价值

- 中车的有形价值无须炒作，因为这个价值是基本面决定的，股价会通过证券市场的“有效性”充分反映这个价值的。现在中车的股价只反映了有形价值，而且还被低估，那么中车迟早会反映这个价值。
- 证券市场真正炒作的部分是中车的无形价值，这也是金融业区别与实业的本质，金融是虚拟的。还比如，同样材质的包，一个是贴了“LV”的，另一个没有品牌，LV的那个就可以值1万，另一个最多可能只值1000. 房子也一样，造价成本相同的房子，一个处在黄金地段或品牌开发商建的，价格就是相差巨大。这溢价的部分就是“无形价值”。而这个价值并不是由包或者房子本身决定的，而是由市场赋予（“炒作”）出来的。
- 中车的无形价值，有企业本身持续核心竞争力带来的；也有在特定时期，由政府背书，国家发展战略所赋予给中车的。而金融市场，就是要把这个无形的价值通过“炒作”变成实实在在的中车股价。
- 未来如果中车的股价是100元/股，我们要做的是：第一，评估当时中车的有形价值（中车估值）；第二，评估减去有形价值后的溢价部分（无形价值），这个溢价部分反映了多少中车未来的成长空间（反映了多少中车的无形价值）。由反映的多少，来决定我们对中车仓位的调整。