

# 轨交装备中国名片，多业务协同发展

## ——中国中车(601766.SH)投资价值分析报告

公司深度

◆中国中车是全球规模最大、品种最全、技术领先的轨道交通装备供应商，2015年由中国南车和中国北车合并而成。公司产品现已出口全球六大洲近百个国家和地区，并逐步从产品出口向技术输出、资本输出和全球化经营转变。2017年位居《财富》世界500强的第318位。

◆基建投资企稳反弹，公司显著受益轨交复苏。基建投资自2018年10月以来呈现企稳态势，2018年全国铁路固定资产投资完成8028亿元，超过原计划的7320亿元，行业投资已出现显著回暖。根据铁总工作会议，2019年铁路固定资产投资保持强度规模。中国中车为此次轨交复苏直接受益标的，未来“公转铁”政策不断落地，同时2019-2020高铁、城铁迎来通车高峰，将会对公司机车、货车、动车组、城轨车辆的需求均提供稳定支撑。

◆把握“一带一路”机遇，大刀阔斧拓展海外市场。“一带一路”带动国产轨交装备出口，公司不断加强海外市场开拓，各类轨道交通装备实现全面出口，目前已累计出口到全球六大洲、104个国家和地区，覆盖83%拥有铁路的国家，并在海外拥有12个研发中心和生产基地，海外研发实力进一步增强。2017年公司海外业务收入达到192.2亿元，占比达总营业收入的9.1%。

◆新兴产业与现代服务并重，公司业务多元化发展。2017年新兴产业已成为公司的第二大业务，收入占比为26%，仅次于铁路装备业务。公司新兴产业中，新能源汽车、通用机电、风电装备技术已达到国内先进水平，高分子材料、船舶装备和环保产业稳步发展。现代服务业务中物流业务毛利率较低，公司近年来逐步缩减物流业务规模，并加快数字化物流建设。另外逐步拓展金融服务业务，提升盈利水平。

◆盈利预测、估值与评级：中国中车是全球规模最大、品种最全、技术领先的轨道交通装备供应商，并为此次轨交复苏直接受益标的。我们预计公司2018-2020年净利润分别为119.40、132.62、142.54亿元，对应EPS为0.42、0.46、0.50元。我们给予公司目标价10.6元/股（对应19年PE约为23x），给予“增持”评级。

◆风险提示：轨道交通产业政策变化导致市场环境出现不确定因素，给公司经营带来风险；公司产业结构调整具有诸多困难和不确定性。

### 业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	229,722	211,013	219,959	247,740	268,303
营业收入增长率	-5.04%	-8.14%	4.24%	12.63%	8.30%
净利润(百万元)	11,296	10,799	11,940	13,262	14,254
净利润增长率	-4.42%	-4.40%	10.57%	11.07%	7.48%
EPS(元)	0.39	0.38	0.42	0.46	0.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.77%	8.88%	9.28%	9.61%	9.64%
P/E	23	24	22	20	18
P/B	2.5	2.1	2.0	1.9	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年1月11日

## 增持(首次)

当前价/目标价：9.04/10.60元

### 分析师

王锐(执业证书编号：S0930517050004)

010-56513153

[wangrui3@ebsec.com](mailto:wangrui3@ebsec.com)

贺根(执业证书编号：S0930518040002)

021-52523863

[hegen@ebsec.com](mailto:hegen@ebsec.com)

### 联系人

郑华航

021-52523865

[zhenghh@ebsec.com](mailto:zhenghh@ebsec.com)

### 市场数据

总股本(亿股)：286.99

总市值(亿元)：2594.38

一年最低/最高(元)：7.21/12.53

近3月换手率：11.50%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.24	10.38	1.80
绝对	-1.83	4.68	-24.65

资料来源：Wind

## 投资聚焦

### 关键假设

1、铁路装备业务：根据铁总招投标情况，我们预计 2018 年收入增速有望持平，鉴于 19-20 年机车、货车采购量大增长，我们预计公司 2018-2020 年铁路装备收入增速分别为 1%、10%、4%；公司铁路装备毛利率较为稳定，假设 2018-2020 年保持在 25% 的毛利率水平。

2、城轨车辆业务：公司城轨车辆收入快速增长，2019-2020 城铁有望迎来通车高峰，业务收入增速有望持续。我们预计公司 2018-2020 年收入增速为 20%、25%、25%；毛利率水平稳定在 17%。

3、新产业业务：公司新产业收入增长稳定，未来新能源汽车、风电装备等将维持稳定增长，预计 2018-2020 年收入增速为 5%、12%、5%；2015-2017 年毛利率均在 23% 左右，2018-2020 年毛利率假设均为 23%。

4、现代服务业务：公司金融服务业务逐步拓展，由于物流业务规模正逐步缩减，2018 年总体收入下降，后续有望维持平稳。我们预计 2018-2020 年收入增速为 -10%、0%、0%；随着金融业务拓展毛利率将有所回升，2018-2020 年假设为 10%、11%、12%。

### 我们区别于市场的观点

1、公司海外轨交装备业务潜力较大。在“一带一路”等政策带动下，公司海外轨交装备中标项目快速增长，2015-2017 年项目中标总金额 630 亿元。截止 2017 年年底公司在海外共建立 12 个研发生产基地，增强海外研发生产实力，未来海外轨交装备业务有望进一步拓展。

2、地铁装备推动公司轨交业务回升。2013 年-2017 年国内地铁运营里程和投资额平均增长率均超过 13%，2017 年公司城轨车辆的产量占比国内 26%，行业龙头地位进一步巩固。我们认为，随着政策及政府性资金驱动基建投资回升，国内地铁有望迎来进一步建设，公司也将充分享受地铁增长红利。

3、新兴产业将成为公司新利润增长点。公司新产业技术领先优势明显，承担过 20 多项新能源汽车国家重大项目；风电装备已获得德国技术标准认可；与世界机车巨头签订高分子供应合同。未来公司将依托新产业技术优势大力拓展市场，提升公司盈利水平。

### 股价上涨的催化因素

1、轨交装备项目中标数量持续增长：公司轨交装备项目接单能力较强，项目中标金额有所回升，未来新中标的重大项目可为公司带来稳定收入。

2、利好政策出台：推动铁路建设和城市地铁建设的政策出台，有利于公司拓展市场、增加轨交装备业务收入。

### 估值与目标价

我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 119.40、132.62、142.54 亿元，对应 EPS 为 0.42、0.46、0.50 元。我们给予公司目标价 10.6 元/股（对应 19 年 PE 约为 23x），给予“增持”评级。

# 目 录

1、 公司概况 .....	6
1.1、 轨交设备龙头企业，技术水平世界一流 .....	6
1.2、 中车集团控股，背靠央企稳步发展 .....	7
2、 轨交装备业务 .....	8
2.1、 铁路装备业务 .....	8
2.2、 城轨车辆业务 .....	16
3、 基建投资企稳，轨交装备有望迎来复苏 .....	20
4、 国际业务：大刀阔斧拓展海外市场 .....	22
4.1、 把握“一带一路”机遇，海外订单维持高位 .....	22
4.2、 修建海外基地，打造国际化经营体系 .....	24
5、 新兴产业+现代服务：业务多元化发展 .....	24
5.1、 新兴产业业务 .....	24
5.2、 现代服务业务：金融服务+物流贸易 .....	29
6、 盈利预测 .....	30
6.1、 关键假设 .....	30
6.2、 盈利预测 .....	31
6.3、 估值水平与投资评级 .....	32
7、 风险分析 .....	33

## 图表目录

图 1：中国中车发展历程 .....	6
图 2：2018 年中国中车收入构成 .....	7
图 3：中国中车营业总收入及同比增长 .....	7
图 4：中国中车归母净利润及增速 .....	7
图 5：中国中车股权结构（2017 年年报） .....	8
图 6：铁路里程及增长率 .....	8
图 7：高铁里程及增长率 .....	8
图 8：铁路固定资产投资 .....	9
图 9：历年动车组检修招标 .....	12
图 10：中车铁路装备业务收入及增长率 .....	13
图 11：中车铁路装备历年研发投入金额及占营收比例 .....	13
图 12：2017 年公司铁路装备业务收入细分 .....	15
图 13：中车各种铁路装备历年销售收入 .....	15
图 14：公司各种铁路装备检修中标金额 .....	16
图 15：2017 年城轨车辆种类及占比 .....	16
图 16：国内历年城轨固定资产投资额 .....	17
图 17：国内历年城轨运营里程及增长率 .....	18
图 18：国内历年城轨车辆及增长率 .....	18
图 19：公司历年城轨车辆数量及增长率 .....	19
图 20：公司城轨车辆产量占全国比重 .....	19
图 21：中车城轨业务收入及增长率 .....	19
图 22：中车城轨业务收入占总收入比重 .....	19
图 23：基础设施建设（不含电力）投资增速 .....	20
图 24：固定资产投资中基础设施建设投资增速分项目统计-累计 .....	21
图 25：全国铁路固定资产投资（亿元） .....	21
图 26：公司海外业务收入及占比 .....	23
图 27：2017 年公司海外业务收入分地区 .....	23
图 28：2017 年公司海外业务收入分产品 .....	24
图 29：新兴产业收入及占比 .....	25
图 30：2017 年中车新能源客车市场份额排名第四 .....	26
图 31：中车风电装备业务发展历程 .....	27
图 32：公司现代服务业历年收入及增速 .....	29
图 33：公司各业务毛利率（%） .....	30
表 1：“一带一路”中方参与铁路建设项目 .....	10

表 2：动车组核心零部件国产化进程 .....	11
表 3：动车组检修级别 .....	12
表 4：2017 年公司铁路装备重要研发项目 .....	14
表 5：2017 年公司获得的重大科技奖励 .....	14
表 6：城轨车辆种类及优缺点 .....	16
表 7：2017 年国内城轨运营密度低于发达国家 .....	17
表 8：中车中标城轨 PPP 项目 .....	20
表 9：中车海外市场合同及金额 .....	22
表 10：中车主要海外基地 .....	24
表 11：中车主要新兴产业布局 .....	25
表 12：中车环卫中标 PPP 项目 .....	28
表 13：中车主要现代服务子公司 .....	29
表 14：各项业务分拆（单位：百万元） .....	31
表 15：可比公司盈利预测与估值（收盘价为 2019 年 1 月 11 日收盘价） .....	32
表 16：基本假设 .....	32
表 17：FCFF 估值 .....	33
表 18：估值结果汇总 .....	33

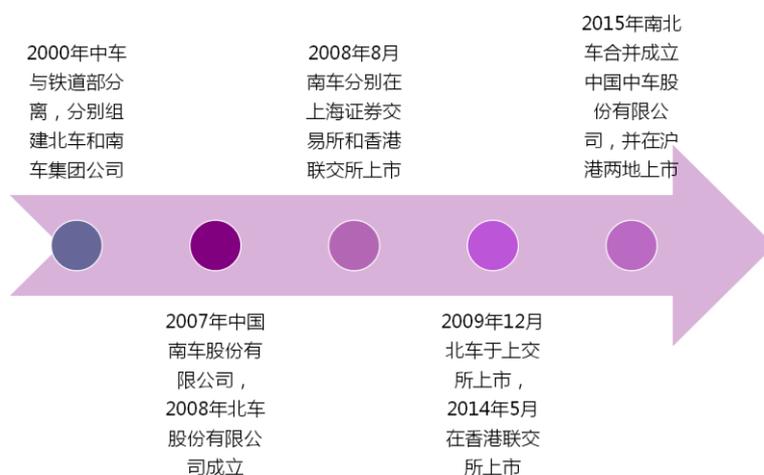
## 1、公司概况

### 1.1、轨交设备龙头企业，技术水平世界一流

中国中车股份有限公司由中国北车股份有限公司、中国南车股份有限公司于 2015 年合并而成，是全球规模最大、品种最全、技术领先的轨道交通装备供应商。主营业务有：铁路机车车辆、动车组、城市轨道交通车辆装备制造、新兴产业、现代服务业等。公司不断提升技术创新能力，建设世界领先的轨道交通装备产品技术平台和制造基地，高速动车组、大功率机车、铁路货车、城市轨道交通车辆制造技术已经全面达到世界先进水平。

公司产品现已出口全球六大洲近百个国家和地区，并逐步从产品出口向技术输出、资本输出和全球化经营转变。据公司公告内容称，2017 年，中国中车位居《财富》世界 500 强第 318 位，品牌价值超过千亿元，入选最具影响力的创新公司。中国中车的全球影响力和国际知名度显著提升，2017 年获得标普、穆迪和惠誉三家国际评级机构“中国主权级”评价，刷新中国制造业国际评级的最高评价。

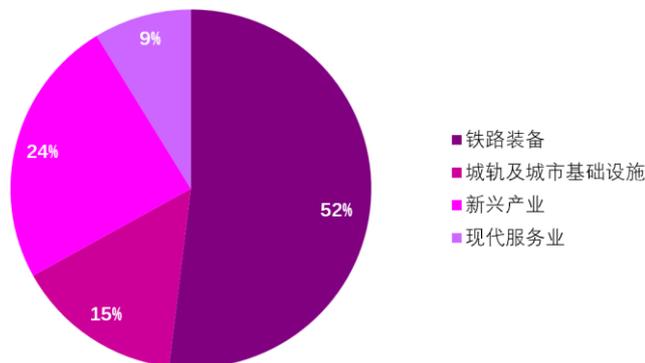
图 1：中国中车发展历程



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

公司业务以铁路装备、城市轨道交通车辆制造为主，向新兴产业和现代服务业多元化发展，2018 年上半年，主营业务中，铁路装备收入占比为 52%，城轨及城市基础设施占比 15%，新兴产业和现代服务业占比分别是 24% 和 9%。

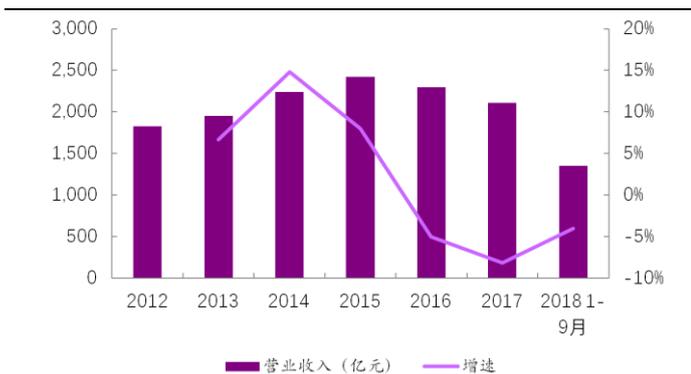
图 2：2018 年中国中车收入构成



资料来源：2018 公司半年报

2015 年南北车合并后公司规模显著扩大。2015 年、2016 年、2017 年、2018 年 1-9 月营业收入同比增长分别为 9%、-5%、-8%、-4%；2015 年、2016 年、2017 年、2018 年 1-9 月，公司归母公司净利润分别为 118 亿元、113 亿元、108 亿元和 87 亿元，增速分别为 9%、-4%、-4%、5%。营业收入和净利润下滑原因是公司优化产品结构、缩减物流业务规模所致。同时公司积极转变发展模式，优化产业结构，拓展新的商业模式。

图 3：中国中车营业总收入及同比增长



资料来源：wind

注：2012-2014 年为中国南车加中国北车的数据

图 4：中国中车归母净利润及增速



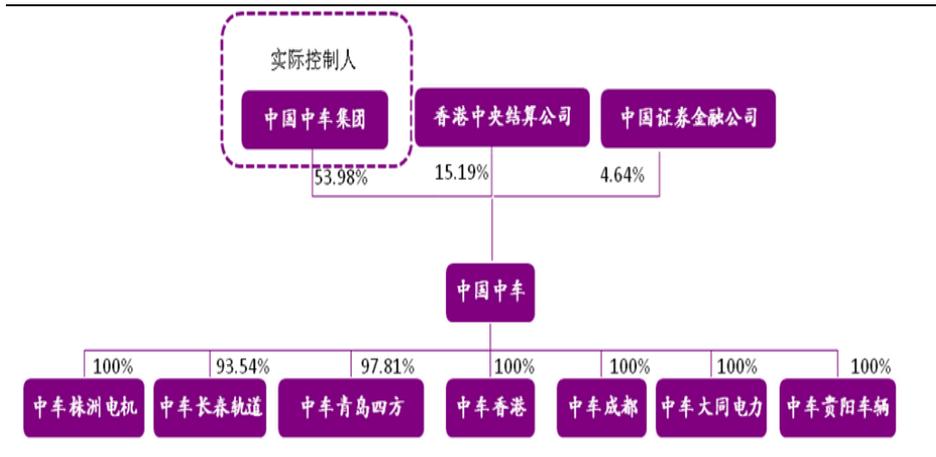
资料来源：wind

注：2012-2014 年为中国南车加中国北车的数据

## 1.2、中车集团控股，背靠央企稳步发展

公司股权结构保持稳定，控股股东中车集团股份为 53.98%，其余主要股东为香港中央结算公司、中国证券金融股份有限公司。轨交装备行业对技术和资金要求较高，央企中车集团作为实际控制人有助于保障企业的核心竞争力。2017 年中国中车控股子公司达到 46 家，涵盖轨交装备制造、金融、贸易等行业。

图 5：中国中车股权结构（2017 年年报）



资料来源：公司 2017 年报，光大证券研究所整理

## 2、轨交装备业务

### 2.1、铁路装备业务

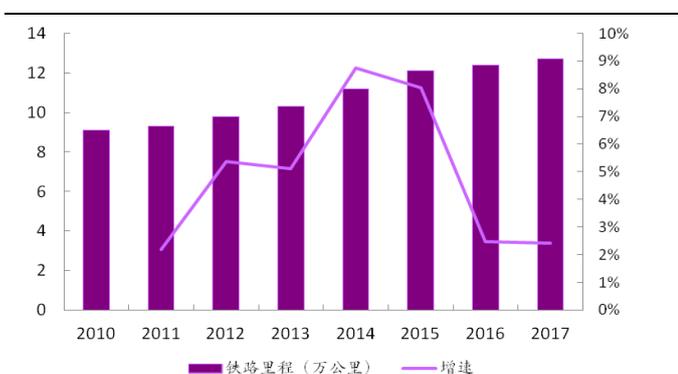
#### 2.1.1、铁路装备行业景气度高，动车组发展潜力巨大

##### (1) 政策推动铁路装备行业继续扩容

轨道交通装备是国家确定的战略性新兴产业之一，列入《中国制造 2025》十大重点发展领域，是国家实施高端装备“走出去”金名片，轨道交通装备迎来重大发展机遇。发改委 2016 年公布的《中长期铁路网规划》提出，要完善普速铁路网，建成高速铁路网，打造综合交通枢纽，构建现代综合交通运输体系。《中长期铁路网规划》的期限为 2016 年-2025 年，我国铁路网“四纵四横”将升级为“八纵八横”，高铁将连接 50 万人口以上城市。根据规划，到 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，复线率和电气化率分别达到 60%和 70%左右；到 2025 年，铁路网规模达到 17.5 万公里，其中高速铁路 3.8 万公里。

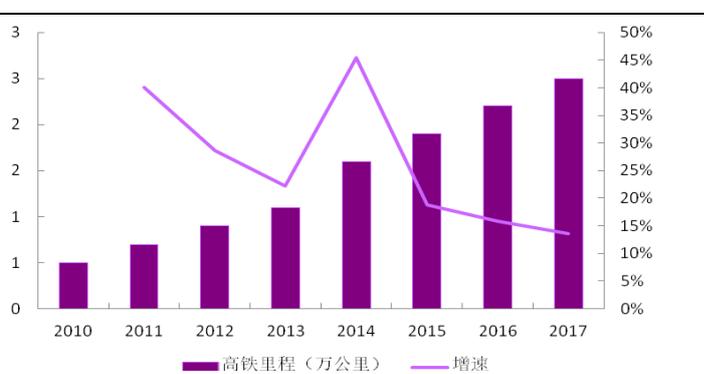
我国铁路发展成效显著，基础网络初步形成。截至 2017 年底，我国铁路营业里程已达 12.7 万公里，比上年增长 2.4%，其中高速铁路 2.5 万公里，比上年增长 13.6%。

图 6：铁路里程及增长率



资料来源：wind

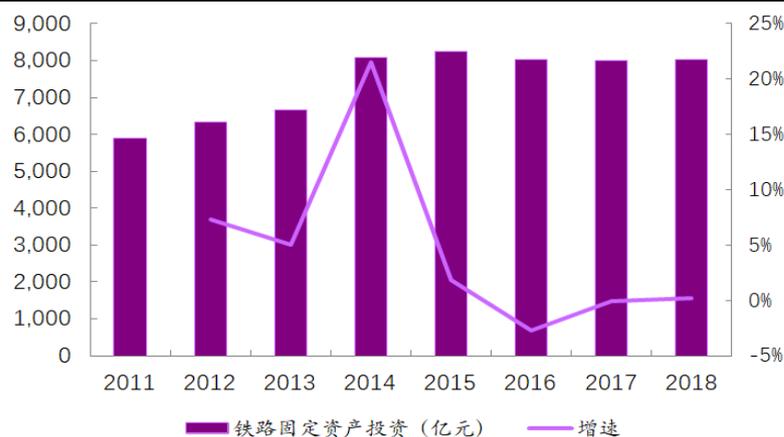
图 7：高铁里程及增长率



资料来源：wind

我国铁路投资额连续四年保持每年8000亿元以上，2017年投资额8010亿元，预计未来几年投资将继续保持高位。根据《铁路“十三五”发展规划征求意见稿》，“十三五”期间（2016年-2020年）我国铁路固定资产投资规模预计将达3.5万亿至3.8万亿元，铁路车辆购置费用通常占据固定资产投资的15%左右，因此我们预计“十三五”期间铁路车辆市场空间有望达到5250-5700亿元。铁路投资增长持续性强，高铁网络化、动车组密度提高有望提升轨交装备需求，景气度持续升高。

图 8：铁路固定资产投资



资料来源：wind，光大证券研究所整理

## (2) “一带一路”打开铁路装备行业全新成长空间

以“绿色、环保、节能”等为核心的可持续发展理念已成为国际社会的普遍共识，轨道交通装备特别是高铁装备作为方便快捷、绿色环保的产品，越来越受到世界各国的青睐。我国高速铁路飞速发展，高铁外交以及“一带一路”倡议等，使世界对中国铁路产品的认可度大大提升，为我国轨道交通装备“走出去”、加快国际化经营提供了重要发展时机。

我国正在构建以“一带一路”建设为重点的全面开放新格局，铁路作为国际合作的重要领域和优先方向，拓展全球布局，统筹国际国内两个市场，强化与周边国家互联互通，加快了铁路“走出去”，打造中国铁路技术、装备、标准、运输等品牌，提升国际影响力和竞争力。近年随着“一带一路”战略的推进，中方参与的铁路建设进程突飞猛进。如雅万高铁、匈塞铁路、中老铁路等项目陆续推进，中泰铁路等合作项目都取得了新的进展。加快铁路建设将更加方便人们地出行，推动经济发展，促进社会和谐，带动城乡建设。

表 1：“一带一路”中方参与铁路建设项目

名称	状态	内容
印尼雅万高铁项目	已开工	东南亚首条高铁，全长 150 公里。连接印尼首都雅加达和万隆，最高设计时速 350 公里/小时，缩小列车运行时间约 40 分钟。
中泰铁路	已开通	铁路全长约 253 公里，最高设计时速 250 公里/小时，自曼谷始发到达泰国东北部呵叻府，共设有 6 座车站。
中老铁路	已开通	北起云南省玉溪市至老挝首都万象，全程长 417 公里，客运时速 160 公里/小时，预计 2021 年底完工，全线 32 个车站，总投资约 400 亿人民币。
马来西亚南部铁路	已开工	项目从吉隆坡到新加坡全长约 191.14 公里，设计客运时速 160 公里/小时，货运时速 90 公里/小时，项目工期为 48 个月，总投资 144.69 亿元。
泛亚高铁	已开通	泛亚高铁是从云南西部钻山建一条长约 30 公里的隧道通往缅甸，再从缅甸向东，伸出一条支线去往泰国，另一条主线则经由老挝、越南、马来西亚通往新加坡。这条高铁线将成为中国通往东南亚诸国的一条便捷通道。
匈塞铁路	已开工	匈塞铁路布从达佩斯到贝尔格莱德，全长约 350 公里，是时速 200 公里/小时的混线快速铁路，它是中国—中东欧合作的标志性项目。
中欧班列	已开通	中欧班列是指中国开往欧洲的快速货物班列，适合装运集装箱的货运编组列车。中欧班列国内开行城市达 38 个，到达欧洲 13 个国家 36 个城市，目前有 14 条线路。
冀欧班列	已开通	从保定始发，由满洲里出境，途径俄罗斯，最后抵达白俄罗斯明斯克，全程约 9500 公里，用时 12-14 天左右，是国内首列开往中白工业园的货运班列。
蒙内铁路	已开通	全长 472 公里，设计运力 2500 万吨，投资 38 亿美元，连接肯尼亚首都内罗毕和东非第一大港蒙巴萨港该项目正线采用单轨，为内燃机系统，设计客运时速 120 公里、货运时速 80 公里。
亚吉铁路	已开通	全长 751.7 公里，连接埃塞俄比亚和吉布提两国首都的亚的斯亚贝巴-吉布提设计时速 120 公里，共设置 45 个车站，总投资约 40 亿美元。
东非铁路	已开通	起始于肯尼亚港口城市蒙巴萨终点为乌干达的马拉巴，铁路设计全长 2350 公里，建成后主要承担东非地区茶叶、咖啡的出口运输，及面粉、糖、机械产品的进口运输。
莫斯科-喀山高铁	计划 2019 年开工	该项目西起莫斯科，终点为鞑靼共和国的喀山，总长度为 770 公里，将延伸至北京，打造莫斯科—北京欧亚高速运输通道。
中尼铁路	2020 年动工	包括中国和尼泊尔段，中国是拉萨到吉隆县，在中国的路段占五分之四以上，全长 600 公里。

资料来源：中国一带一路网、光大证券研究所整理

### (3) 动车组核心零部件国产化加速

我国高铁技术高速发展，但是在关键零部件上还未实现完全国产化。主要原因是，轨交装备的基础零部件、基础工艺和基础材料的发展步伐显著落后于整机的迅猛发展。纵观我国动车组发展历史，经历了先引进后自主研发的过程。2004-2006 我国从国外购买了 CRH1、CRH2、CRH3、CRH5 四个车型及相应的技术转让。在此基础上，国内企业进行消化、吸收、再创新，以自己的能力和自主掌握的技术开发出一系列新车型。2010 年 5 月我国自主研发的新一代动车组 CRH380A 在上海世博会首次亮相，在功率等级、网络

拓扑上都采用全新设计，并获得了美国专利授权。我国的铁路装备工业能够吸收国外的先进技术，在本土技术能力的基础上，自主生产出的新一代动车组的主要原因是：我国轨交装备工业在技术引进前便已通过长期的自主开发积累起较强的技术能力，并在国家建设“创新型国家”战略的推动下，重新回归到自主开发路线上。在国家巨大运力需求的强力推动下，我国高铁技术打通了市场需求和技术，在短短几年内达到世界领先水平。

高速动车组总共有11大关键技术，包括车体、转向架、牵引系统（通常再细分为牵引电机、牵引变压器、牵引变流器、牵引控制）、制动系统、门系统、车轴、连接器、刹车片、受电弓、空调、减震降噪元件。我国整车制造已经达到世界领先水平，部分零部件国内企业已取得较大进展，但转向架系统（轮对、刹车片等）、信号系统、牵引控制系统等核心零部件领域主要还里依赖进口。

**表 2：动车组核心零部件国产化进程**

名称	国产化程度
车体	国内车体生产企业为中车集团下的长春轨道客车股份有限公司、青岛四方机车车辆股份有限公司、唐山机车车辆有限公司、株洲电力机车有限公司等。
转向架	2016年8月时代新材自主设计开发的时速350公里速度级动车组牵引节点、定位节点（转向架悬挂的关键部件）通过国产化试装车考核评审，打破国外企业的技术垄断。
牵引系统	牵引系统被比喻为动车组的“心脏”，包括主辅一体牵引变流器、网络控制系统、转向架失稳监测装置等八大子系统，当前标准动车组的八大子系统均由中车时代电气提供。
制动系统	青岛四方2014年开发出国内首个自主化动车组制动系统，但是目前克诺尔苏州公司在国内动车制动系统领域仍占据70%以上的份额。
门系统	动车组内门市场上，康尼机电已取代外资，占据80%的份额。外门市场上，康尼机电在2014年取得关键技术上的突破，2015年100列动车门系统投入运营，市占率取得明显提升。
车轴	晋西车轴时速250公里动车轴运用考核已基本结束，时速350公里动车轴目前已获得CRCC认证，具备量产已有小批量订单。其中，试制生产的动车轴装入时速350公里的中国标准动车组，成功首次载客运行。
连接器	永贵电器2009年开始正式向CRH1型、CRH5型动车组提供连接器组件和零部件，同时提供当年独立成功研发的216芯大型连接器YGC-216型产品。
刹车片	天宜上佳在2013年9月拿到动车组7个车型5种型号刹车片CRCC铁路产品认证证书。博深工具研制的刹车片在2016年先后获得了CRCC、IRIS认证，目前正在试车，有望未来实现量产。
受电弓	受电弓纯碳滑板主要依赖于进口，万高科技为全国首家通过进口动车组碳滑板产品CRCC认证的企业，永贵电器2016年11月以3000万元增资，获得其20%股权。
空调	动车空调供应商主要有国外品牌克诺尔、法维莱等以及国内品牌石家庄国祥、鼎汉技术等，鼎汉技术的车辆空调从2015年开始高铁领域的空调装备陆续连入上道试验以及相关资质认证程序，目前已实现小规模销售。
减震降噪弹性元件	动车组减震降噪过去主要采用进口产品，在当前进口替代的趋势下，时代新材产品逐步取得一定市场份额，2015年动车减震降噪产品收入达到1亿多，在非进口产品市场中占据近80%的份额。

资料来源：wind、光大证券研究所

动车组核心零部件国产化空间大。以刹车片为例，2012年以前高铁刹车片属于技术保护期，使用的产品均来自进口。自2013年起，国内以天宜上佳

和浦然为代表的民营企业逐步进入高铁刹车片领域。其中，天宜上佳于2013年9月拿到动车组7个车型5种型号刹车片CRCC铁路产品认证证书，浦然在2014年拿到CRCC认证证书，均已实现批量供货。博深工具研制的刹车片在2016年先后获得了CRCC、IRIS认证，目前正在试车，未来有望实现量产。

#### (4) 动车组高级检修招标快速增长

随着动车组保有量的不断提高，车辆的维修需求也在持续扩大。动车组的检修分为5个等级，等级越高，检修的要求也越高。一级、二级修为运用修，三级检修至五级检修属于高级修，需要返厂维修。高级修所需费用较高，将成为动车组生产企业的新盈利增长点。

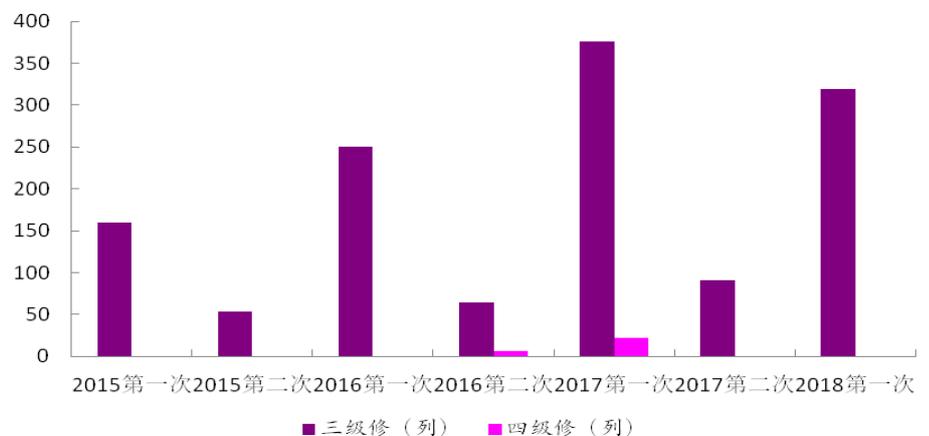
表 3：动车组检修级别

名称	具体项目
一级检修	转向架外观检查；制动系统故障修；空调性能检查
二级检修	转向架外观检查；轮对超探；牵引系统状态检查；制动系统、车钩检查
三级检修	转向架分解检修；齿轮箱、牵引链接部分检修、空气基础制动组件检查；车钩、空调检测
四级检修	转向架分解检修；牵引电机分解检修；空气、基础制动组件分解检修；车钩、空调外检测
五级检修	转向架分解检修；牵引系统主要部件检修；制动系统组件检修；车钩分解检修；空调机组大修

资料来源：中国铁投官方网站、光大证券研究所

在目前铁路总公司检修招标中，高级检修主要为三级修。2015年两次高级修招标中，动车组三级修的招标数量为213列，四级修为0。在2016年两次高级修招标中，动车组三级修招标数量为269列，并首次出现四级修，招标数量为7列。2017年第一次高级修招标，动车组三级修招标数量为376列，较2016年同期第一次招标增长83.4%，四级修招标数量22列，需求明显扩大。2017年第二次检修招标，三级修91列。2018年第一次检修招标三级修319列，预计未来动车组检修招标将继续维持较高水平，将带来巨大的检修市场。

图 9：历年动车组检修招标



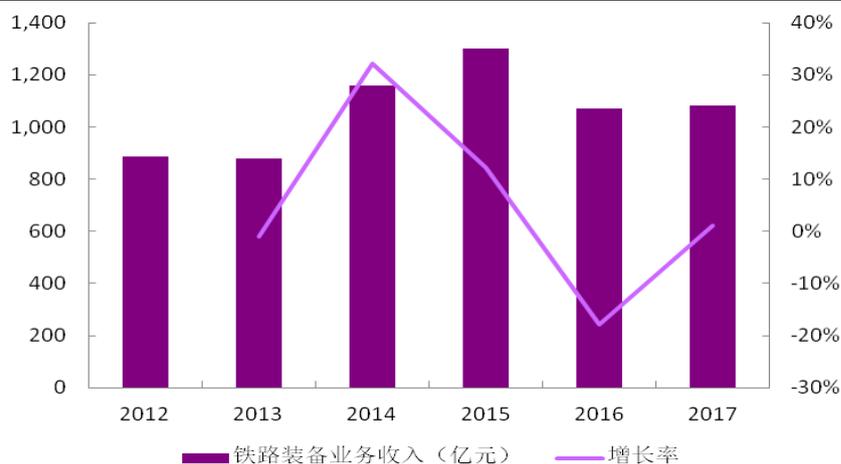
资料来源：中国铁路建设投资公司官方网站，光大证券研究所整理

## 2.1.2、公司铁路装备业务

### (1) 行业地位

中国中车作为全球规模最大、品种最全、技术领先的轨道交通装备供应商，是由中国南车与中国北车2015年合并组建的A+H股上市公司，继承了中国南车与中国北车所有业务与资产，现有52家全资及控股子公司。2017年铁路装备业务营业收入1081.72亿元，是铁路装备行业龙头企业。

图 10：中车铁路装备业务历年收入及增长率



资料来源：公司年报，光大证券研究所整理

注：2012-2014年为中国南车加上中国北车的数据

### (2) 铁路装备科技创新能力不断提升

中国中车努力把握国内外铁路运输市场变化和技术发展趋势，加快铁路运输装备技术、产品和服务模式创新，加快新技术应用和新产品研制，打造系列化、模块化、标准化的产品结构和技术平台，不断满足铁路先进适用和智能绿色安全发展要求。公司近年来不断加大科技研发投入，据欧盟委员会发布的“2016全球企业研发投入排行榜”，中国中车位列第96位，在中国制造业各企业中排名第一。

图 11：中车铁路装备历年研发投入金额及占营收比例



资料来源：公司年报，光大证券研究所整理

注：2012-2014年为中国南车加上中国北车的数据

大量的研发投入也使公司铁路装备产品竞争力不断增强，多项产品研发取得重大进展。其中自主研发的时速350公里“复兴号”高速动车组批量投入运行，标准动车组研制达到全面自主化、标准化新高度。

**表 4：2017 年公司铁路装备重要研发项目**

项目名称	状态
350 公里“复兴号”高速动车组	批量投入运行
长编组时速 350 公里标准动车组	取得重大进展
时速 160 公里动力集中动车组	取得重大进展
3000 马力调车机车	取得重大进展
时速 160~200 公里系列快捷货车	取得重大进展
驮背运输车	取得重大进展
城轨车辆电传动系统	取得突破
无人驾驶技术	取得突破
城镇水处理技术	取得突破
时速 600 公里高速磁浮交通系统	研发项目已开展
时速 400 公里高速动车组	研发项目已开展
时速 200 公里中速磁浮交通系统	研发项目已开展

资料来源：公司年报、光大证券研究所

近年来，公司主持制订 IEC 国际标准、国家以及行业标准多项，多次获得发明专利金奖、国家科技成果奖。此外，公司国家科技体制改革试点高速列车技术创新中心正式注册运行，由公司牵头实施的国家重点研发计划先进轨道交通重点专项进展顺利。启动国家重点研发计划先进轨道交通重点专项 6 个。获批 1 个部级重点实验室、新建 1 个中车专项技术研究中心、新建 2 个海外研发中心，目前国家级研发机构达到 11 个，海外研发中心达到 13 个。

公司研发成果丰硕，获得大量国家级奖项。在 2017 年度国家科学技术奖励大会上，中车有两个项目荣获国家科技进步二等奖。在 2017 年的第 19 届中国专利奖评选中，获得中国发明专利金奖 2 项。

**表 5：2017 年公司获得的重大科技奖励**

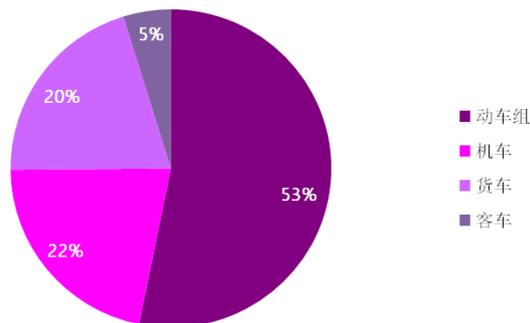
奖项名称	奖项总数	公司获得项数	备注
国家科技进步二等奖	33	2	
第 19 届中国专利奖评选中国发明专利金奖	20	2	排名并列第一
第 19 届中国专利奖评选外观设计专利金奖	5	1	排名并列第二

资料来源：国家知识产权局网站、光大证券研究所

### (3) 各种车辆销售收入稳定，检修中标金额放量增长

近年来高铁里程逐年增长带动铁路动车组销量提升，2017 年公司动车组业务收入已占铁路装备业务收入的一半以上，成为公司最重要的收入来源。其次为机车和货车。

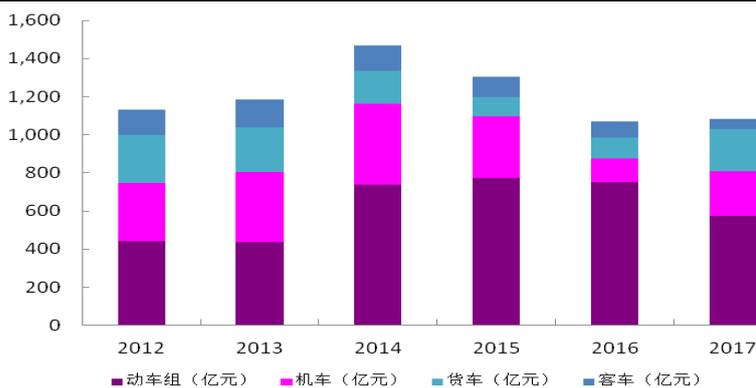
图 12：2017 年公司铁路装备业务收入细分



资料来源：公司年报

公司历年来铁路装备各种车辆的营业收入较为稳定，四种车辆收入之和保持在100亿元以上。未来随着铁路网的进一步密集覆盖、高铁里程稳步增长，各种铁路车辆的收入将继续保持较高水平。

图 13：中车各种铁路装备历年销售收入

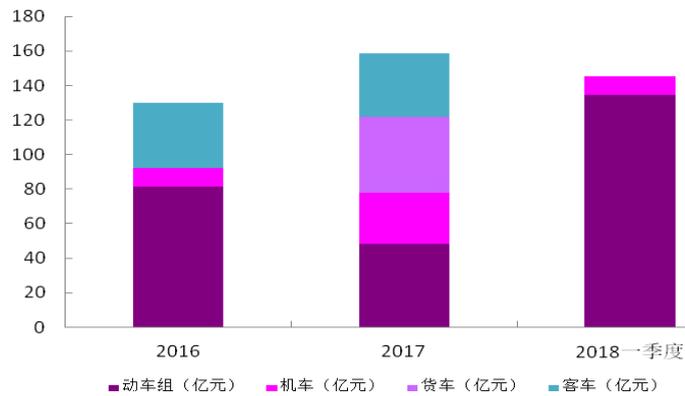


资料来源：公司年报、光大证券研究所整理

注：2012-2014年为中国南车加上中国北车的数据

中车和铁路总公司长期保持战略合作关系，双方将充分利用各自资源、以多种方式合作。合作形式是中国中车向铁路总公司销售铁路装备，并提供各式的维修检测外包服务。铁路总公司每年有两次动车组高级招标和其他类型车辆的检修需求，中车铁路装备检修技术领先，数量众多的铁路装备为公司带来巨大的维修市场。2017年各种车辆检修中标金额为158.7亿元，同比增长22.5%。仅2018年一季度检修中标金额达145.5亿元，达到2017年全年中标额的91.7%，2018年全年公司铁路装备检修中标额已实现较大增长。

图 14：公司各种铁路装备检修中标金额



资料来源：wind、光大证券研究所整理

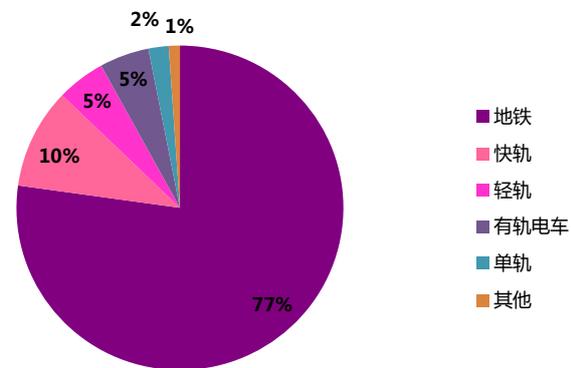
## 2.2、城轨车辆业务

### 2.2.1、城轨车辆行业快速发展

#### (1) 城轨车辆分类

根据中国城市轨道交通协会的划分，城轨车辆包括地铁、单轨、有轨电车、轻轨等6大类。2017年地铁占城轨车辆的比例为77%。

图 15：2017 年城轨车辆种类及占比



资料来源：中国城市轨道交通协会、光大证券研究所整理

地铁具有运量大、乘坐便捷的优点，在各大城市中得到广泛应用，但地铁建设成本较高。而除地铁外的一些城轨车辆具有成本低、建设周期短的特点，更适合中型城市。

表 6：城轨车辆种类及优缺点

类型	与地铁相比优点	与地铁相比缺点
快轨	速度快，维修维护更简单	运量较小
轻轨	造价低，造价为 1.5 亿元/公里，是地铁的三分之一左右	运量小，对消音和减震有较高要求
有轨电车	路面有轨电车线路投资额较低	运行速度较慢
单轨	轨道只有一条，能在复杂地形中建造	运量小，效率低

资料来源：中国城市轨道交通协会、光大证券研究所

因各地城市规模、地形和经济发展水平存在差异，地铁和多种城轨车辆的出现有利于适应不同城市的特点，满足出行需求，推动城轨行业蓬勃发展。

## (2) 政策持续推动，城市轨道交通蓬勃发展

截至2017年，中国人均在城市轨道交通运营里程密度是0.036公里/万人，远低于美、英、法、日、德等发达国家的水平。随着中国城镇化加深，城市交通运量不足问题加剧，中国城轨需求将进一步扩大，城轨密度将不断向发达国家靠拢。

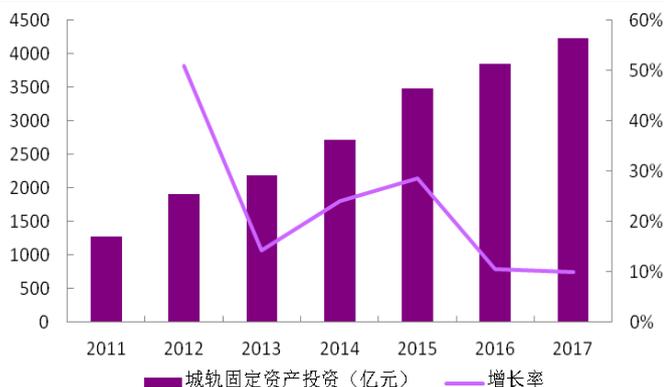
表 7：2017 年国内城轨运营密度低于发达国家

国别	城轨里程 (公里)	人口 (万)	人均里程 (公里/万人)
中国	5070	139008	0.036
美国	2318	32142	0.072
英国	1303	6681	0.195
法国	410	6514	0.063
德国	762	12696	0.060
日本	423	8141	0.052

资料来源：中国城市轨道交通协会、光大证券研究所

《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》指出，到2020年城市轨道交通运营里程比2015年增长近一倍，城市轨道交通成为国民经济新的增长点。《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》提到，2016~2018城市轨道交通方面要推进103个项目的前期施工，新建城市轨道交通2000公里以上，涉及投资1.6万亿元。据此可预测2018年城市轨道交通投资额将达到4000亿元以上。政策投资的持续推动下，城市轨道交通行业快速发展，市场空间巨大。

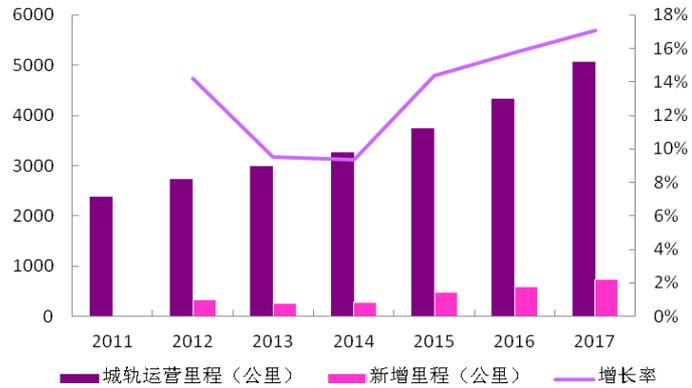
图 16：国内历年城轨固定资产投资额



资料来源：wind、光大证券研究所整理

国内城轨运营里程近年来快速增长，截至2017年底，城轨运营里程约5070公里，其中新增里程达740公里，比2016年增长17.09%，连续三年增长率高于14%。

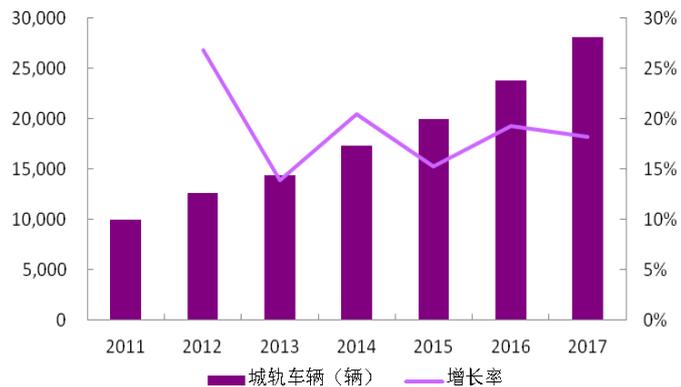
图 17：国内历年城轨运营里程及增长率



资料来源：wind、光大证券研究所整理

伴随城轨产业的蓬勃发展，城轨运营车辆规模持续增长。2011~2017年，城市轨道交通运营车辆规模的复合增长达19%，2017年保有量达28125辆，新增4334辆，同比增长18%。

图 18：国内历年城轨车辆及增长率

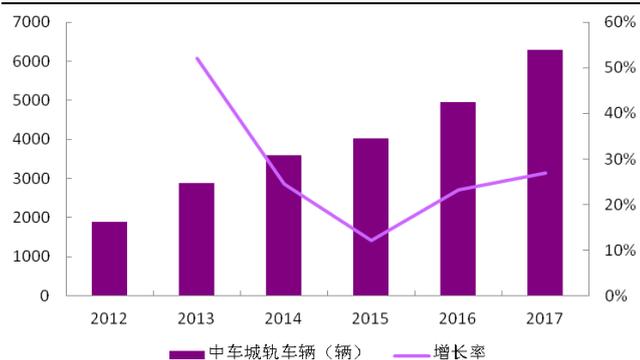


资料来源：wind、光大证券研究所整理

## 2.2.2、公司城轨车辆业务

中国中车作为国内城轨车辆行业龙头企业，产量稳居国内企业第一。近年来公司城轨车辆生产量快速增长，2013年-2017年的平均增长率达到27.8%。2017年公司城轨车辆产量为6298辆，占国内总城轨车辆总产量的比重达到26.47%。2012年-2017年，公司城轨车辆产量比重从19%上升至26%，行业龙头地位得到进一步巩固。

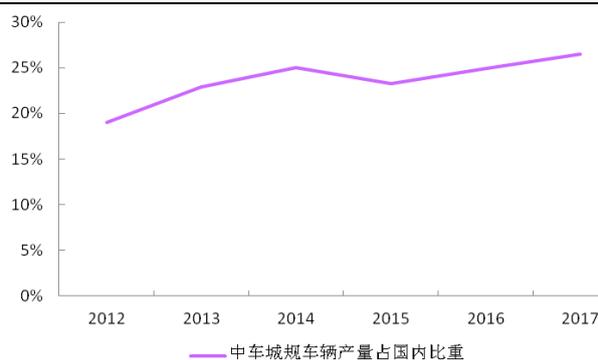
图 19：公司历年城轨车辆数量及增长率



资料来源：公司年报

注：2012-2014年为中国南车加上中国北车的数据

图 20：公司城轨车辆产量占全国比重

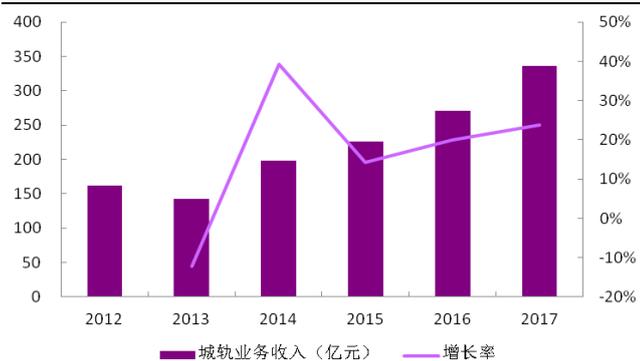


资料来源：公司年报、wind

注：2012-2014年为中国南车加上中国北车的数据

随着城市轨道交通快速发展，公司城轨业务收入稳步增长，2014-2017年间平均增长率为24.33%。其中2017年城轨业务收入为335.72亿元，同比增长23.74%。此外，城轨业务收入占公司营业收入比重也从2012年的8.8%上升至2017年的15.9%，且从2015年开始有加速上升趋势，成为公司盈利的新增长点。

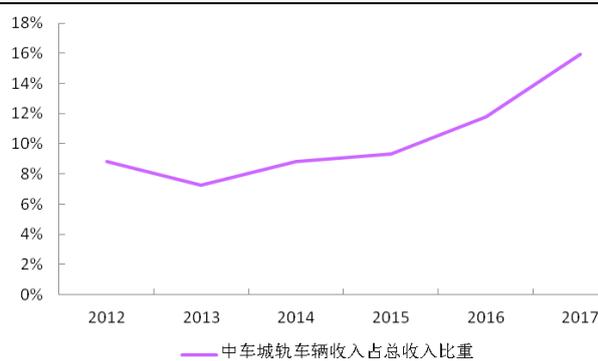
图 21：中车城轨业务收入及增长率



资料来源：公司年报

注：2012-2014年为中国南车加上中国北车的数据

图 22：中车城轨业务收入占总收入比重



资料来源：公司年报

注：2012-2014年为中国南车加上中国北车的数据

我们认为，2018-2020年城市轨道交通产业迎来高速增长期，有望大幅拉动城轨车辆装备需求。公司作为城轨装备龙头企业将迎来较好的发展期，城轨车辆的销量和收入将进一步增长。

此外，受益于城轨PPP模式的快速发展，公司接连中标城轨PPP项目。2016年由公司牵头的联合体中标昆明轨道交通9号线PPP项目，线路总长约50.4公里，总投资规模约224亿元，建设期5年，特许经营期30年。其中资本金占总投资40%，项目公司的出资由中车承担79.8%，项目公司主要负责完成项目的建设、运营、移交等工作，并在经营期内通过票务收入、非票务收入与政府运营补贴等获得合理回报。同时，2016年公司以联合体的形式中标芜湖市轨道交通1号线、2号线一期项目，线路总长46.8公里，总投资146亿元，特许经营30年，其中建设期3年，运营期27年。

表 8：中车中标城轨 PPP 项目

时间	名称	建设周期	特许经营周期	项目金额
2016 年	芜湖轨道交通 1 号线、2 号线一期	3 年	30 年	146 亿元
2016 年	昆明轨道交通 9 号线	5 年	30 年	224 亿元

资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

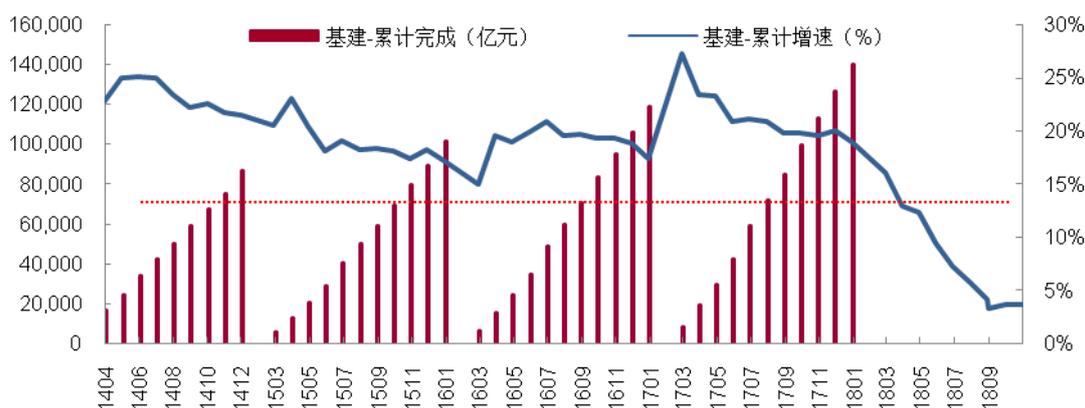
### 3、基建投资企稳，轨交装备有望迎来复苏

国内基建投资2012年下半年至2017年一直保持20%左右的增速水平，但自2018年以来增速持续低于15%且增速不断下滑。2018年1-11月我国基础设施建设投资（不含电力）同比增长3.7%，增速水平较2017年同期回落16.4个百分点，环比1-10月平稳；10月以来数据开始逐步企稳。

近年来国外形势严峻复杂，国内结构调整扎实推进，经济运行保持总体平稳。我国固定资产投资增速稳中有升。随着房地产市场的调控政策和市场长效机制的建设推进，长期来看预计房地产投资增速缓步回落。基建投资增速出现企稳反弹态势。

图 23：基础设施建设（不含电力）投资增速

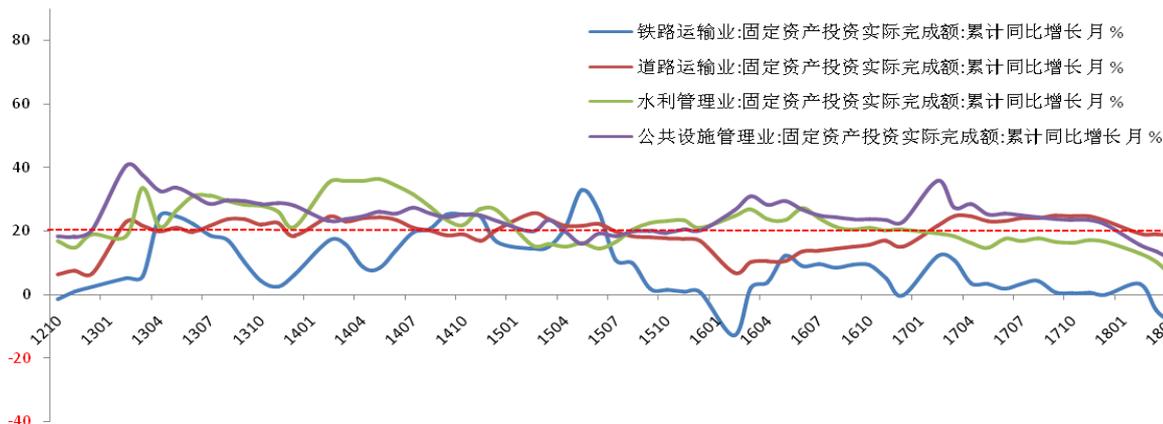
18 年 1-11 月我国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.7%



资料来源：Wind、光大证券研究所

固投端基建相关分项目：18年1-11月电力、燃气及水的生产和供应业投资增速-8.8%；交通运输、仓储和邮政业增速4.6%；水利、环境和公共设施管理业增速2.4%。三者增速企稳，且部分出现反弹。进一步细分水泥需求大头-交通运输行业：18年1-11月铁路运输业增速-4.5%，道路运输业增速8.5%。此外，水利管理业增速-4.4%，公共设施管理业增速1.4%。基建建设投资细分项中除水利管理环比下滑外，其他增速均出现改善。

图 24：固定资产投资中基础设施建设投资增速分项目统计-累计

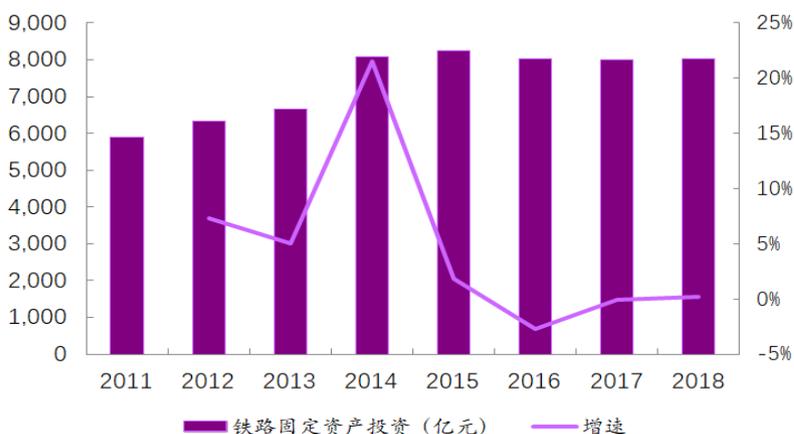


资料来源：wind、光大证券研究所

**2019年铁路固定资产投资保持强度规模。**铁总工作会议2019年1月2日召开，2018年全国铁路固定资产投资完成8028亿元，超过2018年铁路原计划固定资产投资7320亿，其中国家铁路完成7603亿元。2019年铁总的目标是确保投产新线6800公里，同比增长45.2%，其中高铁3200公里，普铁3600公里。

在铁路投资方面，根据公开招标数据估算，2018年前10个月铁路车辆投资已经超过2017年全年的1100亿元，也大幅超过铁总年初制定的800亿计划，行业投资已出现显著回暖。

图 25：全国铁路固定资产投资（亿元）



资料来源：Wind 光大证券研究所预测

**机车及货车未来招标有望大幅超预期。**2018年10月机车、货车招标均超预期，143台机车与10万台货车的招标总价值量在100亿元以上。铁总在19/20年有望招标机车1564台/2004台；货车78000辆/98000辆，数量远超18年。我们认为最终招标数量仍有变动空间，但在国务院《打赢蓝天保卫战三年行动计划》、《推进运输结构调整三年行动计划》的政策推动下，铁路三年货运运能增长30%的目标确定性对应机车和货车需求的大幅增长，行业向好趋势明确。

**动车组招标2018年已近350列。**10月17日，铁总招标15列时速350公里

“复兴号”动车组（17辆编组），5列时速350公里“复兴号”动车组（16辆编组），110列时速350公里“复兴号”动车组（8辆编组），30列时速350公里“复兴号”高寒动车组（8辆编组），共计160列。按照标准列折算，总列数达到182列左右。我们估算总价值接近320亿元。18年至今动车组招标量近350标准列，已达到预测值，未来两年动车组招标有望维持2018年水平。

中国中车为此次轨交复苏直接受益标的，未来“公转铁”政策不断落地，同时2019-2020高铁、城轨迎来通车高峰，将会对公司机车、货车、动车组、城轨车辆的需求均提供稳定支撑。

## 4、国际业务：大刀阔斧拓展海外市场

### 4.1、把握“一带一路”机遇，海外订单维持高位

中国中车把握“一带一路”发展机遇，大力实施国际化战略。积极拓展海外市场，推进出口产品由中低端向高端转变，美欧等海外高端市场不断取得新突破。公司承接的印度尼西亚雅万高铁项目，成为中国高铁标准“走出去”第一单。随后公司持续深入开展国际合作，又获得多个海外订单，各类轨道交通装备实现全面出口。

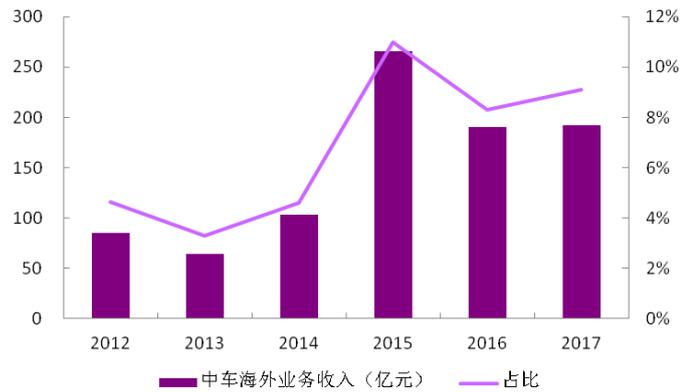
表 9：中车海外市场合同及金额

时间	合同内容	合同金额
2017年5月	控股子公司美国中车麻省公司与美国 Massachusetts Bay Transportation Authority 签订地铁车辆销售合同	17.4 亿人民币
2017年5月	全资子公司中车株洲电力机车有限公司与马来西亚交通部签订了约的动车组销售合同	13.2 亿人民币
2017年5月	控股子公司中车青岛四方与中印尼高铁公司(PT Kereta Cepat Indonesia China) 签订了印尼雅万高铁项目总承包合同 (EPC)	324 亿人民币
2017年4月	美国中车麻省公司与美国 Los Angeles County Metropolitan Transportation Authority 签订了地铁车辆销售合同	44.6 亿人民币
2017年4月	美国中车麻省公司中标美国东南宾夕法尼亚交通局 (SEPTA) 签订客车采购项目	11.1 亿人民币
2016年11月	与澳大利亚交通运输部门签订 65 列地铁设计、制造和调试合同	44.7 亿人民币
2016年11月	与美国芝加哥交通管理局签订 846 辆地铁合同	85.1 亿人民币
2015年9月	与香港铁路有限公司签订地铁销售合同	48.4 亿人民币
2015年1月	与美国马塞诸塞州交通局签订地铁项目	41.2 亿人民币

资料来源：公司公告、光大证券研究所

公司海外业务收入在2015年超过250亿元，2016年后稍有回落但继续维持在在较高水平，2017年海外业务收入达到192.2亿元，占比达到营业收入的9.1%。未来随着“一带一路”等政策推动，中车作为轨交装备龙头企业将继续大力拓展海外市场，公司国际业务潜力巨大。

图 26：公司海外业务收入及占比

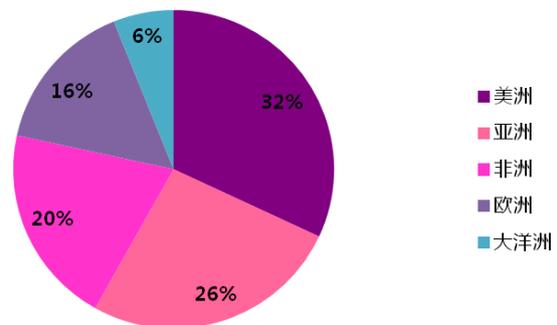


资料来源：公司年报、光大证券研究所整理

注：2012-2014年为中国南车加上中国北车的数据

2017年出口产品覆盖全球104个国家和地区，出口产品实现了从中低端走向高端转变，出口市场实现从亚非拉传统市场到欧美澳高端市场转变。一方面中车继续与亚非国家保持良好合作，传统市场地位继续巩固；另一方面，中车与美洲、欧洲、澳洲开展了多项地铁与客货车贸易合作，公司轨交装备产品快速进入发达国家市场。

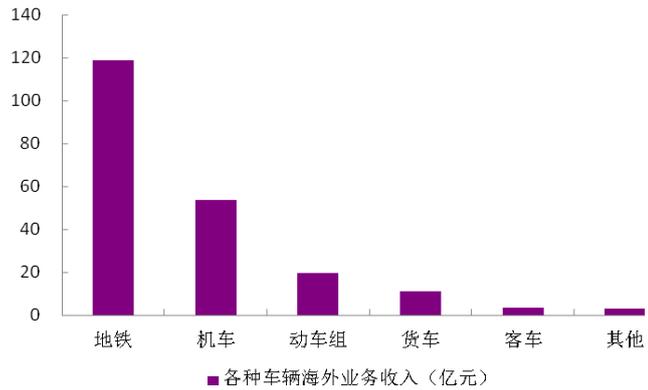
图 27：2017 公司海外业务收入分地区



资料来源：wind、光大证券研究所整理

公司对外出口的轨交装备包括动车组、地铁、机车、货车和客车等多类产品，与国内业务收入中铁路装备占比最高不同，海外收入占比最高的是地铁车辆，2017年地铁车辆业务海外收入达到117亿元。

图 28：2017 公司海外业务收入分产品



资料来源：wind、光大证券研究所整理

## 4.2、修建海外基地，打造国际化经营体系

近年来，公司在承接海外轨交装备销售项目的同时，大力打造海外生产基地。公司在美国波士顿基地生产的橙线地铁车辆成功下线，芝加哥基地本地化建设进展顺利，设在德国、英国、美国等海外研发中心对海外研发资源利用和人才培养能力不断提升，出口形式实现产品+技术+服务等组合输出能力日益增强。

公司在马来西亚制造中心成为东盟地区经贸合作的亮点和“一带一路”示范基地，并获得马来西亚42列无人驾驶轻轨车辆机电总包项目，与新西兰和意大利签署“ACE绿色智能交通整体解决方案”海外示范运营协议，公司海外业务布局不断加速。截止2017年底，中车在海外拥有12家研发中心和生产基地。海外制造基地建设进展顺利，有助于公司大力拓展海外市场。

表 10：中车主要海外基地

时间	业务及产品
中车美国波士顿基地	波士顿地区：地铁系统的红线及橙线制造 284 节车厢。 洛杉矶：64 节新地铁车厢，总价值 1.784 亿美元。 费城：为作为大费城地区运输系统的东南宾夕法尼亚州交通管理局制造 45 节双层列车车厢。
中车美国芝加哥基地	芝加哥：中国中车将在芝加哥设厂，为当地列车系统直供列车车厢。亚特兰大：为亚特兰大都会区捷运系统提供车厢。
中车马来西亚基地	中车马来西亚基地先后获得 11 个马来西亚当地订单，获得车辆订单数近 1000 节，合作生产项目包括吉隆坡的南北线城际铁路列车、马来西亚轻轨三号线项目等。

资料来源：公司公告、光大证券研究所

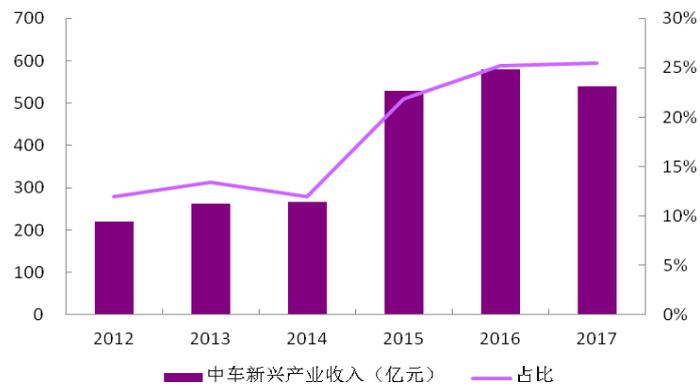
## 5、新兴产业+现代服务：业务多元化发展

### 5.1、新兴产业业务

为贯彻落实“十三五”战略性新兴产业发展规划、科技创新规划以及深化中车科技体制改革，公司通过政企合作、合资合作以及供应链整合等方式，构建战略合作体系，依托轨道交通装备的核心技术，以新能源汽车、风电装备、环保水处理装备、新材料等为重点，推动公司资源向战略新兴产业、价值链上的高端环节转移，加快产业结构调整 and 转型升级。近年来，受益于国

家新能源政策的实施、对节能环保的日益重视，公司新兴产业收入实现较快增长，2017年已成为公司的第二大业务，收入占比仅次于铁路装备业务。

图 29：新兴产业收入及占比



资料来源：wind、光大证券研究所整理

注：2012-2014年为中国南车加上中国北车的数据

公司的新产业业务系列包括新能源汽车、通用机电、高分子复合材料、风电装备、海工与船舶装备以及环保产业等。公司拥有具备核心技术优势的新能源汽车项目，产业化成效凸显；高分子复合材料技术已领先于行业，产业化能力不断增强；具备成熟完整的风力发电装备产业链；拥有核心技术的工业传动系统、深海机器人等，公司各项新兴产业业务具有较强竞争力和品牌形象。

表 11：中车主要新兴产业布局

业务	主要布局情况
新能源汽车	中车新能源客车销量快速增长，据商用车网数据，公司 2017 年新能源客车销量为 6328 台，比 2016 年的 4277 台增长 48%。2017 年新能源客车国内市场占有率排名第四，产值超过 50 亿元
通用机电	中国中车通用机电产品事业部成员企业包括永济电机、南口机械，中车四方所、中车大连所和大连电牵公司 5 家企业。发动机、电机、电控、变流器、电力电子器件等产品可以应用于多个产业。
风电装备	风电装备业务方面，公司具备成熟完整的风力发电装备产业链，拥有 2,000 台/年的风电整机制造能力。中国中车风电装备板块主要产品包括风电叶片，风力发电机组，多种风轮直径的风力发电机组，产品已在河北、贵州、甘肃、山西、湖南、江苏等多个风场投入使用。
高分子复合材料	中车产品包括高分子减振降噪弹性元件、复合材料制品、绝缘结构制品、特种工程塑料制品等，与 GE、庞巴迪、阿尔斯通世界先进机车车辆制造企业建立战略合作关系并供应减振降噪弹性元件等高分子复合产品。
海工与船舶装备	公司与中国船级社、国家船舶行业协会等达成重要战略合作共建船舶实验室，与国家海事局、中远航运、中石化、中船工业集团公司建立重点客户关系。中车收购世界知名海工企业 SMD 公司，强势进入高端深海机器人装备产业
环保产业	公司环保产业包括市政应急及建筑真空排水系统、移动卫生间、村镇分散式污水处理系统，2015 至 2016 年，公司以 PPP 模式成功中标江苏常熟村镇污水处理项目、宁波鄞州区五乡镇污水处理项目，实现了农村分散污水处理市场突破。

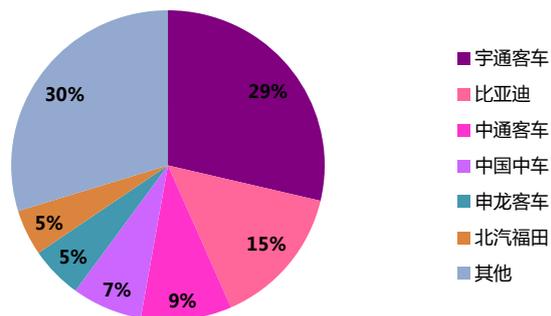
资料来源：商用车网、光大证券研究所

### 5.1.1、新能源汽车

近年来政府密集出台购买补贴、充电设施建设等相关政策，发展新能源汽车已经成为大势所趋。中国中车子公司中车时代电气有限公司是国内唯一一家具备从部件、系统到整车的完整方案提供商，也是全球唯一一家超级电容储能式电动汽车企业。公司拥有 IGBT、电力电容、传感器、散热器、各种驱动电机，电机控制器和整车控制器等关键零部件的研发能力，其中电机控制器和整车控制器已经升级到第四代，是目前国内最先进的控制系统。中车时代电动通过承担 20 多项 863 计划节能与新能源汽车重大项目，在一体化电机及其驱动控制系统、整车电子控制系统、客车工程集成技术以及试验检测平台等方面取得了领先同行的重大成果，成为我国节能与新节能汽车技术进步的推动者、领跑者。公司在节能与新能源汽车领域，拥有专利 219 项，主持和参与制定国家及行业相关标准 21 项，获得国家级及省部级科技进步奖励 7 项。

中车新能源客车销量快速增长，据商用车网数据，公司 2017 年新能源客车销量为 6328 台，比 2016 年的 4277 台增长 48%。2017 年新能源客车国内市场占有率排名第四，产值超过 50 亿元。

图 30：2017 年中车新能源客车市场份额排名第四



资料来源：商用车网、光大证券研究所整理

国内方面，中国中车依托在轨道交通领域积累的产业基础，2012 年以来承担并完成国家相关部委 20 余项新能源汽车重大攻关项目。市场辐射北上广深、江苏、浙江、福建、山东等东部沿海省份，并涵盖东北、新疆、四川、海南等地。公司计划未来五年内将新能源汽车产品覆盖全国各省市。

国际方面，近年来公司不断获得法国、新西兰、马来西亚、白俄罗斯等国家的订单。根据中车 2017 年公告，中车海外并购的德国 BOGE 公司，并通过 BOGE 公司获得大众公司、戴姆勒公司的新能源汽车订单，大力促进公司拓展海外新能源汽车业务。据公司官网数据，商用车新能源电驱动系统 2012 年-2017 年累计销售近 10 万套，远销海外 50 多个国家。

### 5.1.2、通用机电

公司通用机电业务范围涵盖铁路动车组、机车、客车、货车、城轨车辆等轨道交通装备核心部件和关键系统的研发、生产制造、试验检测。公司通用机电业务定位于巩固轨道交通装备核心技术优势，支持轨道交通装备产品

技术升级。以掌握核心技术、突破关键技术、增强系统集成能力为重点，完善产业链，拓宽应用领域，实现专业化、规模化发展。

中国中车通用机电产品事业部成员企业包括永济电机、南口机械，中车四方所、中车大连所和大连电牵公司 5 家企业。通用机电产品除轨交设备外，还可以用于风电、船舶等多元产业装备，特别是发动机、电机、电控、变流器、电力电子器件应用更为广泛。

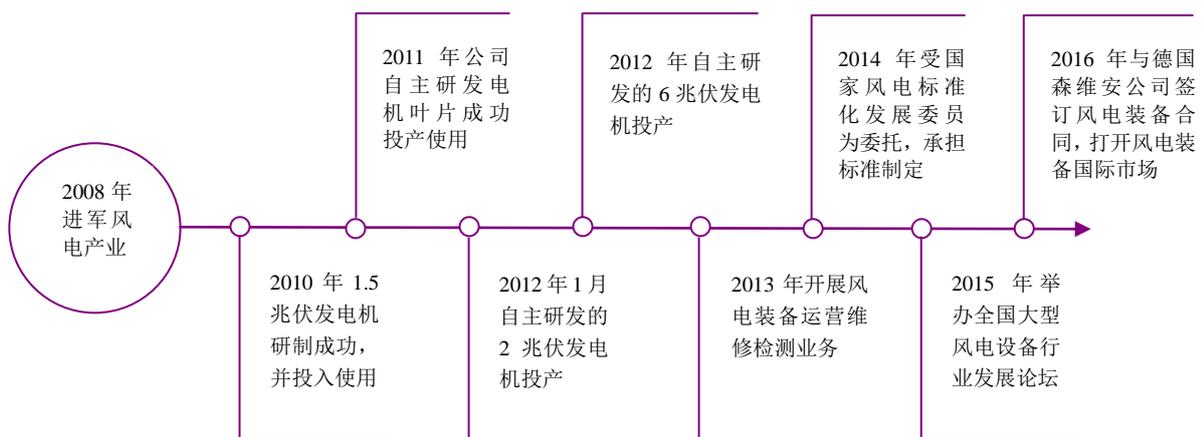
公司通用机电板块主要产品包括牵引电传动系统、制动系统、远程控制系统、微机及网络控制系统、通风冷却系统、钩缓及减震装置、辅助电气系统、齿轮转动系统等装备。目前通用机电规模较小，从长远来看随着核心零部件技术的成熟，未来通用机电业务规模有望扩大。中车在通用机电业务上强化轨道交通装备核心技术优势，在支持公司主要产品技术升级基础上，积极拓展汽车、船舶等应用领域，实现专业化、规模化发展。预计未来受益于国产化浪潮，通用机电业务增速与轨道交通装备行业增速基本一致，保持在 20% 左右。

### 5.1.3、风电装备业务

风电装备业务方面，公司具备成熟完整的风力发电装备产业链，拥有 2,000 台/年的风电整机制造能力。中国中车风电装备板块主要产品包括风电叶片，1.5、1.65、2、2.5、3、6 兆伏多个电压等级的风力发电机组，多种风轮直径的风力发电机组，产品已在河北、贵州、甘肃、山西、湖南、江苏等多个风场投入使用。

国际市场方面，在各类轨道交通装备保持全面出口态势下，带动风电装备等新业务实现新突破。2016 年中国中车与德国森维安公司签署风电电机供货合同，标志着我国兆瓦级风力发电机首次批量进入代表顶级工业水平的欧盟市场。根据合同约定，2017-2019 年公司将为德国的风电巨头森维安公司提供 100 台以上风力发电机。

图 31：中车风电装备业务发展历程



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

### 5.1.4、高分子材料、船舶装备与环保产业

#### (1) 高分子材料业务

中车子公司时代新材主营高分子复合材料业务，产品包括高分子减振降噪弹性元件、复合材料制品、绝缘结构制品、特种工程塑料制品等。2014年公司获得中国橡胶协会副会长单位及橡胶制品分会理事长单位。此外，公司着力布局新材料产业，PI膜领域实现重大突破，有望实现进口替代。PI薄膜主要应用于轨道交通领域，随着高铁、动车、大功率机车等装备的快速发展，PI薄膜这一核心绝缘产品需求旺盛。芳纶、特种尼龙等多个项目产业化持续推进。

#### (2) 船舶装备业务

借助集团领先的技术优势和雄厚的平台实力，公司快速推进船舶电力、全船自动化、船舶辅助设备系统方案的集成与开发。目前公司与中国船级社、哈尔滨工程大学、国家船舶行业协会、山东海洋与渔业厅达成重要战略合作共建船舶实验室，与国家海事局、中远航运、中石化、中船工业集团公司建立重点客户关系。船舶装备国际市场方面，中车收购世界知名海工企业SMD公司，强势进入高端深海机器人装备产业，实现机器人领域的突破，为培育和发展高端海洋工程装备产业提供了重要支撑。预计未来SMD的深海机器人业务可与E+M Drilling公司的钻井工程机械业务和公司现有海上风电业务实现进一步融合，使公司在船舶海工装备市场竞争能力实现进一步提升。2016年SMD公司成功中标上海救捞局6000米ROV项目。这是国内首个6000米深度的作业级ROV项目，该订单的获得意味着中车时代电气收购SMD公司后在新产品研发上取得了重大突破。

#### (3) 环保产业

公司环保产业集中于活性炭材料、海水淡化设备、污水处理系统三个方向，主要产品包括城市综合便民服务岛、市政应急及建筑真空排水系统、移动卫生间、村镇分散式污水治理系统、集便器系统及配套设施等。全资子公司山东机车公司具备年产6000套以上集便器系统及配套设施的生产能力，产品覆盖海陆空等领域。

公司在环保水处理领域已取得较大进展，以PPP模式实现农村分散污水治理市场突破。其试点推广应用获得国家 and 地方政府支持，实现了农村分散污水治理市场突破，在全国范围内的影响力进一步扩大。

2015年，公司以PPP模式成功中标江苏常熟村镇污水处理项目，该项目主要是针对全市330个自然村实施生活污水收集治理，受益农户12268户，建设周期1年、特许经营期为25年，总投资2.7亿元，资本金内部受益报酬率6.01%。2016年，宁波时代再次拿下宁波鄞州区五乡镇污水处理项目，公司在污水处理领域的影响力进一步扩大。

表 12：中车环卫中标 PPP 项目

时间	名称	建设周期	特许经营周期	项目金额
2015年	江苏常熟村镇污水处理项目	1年	25年	2.7亿元
2016年	宁波鄞州区五乡镇农村污水处理项目	1年	10年	0.7亿元

资料来源：公司公告、光大证券研究所

## 5.2、现代服务业务：金融服务+物流贸易

公司现代服务业务主要包括金融服务类业务、物流和贸易类业务。公司以金融、类金融和物流服务为支撑，促进公司内部成员企业相互协作，积极开展资源整合和业务重组。截止 2017 年，公司开展金融服务和物流贸易的子公司共 12 家。

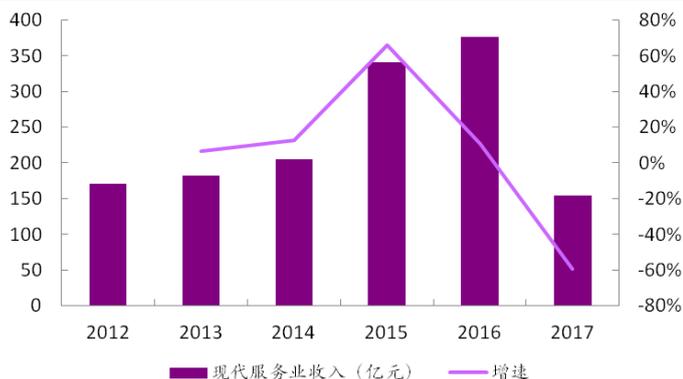
表 13：中车主要现代服务子公司

业务	子公司名称	所属性质	
现代服务业务	金融服务业务	中车资本管理有限公司	全资
		中国中车香港资本管理有限公司	全资
		中车财务有限公司	控股
		中车深圳资本管理有限公司	全资
		中华联合保险集团股份有限公司	联营
		中交佛山投资发展有限公司	联营
	物流贸易业务	中车物流有限公司	全资
		中车国际有限公司	全资
		中车信息技术有限公司	控股
		中车澳洲公司	控股
		中国中车(香港)有限公司	全资
		中车投资租赁有限公司	全资

资料来源：公司年报、光大证券研究所

公司积极推进现代服务业稳健发展，制造业和服务业融合不断加快。2016 年现代服务业实现营收 377 亿元，占比公司营收比重 16.42%。2017 年现代服务业营收 154 亿元，同比减少 59.2%，主要是近年来公司物流业务发展过快，2017 年缩减物流业务规模所致。

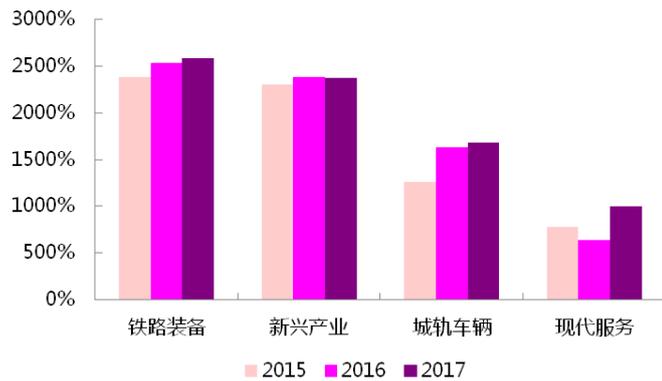
图 32：公司现代服务业历年收入及增速



资料来源：公司年报、光大证券研究所整理

现代服务业毛利率一直处于低位，2016 年、2017 年分别为 6.42%、9.96%，在所有的四个中车业务板块中毛利率水平垫底，对于公司盈利效果贡献有限。主要是由于物流业务利润率较低。目前公司逐步缩减物流贸易业务规模，并积极拓展金融服务业务，提升现代服务业盈利水平，2017 年毛利率较 2015 和 2016 年有较大提升。

图 33：公司各业务毛利率（%）



资料来源：公司年报、光大证券研究所整理

金融业务方面，中车成立财务子公司和资本管理子公司，在集团财务资本运作过程中，将不用的资金用于开展资产管理和投资业务。此外，中车通过收购进入保险领域。2016年1月，公司成功竞得中华联合保险20亿股股权，占比13.06%，成为中车联营企业。中华联合保险的业务经营范围涵盖非寿险业务的各个领域，保险种类达3700多个，涉及社会生产生活的各个方面。

物流业务方面，公司运用精益管理理念、专业物流方案设计和信息化手段，打造企业物流业务托管、物资管理咨询、储运一体化循环服务平台，提供专业化服务。物流业务对内为各子公司提供专业化供应链物流服务，支撑企业快速发展，降低总体物流成本，提升竞争力；对外辐射全国第三方工业物流。物流贸易以集中采购为基础，构建“中车购”电子商务平台，加快向电商模式发展。

为提升物流业务盈利水平，公司积极探索“互联网+高端装备+制造服务”业务，稳步推进“数字化中车”建设；积极稳妥开展现代物流贸易，以强化集中采购为基础，加快“中车购”电子商务平台业务发展。公司供应链管理平台不断优化和完善，2017年线上采购率达到68%以上。

## 6、盈利预测

### 6.1、关键假设

1 铁路装备业务：公司高端铁路装备竞争力强，随着市场需求回升，2017年铁路装备收入已实现小幅增长。根据铁总招投标情况，我们预计2018年收入增速有望保持持平，2019年受益机车、货车采购大幅增长，2020年则有望延续。因此我们预计2018-2020年铁路装备收入增速分别为1%、10%、4%；公司铁路环卫装备毛利率较为稳定，假设2018-2020年保持在25%的毛利率水平。

2 城轨车辆业务：公司城轨车辆收入快速增长，2019-2020年城轨有望迎来通车高峰，业务收入快速增长有望持续。我们预计2018-2020年收入增速为20%、25%、25%；未来毛利率水平将保持稳定，2018-2020年假设均为17%。

3 新产业业务：公司新产业收入增长稳定，未来新能源汽车、风电装备

等将维持稳定增长，预计 2018-2020 年收入增速为 5%、12%、5%；2015-2017 年毛利率均在 23%左右，2018-2020 年毛利率假设均为 23%。

4 现代服务业务：公司物流业务规模正逐步缩减，金融服务业务逐步拓展，总体上显示 2018 年收入规模下降，后续有望维持平衡。我们预计 2018-2020 年收入增速为-10%、0%、0%；随着金融业务拓展毛利率将有所回升，2018-2020 年假设为 10%、11%、12%。

## 6.2、盈利预测

表 14：各项业务分拆（单位：百万元）

年份	2015 年报	2016 年报	2017 年报	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入总计</b>						
收入	241,913.63	229,722.21	211,012.56	219,960.98	247,744.72	268,309.83
增长率(%)		-5.04%	-8.14%	4.24%	12.63%	8.30%
成本	193021.70	181964.67	163,152.56	171,405.79	193,046.43	209,402.20
毛利	48891.93	47757.54	47860.00	48,555.20	54,698.29	58,907.63
毛利率(%)	20.21%	20.79%	22.68%	22.07%	22.08%	21.96%
<b>铁路装备业务</b>						
收入	130,198.53	106,896.51	108,171.76	109,253.48	120,178.83	124,985.98
增长率(%)		-17.90%	1.19%	1.00%	10.00%	4.00%
成本	99,276.09	79,811.39	80,261.96	81,940.11	90,134.12	93,739.48
毛利	30,922.44	27,085.12	27,909.80	27313.37	30044.71	31246.49
毛利率(%)	23.75%	25.34%	25.80%	25.00%	25.00%	25.00%
<b>城轨车辆业务</b>						
收入	24613.22	27149.80	33577.49	40292.99	50366.24	62957.79
增长率(%)		10.31%	23.67%	20.00%	25.00%	25.00%
成本	21503.63	22726.1	27917.95	33443.18	41803.98	52254.97
毛利	3109.59	4423.7	5659.54	6849.81	8562.26	10702.82
毛利率(%)	12.63%	16.29%	16.86%	17.00%	17.00%	17.00%
<b>新兴产业业务</b>						
收入	52921.03	57954.11	53850.32	56542.84	63327.98	66494.38
增长率(%)		9.51%	-7.08%	5.00%	12.00%	5.00%
成本	40743.19	44118.71	41094.32	43537.98	48762.54	51200.67
毛利	12177.84	13835.40	12756.00	13004.85	14565.43	15293.71
毛利率(%)	23.01%	23.87%	23.69%	23.00%	23.00%	23.00%
<b>现代服务业务</b>						
收入	34179.83	37730.71	15412.98	13871.68	13871.68	13871.68
增长率(%)		10.39%	-59.15%	-10.00%	0.00%	0.00%
成本	31498.77	35308.45	13878.31	12484.51	12345.80	12207.08
毛利	2681.06	2422.26	1534.67	1387.17	1525.89	1664.60
毛利率(%)	7.84%	6.42%	9.96%	10.00%	11.00%	12.00%

资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

我们预计公司 2018-2020 年的营业收入分别为 2199.61、2477.45 和 2683.10 亿元，营业收入增速分别为 4.24%、12.63%、8.30%；综合毛利率分别为 22.07%、22.08%和 21.96%。公司 2018-2020 年净利润分别为 119.40、132.62、142.54 亿元，对应 EPS 分别为 0.42、0.46、0.50 元。

### 6.3、估值水平与投资评级

**相对估值：**中国中车是全球规模最大、品种最全、技术领先的轨道交通装备供应商，为我国轨交装备名片，在当前国家基建发力、投资回升的背景下，公司关注度有望获得显著提升。我们选取同样为轨交装备领域的永贵电器、晋西车轴、新筑股份 3 家上市公司，作为可比公司。目前可比公司 2019 年平均 PE 为 23x。中国中车 2019 年的 PE 为 20 倍，具备一定估值优势。我们以可比公司 2019 年平均 23 倍估值计算，公司目标价为 10.6 元。

表 15：可比公司盈利预测与估值（收盘价为 2019 年 1 月 11 日收盘价）

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (X)		
				2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
300351.SZ	永贵电器	9.83	37.81	0.55	0.70	0.86	18	14	11
600495.SH	晋西车轴	4.66	56.30	0.06	0.12	0.17	84	39	27
002480.SZ	新筑股份	5.02	32.91	0.11	0.30	0.50	47	17	10
	平均值						53	23	16
601766.SH	中国中车	9.04	2594.38	0.42	0.46	0.50	22	20	18

资料来源：中国中车数据为光大证券研究所预测，其余为 Wind 及 Wind 一致预期数据

**绝对估值：**假设长期增长率为 2%；假设公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，预测公司未来税率为 16.00%。

表 16：基本假设

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.43%
$\beta(\beta_{levered})$	0.66
Rm-Rf	7.43%
Ke(levered)	8.34%
税率	16.00%
Kd	5.59%
Ve	274954.66
Vd	33395.763
目标资本结构	10.83%
WACC	8.04%

资料来源：光大证券研究所预测

表 17: FCFF 估值

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	29379.41	8.57%
第二阶段	73746.49	21.50%
第三阶段 (终值)	239833.74	69.93%
企业价值 AEV	342959.64	100.00%
加: 非经营性净资产价值	29944.07	8.73%
减: 少数股东权益 (市值)	42695.39	-12.45%
减: 债务价值	33395.76	-9.74%
总股本价值	296812.55	86.54%
股本 (百万股)	28698.86	
每股价值 (元)	<b>10.34</b>	
PE (隐含)	24.86	
PE (动态)	21.73	

资料来源: 光大证券研究所预测

表 19: 敏感性分析

WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
7.0%	11.53	12.41	13.47	14.77	16.38
7.5%	10.21	10.92	11.76	12.77	14.00
8.0%	9.08	9.67	10.34	11.14	12.10
8.5%	8.12	8.60	9.15	9.80	10.56
9.0%	7.29	7.69	8.14	8.67	9.28

资料来源: 光大证券研究所预测

表 18: 估值结果汇总

估值方法	估值结果	估值区间		敏感度分析区间
FCFF	10.34	7.29	— 16.38	贴现率±1%, 长期增长率±1%
APV	10.65	7.42	— 17.15	贴现率±1%, 长期增长率±1%

资料来源: 光大证券研究所预测

根据绝对估值结果, 中国中车的估值区间为 10.34~10.65 元。

**投资评级:** 中国中车为此次轨交复苏直接受益标的, 未来“公转铁”政策不断落地, 同时 2019-2020 高铁、城铁迎来通车高峰, 将会对公司机车、货车、动车组、城轨车辆的需求均提供稳定支撑。我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 119.40、132.62、142.54 亿元, 对应 EPS 为 0.42、0.46、0.50 元。综合相对估值与绝对估值两种方法, 我们给予中国中车 10.6 元目标价 (19 年 PE 约为 23x), 给予“增持”评级。

## 7、风险分析

### 1. 政策风险

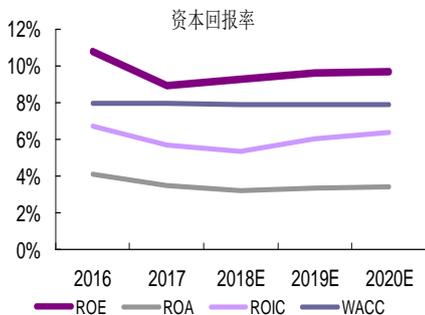
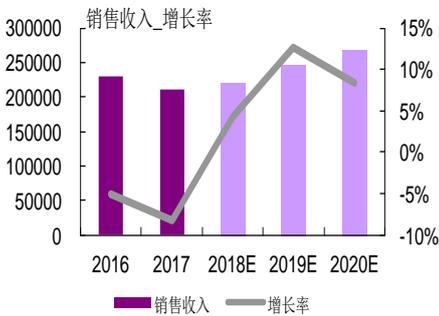
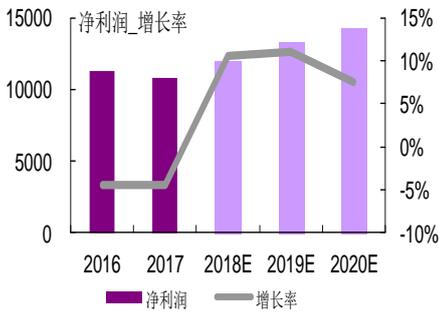
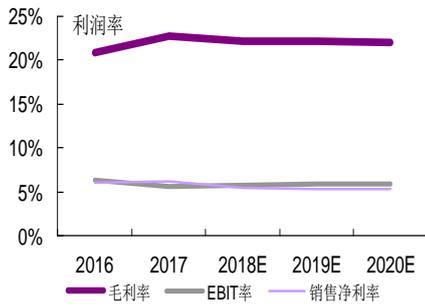
轨道交通设备制造业准入政策、城轨交通产业政策以及新产业板块产业政策的变化可能导致市场环境和发展空间出现不确定因素, 给公司的战略和经营带来风险。

### 2. 市场风险

国内方面：国内铁路市场增长趋缓，铁路客货运输改革调整优化产品结构，市场需求可能出现结构性调整。国际方面：国际政治经济格局错综复杂，国际贸易保护主义制约加大，导致国际市场不确定不可控因素增加。

### 3. 产业结构调整风险

由于历史原因，公司轨道交通部分板块存在结构性产能过剩矛盾，面临产业结构调整。因产业关联度、产业基础、技术条件、资源禀赋等方面因素，给公司的产业结构转换带来诸多的困难与风险。



利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>229,722</b>	<b>211,013</b>	<b>219,959</b>	<b>247,740</b>	<b>268,303</b>
营业成本	181,965	163,153	171,414	193,039	209,384
折旧和摊销	6,505	6,495	9,128	9,200	9,245
营业税费	1,866	2,114	2,200	2,477	2,683
销售费用	7,250	7,218	6,599	7,432	8,049
管理费用	21,829	23,911	26,395	29,729	32,196
财务费用	1,004	1,254	2,453	2,994	2,838
公允价值变动损益	123	-331	100	100	100
投资收益	1,613	2,694	2,000	2,000	2,000
<b>营业利润</b>	<b>15,194</b>	<b>14,743</b>	<b>12,241</b>	<b>13,813</b>	<b>14,990</b>
<b>利润总额</b>	<b>16,935</b>	<b>15,399</b>	<b>14,241</b>	<b>15,813</b>	<b>16,990</b>
少数股东损益	2,614	2,213	22	20	17
<b>归属母公司净利润</b>	<b>11,296</b>	<b>10,799</b>	<b>11,940</b>	<b>13,262</b>	<b>14,254</b>

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>总资产</b>	<b>338,311</b>	<b>375,171</b>	<b>376,300</b>	<b>401,221</b>	<b>417,519</b>
流动资产	220,589	255,471	267,023	300,061	324,756
货币资金	45,595	60,886	65,988	74,322	80,491
交易型金融资产	732	2,569	1,000	1,000	1,100
应收帐款	74,053	77,673	85,168	95,925	103,887
应收票据	15,100	27,071	28,595	32,206	34,879
其他应收款	4,420	3,253	3,299	3,716	4,025
存货	54,416	55,222	56,995	64,564	70,284
可供出售投资	3,819	2,806	2,800	2,800	2,800
持有到期金融资产	967	1,429	1,400	1,400	1,400
长期投资	8,472	11,214	11,414	11,614	11,814
固定资产	56,939	57,236	51,202	44,512	37,313
无形资产	17,552	17,783	16,894	16,049	15,246
<b>总负债</b>	<b>214,506</b>	<b>233,301</b>	<b>227,325</b>	<b>242,910</b>	<b>249,320</b>
无息负债	169,945	182,773	162,085	180,353	193,897
有息负债	44,561	50,528	65,240	62,558	55,423
<b>股东权益</b>	<b>123,805</b>	<b>141,869</b>	<b>148,976</b>	<b>158,311</b>	<b>168,199</b>
股本	27,289	28,699	28,699	28,699	28,699
公积金	32,441	43,458	44,652	45,978	47,404
未分配利润	44,829	49,036	55,477	63,466	71,911
少数股东权益	18,948	20,311	20,333	20,353	20,371

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	<b>20,986</b>	<b>16,209</b>	<b>-6,810</b>	<b>16,108</b>	<b>18,755</b>
净利润	11,296	10,799	11,940	13,262	14,254
折旧摊销	6,505	6,495	9,128	9,200	9,245
净营运资金增加	7,395	-61	31,291	14,770	11,051
其他	-4,210	-1,023	-59,170	-21,125	-15,796
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-24,709</b>	<b>-2,975</b>	<b>4,509</b>	<b>1,850</b>	<b>1,770</b>
净资本支出	-9,989	-7,701	87	-50	-30
长期投资变化	8,472	11,214	-200	-200	-200
其他资产变化	-23,191	-6,488	4,623	2,100	2,000
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,306</b>	<b>6,749</b>	<b>7,402</b>	<b>-9,623</b>	<b>-14,356</b>
股本变化	0	1,410	0	0	0
债务净变化	17,871	5,968	14,711	-2,682	-7,135
无息负债变化	-1,484	12,828	-20,688	18,267	13,544
<b>净现金流</b>	<b>-1,930</b>	<b>19,673</b>	<b>5,101</b>	<b>8,334</b>	<b>6,169</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-5.04%	-8.14%	4.24%	12.63%	8.30%
净利润增长率	-4.42%	-4.40%	10.57%	11.07%	7.48%
EBITDA 增长率	-4.65%	-12.54%	18.45%	10.06%	4.46%
EBIT 增长率	-8.31%	-18.11%	6.33%	16.78%	6.94%
<b>估值指标</b>					
PE	23	24	22	20	18
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	16	18	16	14	14
EV/EBIT	23	28	28	24	22
EV/NOPLAT	28	33	33	28	26
EV/Sales	1	2	2	1	1
EV/IC	2	2	2	2	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	20.79%	22.68%	22.07%	22.08%	21.96%
EBITDA 率	9.13%	8.69%	9.88%	9.65%	9.31%
EBIT 率	6.30%	5.61%	5.73%	5.94%	5.86%
税前净利润率	7.37%	7.30%	6.47%	6.38%	6.33%
税后净利润率 (归属母公司)	4.92%	5.12%	5.43%	5.35%	5.31%
ROA	4.11%	3.47%	3.18%	3.31%	3.42%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.77%	8.88%	9.28%	9.61%	9.64%
经营性 ROIC	6.72%	5.69%	5.35%	6.05%	6.39%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.20	1.26	1.35	1.40	1.46
速动比率	0.90	0.98	1.06	1.10	1.15
归属母公司权益/有息债务	2.35	2.41	1.97	2.21	2.67
有形资产/有息债务	7.10	6.97	5.44	6.08	7.18
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.39	0.38	0.42	0.46	0.50
每股红利	0.20	0.15	0.14	0.15	0.16
每股经营现金流	0.73	0.56	-0.24	0.56	0.65
每股自由现金流(FCFF)	0.12	0.41	-0.37	0.25	0.41
每股净资产	3.65	4.24	4.48	4.81	5.15
每股销售收入	8.00	7.35	7.66	8.63	9.35

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大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。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市南京西路 1266 恒隆广场一期 49 楼 邮编 200040

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
庞舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
中青雯		021-22169527	15921857444	shenqw@ebscn.com
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suy1@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
私募业务部	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com
	黄小芳	021-52523715	15221694319	huangxf@ebscn.com