

神州高铁 (000008)

公司研究/深度报告

央企控股，铁路后市场全产业链运维空间广阔

深度研究报告/机械行业

2019年10月14日

报告摘要:

● 核心推荐逻辑:

目前公司第一大股东国投高新，股权占比20.29%。第二大股东海淀国投，股权占比12.59%。央企背景有助于提升公司竞争力、降低融资成本。

公司从设备供应、运维到运营，提供铁路后市场全产业链运维服务，未来业绩有望快速提升。2019年5月30日公布的股权激励计划，考核目标2020-2022年净利润不低于5.9亿、7.5亿和10.1亿，2022年净利润目标比2018年增长210%。

● 宏观背景：基建托底，轨道交通有较大投资空间

轨交行业景气回暖：一是轨道交通属于较好的稳增长工具，而且缓解交通压力，提高全社会通勤效率，降低污染排放；二是上半年固定资产投资偏弱，而中央政治局会议明确表示“房住不炒”，制造业和基建投资将有所回升，而基建方面，公路已过剩，轨交尤其是城市轨道交通尚有较大空间。

● 行业格局：存量市场空间广阔、智能维保成核心产业模式

庞大的存量车辆和路段使得检修和运营维护成为未来关注的重点，我们预计运维的市场规模整体约为每年2077亿元。2018年，城市轨道交通运营车辆数为34012辆，全国铁路机车拥有量为2.1万台，全国铁路客车、货车拥有量分别为7.2万辆和83.0万辆，动车组有26048辆。整线运维将成为轨交后市场核心产业模式。

● 公司优势：央企控股后，推行整线运维模式将大幅提升公司业绩

国投高新于2018年11月10日支付29.87亿元，完成要约收购，成为公司第一大股东。央企背景大幅提升公司竞争力，并且将长期信用借款利率降至5.7%。神州高铁开拓“运营+N”的运营维保服务增值盈利模式。先后布局台州市域铁路S1号线、杭绍台高铁、天津地铁7号线等项目，获取稳定的超额现金流和收入。2019年上半年，公司在手订单创新高，新签合同13.3亿元，同比增长85%。

● 投资建议

我们预计2019年~2021年，公司归属于母公司股东的净利润分别为4.85、5.99、7.54亿元，对应PE为20、16、13倍，给予“推荐”评级。

● 风险提示:

新订单落地不及预期、回款周期太长、商誉减持风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,565	3,052	3,591	4,232
增长率(%)	10.0%	19.0%	17.6%	17.9%
归属母公司股东净利润(百万元)	325	485	599	754
增长率(%)	-62.8%	49.3%	23.5%	25.8%
每股收益(元)	0.12	0.17	0.22	0.27
PE(现价)	30.0	19.9	16.1	12.8
PB	1.3	1.2	1.2	1.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

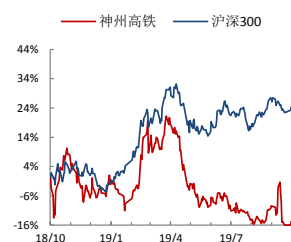
维持评级

当前价格： 3.51

交易数据 2019-10-11

近12个月最高/最低	4.91/3.44
总股本(百万股)	2780.80
流通股本(百万股)	2593.77
流通股比例%	93%
总市值(亿元)	97.61
流通市值(亿元)	91.04

该股与沪深300走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：刘振宇

执业证号： S0100517050004

电话： (8610)8512 7653

邮箱： liuzhenyu@mszq.com

相关研究

- 1、《轨交行业系列报告之一：高铁投资维持高位，零部件、维保市场超千亿元》
- 2、《机械行业中央经济工作会议点评：逆周期推荐轨交，制造服务业看好智能制造》--2018.12.23
- 3、《中国中车(601766)：基建扩内需铁路最受益，看好中车业绩拐点》--20180813

目录

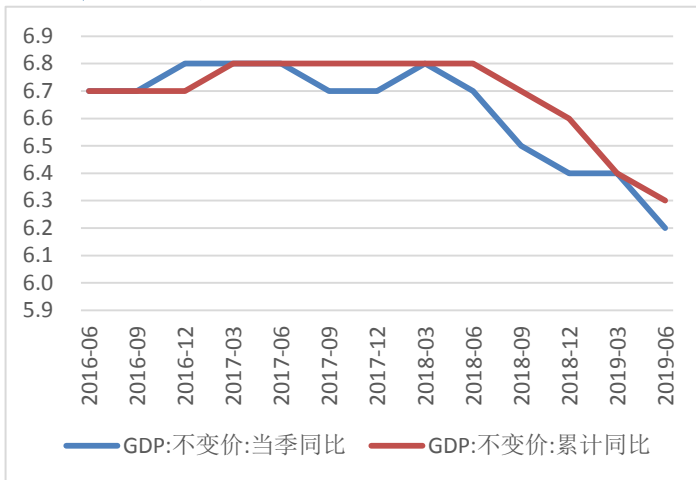
一、稳增长稳投资带动基建回暖，轨道交通景气回升	3
1、稳增长带动轨交行业回暖	3
2、轨交行业投资回报率仍然较高	3
3、政策出台推动轨道交通进一步发展	5
二、行业格局：存量市场空间广阔、智能维保成核心产业模式	5
1、轨交运维市场空间广阔，投资重心向后端转移	5
2、整线智能运营维保成为轨道交通后市场核心产业模式	7
三、公司业绩突出，优势明显	9
1、公司：轨交运维装备全产业链服务商	9
2、公司经营良好，看好后期业绩	11
四、估值预测：合理市值区间为 41.28-51.60 亿元	14
(一) 相对估值法：合理市值区间为 113.77-130.02 亿元	错误!未定义书签。
(二) 绝对估值法：模型测算公司合理市值为 114.03 亿元	错误!未定义书签。
插图目录	17

一、稳增长稳投资带动基建回暖，轨道交通景气回升

1、稳增长带动轨交行业回暖

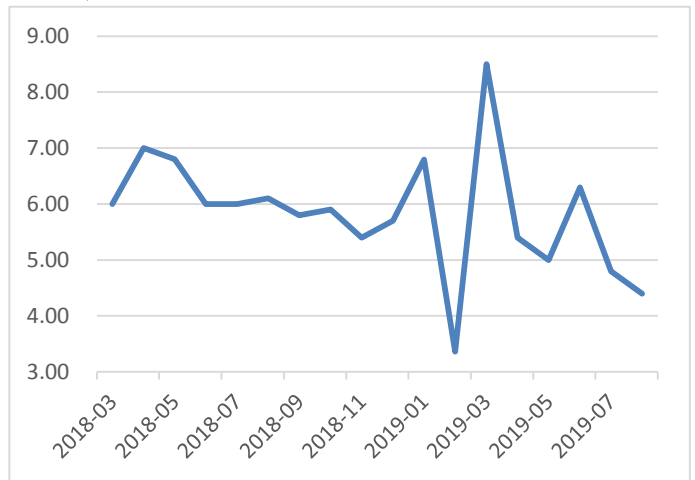
经济面临较大下行压力，逆周期调节箭在弦上。今年一季度 GDP 增速与去年四季度持平，二季度的经济增长从 6.4% 下降到了 6.2%。8 月工业增加值当月同比 4.4%，较上月继续回落，低于市场预期。经济面临下行压力，政策有较强的逆周期调节意愿，预计四季度会有较多宽松的托底政策出台。

图 1：中国 GDP 同比增速



资料来源：国家统计局、民生证券研究所

图 2：中国工业增加值情况



资料来源：国家统计局、民生证券研究所

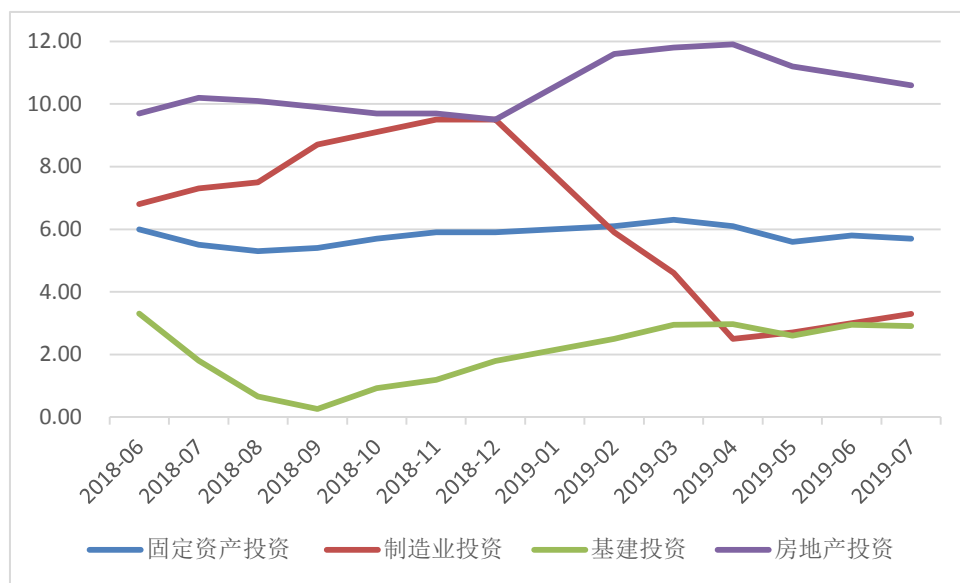
轨交行业是常见的稳增长的工具。第一，基础设施的改善对于经济具有乘数效应，根据中国土木工程协会测算，在铁路与城市轨道交通建设中每投资 1 亿元，将带动 GDP 增长 2.63 亿元。第二，轨交行业对于经济有直接的推动作用。从轨道交通产业链在全国经济拉动总量和产业链长度来说，它是仅次于房地产和汽车两个行业第三大的产业链。整个轨道交通产业链的上市公司的总规模超过 40 家，总市值突破一万亿。

2、轨交行业投资回报率仍然较高

基建稳增长信号明确。今年以来，我国固定资产投资势头偏弱，房地产投资增速仍保持两位数以上增长，但制造业与基建投资乏力。7 月中央政治局会议明确表示“房住不炒”，遏制房价上涨的态度坚决。预计下半年，“稳投资”的重点将放在制造业和基建上，政策也从资金面上支持基建项目。6 月 10 日中共中央办公厅国务院办公厅印发的《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》提出“允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金”，拓宽了以往专项债只能做配套资金的用途，边际改善基建项目的资金需求。8 月 31 日，国务院金融稳定发展委员会召开会议，指出将加大逆周期调节力度，同时强调金融

部门应继续做好支持地方政府专项债发行相关工作。

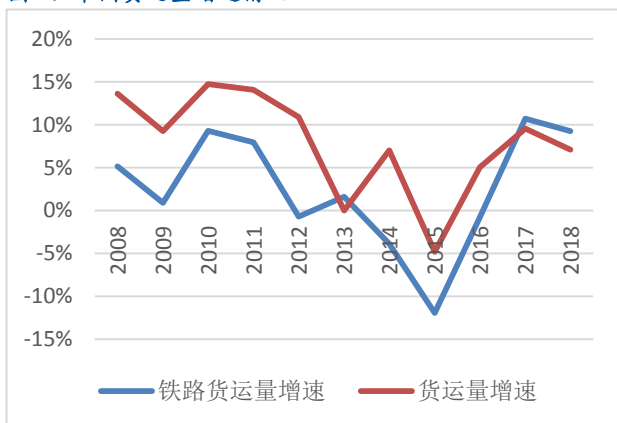
图 3: 固定资产投资同比增速



资料来源: 国家统计局、民生证券研究院

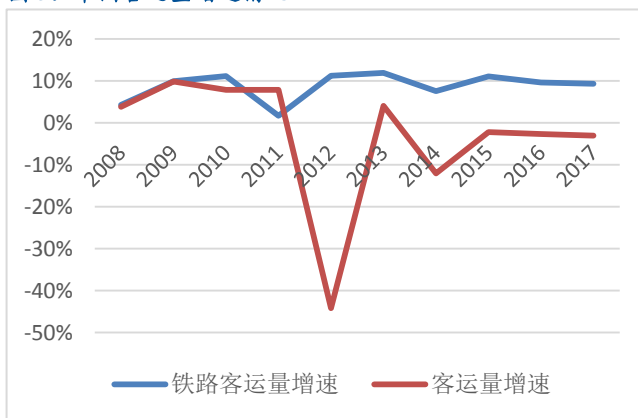
轨交行业是当前较为合适的稳投资工具。轨交尤其是城市轨道运力提升的空间还非常大。从铁路客运量和货运量来看, 目前均处于需求旺盛阶段, 在公转铁的推动下, 铁路货运量增速超过了整体货运量的增速, 2018 年达到了 40.26 亿吨, 同比增长 9.14%, 铁路客运量的增速一直高于整体客运量的增速, 2018 年达到了 33.75 亿人次, 同比增长 9.44%。

图 4: 中国货运量增速情况



资料来源: 国家统计局、民生证券研究所

图 5: 中国客运量增速情况

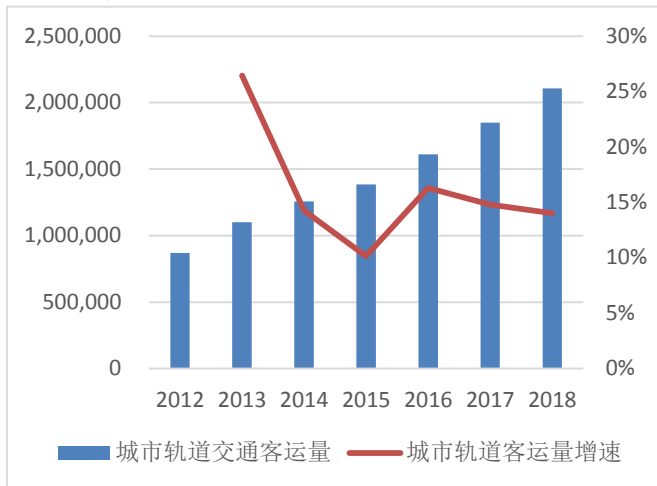


资料来源: 国家统计局、民生证券研究所

城市轨道交通方面, 随着中国城镇化率不断提高, 人口向城市流动造成城市人口骤增, 交通出行压力变大, 城市轨道交通是解决城市出行问题的最佳方案之一。2018 年我国城市轨道交通线路长度已达 5581.6 公里, 客运量达 210.7 亿人次,

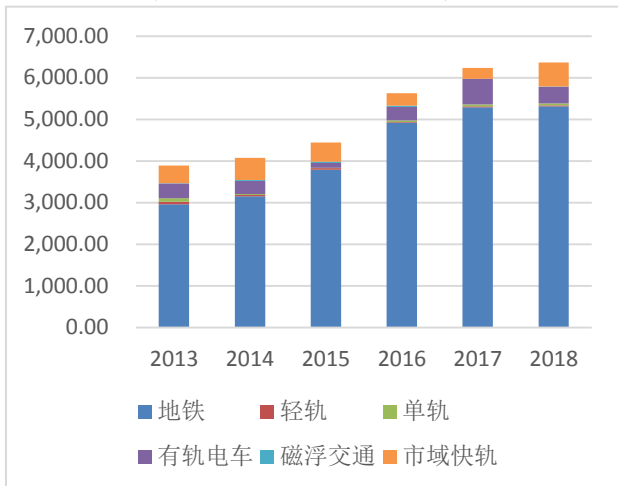
同比增长 14.02%。截至 2018 年底，共有 53 个城市（部分由地方政府批复项目未纳入统计）在建线路总规模 6,374 公里，在建线路 258 条（段）。同时，全国共有 61 个城市城轨交通线网建设规划在实施，建设规划线路总长 7611 公里。

图 6：城市轨道交通客运情况



资料来源：城市轨道交通协会、民生证券研究院

图 7：全国城市轨道交通在建里程长度（单位：公里）



资料来源：城市轨道交通协会、民生证券研究院

3、轨道交通政策逐步出台

9 月 19 日，中共中央、国务院印发了《交通强国建设纲要》，《纲要》提出，到 2035 年，基本形成“全国 123 出行交通圈”（都市区 1 小时通勤、城市群 2 小时通达、全国主要城市 3 小时覆盖）和“全球 123 快货物流圈”（国内 1 天送达、周边国家 2 天送达、全球主要城市 3 天送达）。到本世纪中叶，全面建成人民满意、保障有力、世界前列的交通强国。10 月 9 日，交通运输部召开视频会议，部署加快建设交通强国，启动交通强国建设试点工作，选择了河北雄安新区等 13 个地区作为第一批交通强国建设试点。

9 月 1 日，发改委发布了《关于加快推进铁路专用线建设的指导意见》，专用线是解决铁路运输“最后一公里”问题的重要措施，《意见》公布了 127 个铁路专用线重点项目，一共 1586 公里，这些项目将在 2019—2020 年推动先行实施。国铁集团人士表示，铁路专用线建设成本与位置、环境、长度等因素相关，通常成本比普通货运线路略高，每公里约 0.7 亿~1.5 亿元，预计《意见》确定的 2019~2020 年推动实施的重点项目总投资在一千亿元左右。

二、行业格局：存量市场空间广阔、智能维保成核心产业模式

1、轨交运维市场空间广阔，投资重心向后端转移

图 8：轨交行业的三极

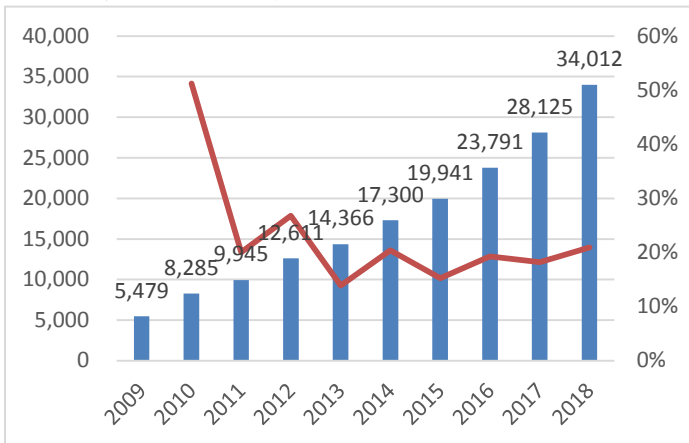


资料来源：公司公告、民生证券研究院

轨道交通的里程和设备都已积累到了一定的规模，催生对于运维的大量需求。截至 2018 年，全国铁路营业里程达到 13.1 万公里，其中，高速铁路营业里程达到 2.9 万公里，全国铁路路网密度 136.9 公里/万平方公里，城市轨道交通运营里程达到 5761 公里。全国铁路机车拥有量为 2.1 万台，全国铁路客车、货车拥有量分别为 7.2 万辆和 83.0 万辆，动车组有 26048 辆，城市轨道交通运营车辆数为 34012 辆。加之车辆平均车龄升高及电气化程度上升带来的更大养护需求，铁路后市场每年或产生千亿潜在需求。SCI Verkehr 2016 年发布的报告显示，我国轨交后周期市场占比仅 26%，与发达国家 60% 左右的占比存在明显差距。

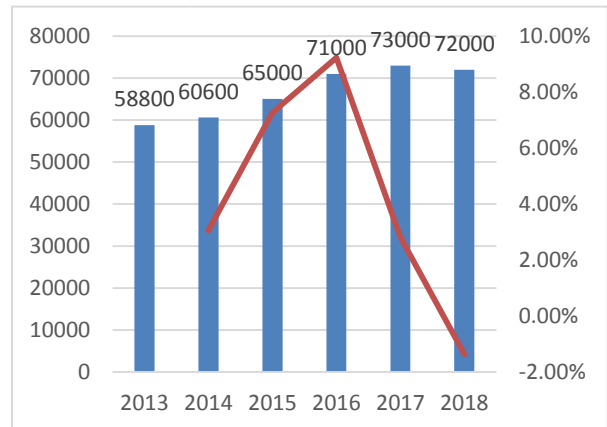
同时轨交车辆的增速放缓，预计轨交行业重心或由前端转向后端。从铁路来看，2013 年至今，机车的保有量维持在略高于 2 万辆的位置，2016 年之后，铁路客车、货车、动车组的保有量的增速均出现了下滑，2018 年三者保有量的增速分别为 -1.37%、3.88%、10.93%。城轨车辆保有量增速为 20.93%，但中国城镇化率已经接近 60%，未来人口向城市集中的速度放缓，城轨的需求也会随着放缓。预计轨交投资的重点将从设备制造为主的增量市场，转向运营维护为主的存量市场。国外轨道交通成熟市场的产业现状，正是这一趋势最好的印证。美国、日本、欧洲等发达国家早已完成大规模基础设施建设，占据轨道交通行业最主要市场空间的均是轨道交通整条线路运营维保服务商。

图 9: 城市轨道交通运营车辆及增速



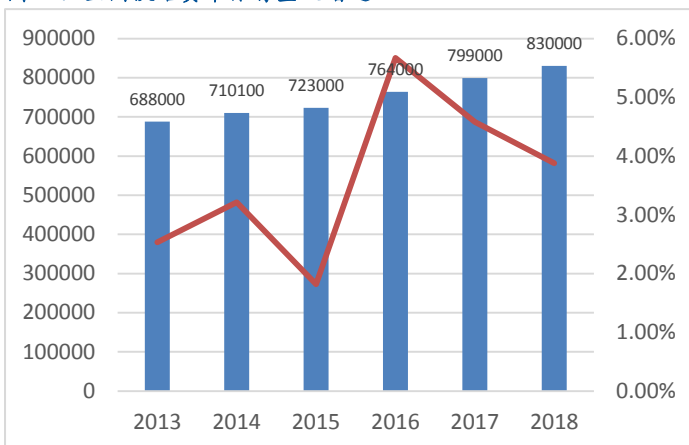
资料来源: 交通部、民生证券研究所

图 10: 全国铁路客车保有量及增速



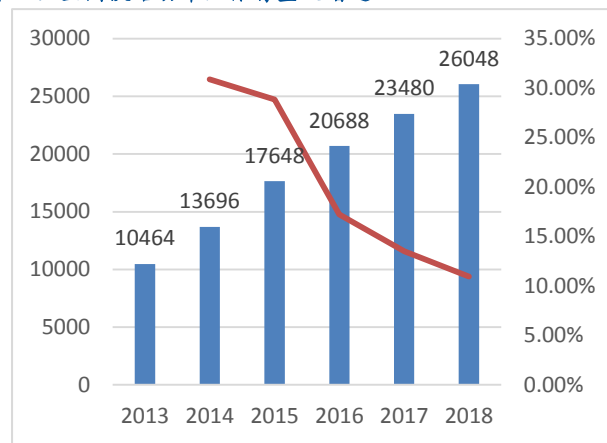
资料来源: 国家统计局、民生证券研究所

图 11: 全国铁路货车保有量及增速



资料来源: 国家统计局、民生证券研究所

图 12: 全国铁路动车组保有量及增速



资料来源: 国家统计局、民生证券研究所

预计运维的市场规模整体约为每年 2077 亿元。城市轨道交通方面, 根据行业经验, 轨道交通运营维保后市场空间与轨道交通的重置成本保持一定比例关系, 运营维保支出一般占总投资的 2~3%。考虑重置成本每公里平均造价 10 亿元, 按照中位数 2.5% 测算, 根据“十三五”规划纲要, 新增城市轨道交通运营里程约 3000 公里, 故 2020 年城市轨道交通运营里程要达到 7059.5 公里, 故我国城市轨道交通运营维保服务后市场规模约为 1765 亿元。铁路方面, 2019 年铁路建设投资预期目标为 8000 亿, 车辆设备主要占铁路整体投资的 15%, 预计 2019 年, 铁路轨交设备市场空间为 1200 亿, 运维后市场在其中的占比约为 26%, 估算出铁路运维市场规模约为 312 亿元。

2、整线智能运营维保成为轨道交通后市场核心产业模式

轨道交通整线运营维保服务已成为轨道交通新的产业一极, 同时也是轨道交通后市场最核心、发展空间最大的业务模式。在香港、美国、日本、欧洲等轨道

交通成熟市场出现了如香港地铁、美国 BNSF 铁路公司等企业，专业化运营城市轨道交通线路和货运铁路线路的模式已经得到了充分的验证，已成为伯克希尔·哈撒韦公司等国外专业投资机构长期价值投资的选择。

趋势之一：智能化运营维保

运用先进的人工智能、物联网、云计算、大数据分析 & 健康管理等技术，对传统的牵引控制、辅助电源、制动、ATC、机务信息、旅客信息、检测监测等设备和系统进行智能化升级或替代，实现智能控制、智能监测诊断、智能维护、智能安全和智能旅客服务等功能，在减少人员投入、降低能源消耗、节省日常费用的同时，保证并提升列车运行性能、安全性和乘客舒适度，提高列车运营维护和运营管理水平。

现状

- 中国高铁运营检修装备系统的智能化、数据化、信息化日趋成熟，各类高铁检修机器人逐步推广应用，开创了轨道交通智能运营维保的先河
- 城市轨道交通整条线路的维护保养工作还基于大量人员的现场作业，以智能化装备替代人工的工作刚刚起步，仅有个别地铁运营公司进行了相关领域的尝试

趋势之二：专业化运营维保

政府将轨道交通整线或部分运营维保服务交由专业化第三方进行，利用市场化机制，有效控制政府财政支出。

现状：

- 大铁领域运营维保由铁路总公司负责，其中维保服务业务逐步开始采用外部委托模式，车辆段或运用所将车辆部分检测检修及维护保养专业工作委外实施，由市场化第三方专业公司提供工艺设备日常巡检、周期性保养维修和临时故障维修等服务，线路、供电领域的委外维保服务过程中，也开始广泛引入第三方
- 城市轨道交通领域运营维保专业化进程更快。一方面，许多新建线路从建设初期即由政府整体委托给专业性强、有资质、有经验的第三方进行运营管理；另一方面，为了盘活资产、降低成本、提高效率，各地方政府也通过 TOT 等方式引入社会资本，对既有线路进行专业运营维保

趋势之三：多元化运营维保

随着不同类型主体参与轨道交通运营维保业务，未来将形成多元化竞争格局，有利于进一步降低成本，提高效率。

现状

- 各城市由政府直接管理的地铁运营公司：市场化程度不高，效率较低，给各地方政府带来沉重的财务压力，未来市场份额将逐渐减少
- 以香港地铁为代表的市场化先行者：拥有成熟的运营管理经验，已经在国内北京、杭州、郑州等城市布局整线运营维保，并开始走向国门在英国、以色列等发达国家承担线路运营维保，未来将成为多元化竞争重要的参与力量
- 轨道交通工程建设和车辆制造大型企业：面临转型压力，但意愿不足，专业能力受限，未来有机会以合作方式参与运营维保服务
- 轨道交通运营维保装备系统提供商：转型运营维保服务商，是业务模式的自然延伸，具有天然的优势，未来将引领产业模式升级

三、公司业绩突出，优势明显

1、公司：轨交运维装备全产业链服务商

公司战略清晰，具有前瞻性。神州高铁是国家开发投资集团有限公司全资子公司中国国投高新产业投资有限公司控股的上市公司，是国投高新的混合所有制试点企业，公司提供轨道交通运营维保装备系统和运营维保服务。

2015 年公司完成了中国唯一一家车辆、线路、信号、供电、站场五大专业运营维保装备全产业链平台布局；2016 年公司自主研发的多项智能运营维保装备陆续投入使用；2017 年公司确定了新的发展战略，即依托产业独有的运营维保全产业链装备平台，向轨道交通整线运营管理和维护保养服务商进军；2018 年加盟国投集团，为公司提供了强大的资本和平台支撑，为公司整线智能运营维保服务升级注入发展动力。

图 13：神州高铁战略发展演变历程



资料来源：公司公告、民生证券研究院

神州高铁实现运维全产业链布局。神州高铁下设 60 余家子公司，提供 400 余项轨道交通运营维保装备和运营维保专业服务，业务覆盖车辆、信号、线路、供电、站场等专业领域，涉及轨道交通设计、投资、装备提供、运营、维护全生命周期。轨道交通行业企业需经过长期的检验，具有较高的门槛和资质壁垒。随着运营维保后市场资源整合完成，未来很难再出现具有全产业链布局、有能力独立承担整线智能运营维保服务的企业。

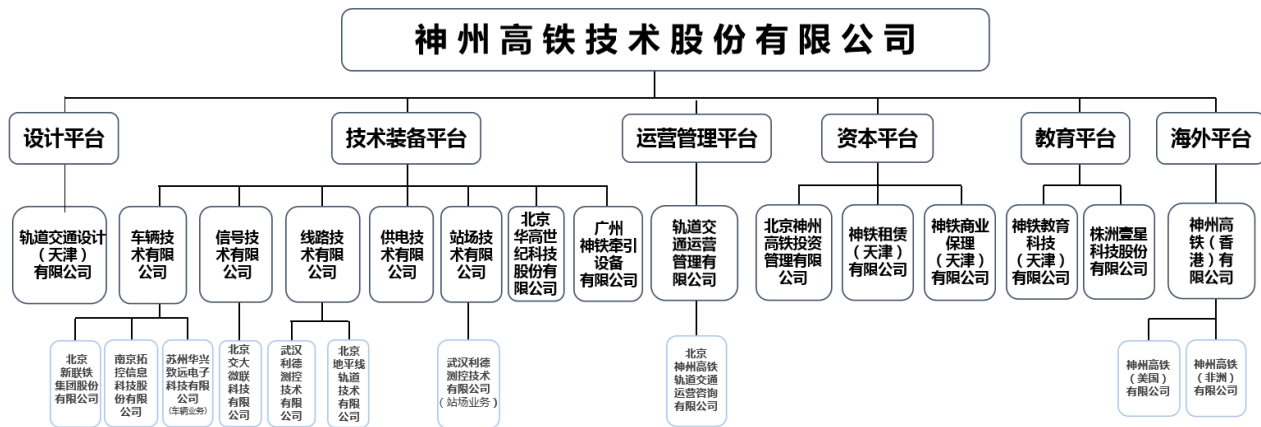
图 14：神州高铁全产业链覆盖



资料来源：公司公告、民生证券研究院

自 2016 年开始，公司根据战略规划和产业布局，先后成立了运营管理公司、设计规划公司、教育培训公司、线路投资团队，并进行了持续的转型投入和战略专注。目前，神州高铁形成了以六大平台为基础的齐备的战略和组织管理体系，为公司长期持续发展奠定组织基础。

图 15: 神州高铁战略组织框架

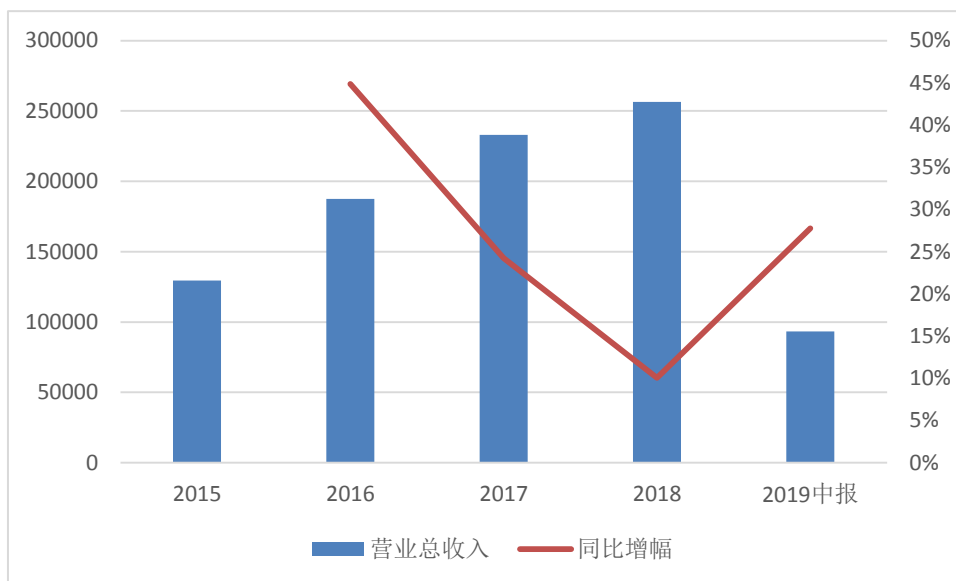


资料来源: 公司公告、民生证券研究院

2、公司经营良好，看好后期业绩

收入增长较快，且具有可持续性。2019 年上半年公司实现收入 9.33 亿，同比增长 27.75%，其中机车车辆运营维护和工务维护实现 5.59 亿、1.44 亿，同比增长 21.38%、102.86%。可见公司整线运维服务商的战略初见成效。根据半年报披露的数据，公司新签合同额达到 13.31 亿元，同比增长 85%，其中铁路市场新签合同 5.26 亿元，同比增长 103%，城轨市场新签合同 3.82 亿元，同比增长 135%，这为未来收入增长打下基础。

图 16: 神州高铁营收情况

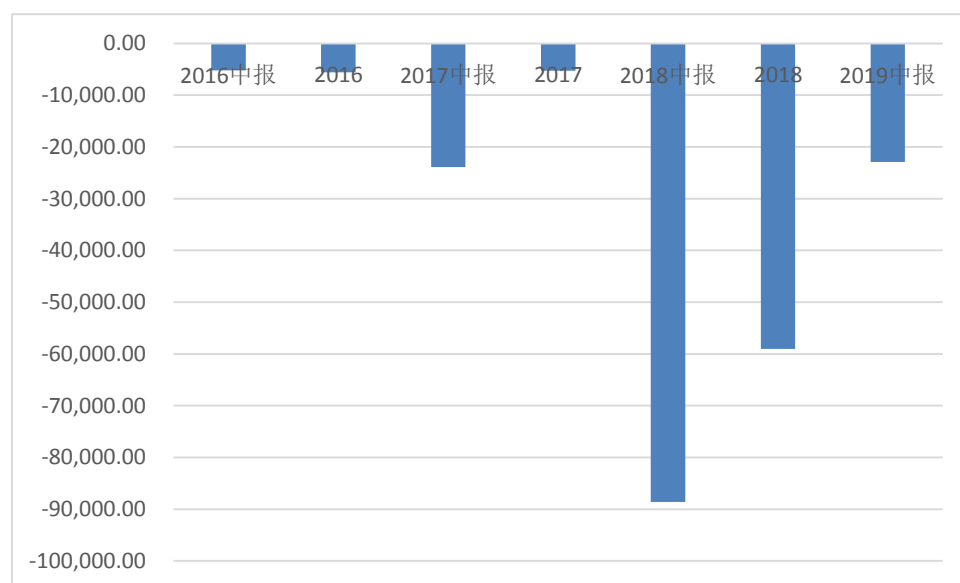


资料来源: 公司公告、民生证券研究院

经营现金流有所改善，应收账款情况好转。自 2016 年底公司制定了向整线智能运营维保服务商升级的战略，近三年公司持续投入三亿元，经营现金流负值增加，目前公司初步实现战略落地，预计现金流情况将会有所好转。2019 年上半年公司经营活动产生的现金流净额约为-2.3 亿元，经营相关的重大支出包括采购线路物流服务设备付款 1.2 亿元、研发投入支出 1.1 亿元。与去年同期相比，经营活动现金流入增长 31%，经营活动现金流出下降 17%，经营活动产生的现金流量净额大幅改善。

应收账款较高与公司行业特点有较大关系，公司主营业务为轨道交通运营维护，项目投资回收期较长，各路局、地铁公司及中车集团等最终用户回款周期较长；同时，公司运维装备产品大部分为非标产品，所需配件等需定制，需提前向供应商预付相关款项，公司因业务资金净流出较多。2019 年上半年实现回款 13 亿元，

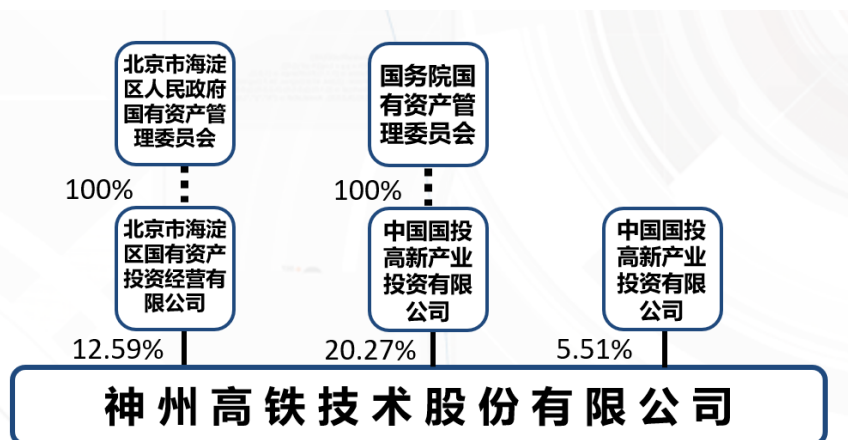
图 17: 神州高铁现金流情况



资料来源：公司公告、民生证券研究院

央企背景提供平台支持，降低融资成本。国投高新于 2018 年 11 月 10 日支付 29.87 亿元，完成要约收购公司 5.64 亿股股权（持股比例 20%），成为公司第一大股东。央企股东背景使神州高铁的社会公信力、品牌影响力、资源整合力以及资信实力都得到了显著提升，目前公司从事轨道交通智能运维服务，国资背景为公司开展轨道交通整条线路业务提供平台支持，从而实现长期持续发展。同时公司控股股东国投高新和第二大股东海淀国投将公司作为发展轨道交通相关业务的唯一平台，给与神州高铁较大的支持，也大幅降低了公司的融资成本，目前公司长期信用借款的利率区间为 5.7%。

图 18: 神州高铁大股东情况



资料来源：公司公告、民生证券研究院

开拓“运营+N”的运营维保服务增值盈利模式。近些年，现有以 PPP 模式建设的城市轨道交通项目，政府将线路客运票价收入及部分非票收入（广告、通讯、商业等）作为项目收入基础，以财政收入给予项目 5-7% 的盈利担保，保证了社会资本参与项目有限盈利的确定性，避免发生亏损。神州高铁利用自身独有的产业模式，采用“运营+N”的增值盈利模式，除提供运营维保服务外，还深入挖掘轨道交通运营超额收益空间，获取稳定的超额现金流和收入。

9 月 3 日，公司披露其参与的联合体中标的天津 7 号线 PPP 项目公司正式成立，在该 PPP 项目中，公司及全资子公司神州高铁轨道交通运营管理有限公司（以下简称“神铁运营”）投资 1.57 亿元，联合体中标价格（初始车公里服务费）为 109.58 元/车公里，概算工程费用下浮率为 4.50%，合作期为 26 年（其中建设期 4.5 年，运营期 21.5 年）2018 年以来，公司先后布局台州市域铁路 S1 号线、杭绍台高铁、天津地铁 7 号线、唐山港货运铁路等项目。这些项目能发挥示范作用，并且为公司带来长期的稳定收入。

图 19: 神州高铁智能运营维保业绩



资料来源: 公司公告、民生证券研究院

股权激励激发管理层积极性。公司于5月30日公布了2019年股票期权激励计划, 以2018年为基数, 制定了2020年到2022年的业绩考核目标, 本计划的激励对象共计262人, 拟向激励对象授予7000万份股票期权, 约占本计划草案公告时公司总股本278079.5346万股的2.52%。本计划授予的股票期权的行权价格为4.18元/份。

表 1: 神州高铁股权激励业绩考核目标

行权期	营业收入	净利润	净资产收益率	其他
2020年	不低于35.9亿	不低于5.9亿	不低于7%	上述指标均不低于同行业平均水平或对标企业75分位值水平, ΔEVA为正值。
2021年	不低于42.3亿	不低于7.5亿	不低于7.5%	上述指标均不低于同行业平均水平或对标企业75分位值水平, ΔEVA为正值。
2022年	不低于51.3亿	不低于10.1亿	不低于8%	上述指标均不低于同行业平均水平或对标企业75分位值水平, ΔEVA为正值。

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

四、估值预测: 与可比公司相比, 公司估值较低。

我们预计公司2019-2021年净利润分别为4.85/5.99/7.54亿元, 对应EPS为0.17/0.22/0.27元。与可比公司相比, 公司估值较低。

神州高铁在轨道交通运营检修维护装备领域完成了全产业链覆盖，公司既有制造业的属性，也有服务业的属性，故选取轨道交通车辆制造领域的中国中车（601766.SH）、华铁股份（000976.SZ），列车控制系统领域的中国通号（688009.SH）、交控科技（688015.SH）、众合科技（000925.SZ），车辆安全监测领域的思维列控（603508.SH）作为可比公司，

可比公司按 2018 年归属母公司净利润计算 PE 平均为 49 倍。基于行业平均 PE 水平，考虑到公司具备国内唯一涵盖全产业链的轨交运营维护平台的稀缺价值和近三年业绩增速有望显著提高所带来的估值溢价，基于以上判断，我们认为神州高铁与可比公司相比，估值较低。

表 2：相对估值表

股票代码	公司简称	流通市值 (亿)	总股本(亿 股)	股价 (元)	EPS			PE		
					2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
601766.SH	中国中车	1792.96	286.99	7.37	0.39	0.46	0.52	17.67	16.12	14.25
688009.SH	中国通号	721.58	105.90	8.37	0.38	0.38	0.44	24.01	22.31	19.10
603508.SH	思维列控	117.41	1.95	60.39	1.17	3.66	2.47	14.47	16.48	24.39
000976.SZ	华铁股份	91.59	15.96	5.74	0.09	0.22	0.25	61.72	26.48	23.30
688015.SH	交控科技	59.82	1.60	37.39	0.55	0.60	0.81	74.43	62.65	45.91
000925.SZ	众合科技	36.77	5.50	6.69	0.05	0.26	0.38	103.95	25.40	17.45
算术平均值								49.38	28.24	24.07
000008.SZ	神州高铁	97.61	27.81	3.51	0.12	0.17	0.22	29.59	19.45	16.14

资料来源：wind，民生证券研究院（1、市值、股价为 2019 年 10 月 11 日收盘价。2、2019-2020 年盈利预测为 wind 一致预期）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,565	3,052	3,591	4,232
营业成本	1,310	1,664	1,874	2,188
营业税金及附加	29	42	47	54
销售费用	238	283	333	392
管理费用	361	557	626	702
研发费用	214	255	300	354
EBIT	413	251	411	542
财务费用	58	(44)	(130)	(138)
资产减值损失	44	0	0	0
投资收益	25	265	145	205
营业利润	433	615	761	958
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	435	617	763	960
所得税	93	132	163	205
净利润	342	485	599	754
归属于母公司净利润	325	485	599	754
EBITDA	481	324	492	632

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1228	5645	6221	6914
应收账款及票据	3199	3052	3232	3386
预付款项	315	294	341	436
存货	693	1806	1795	1693
其他流动资产	122	122	122	122
流动资产合计	5633	11027	11814	12692
长期股权投资	41	306	451	655
固定资产	308	370	433	496
无形资产	234	259	266	274
非流动资产合计	4834	1554	1733	1969
资产合计	10466	12581	13547	14661
短期借款	847	0	0	0
应付账款及票据	988	1054	1221	1487
其他流动负债	29	29	29	29
流动负债合计	2771	2830	3197	3557
长期借款	234	234	234	234
其他长期负债	56	1626	1626	1626
非流动负债合计	290	1860	1860	1860
负债合计	3062	4691	5057	5417
股本	2781	2781	2781	2781
少数股东权益	92	92	92	92
股东权益合计	7405	7890	8490	9244
负债和股东权益合计	10466	12581	13547	14661

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	10.0%	19.0%	17.6%	17.9%
EBIT 增长率	-15.2%	-39.3%	63.9%	31.9%
净利润增长率	-62.8%	49.3%	23.5%	25.8%
盈利能力				
毛利率	48.9%	45.5%	47.8%	48.3%
净利率	12.7%	15.9%	16.7%	17.8%
总资产收益率 ROA	3.1%	3.9%	4.4%	5.1%
净资产收益率 ROE	4.4%	6.2%	7.1%	8.2%
偿债能力				
流动比率	2.0	3.9	3.7	3.6
速动比率	1.8	3.3	3.1	3.1
现金比率	0.4	2.0	1.9	1.9
资产负债率	0.3	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	391.4	365.5	318.1	277.9
存货周转天数	191.4	147.4	180.5	148.4
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3
每股指标 (元)				
每股收益	0.1	0.2	0.2	0.3
每股净资产	2.6	2.8	3.0	3.3
每股经营现金流	(0.2)	0.1	0.2	0.3
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	30.0	19.9	16.1	12.8
PB	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	13.7	10.1	6.6	4.6
股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	342	485	599	754
折旧和摊销	113	73	81	90
营运资金变动	(1,060)	(72)	156	175
经营活动现金流	(591)	238	690	813
资本开支	116	(3,474)	114	120
投资	1,146	0	0	0
投资活动现金流	1,056	3,474	(114)	(120)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(22)	1,571	0	0
筹资活动现金流	(412)	706	0	0
现金净流量	53	4,417	576	693

插图目录

图 1: 中国 GDP 同比增速	3
图 2: 中国工业增加值情况	3
图 3: 固定资产投资同比增速	4
图 4: 中国货运量增速情况	4
图 5: 中国客运量增速情况	4
图 6: 城市轨道交通客运情况	5
图 7: 全国城市轨道交通在建里程长度 (单位: 公里)	5
图 8: 轨交行业的三极	6
图 9: 城市轨道交通运营车辆及增速	7
图 10: 全国铁路客车保有量及增速	7
图 11: 全国铁路货车保有量及增速	7
图 12: 全国铁路动车组保有量及增速	7
图 13: 神州高铁战略发展演变历程	9
图 14: 神州高铁全产业链覆盖	10
图 15: 神州高铁战略组织框架	11
图 16: 神州高铁营收情况	11
图 17: 神州高铁现金流情况	12
图 18: 神州高铁大股东情况	13
图 19: 神州高铁智能运营维保业绩	14
表 1: 神州高铁股权激励业绩考核目标	14

分析师与研究助理简介

刘振宇，大机械组组长，北京科技大学材料学专业本科及硕士。曾任中国中冶控制经理岗，北京市规划委规划验收岗，2015年加入民生证券。在机械装备和基础材料领域有扎实的理论基础和丰富的实业经验。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。