

中期业绩同比略有下滑，机车产品需求将快速上升

——中车时代电气(3898.HK)2018 年中期业绩点评

海外公司研究动态

◆中期业绩同比略有下滑

公司公布中期业绩，2018 年上半年实现收入 63.2 亿人民币，同比下降 3.0%；实现归母净利润 10.4 亿人民币，同比下降 7.2%；实现每股收益 0.88 元人民币。公司上半年的综合毛利率为 38.5%，同比下降 0.5 个百分点，主要由于产品销售结构的变化，高毛利率的机车和动车组业务占比下降。公司上半年净利率为 16.7%，同比下降 0.8 个百分点。公司中期不派息。

◆城轨进入通车高峰，相关产品成为收入占比最高板块

分业务来看，公司机车产品收入 7.4 亿人民币，同比下降 13.0%；动车组产品收入 13.9 亿人民币，同比下降 11.1%；城市轨道交通产品收入 16.4 亿人民币，同比增长 28.8%；养路机械产品收入 13.0 亿人民币，同比下降 6.7%；通信信号产品收入 2.3 亿人民币，同比下降 2.5%；关键电气系统零部件产品收入 6.2 亿人民币，同比下降 11.2%；海工产品及其他收入 3.9 亿人民币，同比下降 20.6%。城市轨道交通产品成为收入占比最高板块。

◆铁路设备行业进入向上周期，机车和货车需求增速相对较高

展望 2019 年，我们认为铁路设备板块已经进入预期修复，基本面见底回升的向上周期。客运方面，高铁、城轨地铁进入通车高峰，车辆需求稳健增加；货运方面，“公转铁”政策确立，铁总提出货运三年行动计划，货运相关车辆招标确定性大幅增长。

我们认为，2019-2020 年高铁和城轨地铁处于通车高峰，市场对动车组和地铁列车的需求增长原本就有预期；而随着铁总三年行动计划的一步步落实，原来预期较差的机车和货车也因此确立了大幅增长的趋势；“木桶”的“短板”被补齐，行业增长的确定性进一步增强，这对铁路设备行业的盈利和估值提升具有显著的正面意义。

◆维持“买入”评级

根据中期业绩，我们小幅下调公司 18 年盈利预测；根据铁总招标趋势变化，我们同时上调公司 19-20 年盈利预测。预计公司 18-20 年收入分别为 155.1 亿、193.2 亿、223.5 亿人民币，净利润分别为 26.2 亿、35.5 亿、41.4 亿人民币，对应 EPS 分别为 2.23/3.02/3.52 元人民币。维持目标价 52.0 港元，对应 19 年 15 倍 PE，维持“买入”评级。

◆风险提示：政策变化风险、产品降价风险、新业务拓展不顺风险

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万人民币)	14,657.8	15,143.7	15,507.1	19,324.1	22,350.4
营业收入增长率	-1.0%	3.3%	2.4%	24.6%	15.7%
净利润(百万人民币)	2,893.1	2,523.5	2,623.9	3,551.9	4,140.2
净利润增长率	-2.4%	-12.8%	4.0%	35.4%	16.6%
EPS(元人民币)(摊薄)	2.46	2.15	2.23	3.02	3.52
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.3%	14.2%	13.2%	15.5%	15.7%
P/E	16.0	18.4	17.7	13.1	11.2
P/B	2.9	2.6	2.3	2.0	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测；股价时间为 2018 年 8 月 17 日

买入(维持)

当前价/目标价：44.85/52.00 港元

目标期限：6 个月

分析师

陈佳宁(执业证书编号：S0930512120001)

021-22169162

chenjianing@ebsecn.com

市场数据

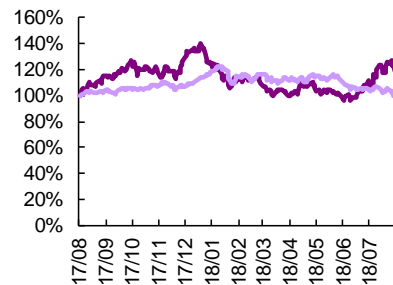
总股数(亿股)：11.75

总市值(亿港元)：527.20

一年最低/最高(港元)：36.0-53.4

近 3 月换手率：62.2%

股价表现(一年)



——中车时代电气 ——恒生指数

资料来源：Wind

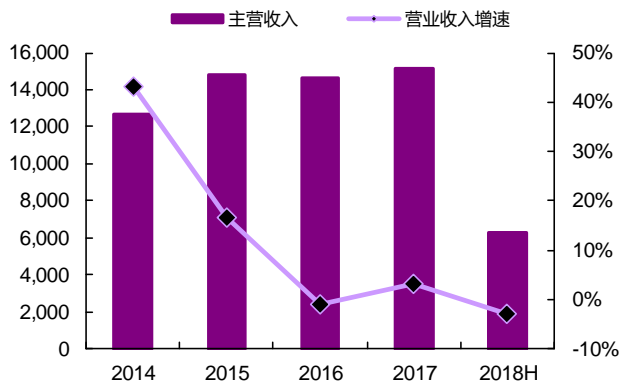
收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	14.1	27.9	19.4
绝对	10.5	15.1	20.1

1、中期业绩同比略有下滑

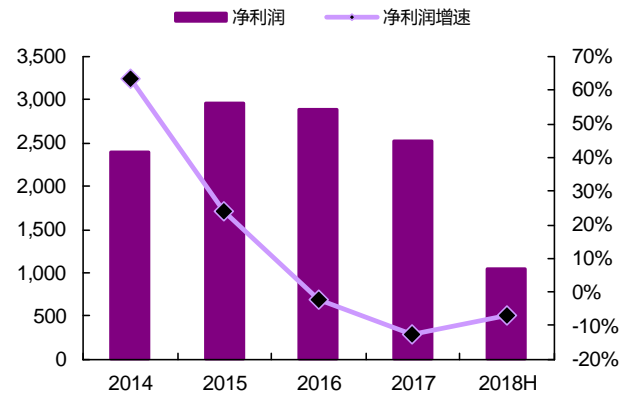
公司公布中期业绩,2018年上半年实现收入 63.2 亿人民币,同比下降 3.0%;实现归母净利润 10.4 亿人民币,同比下降 7.2%;实现每股收益 0.88 元人民币。公司中期不派息。

图 1: 公司收入变化 (单位:百万元人民币)



资料来源: 公司公告

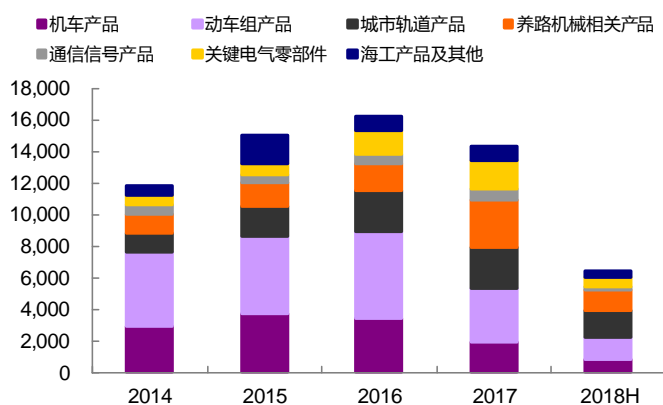
图 2: 公司净利润变化 (单位:百万元人民币)



资料来源: 公司公告

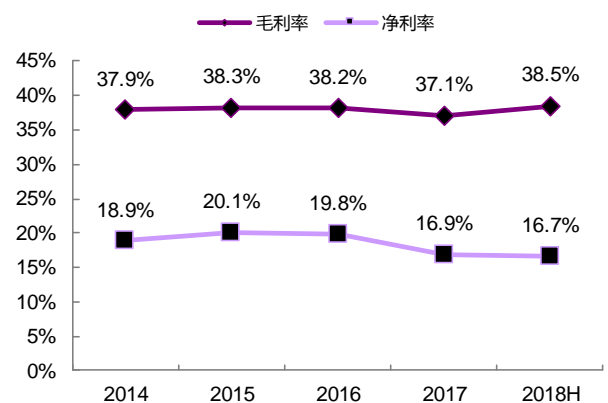
分业务来看,公司机车产品收入 7.4 亿人民币,同比下降 13.0%;动车组产品收入 13.9 亿人民币,同比下降 11.1%;城市轨道交通产品收入 16.4 亿人民币,同比增长 28.8%;养路机械产品收入 13.0 亿人民币,同比下降 6.7%;通信信号产品收入 2.3 亿人民币,同比下降 2.5%;关键电气系统零部件产品收入 6.2 亿人民币,同比下降 11.2%;海工产品及其他收入 3.9 亿人民币,同比下降 20.6%。

图 3: 公司分业务收入结构 (单位:百万元人民币)



资料来源: 公司公告

图 4: 公司盈利能力变化



资料来源: 公司公告

公司上半年的综合毛利率为 38.5%，同比下降 0.5 个百分点，主要由于产品销售结构的变化，高毛利率的机车和动车组业务占比下降。公司上半年净利率为 16.7%，同比下降 0.8 个百分点。

公司基本维持对全年的指引不变,预计机车业务持平或略降,动车组业务基本持平,地铁业务增长,养路机械业务持平,IGBT 业务有望扭亏为盈。

2、铁路设备行业进入向上周期，机车和货车需求增速相对较高

展望 2019 年，我们认为铁路设备板块已经进入预期修复，基本面见底回升的向上周期。客运方面，高铁、城轨地铁进入通车高峰，车辆需求稳健增加；货运方面，“公转铁”政策确立，铁总提出货运三年行动计划，货运相关车辆招标确定性大幅增长。

我们认为，2019-2020 年高铁和城轨地铁处于通车高峰，市场对动车组和地铁列车的需求增长原本就有预期；但之前机车和货车招标的不确定性，使得上市公司业绩增长的确定性大打折扣。而随着铁总三年行动计划的一步步落实，机车和货车增长的趋势也已经确立，“木桶”的“短板”被补齐，行业增长的确定性进一步增强，对铁路设备行业的盈利和估值提升具有显著的正向意义。行业投资已经进入风口期。

2.1、铁路投资有望恢复至 8000 亿，设备投资受益程度更高

2018 年 1 月，铁总在年度工作会议中，将 2018 年全国铁路固定资产投资降至 7320 亿元；同时，投产新线增加至 4000 公里，其中高铁 3500 公里。2018 年高铁 3500 公里的通车里程，较 2017 年的 2200 公里有 50% 的增长；但设备计划投资额仅 800 多亿，低于市场预期。这也直接制约了整个铁路设备板块上半年的表现。当时我们认为，设备投资的计划与实际需求不匹配，2019 年的设备投资将开始复苏，从而带来后续铁路设备行业的投资机会。

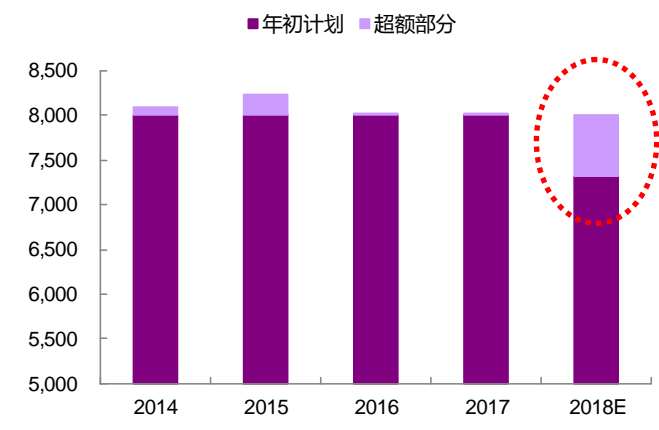
实际的设备投资回升，较我们预期来得早了半年。2018 年 7 月 2 日，铁总公布《2018-2020 年货运增量行动方案》，以进一步提升运输能力，降低物流成本，优化产品供给。行动方案提出，到 2020 年，全国铁路货运量将达到 47.9 亿吨，较 2017 年增长 30%。货运能力建设的超预期增长，带来了相关设备需求量的超预期复苏。

8 月 7 日，据《中国经营报》消息，中铁总人士确认，在铁路机车车辆投资增长和基建潮加速推进的双重刺激下，2018 年铁路固定资产投资额有望重返 8000 亿元以上（原计划为 7320 亿元），超市场预期。

基建投资方面，铁总计划在 2018-2019 年里新开工 38 条铁路项目。与此同时，《长三角城市群区域铁路网规划（2018-2035 年）》等区域规划正在进行修编，一些新项目正在准备上马。本次修订中长期铁路规划，以及加快铁路投资后，部分原先“十四五”的项目，可能会提前到“十三五”开工。而一些原先不在国家规划内的线路，也可能新加入地方的线路规划中，形成新的线路增量。

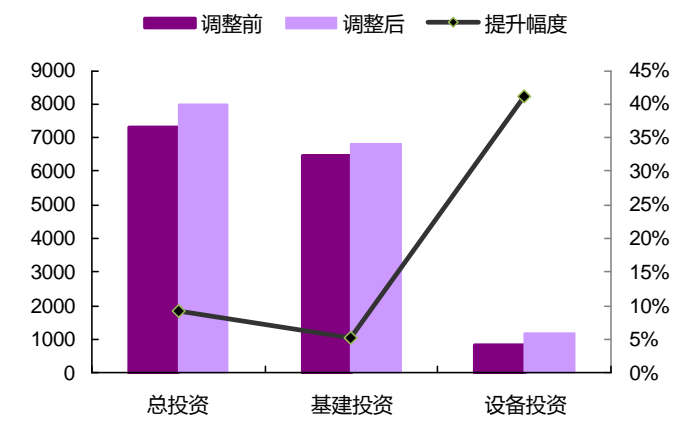
设备投资方面，据《中国经营报》8 月 7 日消息，中国中车人士表示，2018 年，铁总对新造客运和货运机车车辆投资提升已成定局，如果再算上用于既有车辆维修的投资，全年机车车辆投资有望达到 1200 亿元，较年初计划的 800 多亿元的铁路装备投资大幅提升。从提升幅度来看，设备投资的受益程度更高。

图 5: 铁路行业固定资产投资额变化 (单位: 亿人民币)



资料来源: 统计局, 光大证券研究所预测

图 6: 预计设备投资提升幅度最高 (左轴单位: 亿人民币)



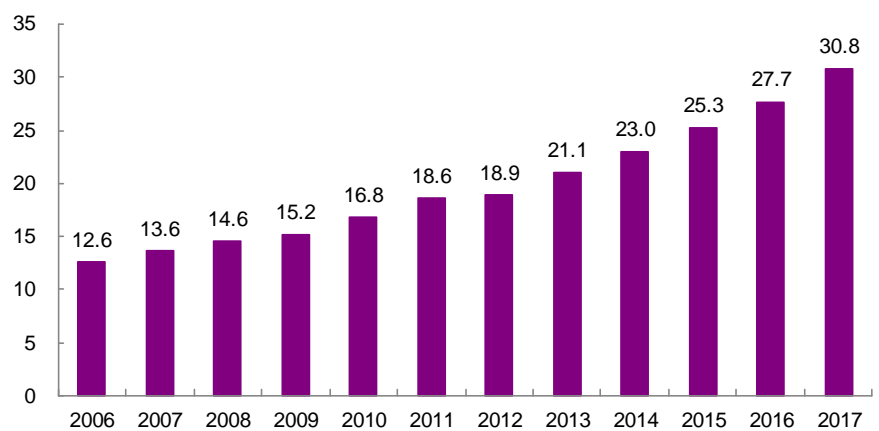
资料来源: 中国铁路总公司, 光大证券研究所预测

2.2、客货运需求的持续增长是投资增长的基础

2.2.1、铁路客流维持良好增长, 未来几年进入高铁密集通车期

在高铁建设连接成网的推动作用下, 大量客流被引导至快速、准时、安全、清洁的高速铁路, 这一趋势仍然延续。2018-2020 年是国家铁路新线通车的又一高峰, 我们预计国内铁路客运量仍将维持年复合 10% 左右的增速。

图 7: 国内铁路旅客发送量不断增长 (单位: 亿人次)



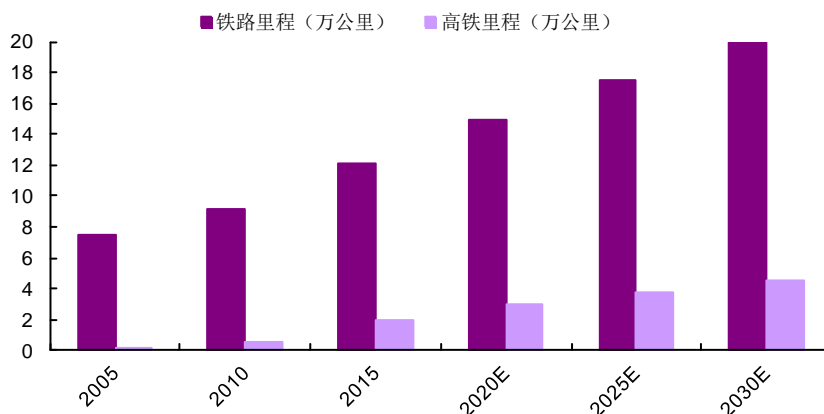
资料来源: 中国铁路总公司, 光大证券研究所预测

由于近两年重点线路客运量增速超过车辆增速, 上座率不断提升; 快速增长的客流量, 又反过来推动铁路新线建设和车辆加密的需求。根据 2017 年 11 月正式发布的《铁路“十三五”发展规划》, 以及 2016 年通过的《中长期铁路网规划 (2030 年)》, “四横四纵”的铁路网将扩建为“八纵八横”。国家铁路, 特别是高速铁路, 仍然是未来基建投资的重点领域。

2017 年 11 月正式发布的《铁路“十三五”发展规划》提出, “十三五”期间, 全国铁路建设新线 3 万公里; 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。届时, 全国铁路网基本覆盖城区常住人口 20 万以上城市, 高速铁路网覆盖 80% 以上的大城市, 动车组列车承担旅客运量比重达到 65%。

《中长期铁路网规划（2030年）》提出，到2020年，全国铁路网规模达到15万公里，其中高速铁路3万公里，覆盖80%以上的大城市；到2025年，铁路网规模达到17.5万公里左右，其中高速铁路3.8万公里左右，网络覆盖进一步扩大，路网结构更加优化，骨干作用更加显著，更好发挥铁路对经济社会发展的保障作用；到2030年，铁路网规模达到20万公里左右，其中高速铁路4.5万公里左右，基本实现内外互联互通、区际多路畅通、省会高铁连通、地市快速通达、县域基本覆盖。

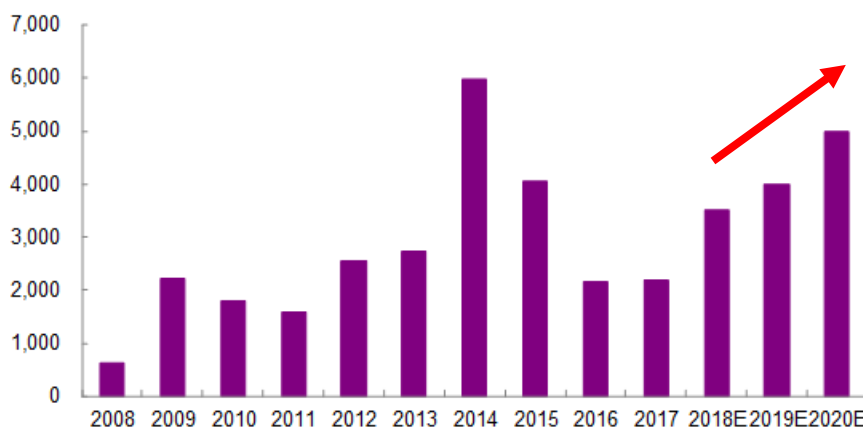
图8：全国铁路里程变化预测（单位：万公里）



资料来源：发改委，光大证券研究所预测

根据我们对在建线路的统计，**2018-2020年的高速铁路年通车里程将呈逐年大幅上升的态势。**而且，由于地方的城际铁路建设规模不断增大，加上部分客货共线的线路、以及部分提速改造后的既有线路也可开行动车组列车，**到2020年，实际可开行动车组的线路里程将显著超过“十三五”计划提出的3万公里的规模。动车组的需求有望随之出现快速增长。**

图9：高速铁路年通车里程变化预测（单位：公里）



注：里程预测计入了地方城际铁路，和改造提速后实际可以运行动车组的线路。

资料来源：中国铁路总公司，光大证券研究所预测

2.2.2、加强铁路货运符合政策导向，货运相关投资将出现大幅上升

铁路单位货物周转量的能耗仅为公路的七分之一，污染物的排放仅为公路的十三分之一。因此，调整运输结构，提高大宗货物和长距离运输的铁路货运

比例，特别是打通海铁联运“最后一公里”，大幅提高集装箱海铁联运比例，将成为发展综合运输的主要方向。

6月27日，国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》。行动计划提出，要优化调整货物运输结构，大幅提升铁路货运比例；**到2020年，全国铁路货运量比2017年增长30%，京津冀及周边地区增长40%**、长三角地区增长10%、汾渭平原增长25%；大力推进海铁联运，全国重点港口集装箱铁水联运量年均增长10%以上。计划还提出，要推动铁路货运重点项目建设；加大货运铁路建设投入；提升铁路煤炭运输量；在环渤海地区、山东省、长三角地区，**2018年底前，沿海主要港口和唐山港、黄骅港的煤炭集港改由铁路或水路运输；2020年采暖季前，沿海主要港口和唐山港、黄骅港的矿石、焦炭等大宗货物原则上主要改由铁路或水路运输**；钢铁、电解铝、电力、焦化等重点企业要加快铁路专用线建设，充分利用已有铁路专用线能力，大幅提高铁路运输比例，2020年重点区域达到50%以上。该政策由发改委、交通运输部、铁路局、中国铁路总公司牵头，财政部、生态环境部参与。

在此背景下，交通运输部制定了《推进运输结构调整三年行动计划》，**目标到2020年，实现全国铁路货运量较2017年增加11亿吨、增长30%**，水路货运量较2017年增加5亿吨、增长7.5%，**沿海港口大宗货物公路运输量减少4.4亿吨**。“公转铁”成为政策所向，大势所趋。铁路货运投资增长，设备购置增加，将成为配套“公转铁”政策的必要手段。

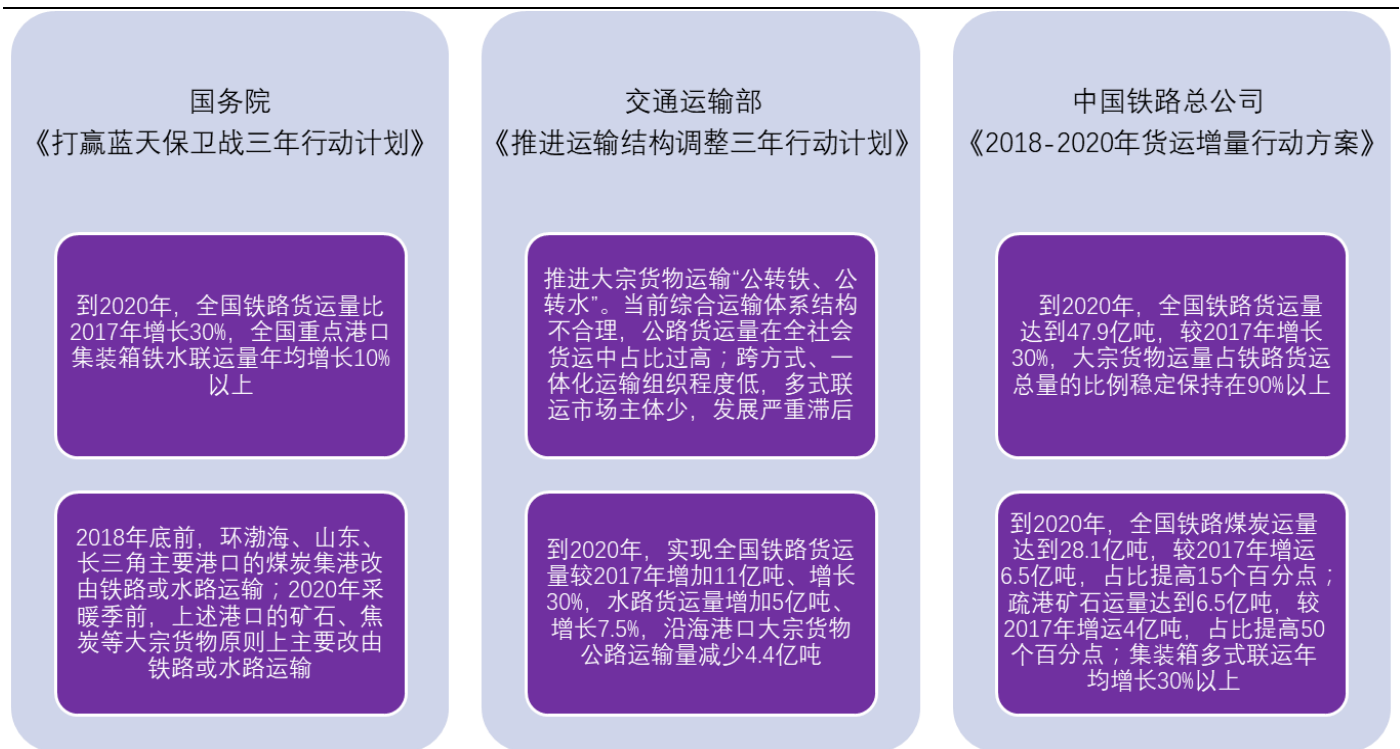
7月2日，据新华社消息，**中国铁路总公司将实施《2018-2020年货运增量行动方案》**，以进一步提升运输能力，降低物流成本，优化产品供给；**到2020年，全国铁路货运量将达到47.9亿吨，较2017年增长30%**。2018年上半年，全国铁路共发送货物19.5亿吨，同比增加1.35亿吨，增长7.4%，货运增量行动实现了预期阶段性目标。**到2020年铁路货运量增长30%，成为各个文件的共同目标，对应三年复合增速在9%左右**。

上述行动方案明确提出，到2020年，全国铁路货运量达47.9亿吨，大宗货物运量占铁路货运总量的比例稳定保持在90%以上。其中，**全国铁路煤炭运量达到28.1亿吨，较2017年增运6.5亿吨，占全国煤炭产量的75%**，**较2017年产运比提高15个百分点**；全国铁路疏港矿石运量达到6.5亿吨，较2017年增运4亿吨，占陆路疏港矿石总量的85%，较2017年提高50个百分点；2018至2020年，集装箱多式联运年均增长30%以上。

为落实铁路货运增量三年行动方案，中国铁路总公司制定了详细的时间表、路线图和配套措施，确保货运增量和运输结构调整目标如期实现。1、以扩充煤炭外运通道能力为着力点，深入挖掘运输潜力，为铁路货运增量行动提供可靠的运力保障；2、扩大万吨重载列车开行范围，形成大秦线、唐呼线、瓦日线、蒙华线四条万吨级重载线路；3、挖掘既有通道潜力，通过高铁开通，释放同向既有线运力，提升货运运能；**4、强化机车车辆装备保障，加大投资力度，新购置一批大功率机车和货车，满足货运增量运输需要**。

在多个部委、公司推出行动方案的影响下，为满足货运增量的要求，货运车辆设备的需求将大幅增加。

图 10：铁路货运近期政策变化



资料来源：国务院、交通运输部、中国铁路总公司

2.3、铁总改革提升效率，有利于行业长期发展

2017年，由于铁总付款周期延长，我们统计的行业主要公司应收账款和存货周转天数均有所上升。市场也一直担心铁总负债率高，制约其投资规模。但我们认为随着铁总公司制改革加速推进，其盈利潜力将得以释放，有利于行业长期发展。

中国铁路总公司所属 18 个铁路局在完成公司制改革工商变更登记后，于 2017 年 11 月 19 日正式挂牌。至此，中国铁路正式告别路局时代，从传统运输生产型企业，向现代运输经营型企业大步迈进。

各铁路局改制为铁路集团有限公司后，经营范围普遍扩大，多家铁路集团增加房地产开发和经营业务，还有铁路集团增加了物流配送、矿产品销售、烟草制品销售、旅游餐饮服务市场化的新业务。各地方铁路集团在突破价格管制严重的铁路运输业务后，利用自身优势，新业务的拓展有望为其带来新的利润来源。

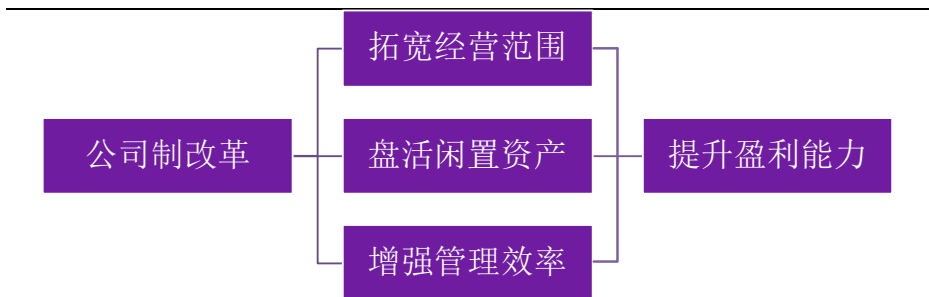
由于铁路票价制定时考虑到社会公平，定价偏低；加上铁路建设投资大、回报期长，铁路总公司近年来亏损不断，负债率有所上升。但实际上，**铁路总公司坐拥巨量土地储备，其可开发利用的土地分布在 18 个铁路局的 31 个省、市、自治区，达到 3 亿平方米**。持续盈利的港铁公司，正是通过房地产开发业务，而非线路运营，实现了良好的整体盈利。我们认为通过公司制改革，铁路总公司的闲置土地资产将得到加速开发，这有望大幅改善其现金流，提升整体盈利能力。

在铁总的公司制改革过程中，减负增效将得到体现。其中，铁路总公司的内设机构精简调整后，机关部门、二级机构、人员编制分别精简 10.3%、26.6%、8.1%。与此同时，通过新业务的拓展，既有铁路运输业务的大量冗余人员可以调配到新业务，实现在岗人员的有效利用，减轻运输部门的人力成本。

此外，通过公司制改革，民间资本进入铁路将获得新的突破。铁总已经分别向阿里、腾讯、顺丰等民营资本发出参与混合所有制改革的邀请。

因此，我们认为，中国铁路总公司的公司制改革，将拓宽经营范围、盘活闲置资产、提升管理效率，最终有效提升其盈利能力。铁总的盈利改善，长远看无疑有利于整个行业的稳健发展。

图 11：铁总公司制改革影响深远



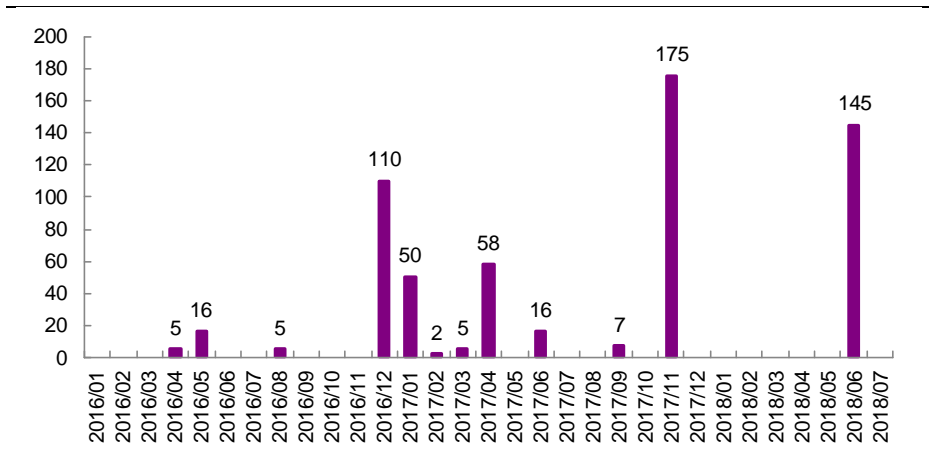
资料来源：光大证券研究所

2.4、铁总投资复苏，设备招标进入上升周期

在 2018 年铁总实际投资和招标量超过原计划，且 2019-2020 年客货运输车辆招标计划大幅增长的背景下，我们预计铁路设备的需求开始进入上升周期。

动车组方面，由于高铁通车里程由 2017 年的 2200 公里大幅增长至 2018 年的 3500 公里，我们认为动车组的需求将随之出现确定性增长。2018 年 6 月，铁总启动年内首批动车组招标，包括 45 列时速 350 公里 8 辆编组“复兴号”动车组和 50 列时速 350 公里 16 辆编组“复兴号”动车组，折合 145 标准列动车组。铁总 2016 年动车组招标 136 标准列，2017 年招标 313 标准列；我们预计 2018 年招标量将达到 300-350 列，其中复兴号占比将进一步上升。

图 12：动车组近期招标情况（单位：标准列）

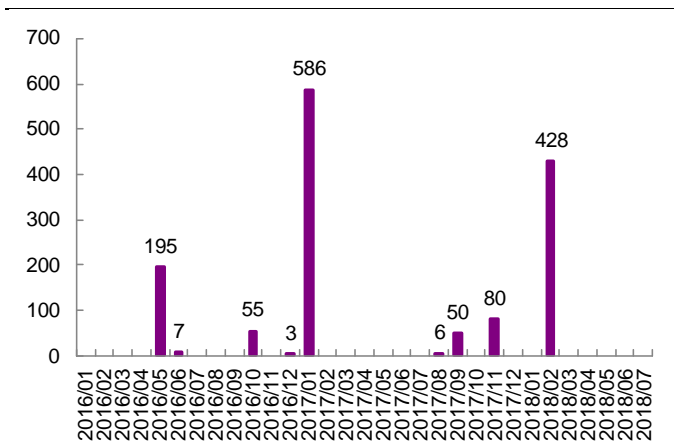


资料来源：中国铁路总公司

机车方面,铁总分别启动了6轴7200kW电力机车、8轴9600kW电力机车、160km/h电力机车、4400马力调车内燃机车、8轴货运电力机车等产品的招标,总规模达428台。货车方面,铁总分别进行了25000辆C70E型通用敞车和7998辆C80B型不锈钢运煤专用敞车等产品的招标,总规模也是近年来的最大招标之一。

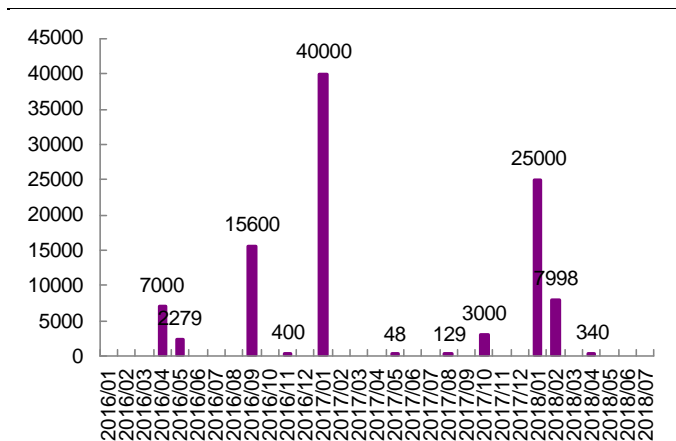
我们在6月的中期策略报告已经指出,上半年铁路机车和货车的实际招标规模大于年初铁总制定的招标计划,体现出在行业需求仍然旺盛的背景下,铁总实际设备投资存在上浮的可能;这一预测已在近期兑现。

图 13: 铁路机车近期招标情况 (单位: 台)



资料来源: 中国铁路总公司

图 14: 铁路货车近期招标情况 (单位: 辆)

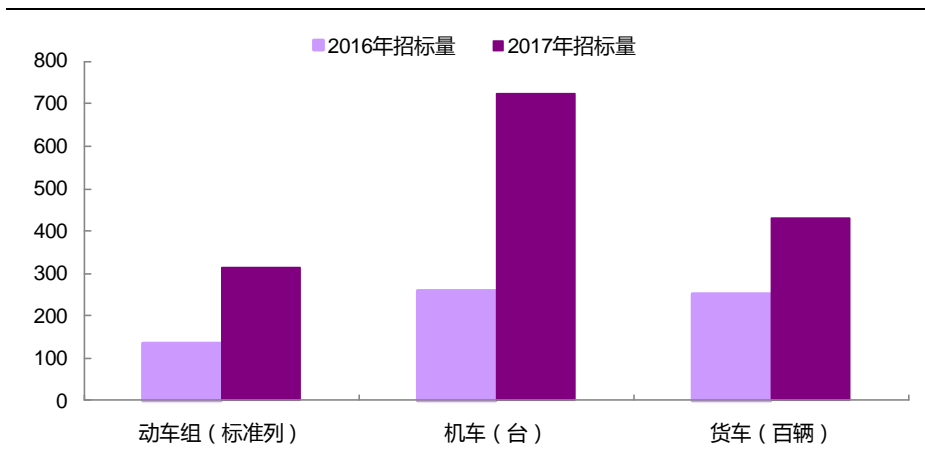


资料来源: 中国铁路总公司

在铁总三年行动方案的指引下,为满足货运增量的要求,货运车辆设备的需求将大幅增加。据《中国经营报》报道,为配合三年货运增量行动,中铁总计划未来三年新购置货车21.6万辆、机车3756台。其中2018年购置货车4万辆,机车188台;2019年购置货车7.8万辆,机车1564台;2020年购置货车9.8万辆,机车2004台。这些车辆采购金额超过1500亿元。

在2017年,全国铁路货车保有量约为80万辆,完成运输量36.9亿吨;到2020年若运输量增长至47.9亿吨,假设单位运力不变,则需增加约23.8万辆货车保有量。这一数字与新闻报道的购置量相差不大。我们认为报道的数字属于合理范围,2019年铁总实际招标量有望落在报道的数字附近。

图 15: 铁总招标产品数量变化



资料来源: 中国铁路总公司

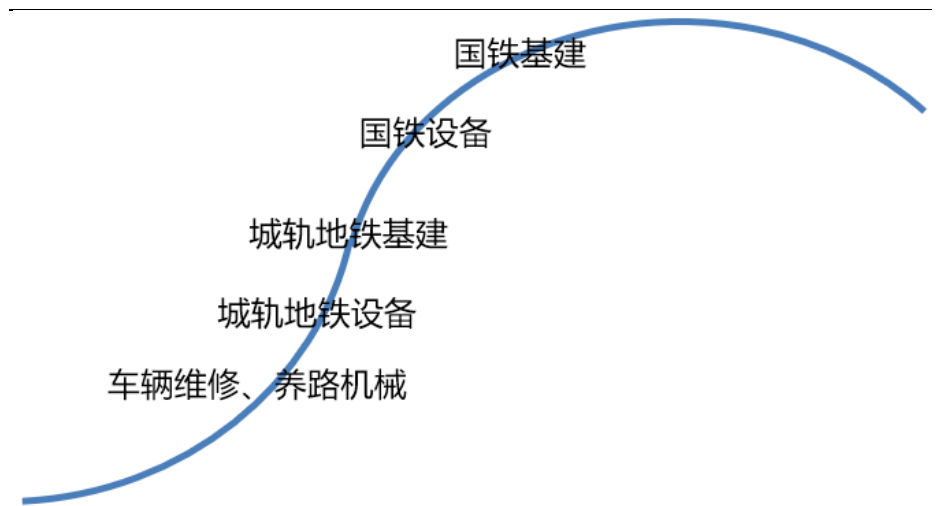
2017 年铁路设备招标出现显著回升，为 2018 年相关公司的业绩打下良好基础。2018 年铁总招标金额有望高于原计划，2019-2020 年铁总机车、货车招标量预计大幅提升，动车组招标维持高位。铁路设备投资复苏，招标增加的趋势已经形成，对相关上市公司的订单和业绩将产生持续正面影响。

2.5、后周期维保需求逐渐上升

在国家铁路总投资维持稳健的背景下，投资结构的变化正在发生；铁路的整个生命周期来涵盖从基建，到设备，再到维保的较长过程，因此在上游固投增长减缓的背景下，产业链中下游的细分行业仍然有较大成长空间。

从固投端来看，全国铁路基建的高速增长期发生在“十二五”期间，这也是铁路整个投资的大头。因此“十二五”铁路整体投资额较“十一五”期间大幅增长 46% 左右。在基建之后，以 14 年动车组招标暂停多年后重启为标志，设备需求开始进入高速增长期。在设备之后，随着铁路的老化和车辆逐渐进入大修期，维保行业需求预计在“十三五”期间开始高速增长。

图 16：铁路设备相关行业生命周期

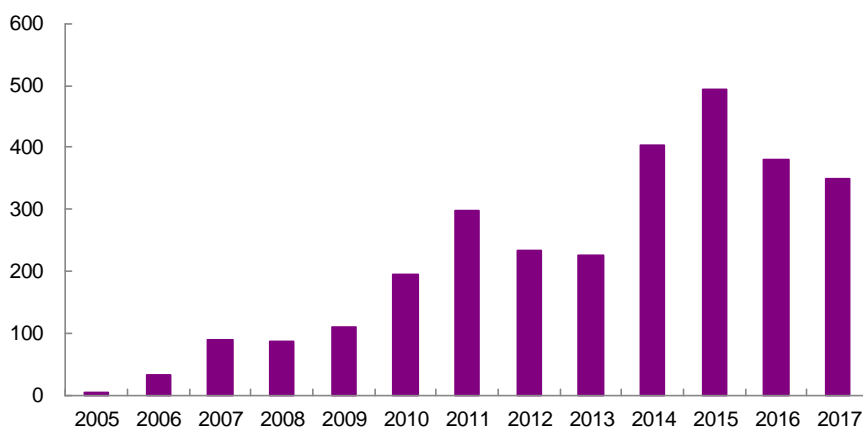


资料来源：光大证券研究所

我们认为，虽然近年铁路整体投资额维持稳定，但随着线路进入“十三五”的集中通车期，对于设备和维保养护行业，其增长的空间仍然非常广阔。除了直接对应维保需求的大型养路机械，既有的铁路车辆，如动车组等产品，随着使用期的增长，进入大修期的车辆也在快速增加。

国内现役的动车组视车型不同，四级检修周期在 3-6 年左右，五级检修周期在 6-12 年左右。铁总自 2005 年开始采购动车组，采购数量逐年上升，“十二五”末达到一个高峰。由此可见，随着“十二五”采购的大量车辆逐渐进入四五级的大修周期，中国中车的动车组维修业务将出现持续的需求增长。

图 17: 动车组采购量迅速增长, “十三五” 将迎来集中大修期 (单位: 标准列)



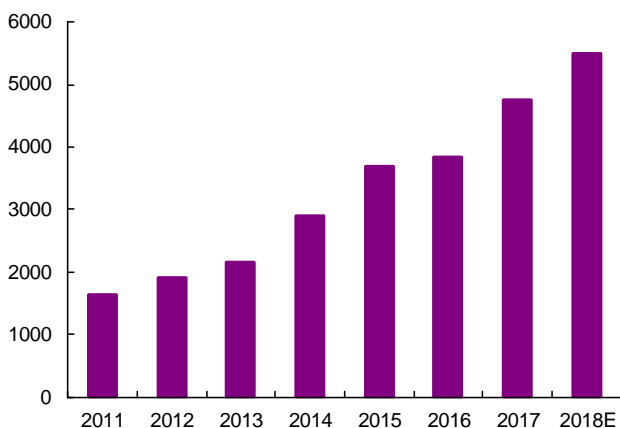
资料来源: 中国铁路总公司

从中国中车的情况来看, 预计 2018 年三级修数量在 860 组左右, 较 2017 年略有下降; 四级修在 590 组左右, 较 2017 年增加约 25%; 五级修预计达到 250 组, 同比增长近 90%。

2.6、城轨地铁市场已进入通车高峰期

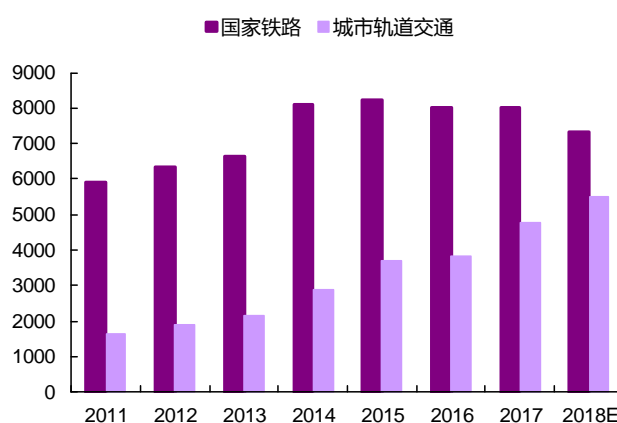
在“十三五”期间, 接棒国家铁路, 城市轨道交通市场已进入高速增长期。2017 年, 全国城市轨道交通行业完成投资 4762 亿人民币, 同比增长达 23.8%。随着线路由建设高峰逐渐转向通车高峰, 整个城市轨道交通产业链, 包括基建、信号控制系统、车辆等, 均将先后迎来新一轮高速发展期。

图 18: 城市轨道交通固定资产投资变化 (单位: 亿人民币)



资料来源: 中国城市轨道交通协会, 光大证券研究所预测

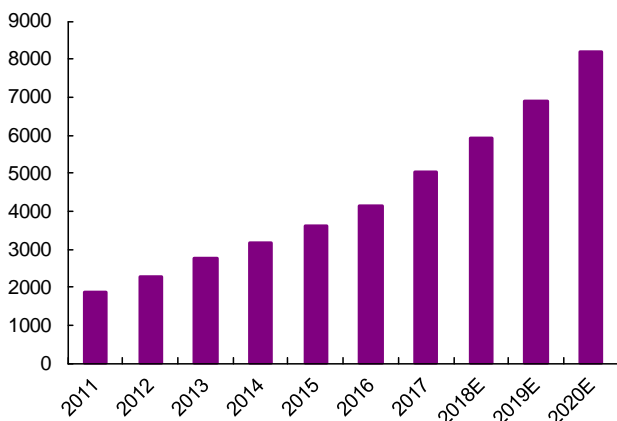
图 19: 城市轨道交通与国家铁路投资对比 (单位: 亿人民币)



资料来源: 中国城市轨道交通协会, 中国铁路总公司, 光大证券研究所预测

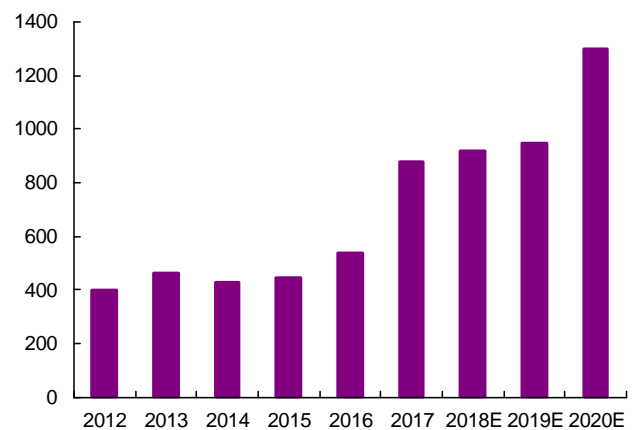
国内城市轨道交通运营里程数已由 2011 年的 1887 公里, 快速增长至 2017 年的 5033 公里。目前全国轨道交通在建里程超过 6000 公里; 我们预计到 2020 年, 全国轨道交通总里程有望达到 8000 公里, 较 2015 年 3600 公里的总里程增长 120%。2018-2020 年的城轨地铁通车里程有望达到年均 1000 公里以上。

图 20: 城市轨道交通运营里程变化 (单位: 公里)



资料来源: 中国城市轨道交通协会, 光大证券研究所预测

图 21: 城市轨道交通年通车里程变化 (单位: 公里)



资料来源: 中国城市轨道交通协会, 光大证券研究所预测

以城市轨道交通平均四到五年建设期而言, 2014 年至今的城市轨道交通因投高增长将从 2018 年左右开始传导至信号控制系统市场和车辆市场。这也与“十三五”后期, 全国城市轨道交通的集中通车期相符。

7 月 13 日, 国务院办公厅正式发布《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》(52 号文), 提高了建设城轨地铁相关标准。意见要求, **申报建设地铁的城市一般公共财政预算收入应在 300 亿元以上, 地区生产总值在 3000 亿元以上, 市区常住人口在 300 万人以上; 申报建设轻轨的城市一般公共财政预算收入应在 150 亿元以上, 地区生产总值在 1500 亿元以上, 市区常住人口在 150 万人以上。**拟建地铁、轻轨线路初期客运强度分别不低于每日每公里 0.7 万人次、0.4 万人次, 远期客流规模分别达到单向高峰小时 3 万人次以上、1 万人次以上。

在“52 号文”发布后, 暂停长达约一年的地铁审批重启。7 月 30 日, 国家发改委召开主任办公会, 审议通过长春市第三期城市轨道交通建设规划, 包含 5 号线、6 号线、7 号线、空港线、双阳线等 8 条线路, 总长 135.4 公里, 总投资 787.32 亿元, 规划年限为 2018-2023 年。

8 月 14 日, 国家发改委正式对《苏州市城市轨道交通第三期建设规划(2018~2023 年)》作出批复, 同意建设 6 号线、7 号线、8 号线及 S1 线等 4 个项目, 线路总长 137 公里, 总投资约为 950 亿元, 规划年限为 2018 至 2023 年。

我们认为, “52 号文”根据十多年来的物价和建设费用增长, 适度提升申报地铁门槛, 有利于控制各地建设节奏, 避免一拥而上的超前发展。“十三五”期间已开工建设的线路不会受到影响; 各地规划中未开工的线路, 只有本身建设规模就较小的包头等少数城市会受到审批收紧的影响。

因此, 我们没有调整对行业中短期的预测, 仍然维持行业“十三五”期间需求快速增长的判断不变。2018-2020 年的城轨地铁通车里程有望达到年均 1000 公里以上, 设备需求仍然处在增长期。

2.7、附：铁路货运近期政策消息变化汇总

(6月27日)【国务院发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》】

计划提出，要优化调整货物运输结构。大幅提升铁路货运比例。到2020年，全国铁路货运量比2017年增长30%，京津冀及周边地区增长40%、长三角地区增长10%、汾渭平原增长25%。大力推进海铁联运，全国重点港口集装箱铁水联运量年均增长10%以上。制定实施运输结构调整行动计划。

计划提出，要推动铁路货运重点项目建设。加大货运铁路建设投入，加快完成蒙华、唐曹、水曹等货运铁路建设。大力提升张唐、瓦日等铁路线煤炭运输量。在环渤海地区、山东省、长三角地区，2018年底前，沿海主要港口和唐山港、黄骅港的煤炭集港改由铁路或水路运输；2020年采暖季前，沿海主要港口和唐山港、黄骅港的矿石、焦炭等大宗货物原则上主要改由铁路或水路运输。钢铁、电解铝、电力、焦化等重点企业要加快铁路专用线建设，充分利用已有铁路专用线能力，大幅提高铁路运输比例，2020年重点区域达到50%以上。

(7月2日)【国务院政策例行吹风会上，交通运输部有关负责人介绍了《推进运输结构调整三年行动计划》的情况】

交通运输部制定了《推进运输结构调整三年行动计划》，以推进大宗货物运输“公转铁、公转水”为主攻方向，通过三年集中攻坚，到2020年实现全国铁路货运量较2017年增加11亿吨、增长30%，水路货运量增加5亿吨、增长7.5%，沿海港口大宗货物公路运输量减少4.4亿吨。

当前交通运输的问题主要集中在4个方面：一是综合运输体系结构不合理，公路货运量在全社会货运中占比过高，从2008年到2017年，铁路货运量虽然有所增加，但是占比却由13.2%下降到7.8%；二是各种运输方式的比较优势未能得到充分发挥，公路运输不同程度存在着车辆非法改装、超限超载以及过度竞争的问题，造成铁路的运价和公路的运价倒挂，降低了铁路的比较优势；三是综合运输组织化的水平不高，跨方式、一体化运输组织程度低，多式联运市场主体少，发展严重滞后；四是基础设施衔接不畅。各种运输方式规划建设、统筹协调不够，枢纽站场、集疏运体系不完善。

铁路单位货物周转量的能耗和污染物的排放仅为公路的七分之一和十三分之一。因此，调整运输结构，提高大宗货物和长距离运输的铁路货运比例，特别是打通海铁联运“最后一公里”，大幅提高集装箱海铁联运比例，成为发展综合运输的主要方向。

(7月2日)【中国铁路总公司将实施《2018-2020年货运增量行动方案》】

中国铁路总公司将实施《2018-2020年货运增量行动方案》，以进一步提升运输能力，降低物流成本，优化产品供给，到2020年，全国铁路货运量将达到47.9亿吨，较2017年增长30%。

方案明确提出，到2020年，全国铁路货运量达47.9亿吨，大宗货物运量占铁路货运总量的比例稳定保持在90%以上。其中，全国铁路煤炭运量达到28.1亿吨，较2017年增运6.5亿吨，占全国煤炭产量的75%，较2017年

产运比提高 15 个百分点；全国铁路疏港矿石运量达到 6.5 亿吨，较 2017 年增运 4 亿吨，占陆路疏港矿石总量的 85%，较 2017 年提高 50 个百分点；2018 至 2020 年，集装箱多式联运年均增长 30% 以上。

为落实铁路货运增量三年行动方案，中国铁路总公司制定了详细的时间表、路线图和配套措施，确保货运增量和运输结构调整目标如期实现。1、以扩充煤炭外运通道能力为着力点，深入挖掘运输潜力，为铁路货运增量行动提供可靠的运力保障；2、扩大万吨重载列车开行范围，形成大秦线、唐呼线、瓦日线、蒙华线四条万吨级重载线路；3、挖掘既有通道潜力，通过高铁开通，释放同向既有线运力，提升货运运能；4、强化机车车辆装备保障，加大投资力度，新购置一批大功率机车和货车，满足货运增量运输需要。

(7 月 27 日)【中铁总未来三年货运列车采购超千亿 将提振市场】(财新)

中国铁路总公司人士向财新记者透露，为配合三年货运增量行动，中铁总计划未来三年新购置货车 21.6 万辆、机车 3756 台，预计采购金额将超千亿元。

(8 月 7 日)【重返 8000 亿元 2018 年铁路投资将超原计划】(中国经营报)

中国铁路总公司人士 8 月 7 日对《中国经营报》记者确认，在铁路机车车辆投资增长和基建潮加速推进的双重刺激下，2018 年铁路固定资产投资额将重返 8000 亿元以上。

“复兴号”动车组方面，中铁总采购量需求急剧提升。2018 年上半年，中铁总已经招标了 145 标准列，总价约 246 亿元的“复兴号”。上述中铁总人士对《中国经营报》记者透露，2018 年下半年，中铁总还将有 100~150 列动车组采购，全年仅动车组采购金额接近 500 亿元。

中铁总人士对《中国经营报》记者透露，未来三年中铁总计划新购置货车 21.6 万辆、机车 3756 台。其中 2018 年购置货车 4 万辆，机车 188 台；2019 年购置货车 7.8 万辆，机车 1564 台；2020 年购置货车 9.8 万辆，机车 2004 台。这些机车车辆采购金额超过 1500 亿元。

中国中车股份有限公司人士对《中国经营报》记者表示，2018 年，中铁总对新造客运和货运机车车辆投资提升已成定局，如果再算上用于既有车辆维修的投资，全年机车车辆投资有望达到 1200 亿元。这与年初计划的 800 亿元的铁路装备投资相比，增长了 50%。

(8 月 8 日)【铁路规划再修编新增一批项目 今年铁路投资有望达 8000 亿】(21 世纪经济报道)

近期，一些地方在修订中长期铁路规划，新增了部分铁路项目。在加快基建补短板的要求下，有的项目将提前动工。

根据国家十三五规划纲要，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。到 2018 年年年底，全国铁路营业里程将达到 13.1 万公里，其中高铁为 2.87 万公里，已经接近完成“十三五”的目标。考虑到

2020 年的目标在 2019 年会提前完成，2025 年目标有调整是肯定的，2035 年的目标也会有更新。

21 世纪经济报道记者获悉，目前各地都在进行铁路中长期规划和“十三五”规划修编，大批新项目将诞生。

比如山东中长期铁路规划原先是“四纵四横”，目前是变为“四横六纵”，增加了“两纵”，其中滨州-淄博-临沂通道，作为与京沪二通道的平行高铁，在国家中长期规划中并不存在，目前为新修订增加的项目。

而类似新增的高铁项目，远远不只是山东省。比如江苏，该省修订的沿江铁路规划，里面涉及南京到宣城、南京到淮安等系列城际铁路，在国家中长期规划中都没涉及。

21 世纪经济报道了解到，本次修订中长期铁路规划，以及加快铁路投资后，很多原先“十四五”的项目，可能会提前到“十三五”动工，比如川藏铁路的雅安到林芝段。

3、行业投资复苏，招标预期回升，维持“买入”评级

我们认为，2018-2020 年高铁和城轨地铁处于通车高峰，市场对动车组和地铁列车的招标增长原本就有预期；但之前机车和货车招标的不确定性，使得上市公司业绩增长的确切性大打折扣。但随着铁总三年行动计划的一步步落实，机车和货车增长的趋势也已经确立，“木桶”的“短板”被补齐，行业增长的确切性进一步增强，对铁路设备行业的盈利和估值提升具有正面意义。

随着铁总投资额向上修正至 8000 亿，铁路基建、铁路车辆产业链均将受益，行业投资进入风口期。未来几年铁路货运相关设备需求大幅上升，动车组、城轨地铁市场将维持稳健增长。对时代电气而言，机车产品、动车组产品、地铁产品都将继续受益于行业需求的上升。

根据中期业绩，我们小幅下调公司 18 年盈利预测；根据铁总招标趋势变化，我们同时上调公司 19-20 年盈利预测。预计公司 18-20 年收入分别为 155.1 亿、193.2 亿、223.5 亿人民币，净利润分别为 26.2 亿、35.5 亿、41.4 亿人民币，对应 EPS 分别为 2.23/3.02/3.52 元人民币。维持目标价 52.0 港元，对应 19 年 15 倍 PE，维持“买入”评级。

4、风险分析

- 1、铁路行业政策执行方向或力度可能发生变化，影响行业投资和公司产品需求的风险；
- 2、铁路设备产品可能降价，影响公司业务盈利能力的风险；
- 3、新产品、新业务拓展不顺利的风险。

利润表 (百万元人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	14,658	15,144	15,507	19,324	22,350
营业成本	9,062	9,529	9,692	11,884	13,745
折旧和摊销	309	375	423	447	474
营业税费	111	136	124	155	179
销售费用	500	820	822	966	1,095
管理费用	1,806	2,037	2,093	2,512	2,883
财务费用	22	-32	-35	-47	-54
资产减值损失	269	134	91	105	94
公允价值变动损益	-6	6	0	0	0
投资收益	90	38	50	60	70
营业利润	2,972	2,564	2,771	3,809	4,478
利润总额	3,320	2,874	3,051	4,119	4,798
少数股东损益	10	39	30	32	34
归属母公司净利润	2,893	2,523	2,624	3,552	4,140

资产负债表 (百万元人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	23,735	26,650	28,190	32,724	37,441
流动资产	18,868	21,613	23,211	27,653	32,250
货币资金	3,203	3,808	4,577	5,267	6,695
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	5,317	6,249	6,887	8,400	9,716
应收票据	4,259	4,985	5,117	6,377	7,376
其他应收款	130	175	175	219	253
存货	3,241	3,498	3,617	4,484	5,218
非流动资产	4,867	5,037	4,978	5,071	5,192
可供出售投资	1	1	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	229	270	290	315	345
固定资产	2,825	2,718	2,705	2,714	2,738
无形资产	635	699	709	717	725
其他非流动资产	1,177	1,349	1,274	1,324	1,383
总负债	7,664	8,593	7,995	9,476	10,736
无息负债	7,402	8,289	7,893	9,374	10,635
有息负债	262	304	101	101	101
股东权益	16,071	18,057	20,195	23,248	26,706
股本	1,175	1,175	1,175	1,175	1,175
公积金	4,810	4,982	4,982	4,982	4,982
未分配利润	9,911	11,724	13,819	16,840	20,263
少数股东权益	264	292	322	354	388

现金流量表 (百万元人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1,448	1,469	1,838	1,648	2,611
净利润	2,893	2,523	2,624	3,552	4,140
折旧摊销	309	375	423	447	474
净营运资金增加	0	1,394	1,295	3,151	2,705
其他	-1,754	-2,823	-2,504	-5,502	-4,709
投资活动产生现金流	-499	-604	-386	-475	-520
净资本支出	-1,423	-433	-416	-510	-560
长期投资变化	-7	-42	-20	-25	-30
其他资产变化	930	-130	51	60	70
融资活动现金流	-1,336	-504	-683	-484	-663
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-1,212	42	-203	0	0
无息负债变化	-39	886	-396	1,481	1,260
净现金流	-384	356	769	690	1,428

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述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述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见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

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com	
	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	
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超		15158266108	liangc@ebscn.com
		金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
		王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
		郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
		凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
金融同业与战略客户		黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
		王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
私募业务部	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com	
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com		
任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com		
俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com		