

轨交板块中报综述：净利润小幅攀升，行业拐点向上确立

报告摘要：

收入下滑幅度收窄，净利润小幅攀升。2017 年上半年轨交板块核心标的营业总收入为 1082.73 亿元，同比下滑 2.84%；板块净利润为 64.27 亿元，同比增长 1.50%。我们对比 2016 年轨交板块核心标的总收入规模的同比增速来看，2017 年上半年轨交板块收入规模呈现出下滑区间收窄，同时净利润稳中有升的特点。轨交行业收入确认存在明显的季节性，一般来说，下半年收入和利润高于上半年，在 2017 年上半年总收入下滑收窄、净利润小幅攀升的情况下，下半年收入总规模有望超过去年，净利润出现增长。

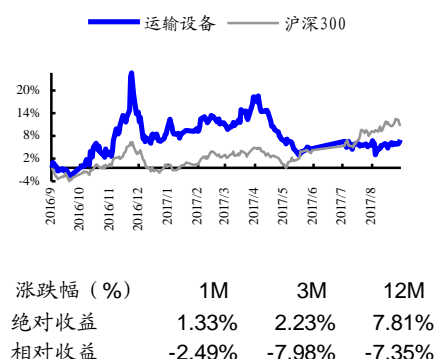
行业长期高景气，短期、中期催化因素不断。轨交板块中，铁路固定资产投资未来将维持在高位，“十三五”期间年均投资将在 8000 亿元，体量尽管整体弹性有限，但是细分领域仍存在高弹性的标的公司；城轨板块中，我们认为站在目前的时点看行业，是行业爆发式发展的前夜和起点，2016 年城市轨道交通新增营业里程为 535 公里，2017 年和 2018 年新增营业里程和通车里程都将超过 1000 公里，整个“十三五”期间城轨的城轨的新增营业里程同比增长 1.5 倍。

板块估值相对低位，行业利好因素叠加，估值持续修复。2017 年上半年，轨交板块核心标的持续回调，市场对于轨交设备招标、价格、及后市场放量以及订单收入确认节奏上存在疑虑。前期铁总与中车签署战略合作协议释放行业利好信息，从“量、价和后市场”打消市场疑虑。复兴号未来将招标 500 列，我们认为价格短期不会出现大幅下滑，同时铁路后市场高级修将逐渐放量。同时，在高铁提速、线路加密、海外输出以及高端装备制造政策支持等各方面因素刺激下，板块估值持续修复。

投资建议：行业向上拐点确立，行业中报净利润小幅增长，“下半年优于上半年，明年好于今年”是大概率事件，建议关注行业龙头与细分领域优质公司。轨交板块标的主要业务分布在机车车辆、轨交零部件、轨交信息化产品、铁路紧固件以及轨交核心系统。推荐轨交组合：中国中车、春晖股份、众合科技、康尼机电、鼎汉技术、永贵电器、佳都科技、中国通号，积极关注西南地区城轨标的运达科技和新筑股份。

风险提示：铁路固定资产投资规模低于预期；城轨推进节奏放缓；核心标的公司市场开拓遇阻；系统性风险。

历史收益率曲线



重点公司	投资评级
中国中车	买入
众合科技	买入
鼎汉技术	增持
时代新材	买入
康尼机电	买入
神州高铁	增持

相关报告

《轨交行业周报第 33 期：轨交边际改善，向上周期打开》

2017-09-04

《轨交行业周报第 32 期：拐点向上，继续看多》

2017-08-28

《轨交行业周报第 31 期：轨交板块处于估值低位，关注基本面积极变化》

2017-08-21

《轨交行业周报第 30 期：继续看多轨交行业，城轨与铁路建设稳健推进》

2017-08-14

证券分析师： 董佳敏

执业证书编号： S0550516050002

(021)20361230 djm@nesc.cn

研究助理： 邵桂龙

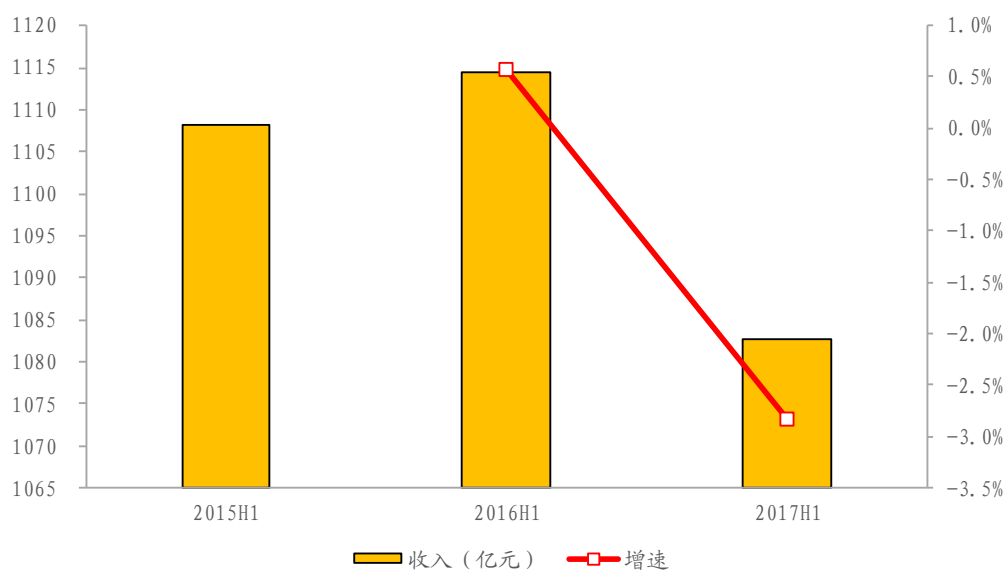
执业证书编号： S0550116080066

15221207326 taigl@nesc.cn

1. 板块收入下滑幅度收窄，利润规模小幅攀升

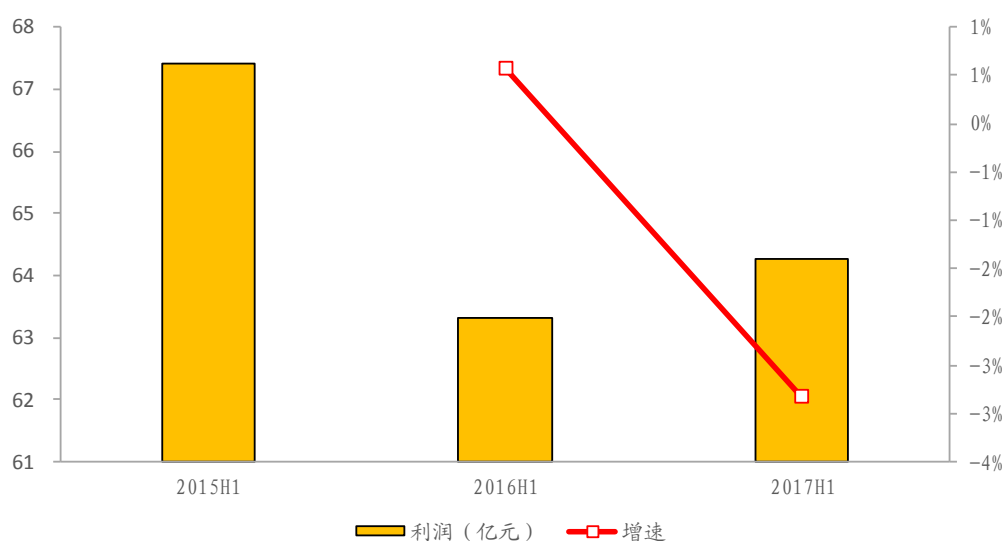
轨交行业订单具有明显的季节性和周期性，2017 年上半年轨交企业订单收入确认受上一会计年度影响明显。2016 年，铁路固定资产投资 8015 亿元，维持相对高位，但是弹性不足，动车组招标只在年末释放 105 列，导致 2017 年上半年订单交付较往年减少，轨交机车车辆龙头中国中车以及铁路相关零部件企业业绩在一季度整体出现大幅下滑，但是伴随行业招标增加，铁路投资建设加速，二季度出现明显回暖和好转。我们业绩，下半年伴随铁路固定资产投资的加速和城轨通车里程的增加，行业周期拐点向上。

图 1: 2015H1-2017H1 轨交板块标的公司收入总规模及其增速



数据来源：东北证券，Wind

图 2: 2015H1-2017H1 轨交板块标的公司利润总规模及其增速



数据来源：东北证券，Wind

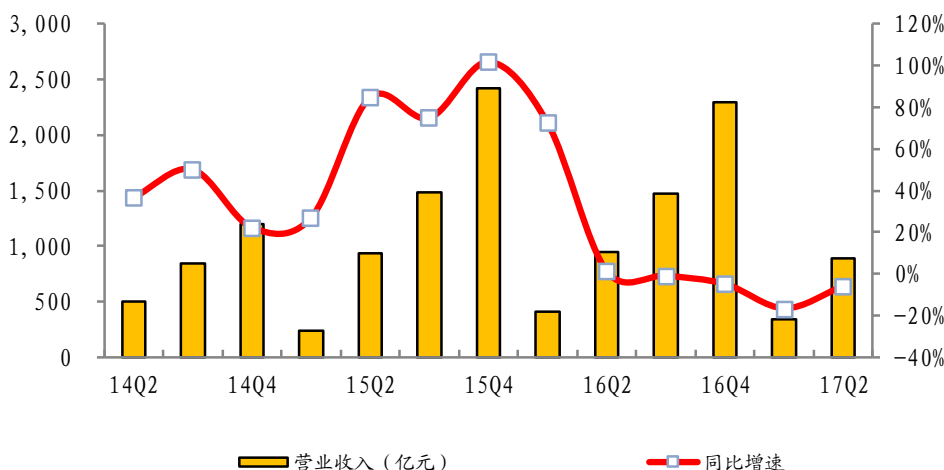
中车半年报业绩折射行业向好趋势，下半年逐渐向好，2018 年大概率优于 2017 年。

中国中车作为轨交行业龙头，二季度净利润环比一季度增长超过 200%，同比下降 10.02%，而一季度利润同比下降超过 70%，利润下滑幅度明显收窄。我们认为，下半年铁路固定资产投资加速，全年投资基本维持在 8000 亿体量，业绩有望持续改善。

2. 上半年铁路装备交付量减少，影响行业整体收入水平

以中国中车为例分析：上半年业绩下滑，主要受铁路装备业务板块和新产业业务板块影响。报告期内，铁路装备板块实现收入 424.20 亿元，同比下降 11.05%，其中机车、客车、动车和货车分别实现收入 82.22 亿元、19.74 亿元、207.02 亿元和 115.22 亿元，对应其同比变化为 141.61%、-35.78%、-45.96%和 297.04%，上半年铁路装备板块中货车和机车业务向好，收入同比大幅增长，客车与动车业务收入同比出现较大幅度下降。新产业业务的营业收入比上年同期下降 15.54%，主要是风电装备等业务本期交付量减少所致。

图 3：2014Q2 年-2017Q2 年公司季度收入变化



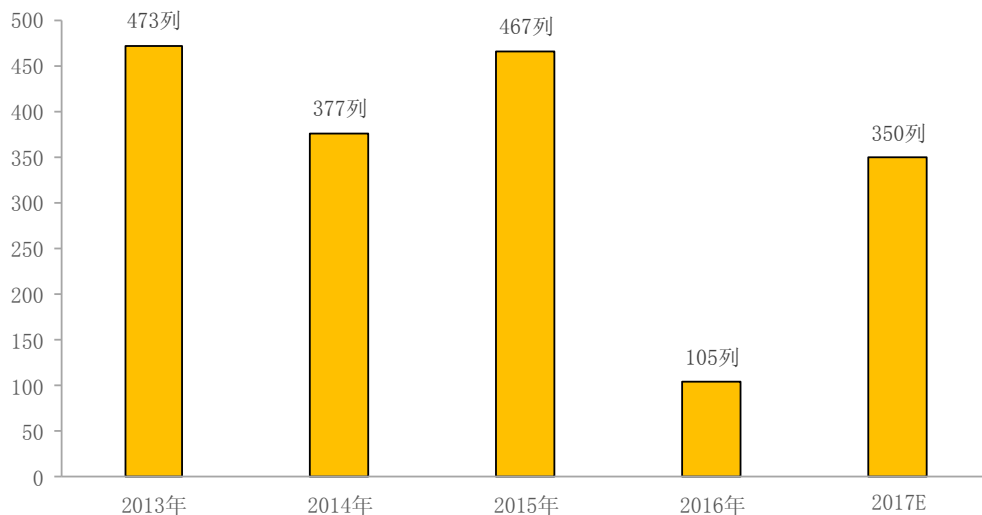
数据来源：东北证券，Wind

订单交付减少，主要在于 2016 年动车招标减少。我们认为，2016 年对于铁路机车车辆系统来讲是特殊时期，动车组、机车、货车招标都严重低于预期，原因有两个：一是 2016 年铁路系统人事布局没有完成，影响铁路系统招标；二是中国标动体系没有确立，同样对动车组招标产生不利影响。2016 年，铁总完成换帅，人事系统稳定，同时中国标动体系确立，中国中车获得中国标动的“准生证”。我们认为，在条件上 2017 年动车招标有望反弹。根据过往几年的数据，2016 年 105 列的招标是最低水平，2017 年招标反弹是可预期的。2017 年上半年，根据 Wind 公开数据统计显示，上半年动车招标 118 列，目前为止招标为 235 列（包括城际 CRH6 型车），全年招标有望在 350 列左右。

中国动车组保有量继续增加，过往年份中除了 2016 年严重低于预期，其他年份基本处在合理预期水平。从动车组采购数量上看，2013 年-2016 年铁总招标体量分别是 473 列、377 列、467 列和 105 列，中国动车组的保有列次和保有两次持续增加，2015 年动车组保有量为 1883 组和 17648 辆，同比增长 33%和 29%，十三五期间采购量增加，动车组的保有量也随之上升。根据我们的数据测算，2010 年到 2016 年

高铁线路密度持续增长到 22.92 公里/万平方公里，高铁动车组数量对应线路持续增加的密度保持在 0.86-1.03 辆/千米，随着高铁在客运方面的作用越来越突出、人均收入增加对高铁消费的促进以及人口流动需求的提升，我们假设高铁动车组对应高铁线路的密度在 1 辆/千米的密度，换算成标准动车组计算，在 2020 年动车组保有量将在 30000 辆左右，对应标准动车组为 3750 组。按照 2015 年动车组保有量在 1883 组的基础计算，2020 年保有量将实现翻倍的体量。按照密度方法测算，“十三五”期间高铁动车组保有量将实现翻番，年均复合增长率为 15%，在 2016 年严重低于预期的情况下，2017 年动车组招标乐观估计也将超过 350 列。

图 4：2013 年-2017 年动车采购列次及预测



数据来源：东北证券，Wind

综上，铁路装备招标下半年预期仍在，下半年高铁提速、线路加密、电气化改造、后市场放量以及装备出海等因素影响下，轨交龙头中国中车业绩积极向好，行业渐渐走出前期相对低谷，有望迎来稳定增长态势。

3. 城轨标的公司订单增多，行业处于爆发前夜

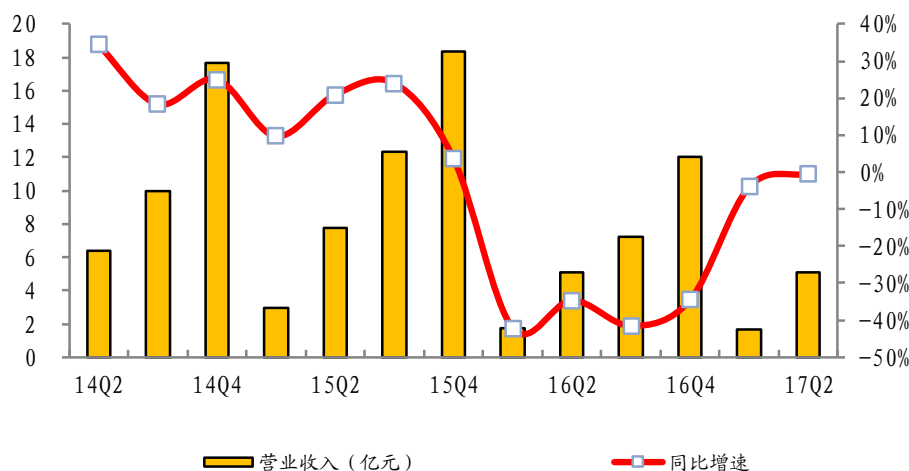
城轨产业是轨交行业中弹性较大的子领域。我们认为，铁路行业长期来看，不会保持过去 10 年的高速发展态势，但是投资体量维持高位，主要弹性在后市场，而城轨产业未来将维持高速增长，2016 年城轨新增营业里程 535 公里，我们预计 2017 年和 2018 年城轨新增营业里程和新开工里程将超过 1000 公里，整个“十三五”期间，新增营业里程同比增长近 1.5 倍。

我们以众合科技为例，2017 年上半年报告期内，公司实现营业收入 5.6 亿元，较上年同期减少 0.31%；利润总额-1169 万元，亏损额较上年同期收敛 62.01%；净利润-881 万元，亏损额较上年同期收敛 64.38%；主要利润指标较去年同期均呈现积极向好的变动趋势。主要原因为公司部分主营业务毛利率有所提升，且三项费用较上年同期减少。根据公司半年报，公司在三季度有望实现扭亏为盈。

众合科技 2015 年-2017 年轨交业务订单增速维持在 100% 增速，2017 年新增城轨业务订单有望突破 20 亿。2016 年，轨交信号系统市场规模在 50-60 亿元，伴随城市轨道交通的发展，2017 年城轨信号系统的市场规模在 110 亿元左右，伴随行业的风

生水起，公司轨交信号系统业务的订单也水涨船高。根据城轨数据，城市轨道交通将在全国范围内铺开，城轨相关标的的下半年业绩与订单将得到体现。

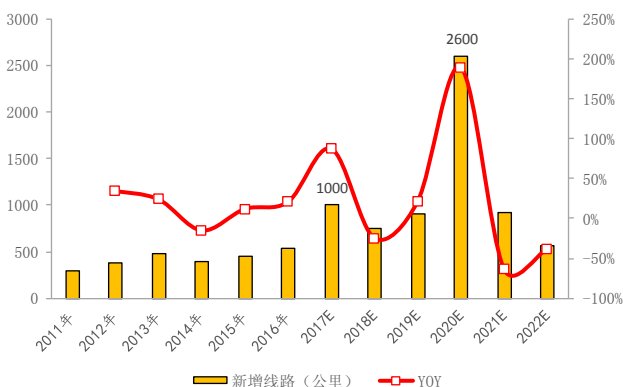
图 5：2014Q2 年-2017Q2 年公司季度收入变化



数据来源：东北证券，Wind

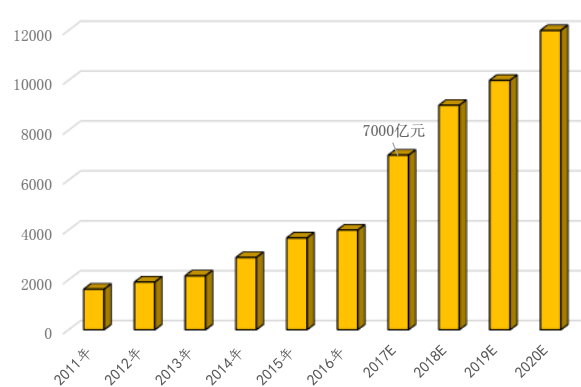
众合科技轨交业务订单在城轨产业发展的大趋势下持续增长，管中窥豹，可见一斑，城轨目前正处于行业大发展的前夜。按照我们国家和地方城市轨道交通规划，2016 年城轨新增里程 535 公里，2017 年-2022 年新增营业里程将超过 8000 公里，按照 2014 年和 2015 年城轨总投资额和新增线路计算每公里投资额大约在 6-7 亿元区间水平，“十三五”期间的实际投资将超过 3.5 万亿总额度，按照截至目前各个地方政府的城轨规划数据计算，2022 年城轨总投资额度在 5 万亿左右。站在目前时点看城轨产业，当下正是行业爆发的起点。

图 6：城市轨道交通运营线路里程及预测



数据来源：东北证券，中国城市轨道交通协会

图 7：中国城市轨道交通投资额变化及预测



数据来源：东北证券，中国城市轨道交通协会

4. 投资建议与风险提示

我们认为，目前行业向上拐点确立，行业中报净利润小幅增长，“下半年优于上半年，明年好于今年”是大概率事件，建议关注行业龙头与细分领域优质公司。轨交板块标的主要业务分布在机车车辆、轨交零部件、轨交信息化产品、铁路紧扣件以及轨交核心系统。推荐轨交组合：中国中车、春晖股份、众合科技、康尼机电、鼎汉技术、永贵电器、佳都科技、中国通号，积极关注西南地区城轨标的运达科技和

新筑股份。

风险提示：铁路固定资产投资规模低于预期；城轨推进节奏放缓；核心标的公司市场开拓遇阻；系统性风险。

分析师简介:

董佳敏: 上海交通大学机械学院工学硕士, 先后就职于上海通用汽车、宏源证券研究所, 2014年11月至今任职于东北证券研究咨询分公司中小市值分析师, 主要研究方向为新能源汽车产业链等新兴产业。

邱桂龙: 助理分析师, 复旦大学经济学学士、金融学硕士。主要研究领域为轨道交通产业、机械行业以及中小市值公司。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国 吉林省长春市

生态大街6666号
 邮编: 130119
 电话: 4006000686
 传真: (0431)85680032
 网址: <http://www.nesc.cn>

中国 北京市西城区

锦什坊街28号
 恒奥中心D座
 邮编: 100033
 电话: (010)63210800
 传真: (010)63210867

中国 上海市浦东新区

杨高南路729号
 邮编: 200127
 电话: (021)20361009
 传真: (021)20361258

中国 深圳南山区

大冲商务中心1栋2号楼24D
 邮编: 518000

机构销售

华北地区

销售总监 李航
 电话: (010) 63210890
 手机: 185-1501-8255
 邮箱: lihang@nesc.cn

华东地区

销售总监 袁颖
 电话: (021) 20361100
 手机: 136-2169-3507
 邮箱: yuanying@nesc.cn

华南地区

销售总监 邱晓星
 电话: (0755) 33975865
 手机: 186-6457-9712
 邮箱: qiuxx@nesc.cn