

神州高铁 (000008)

公司研究/点评报告

整线运维新模式落地，公司站在新的起点

点评报告/机械

2019年12月09日

一、事件概述

12月6日，公司发布关于投资建设运营三洋铁路项目的公告。公司拟在2021年底前分三次出资16亿元，获得三洋铁路项目公司13.25%的股权，成为项目公司第一大股东，预计带来未来3年建设期的42亿元设备及整线运营维保收入、30年运营期的540亿元运营收入+45亿元项目分红收入，共计约627亿元。

12月6日，公司发布关于参与投标天津地铁2号线、3号线轨道交通运营有限公司股权转让项目及相关线路运营项目的公告。公司拟投资不超过13.2亿元，与深圳前海新海津通投资合伙企业组成联合体，投标天津地铁2号线、3号线轨道交通运营有限公司51%股权及30年运营业务。

12月6日，公司控股股中国国投高新股权多元化签约仪式，国投高新引入新股东工行、农行、国新集团、华侨城，增资54.67亿元。

二、分析与判断

➤ **BOT模式打开新建线路整线运营市场，TOT模式推进既有线路整线运营市场**
自2017年起，公司布局转型整线运营商。历经3年摸索，公司逐渐形成以BOT模式打开新建线路整线运营市场、TOT模式推进既有线路整线运营市场的策略。

2019年5月，公司以BOT模式中标天津地铁7号线，标志着公司打开地铁的整线运营市场，整线运营实现从0到1的突破。本次以BOT模式拿下三洋铁路项目标志着公司打开货运铁路的整线运营市场。本次以TOT模式参与天津2号线、3号线，标志着公司运营业务向既有线路市场推进。

目前，公司已取得杭绍台高铁、台州S1号市域铁路、唐山港货运铁路、天津地铁7号线、三洋铁路的运维业务。

1、三洋铁路BOT模式项目

(1) 建设期：设备收入28.7亿元+运维收入13.3亿元，新增毛利不低于18.9亿元

三洋铁路分为洋口港-宿州（已建成）及宿州-三门峡两段（已开工，预计建设期为3年，2023年完工）。预计建设期内将取得28.7亿元设备收入+13.3亿元运维收入，运维收入来源于已建成线路及陆续通车的新建线路，合计20-22年分别产生约6、16.5、18.5亿元。按公司45%的综合毛利水平推算，新增毛利为18.9亿元。

(2) 运营期：运营收入540亿元（已签人工成本保护条款）+项目分红45亿元

30年运营期中，整线运营维保收入不低于18亿元/年，30年合计不低于540亿元。且根据协议，公司每年可获取的运营维保利润为开通运营换算公里数*合理人工成本，这意味着本项目公司运营利润将不受人工成本、通胀上升等因素的侵蚀。

三洋铁路与蒙华铁路（内蒙古煤炭运输干线）在三门峡接驳，东至洋口港，总长1100公里，年运输需求达到1.6亿吨。经国家发改委和河南省发改委批复，三洋铁路拥有独立永久运营权和自主定价权，运价在0.35元/吨公里以下自主定价。按照年运量6500万吨、运价0.12元-0.15元/吨公里合理测算，本项目年运输收入可达到50亿元至65亿元，预计平均每年来来自于项目公司运输业务的投资收益约1.5亿元，公司可享受收益累计不低于45亿元。

图表：三洋铁路项目带来的收入（按年列示）

	2020年	2021年	2022年	2023-2027	2028-2053
建设期—设备运维收入（亿元）	6	16.5	18.5		
运营期—运维收入（亿元）				18	18
运营期—项目分红收入（亿元）				0.4	1.75
收入合计（亿元）	6	16.5	18.5	18.4	19.75
毛利预计（亿元）	2.7	7.43	8.33	8.28	8.89

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

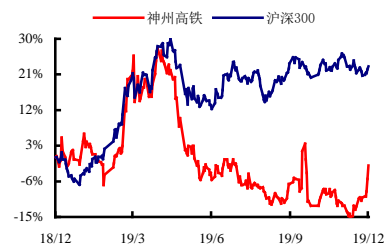
维持评级

当前价格：3.82元

交易数据 2019-12-6

近12个月最高/最低(元)	4.97/3.32
总股本(百万股)	2,781
流通股本(百万股)	2,594
流通股比例(%)	93.27
总市值(亿元)	106
流通市值(亿元)	99

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：010-85127653

邮箱：liuzhenyu@mszq.com

相关研究

1. 神州高铁(000008)点评：三季度收入持续增长，现金流进一步改善
2. 神州高铁(000008)深度：央企控股，铁路后市场全产业链运维空间广阔

2、天津地铁 2 号线、3 号线 TOT 项目

(1) 首个 TOT 模式项目，既有线路整线运营收入有望迅速放量

公司通过 TOT 模式开拓既有线路整线运营市场。TOT 模式下，公司通过少量投资立即承接整线运营管理、维保服务、更新改造等相关工作，运营收入有望迅速放量。

本项目中，公司及子公司拟以不超过 13.2 亿元的投资，投标天津 2 号线、3 号线 51% 的股权及 30 年运营期。运营期内，天津 2 号线、天津 3 号线项目公司可获取的政府采购的项目预算分别为 271.09 亿元、318.59 亿元，合计 589.68 亿元。政府采购项目预算已获天津市政府、天津市财政局批复。

(2) 智能维保设备换人+新线分流老线员工，两条措施降低城轨运营成本

公司以铁路装备起家，提供 400 余项轨道交通运营维保装备产品，业务覆盖车辆、信号、线路、供电、站场五大专业领域。公司预计将在天津 2 号线、3 号线上大量使用智能运营维保产品，一方面加快产品迭代速度、提升产品性能，另一方面通过机器换人降低运营成本。2 号线、3 号线已雇员工通过新建的天津 7 号线进行分流，老线新线协同，降低 3 条城轨运营的平均人力成本。

(3) 财政补贴兜底合理回报

本项目采用可行性缺口补助方式，回报来自使用者付费+政府财政补贴，财政补贴兜底项目的合理回报。

(4) 着力打造城轨运营标杆项目，建立强现金流的长期服务收入模式

城市轨交作为政府提供的必要公共交通服务，目前普遍处于亏损状态，给各级地方政府的财政带来巨大压力。若公司顺利运营天津 2 号线、3 号线，成功降低地铁运营成本，将在全国范围树立起长期、巨大的示范效应，有助于公司城轨整线运营订单的不断落地，形成强现金流的连锁化的运维服务模式。

三、投资建议

我们认为，轨道交通存量市场庞大，神州高铁作为运维后市场的领先者，将受益后市场集中度提高的趋势。整线运维模式虽然前期在资金上会面临一定的压力，但在国投集团和国投高新“增资、增信、升级、升能”的支持下，特别是国投高新引入所需关键资源的战略投资者，将助推公司商业模式的发展，带来收入和利润的高速增长，在控制股东提出的“增资、增信、升级、升能”支持下，我们认为公司已站在新的起点。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 22、18、14 倍，我们维持“推荐”评级。

四、风险提示：

后续新订单落地不及预期、回款周期太长、商誉减值风险。

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)	30.6	21.9	17.7	14.1
PB	1.3	1.3	1.2	1.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

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%
净利润率	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	30.6	21.9	17.7	14.1
PB	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	14.0	10.4	6.9	4.8
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

分析师简介

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。