

中国制造，龙头先行

——海外机械 2018 年度投资策略

海外行业年度报告

◆投资策略：中国制造，龙头先行

展望 2018 年，我们认为铁路设备行业将迎来新一轮需求高峰，油气设备与油服正受益于行业投资回暖，工程机械仍处于更新+升级高峰期。在行业转型升级过程中，龙头公司将继续整合资源，其盈利成长性将高于行业均值。

◆铁路设备行业：动车组、维保养护、城轨地铁三块细分市场将快速成长

国家铁路领域，随着线路由集中开工期进入集中通车期，设备投资占总投资的比例将上升；预计动车组、养路机械未来几年的招标有望出现较高增长。城轨地铁领域，高增长正由基建传导至设备领域；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%；城轨地铁设备需求将出现大幅增长。推荐中国通号、中车时代电气、中国中车。

◆油气设备与油服行业：油价回暖，油企开支增加，设备与服务需求回升

欧佩克延长减产协议至 2018 年 12 月，并将在 2018 年 6 月评估效果；原减产豁免国尼日利亚和利比亚加入限产，使欧佩克减产协议的有效性大大加强。随着油价回暖，美国页岩油产量回升，但不会再次导致油价暴跌；在页岩油革命后，高油价的时代很难重现，但中等油价就足以使行业出现恢复性的成长。随着油价回暖，活跃钻机数持续回升，油企支出增加，行业订单需求将随之回升，盈利能力逐渐改善。推荐安东油田服务、海隆控股、中集安瑞科。

◆工程机械行业：更新+升级高峰持续，关注行业龙头

展望 2018 年，由于基建投资增长持续，出口拓展空间广阔，以及上一轮销售高峰期的产品仍然处于更新换代期，工程机械的需求面仍将维持稳健增长。我们认为本轮工程机械更新周期尚未结束，未来行业销量在高基数的背景下虽然增速下滑，但结构将持续改善；特别是挖掘机由于其替代效应较强，增长空间更为广阔。推荐中国龙工、中联重科。

◆风险分析：铁路招标延迟风险、油价波动风险、固投增速下行风险、出口市场变化风险、汇率风险

证券代码	公司名称	股价港元	EPS (人民币)			PE			投资评级
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	
3969.HK	中国通号	5.92	0.35	0.42	0.51	14.4	12.0	9.9	买入
3898.HK	中车时代电气	50.65	2.47	2.35	2.90	17.4	18.3	14.8	买入
1766.HK	中国中车	7.90	0.41	0.39	0.47	16.4	17.2	14.3	增持
1786.HK	铁建装备	1.81	0.31	0.10	0.22	5.0	15.4	7.0	增持
3337.HK	安东油田服务	0.84	-0.06	0.02	0.05	NA	35.7	14.3	买入
1623.HK	海隆控股	1.09	0.07	0.08	0.10	13.2	11.6	9.3	买入
3899.HK	中集安瑞科	6.60	-0.48	0.16	0.36	NA	35.1	15.6	买入
2883.HK	中海油田服务	7.40	-2.40	0.03	0.15	NA	209	41.9	增持
1251.HK	华油能源	0.54	-0.19	-0.04	0.02	NA	NA	23.0	增持
0196.HK	宏华集团	0.66	-0.12	-0.16	-0.05	NA	NA	NA	中性
0206.HK	TSC 集团	0.85	-1.22	-0.11	-0.07	NA	NA	NA	中性
3339.HK	中国龙工	3.31	0.11	0.21	0.26	25.6	13.4	10.8	买入
1157.HK	中联重科	3.27	-0.12	0.21	0.20	NA	13.2	13.9	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测；股价与估值基准为 2017 年 12 月 22 日收盘价

增持（维持）

分析师

陈佳宁 (执业证书编号：S0930512120001)

021-22169162

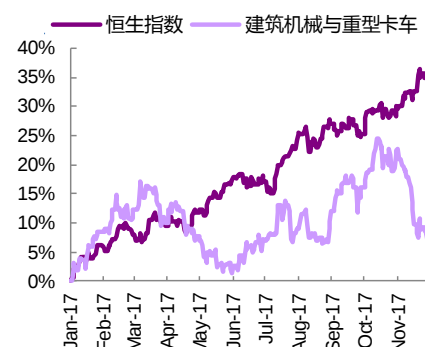
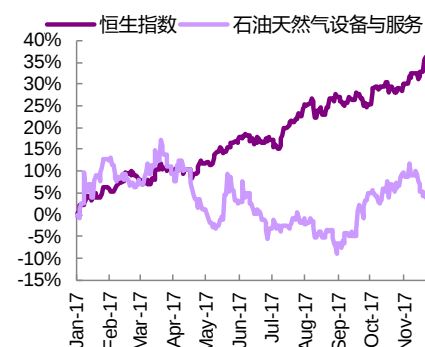
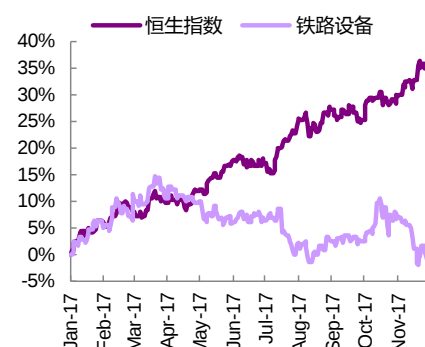
chenjianing@ebsecn.com

秦波 (执业证书编号：S0930514060003)

021-22169323

qinbo@ebsecn.com

行业与指数对比图



报告目录

1、 铁路设备行业：动车组、维保养护、城轨地铁三块细分市场将快速成长	6
1.1、 国家铁路：进入“十三五”通车高峰，动车组招标量将显著上升	6
1.1.1、 高速铁路年通车里程进入上升期	6
1.1.2、 铁总公司制改革加速推进，有利于行业长期发展	8
1.1.3、 招标随通车进入快速上升期，设备类公司确定性受益	9
1.1.4、 “十三五”期间铁路维保养护市场迎来高速增长	11
1.2、 城轨地铁市场高速增长正由基建传导至设备领域	13
1.3、 “一带一路”战略下，铁路设备海外出口潜力巨大	14
1.4、 铁路设备行业投资策略：动车组、维保养护、城轨地铁三块细分市场将快速成长	16
2、 油气设备与油服行业：油价回暖，油企开支增加，设备与服务需求回升	17
2.1、 欧佩克严格限产，原油供需迎来再平衡	17
2.2、 美国页岩油产量随油价回升，构成油价回暖的最大阻碍	18
2.3、 原减产豁免国加入协议，2018 年原油供需有望接近平衡	20
2.4、 油价复苏逐渐传导至油气设备与油田服务行业	21
2.5、 油气设备与油服行业投资策略：油价回暖，油企开支增加，设备与服务需求回升	23
3、 工程机械行业：更新+升级高峰持续，关注行业龙头	25
3.1、 投资增速下行，但工程机械更新换代需求大幅增长	25
3.2、 全年工程机械产品销售维持高速增长	27
3.3、 龙头公司销售增长迅速，行业集中度上升	30
3.4、 受益“一带一路”，出口快速增长	31
3.5、 工程机械行业投资策略：更新+升级高峰持续，关注行业龙头	33
4、 重点公司预测与评级	34
4.1、 铁路设备行业：动车组、维保养护、城轨地铁三块细分市场将快速成长	34
4.1.1、 中国通号 (3969.HK)：业绩稳健增长，城轨和海外订单将进入高增长期	34
4.1.2、 中车时代电气 (3898.HK)：机车、城轨和养路机械产品收入大幅增长，动车组产品收入将进入上升期 ...	36
4.1.3、 中国中车 (1766.HK)：Q3 利润增速转正，动车组业务步入复苏期	38
4.2、 油气设备与油服：油价回暖，油企开支增加，设备与服务需求回升	39
4.2.1、 安东油田服务 (3337.HK)：Q3 新签订单同比增长 50%，业绩复苏强于同行	40
4.2.2、 海隆控股 (1623.HK)：俄罗斯项目投产，钻杆销售大增	42
4.2.3、 中集安瑞科 (3899.HK)：能源装备业务回暖明显，盈利能力将触底回升	44
4.3、 工程机械行业：更新+升级高峰持续，关注行业龙头	46
4.3.1、 中国龙工 (3339.HK)：土方机械和叉车销售增长持续	46
4.3.2、 中联重科 (1157.HK)：出售环卫机械业务股权，工程机械板块销售强劲复苏	48
4.4、 重点公司盈利预测与评级	50
5、 风险分析	51

图表目录

图表 1：国内铁路旅客发送量不断增长（单位：亿人次）	6
图表 2：全国铁路里程变化预测（单位：万公里）	7
图表 3：高速铁路年通车里程变化预测（单位：公里）	7
图表 4：铁路行业固定资产投资额变化（单位：亿人民币）	8
图表 5：固投计划与实际完成情况对比（单位：亿人民币）	8
图表 6：铁总公司制改革影响深远	9
图表 7：铁路机车近期招标情况（单位：台）	9
图表 8：铁路货车近期招标情况（单位：辆）	9
图表 9：动车组近期招标情况（单位：标准列）	10
图表 10：2016-2017 迄今铁总招标产品数量对比	10
图表 11：铁路设备相关行业生命周期	11
图表 12：铁路行业投资将出现结构性增长	11
图表 13：高铁里程占比快速增加，电务维保需求迅速上升	12
图表 14：动车组检修周期	12
图表 15：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）	13
图表 16：城市轨道交通固定资产投资变化（单位：亿人民币）	13
图表 17：城市轨道交通与国家铁路投资对比（单位：亿人民币）	13
图表 18：城市轨道交通运营里程变化（单位：公里）	14
图表 19：城市轨道交通年通车里程变化（单位：公里）	14
图表 20：中国中铁与中国铁建在铁路领域新签订单金额（单位：亿人民币）	14
图表 21：铁路近期海外项目进展统计	15
图表 22：全球原油供需变化（单位：百万桶/日）	17
图表 23：全球原油供需差额（单位：百万桶/日）	17
图表 24：美国商业原油库存量变化（单位：千桶）	18
图表 25：美国页岩油产区钻井数出现回升（单位：台）	18
图表 26：2014 年美国页岩油气部分公司年产量与成本线分布	19
图表 27：2016 年美国页岩油气部分公司年产量与成本线分布	19
图表 28：美国页岩油产量持续回升（单位：百万桶/日）	19
图表 29：原减产豁免国原油产量变化（单位：百万桶/日）	20
图表 30：同年度 Q3 与 Q2 全球原油需求差值（单位：百万桶/日）	20
图表 31：全球原油需求预计维持温和上升趋势（单位：百万桶/日）	21
图表 32：三大油勘探与开发固定资产投资随油价回升（单位：亿人民币）	21
图表 33：全球活跃钻机数与原油价格变化对比（左轴单位：台；右轴单位：美元/桶）	22
图表 34：美国活跃钻机数与原油价格变化对比（左轴单位：台；右轴单位：美元/桶）	22
图表 35：Permian 产区活跃钻机数量变化（单位：台）	23
图表 36：国内固定资产投资同比增速变化	25

图表 37：本轮工程机械销量增长与上游数据出现背离	26
图表 38：挖掘机年度销量变化（单位：台）	26
图表 39：汽车起重机年度销量变化（单位：台）	26
图表 40：挖掘机更新换代需求测算（单位：万台）	26
图表 41：汽车起重机更新换代需求测算（单位：万台）	27
图表 42：挖掘机更新换代需求测算结果（单位：台）	27
图表 43：汽车起重机更新换代需求测算结果（单位：台）	27
图表 44：挖掘机月度销量同比增速显著回升	28
图表 45：装载机月度销量同比增速显著回升	28
图表 46：小松挖机开机小时数回暖并维持高位	28
图表 47：工程机械主要产品销量月度同比增速变化	29
图表 48：挖掘机行业销量（单位：台）	29
图表 49：装载机行业销量（单位：台）	29
图表 50：推土机行业销量（单位：台）	29
图表 51：压路机行业销量（单位：台）	29
图表 52：汽车起重机行业销量（单位：台）	30
图表 53：履带起重机行业销量（单位：台）	30
图表 54：随车起重机行业销量（单位：台）	30
图表 55：叉车行业销量（单位：台）	30
图表 56：分产品代表性上市公司销量同比增速变化	30
图表 57：工程机械行业出口销量分析	31
图表 58：挖掘机出口量（单位：台）	31
图表 59：挖掘机出口占比	31
图表 60：装载机出口量（单位：台）	32
图表 61：装载机出口占比	32
图表 62：推土机出口量（单位：台）	32
图表 63：推土机出口占比	32
图表 64：压路机出口量（单位：台）	32
图表 65：压路机出口占比	32
图表 66：铁路设备板块盈利预测、估值与投资评级	34
图表 67：中国通号收入情况（单位：百万元人民币）	35
图表 68：中国通号净利润情况（单位：百万元人民币）	35
图表 69：中国通号分部收入情况（单位：百万元人民币）	36
图表 70：中国通号盈利能力变化	36
图表 71：中车时代电气收入情况（单位：百万元人民币）	37
图表 72：中车时代电气净利润情况（单位：百万元人民币）	37
图表 73：中车时代电气分部收入情况（单位：百万元人民币）	37
图表 74：中车时代电气盈利能力变化	37

图表 75：中国中车收入情况（单位：百万元人民币）	39
图表 76：中国中车净利润情况（单位：百万元人民币）	39
图表 77：中国中车分部收入情况（单位：百万元人民币）	39
图表 78：中国中车盈利能力变化	39
图表 79：油气设备与油服板块盈利预测、估值与投资评级	40
图表 80：安东油田服务收入情况（单位：百万元人民币）	41
图表 81：安东油田服务净利润情况（单位：百万元人民币）	41
图表 82：安东油田服务分部收入情况（单位：百万元人民币）	42
图表 83：安东油田服务盈利能力变化	42
图表 84：海隆控股收入情况（单位：百万元人民币）	43
图表 85：海隆控股净利润情况（单位：百万元人民币）	43
图表 86：海隆控股分部收入情况（单位：百万元人民币）	43
图表 87：海隆控股盈利能力变化	43
图表 88：中集安瑞科收入情况（单位：百万元人民币）	45
图表 89：中集安瑞科净利润情况（单位：百万元人民币）	45
图表 90：中集安瑞科分部收入情况（单位：百万元人民币）	45
图表 91：中集安瑞科盈利能力变化	45
图表 92：工程机械板块盈利预测、估值与投资评级	46
图表 93：中国龙工收入情况（单位：百万元人民币）	47
图表 94：中国龙工净利润情况（单位：百万元人民币）	47
图表 95：中国龙工分部收入情况（单位：百万元人民币）	47
图表 96：中国龙工盈利能力变化	47
图表 97：中联重科收入情况（单位：百万元人民币）	49
图表 98：中联重科净利润情况（单位：百万元人民币）	49
图表 99：中联重科分部收入情况（单位：百万元人民币）	49
图表 100：中联重科盈利能力变化	49
图表 101：重点公司盈利预测、估值与投资评级	50

1、铁路设备行业：动车组、维保养护、城轨地铁三块细分市场将快速成长

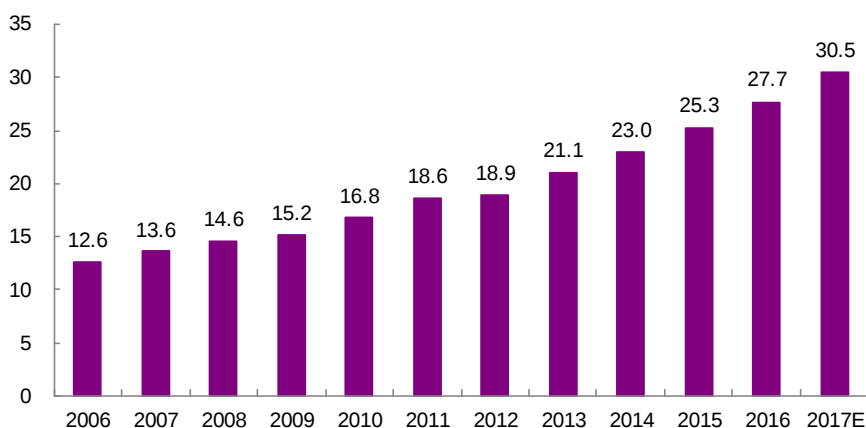
1.1、国家铁路：进入“十三五”通车高峰，动车组招标量将显著上升

1.1.1、高速铁路年通车里程进入上升期

在铁路“十三五”建设的顺利推进下，国家铁路正从阶段性的建设高峰期，逐渐进入阶段性的通车高峰期。我们认为，与通车期密切相关的铁路车辆、信号控制系统等产业，将迎来需求的快速增长。

2016-2017 年是国家铁路新线通车的小年，但我们预计国内铁路客运量仍将维持年复合 10% 左右的增速。这主要是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。

图表 1：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

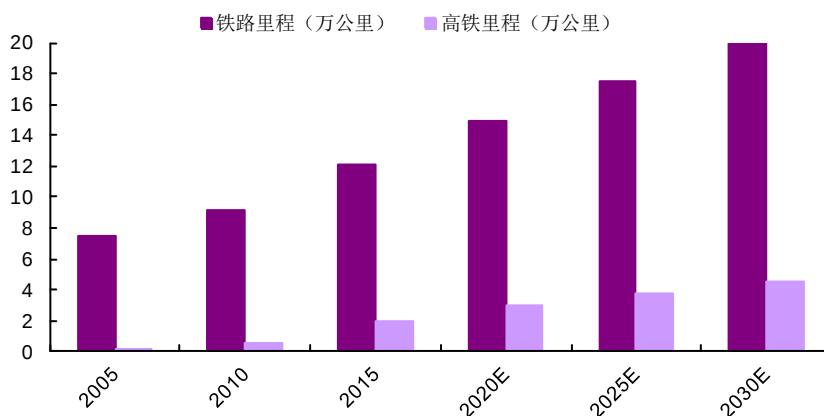
由于近两年重点高铁线路客运量增速超过车辆增速，上座率不断提升。快速增长的客流量，又反过来推动铁路新线建设和车辆加密的需求。根据 2017 年 11 月正式发布的《铁路“十三五”发展规划》，以及 2016 年通过的《中长期铁路网规划（2030 年）》，“四横四纵”的铁路网将扩建为“八纵八横”。国家铁路，特别是高速铁路，仍然是未来基建投资的重点领域。

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。

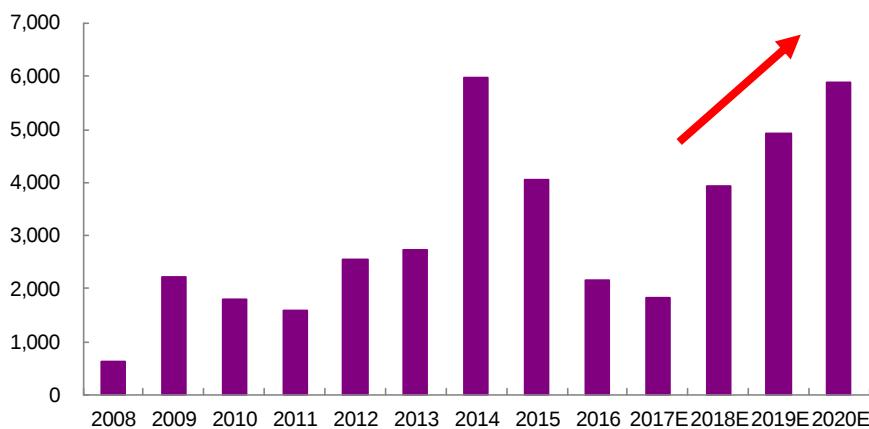
图表 2：全国铁路里程变化预测（单位：万公里）



资料来源：发改委，光大证券研究所预测

实际上，根据我们对在建线路的统计，**2017-2020 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 3 万公里的规模。动车组的需求有望随之出现快速增长。**

图表 3：高速铁路年通车里程变化预测（单位：公里）



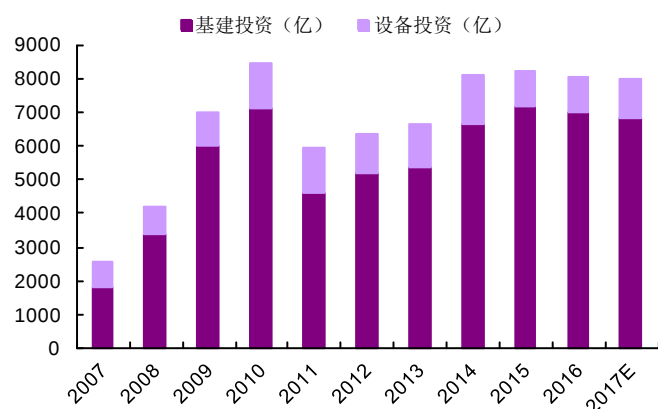
注：里程预测计入了地方城际铁路，和改造提速后实际可以运行动车组的线路。

资料来源：中国铁路总公司，光大证券研究所预测

我们预计 2017-2020 年国家年均铁路投资总额将稳定在 8000 亿左右。第一，快速增长的铁路客流，是推动铁路建设的根本动力；第二，在供给侧改革的大背景下，为托底 GDP 增速，产能尚未过剩的铁路行业投资有望成为保障经济增速的重点；第三，各地“十三五”计划中新增大量的铁路发展规划，为未来发展留出充足空间。

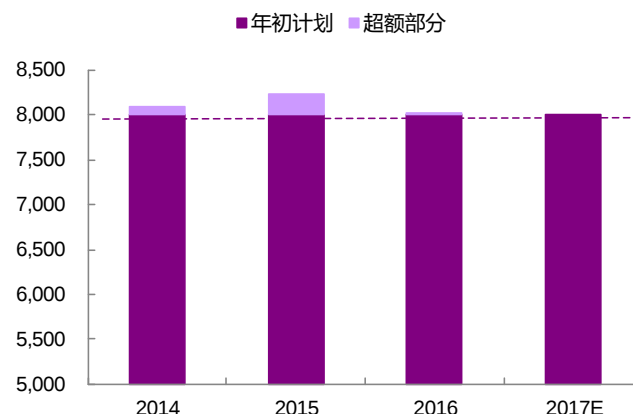
随着线路由集中开工期进入集中通车期，设备投资占总投资的比例将有所上升。因此对于铁路设备行业而言，其实际对应的国内市场空间仍然维持增长趋势。

图4：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5：固投计划与实际完成情况对比（单位：亿人民币）



资料来源：统计局，光大证券研究所预测

1.1.2、铁总公司制改革加速推进，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 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。

国家发改委综合运输研究所管理与政策研究室主任李埏指出，把路局改成集团公司，可以让它们有更大的自主权，与社会资本衔接；对引入民营资本、推进供给侧结构性改革有很大的作用。

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。

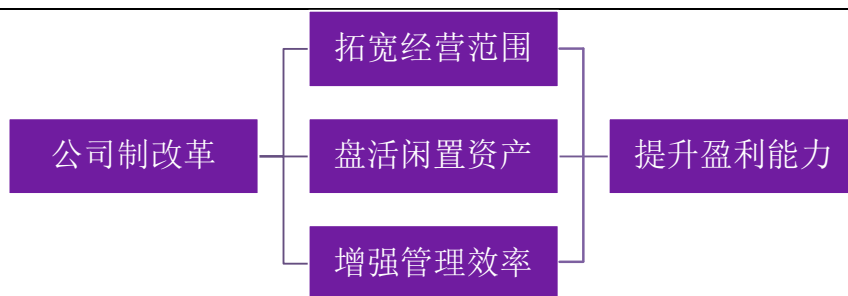
由于铁路票价制定时考虑到社会公平，定价偏低；加上铁路建设投资大、回报期长，铁路总公司近年来亏损不断，负债率有所上升。但实际上，铁路总公司坐拥巨量土地储备，其可开发利用的土地分布在 18 个铁路局的 31 个省、市、自治区，达到 3 亿平方米。持续盈利的港铁公司，正是通过房地产开发业务，而非线路运营，实现了良好的整体盈利。我们认为通过公司制改革，铁路总公司的闲置土地资产将得到加速开发，这有望大幅改善其现金流，提升整体盈利能力。

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、一汽集团、顺丰控股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。

图表 6：铁总公司制改革影响深远



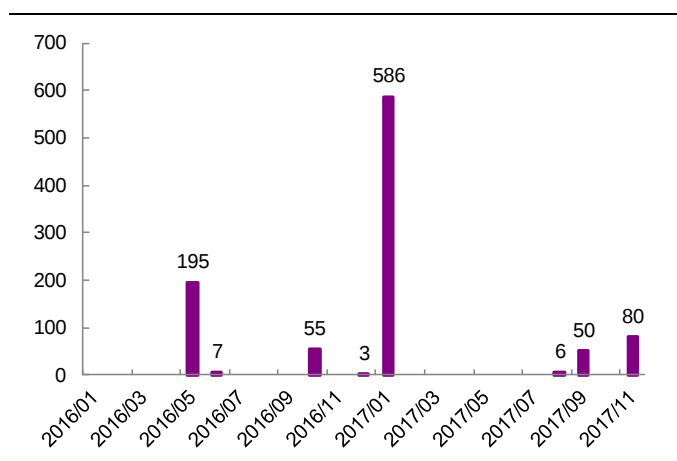
资料来源：光大证券研究所

1.1.3、招标随通车进入快速上升期，设备类公司确定性受益

设备招标方面，在铁总改革、人员变动频繁的背景下，2016 年的铁路设备招标出现了不同程度的延迟，直接影响相关上市公司 2017 年产品销售。但随着高铁进入“十三五”集中通车期，2017-2018 年铁路设备招标量将大幅上升，带来中长期布局相关标的的机会。

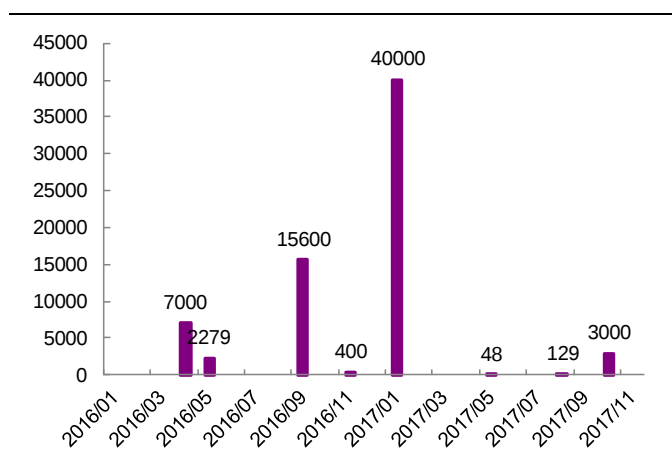
在 2016 年的招标延迟之后，我们认为铁路行业十三五稳健增长的规划仍然会完成，行业后几年的投资将相应出现反弹。进入 2017 年，铁总的铁路设备招标出现明显好转迹象。1 月 19 日，铁总就启动了年内首次铁路货车招标，数量达 40000 辆；在不考虑型号差异的前提下，单次招标从数量上已高于 2016 年全年 25000 辆左右的招标量。1 月 26 日，铁总启动了自成立以来规模最大的一次机车招标，单次招标机车 586 台，总价约为 107 亿元，招标数量远高于 2016 年全年 260 台的招标量。

图表 7：铁路机车近期招标情况（单位：台）



资料来源：中国铁路总公司

图表 8：铁路货车近期招标情况（单位：辆）

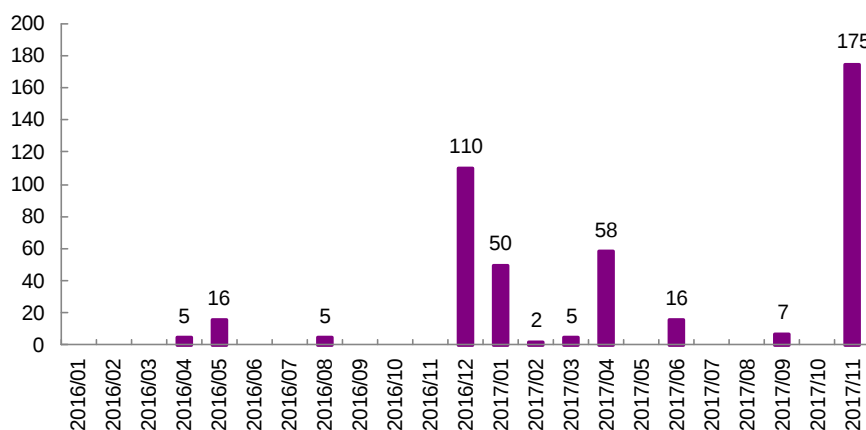


资料来源：中国铁路总公司

动车组方面，铁总的招标已经从以往的少批次大订单模式，改为比较灵活的多批次小订单模式。进入 2017 年，铁总多次启动动车组招标，折合动车组数量回升至 313 标准列。其中，铁总在 4 月首次采购中国标准动车组“复兴号”50 标准列后，11 月再次采购“复兴号”175 标准列。

我们预计铁总今年“复兴号”动车组的采购价格位于 1.70 亿-1.72 亿元/标准列的区间，175 标准列采购总价达 300 亿元左右。从单价看，“复兴号”动车组列车较同等级“和谐号”动车组列车降价约 5%。但由于“复兴号”中国标准动车组采用自主技术，在供应链和技术方面能够降低成本，因此小幅降价对车辆供应商的利润率冲击有限。

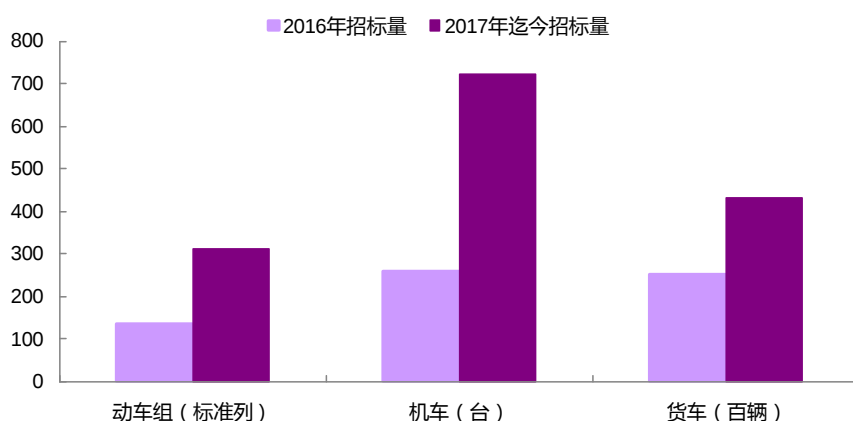
图表 9：动车组近期招标情况（单位：标准列）



资料来源：中国铁路总公司

由于 2016 年至今的动车组招标量绝对值仍然较少，我们预计后续铁总仍有多批次动车组招标待启动。随着“复兴号”顺利投产，之前受到压制的动车组订单有望出现快速回暖，并带动 2018 年中国中车、中车时代电气的动车组板块收入回升。2016 年铁总动车组仅招标 136 标准列，但 2017 年招标超过 300 列，同比大幅回升；我们预计铁总 2018 年有望招标 400 列左右的动车组。

图表 10：2016-2017 迄今铁总招标产品数量对比



资料来源：中国铁路总公司

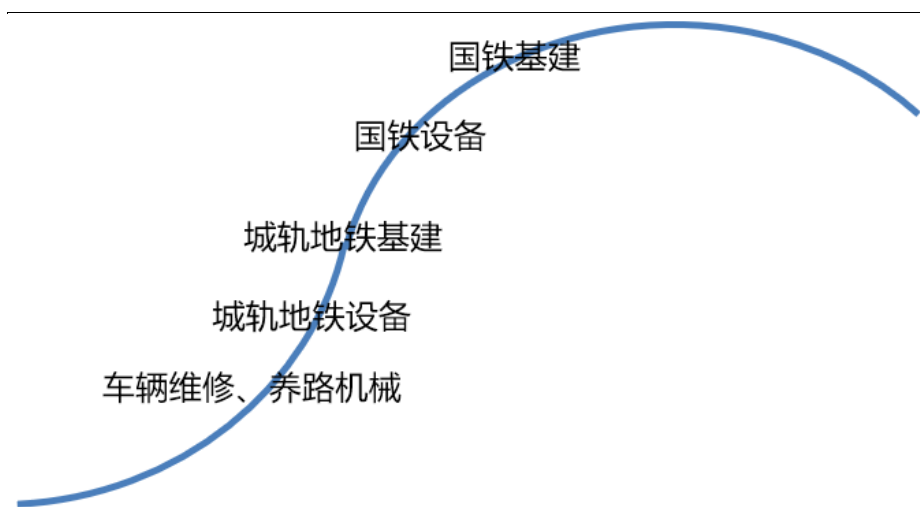
我们认为，2016 年铁总的招标情况特殊，不代表行业的发展趋势；2017 年的设备采购已出现显著回升，符合我们预期。2017 年机车、货车、动车组的招标均已启动，我们预计后续动车组仍有新招标待启动。随着补偿性招标的不断出现，铁路设备相关公司有望迎来中长期布局的机会。

1.1.4、“十三五”期间铁路维保养护市场迎来高速增长

我们在 2017 年度以及 2017 中期策略报告中一直强调：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。

图表 11：铁路设备相关行业生命周期



资料来源：光大证券研究所

因此，我们认为虽然铁路整体投资额维持稳定，但随着线路进入集中通车期，对于设备和维保养护行业，其增长的空间仍然非常广阔。

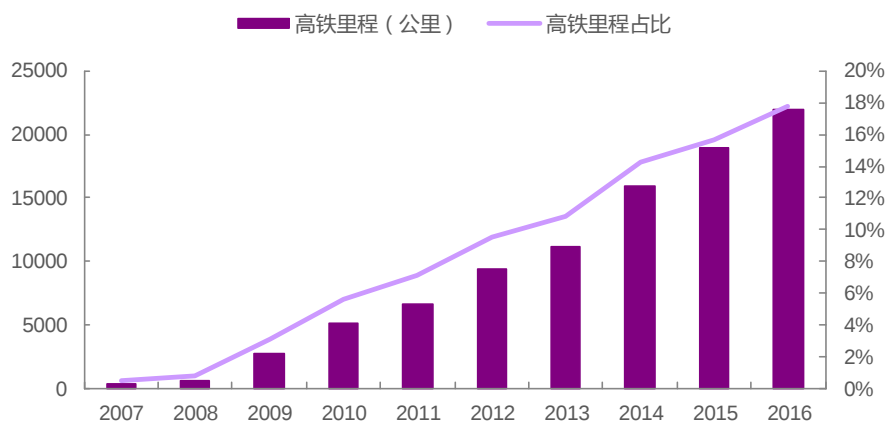
图表 12：铁路行业投资将出现结构性增长

	十一五	十二五	十三五
铁路固定资产投资 (亿元)	24300	35800	35000-38000
		+47.3%	持平略增
铁路设备投资 (亿元)	3300	5300	6500-7000
		+60.6%	+ (23%-32%)
大型养路机械新增保有量 (台)	800	1500	2200
		+87.5%	+46.7%

资料来源：中国铁路总公司、光大证券研究所预测

在之前的报告中，我们已预测铁总“十三五”期间大型养路机械采购金额将增长 40%。除了采购金额的增长，随着高速铁路通车里程占比的快速增长，铁路电务相关的养护需求正在迅速提升。中车时代电气 2017 年大型养路机械板块 JJC 接触网检修作业车的数个订单，正是来自于电务领域新增的养护需求。

图表 13：高铁里程占比快速增加，电务维保需求迅速上升



资料来源：中国铁路总公司

在直接对应维保需求的大型养路机械以外，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。

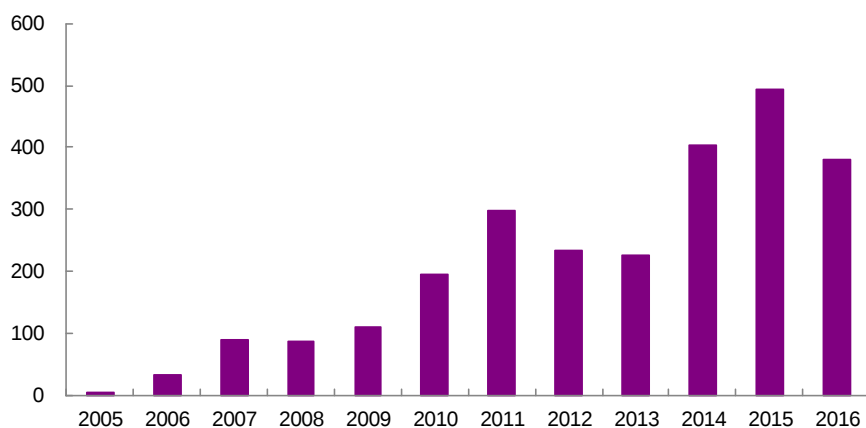
图表 14：动车组检修周期

修程 车型	一级检修	二级检修	三级检修	四级检修	五级检修
CRH1A	4000±400 公里 或运用 48 小时	另行公布	120±10 万公里 或 3 年	240±10 万公里 或 6 年	480±10 万公里 或 12 年
CRH1B					
CRH1E					
CRH5A	5000±500 公里 或运用 48 小时	另行公布	120±12 万公里 或 3 年	240±12 万公里 或 6 年	480±12 万公里 或 12 年
CRH3C	4000±400 公里 或运用 48 小时	另行公布			
CRH380B					
CRH380BL					
CRH380CL					
CRH2A	4000±400 公里 或运用 48 小时	另行公布	60 ^{+2.5} ₋₅ 万公里 或 1.5 年	120 ⁺⁵ ₋₁₀ 万公里 或 3 年	240±10 万公里 或 6 年
CRH2B					
CRH2E					
CRH2C (一阶段)					
CRH2C (二阶段)					
CRH380A					
CRH380AL					

资料来源：中国铁路总公司

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。

图表 15：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）



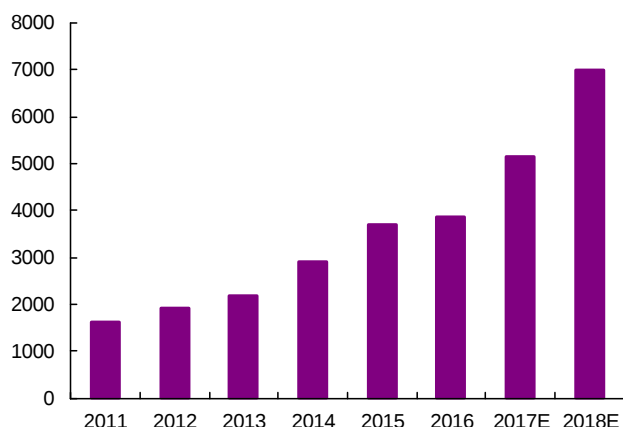
资料来源：中国铁路总公司

1.2、城轨地铁市场高增长正由基建传导至设备领域

在“十三五”期间，接棒国家铁路，城市轨道交通市场已进入投资端和基建端的高速增长期，近几年需求将传导至车辆和信号控制系统领域。根据 2016 年发布的《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，2016-2018 三年，全国城市轨道交通（地铁）投资额将达到 1.6 万亿。而 2013-2015 年的城轨地铁市场投资仅 8000 亿。以此计算，城市轨道交通市场的计划投资额三年翻倍，折合年复合增长率高达 26%。

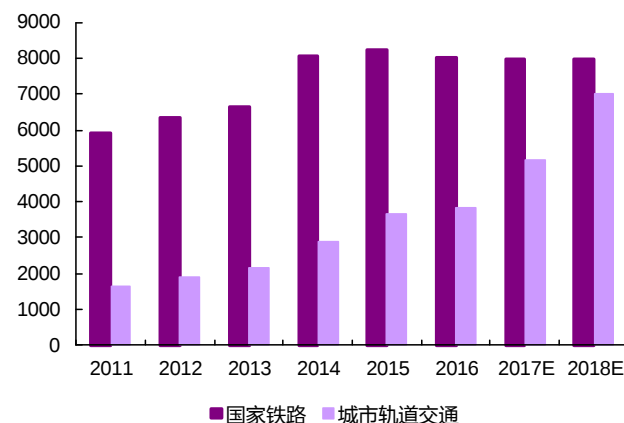
实际上，从 2014 年起，中国的城市轨道交通投资就进入了高速增长期。2013 年，城市轨道交通市场投资规模仅相当于国家铁路投资规模的 30%；但到 2018 年，城市轨道交通市场的投资规模就有望大幅增长至国家铁路投资规模的 80% 左右。受此影响，整个城市轨道交通产业链，包括基建、信号控制系统、车辆等，均将先后迎来新一轮高速发展期。

图表 16：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

图表 17：城市轨道交通与国家铁路投资对比（单位：亿人民币）

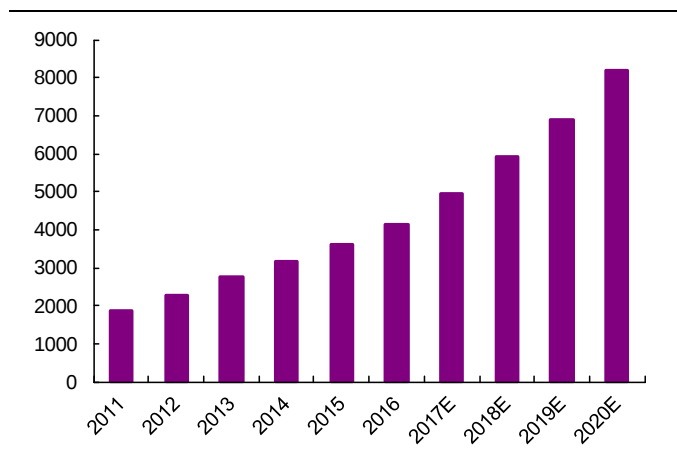


资料来源：中国城市轨道交通协会，中国铁路总公司，光大证券研究所预测

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 2016 年的 4000 多公里。目前全国轨道交通在建里程超过 5000 公里，大部分将

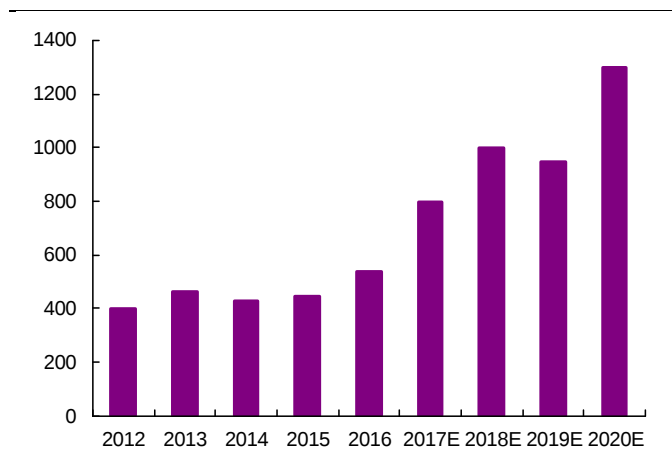
于“十三五”期间建成。到 2020 年，全国轨道交通总里程有望达到 8000 公里，较 2015 年 3600 公里的总里程增长 120%。

图表 18：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

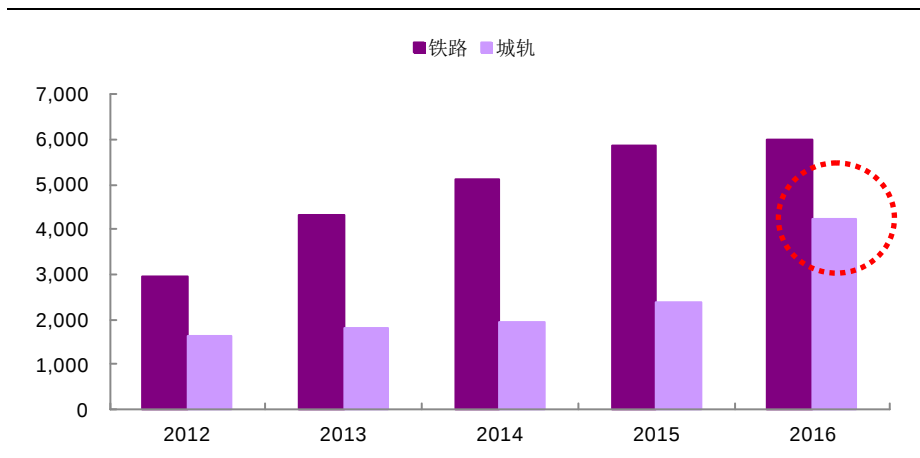
图表 19：城市轨道交通年通车里程变化（单位：公里）



资料来源：中国城市轨道交通协会，光大证券研究所预测

从铁路基建端主要企业中国中铁和中国铁建的订单变化，也可以印证城市轨道交通市场的高速增长。2016 年，中国中铁和中国铁建合计新签城市轨道交通领域新订单 4236 亿元，同比大幅增长 78.5%。城轨地铁市场设备的需求增长高峰才刚刚开始。

图表 20：中国中铁与中国铁建在铁路领域新签订单金额（单位：亿人民币）



资料来源：中国中铁、中国铁建公告

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固投高速增长将从 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。

1.3、“一带一路”战略下，铁路设备海外出口潜力巨大

在国内，高铁和城轨地铁市场的快速发展为铁路设备带来了新的增长点。而在“一带一路”战略布局下，铁路产业链作为“中国制造”出口的拳头产品，将得到国家的鼎力推动支持。长期来看，海外市场将成为继国家铁路、城轨地铁之后，铁路设备的新增长领域。

5月12日，在“一带一路”沿线国家和地区产能合作情况举行发布会上，发改委副主任宁吉喆介绍了“一带一路”相关铁路项目的最新进展：中老铁路已经全线开工建设；印尼雅万高铁已经签署了商务合同，并有望尽快全面开工；中泰铁路持续稳步推进，也正在为开工创造条件；匈塞铁路已签署塞尔维亚段的商务合同，匈牙利段的建设合同；俄罗斯莫斯科至喀山高铁勘察设计已经顺利完成；中吉乌铁路重启了三方联合工作机制；巴基斯坦 ML1 铁路完成了既有线升级改造的可行性研究，中国企业接连中标马来西亚南部铁路、东部沿海铁路等等。这些铁路项目的稳步推进，有利于沿线国家提升基础设施的承载能力，有利于中国铁路装备、技术、标准、建设、运营“走出去”。

图表 21：铁路近期海外项目进展统计

线路	途径国家	里程 (公里)	工程造价 (亿美元)	设计时速 (公里/小时)	最高时速 (公里/小时)	项目阶段
中老铁路	中国、老挝	418	73	160		建设
雅万高铁	印尼	142	55	300	350	建设
尼日利亚沿海铁路	尼日利亚	1402	120	120		建设
丹吉尔-肯尼特拉高铁	摩洛哥	200	25	320	350	建设
匈塞铁路	匈牙利、塞尔维亚	350	29	200	200	建设
中泰铁路	泰国	860	120	180	250	中标
马来西亚南部铁路	马来西亚	191	21	160		中标
新马高铁	新加坡、马来西亚	350	108	300		竞标
伦敦-伯明翰高铁	英国	540	670	360		竞标
莫斯科-喀山高铁	俄罗斯	770	189		400	勘察设计
巴基斯坦 1 号铁路干线	巴基斯坦	1726				可行性研究
新德里-孟买高铁	印度	1200				可行性研究
两洋铁路	巴西、秘鲁	3000				可行性研究
中吉乌铁路	中国、吉尔吉斯斯坦、 乌兹别克斯坦	577				前期筹备
约翰内斯堡-德班铁路	南非					前期筹备
阿卡铁路	尼日利亚	187	9		150	完工
亚吉铁路	埃塞俄比亚、吉布提	753	40	120		完工
安卡拉-伊斯坦布尔高速 铁路二期	土耳其	158	13	250	250	完工
蒙内铁路	肯尼亚	480	38	120		完工

资料来源：中国政府网、央视网等，光大证券研究所整理

在“一带一路”战略的推动下，铁路基建与设备类公司组成联合体，提供铁路从设计、建设到设备供应、后续运营的全套解决方案，大大加强了在海外铁路项目竞标时的综合竞争力。中国中车作为联合体的核心成员，其 2016 年国际业务新签订单达到 81 亿美元，同比增长 40%。截至 2017 年 9 月底，中国中车国际业务在手订单达到 937 亿人民币，其中机车业务 244 亿人民币，动车业务 58 亿人民币，客车业务 30 亿人民币，货车业务 27 亿人民币，城轨与城市基础设施业务 532 亿人民币，新产业及其他业务 46 亿人民币。

1.4、铁路设备行业投资策略：动车组、维保养护、城轨地铁三块细分市场将快速成长

- ◆ 铁路设备的需求按来源可划分为国家铁路、城轨地铁和海外出口三块市场。行业投资沿产业链，主要可划分为基建、设备购置和维保养护三个阶段。展望未来几年，在铁路设备领域，我们看好国家铁路设备、维保养护、城轨地铁设备三个领域的快速成长。
- ◆ 在国家铁路领域，我们预计“十三五”期间国家铁路将维持每年 8000 亿左右的投资规模。虽然整体投资维持稳定，但随着线路由集中开工期进入集中通车期，设备投资占总投资的比例将有所上升。我们预计动车组、大型养路机械未来几年的招标有望出现较高增长。
- ◆ 在城轨地铁领域，高增长正由基建传导至设备领域。目前全国轨道交通在建里程超过 5000 公里，大部分将于“十三五”期间建成。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%。在投资高速增长，线路进入集中通车期的背景下，我们持续看好城轨产业链的成长空间。
- ◆ 在海外出口领域，我们认为目前占比不高，但充满潜力。在“一带一路”战略布局下，铁路产业链作为“中国制造”出口的拳头产品，将得到国家的鼎力推动支持。长期来看，海外市场将成为继国家铁路、城轨地铁之后，铁路设备的新增长领域。
- ◆ 推荐直接受益于城市轨道交通市场高速增长的信号控制系统龙头中国通号，动车组、养路机械、电子元器件业务快速成长的列车牵引系统龙头中车时代电气，以及动车组业务快速回升、混改提升长期盈利的铁路车辆龙头中国中车。

2、油气设备与油服行业：油价回暖，油企开支增加，设备与服务需求回升

2.1、欧佩克严格限产，原油供需迎来再平衡

油气设备与油服行业的景气驱动力在于油价，根源来自原油供需关系。相对于需求端，原油供给端的变化较为频繁和剧烈，边际上对油价的影响更为明显。

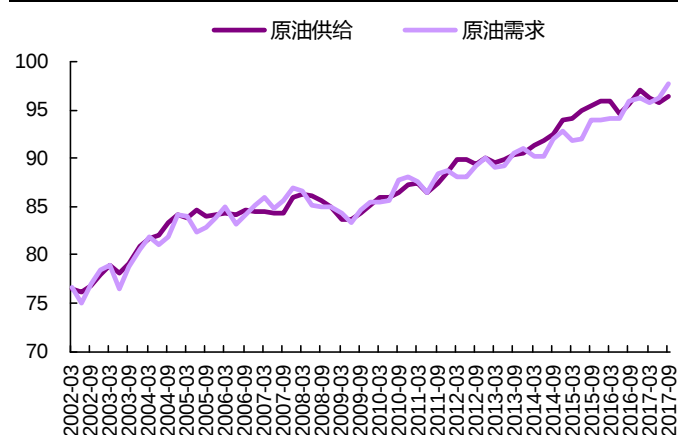
2016年11月30日，欧佩克达成八年来首个减产协议，俄罗斯等国家随后跟进。减产协议自2017年1月开始得到较好执行，并多次延长。在欧佩克积极限产的不懈努力下，**2017年全球原油市场逐渐迎来再平衡，符合我们去年策略报告的判断。**

在2017年11月30日，欧佩克再次决定将减产协议延长至2018年底，同时计划在2018年6月召开会议对减产效果做出评估。除此以外，**会议提出对此前豁免减产的利比亚、尼日利亚进行限产。**

减产协议的成功达成及不断展期，标志着欧佩克对油价调控的战略转变。自美国页岩油革命以来，欧佩克竞争的主要方式是加大生产，希望通过低油价扼杀美国的页岩油产业。但在技术升级、成本控制的推动下，优质的美国页岩油企业证明了自己能在低油价环境下的生存能力。这迫使欧佩克国家转变竞争策略，变为共同生存，合理控制产能，推动油价回升，达到利益的最大化。

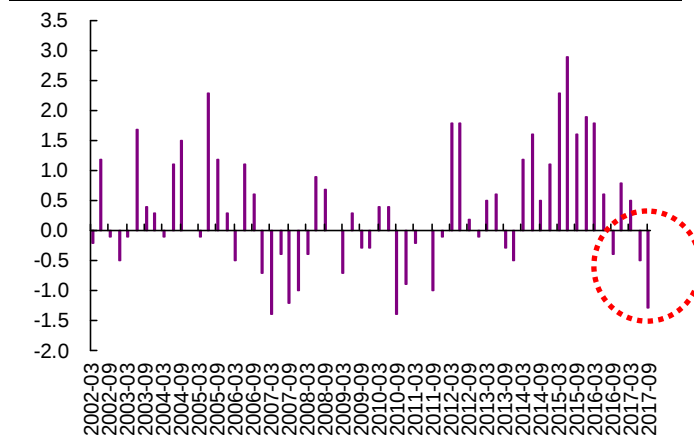
在以欧佩克和俄罗斯为代表的传统产油国推动下，2017年三季度，全球原油供给仅小幅增长至96.4百万桶/日。而需求则在Q3旺季达到了97.7百万桶/日，使得自2011年以来首次出现单季供给显著低于需求的局面。三季度原油库存下降，油价随之上涨，欧佩克的减产协议取得初步成功。

图表 22：全球原油供需变化（单位：百万桶/日）



资料来源：欧佩克

图表 23：全球原油供需差额（单位：百万桶/日）



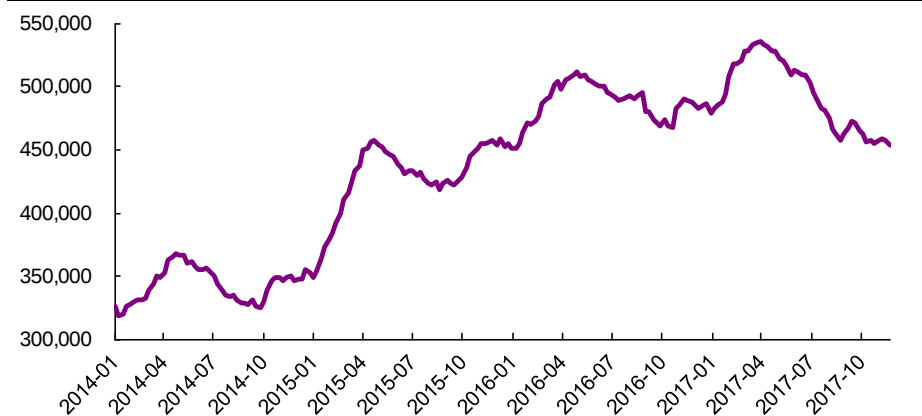
资料来源：欧佩克

减产协议的达成，以及执行力度的保障，除了推动原油供需格局向着平衡的方向转变，更标志着欧佩克向着控量提价的原油“供给侧改革”迈出了第一步。欧佩克通过“控量提价”的战略转变，一定程度上跳出了原油生产者竞相增产的囚徒困境。

2.2、美国页岩油产量随油价回升，构成油价回暖的最大阻碍

在欧佩克不懈的限产努力下，在 Q3 原油需求旺季，全球原油供小于求，美国原油库存也出现明显下行。

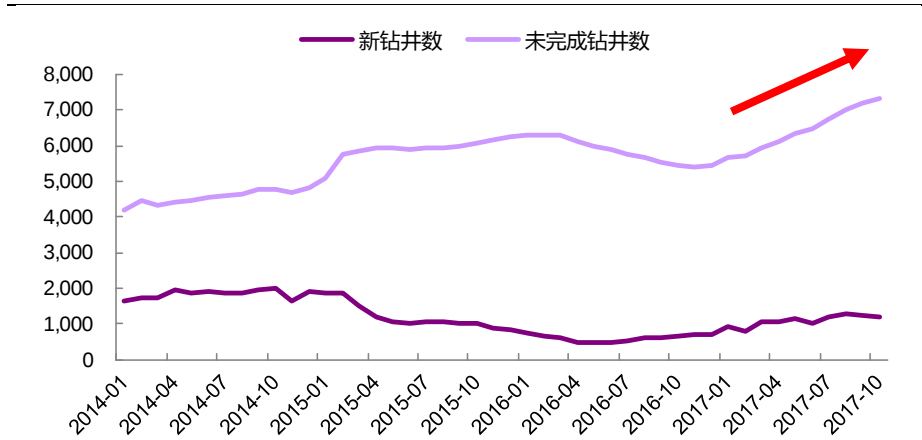
图表 24：美国商业原油库存量变化（单位：千桶）



资料来源：EIA

但是，随着库存下降，油价回暖，美国页岩油产区未完成钻井数大幅上升，显示页岩油企业已经开始重新增加投资，未来页岩油产量将出现回升。

图表 25：美国页岩油产区钻井数出现回升（单位：台）

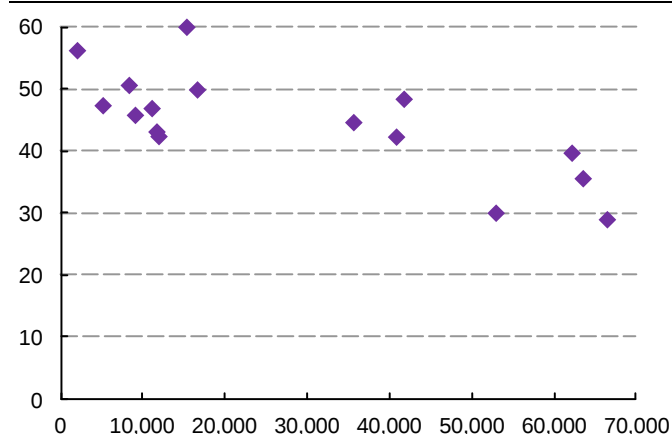


资料来源：EIA

在油价持续低迷的情况下，美国绝大多数页岩油生产者通过关闭高成本井、减少资本开支等方式降低成本，努力维持运营。

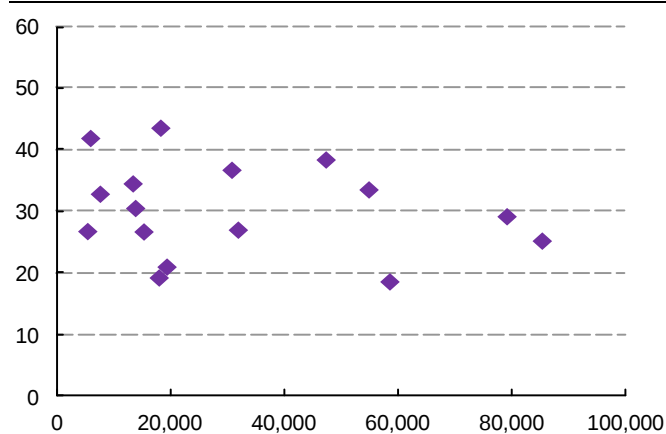
根据我们对 WPX、CXO 等 16 家美国页岩油气相关上市公司年报的数据整理，在高成本井关闭、规模效应提升、技术升级等因素的影响下，我们统计的大部分页岩油气上市公司 2016 年的单位成本已经下降至 20-45 美元/桶之间，较 2014 年和 2015 年的水平大大降低。

图表 26: 2014 年美国页岩油气部分公司年产量与成本线分布
(横轴单位: MBoe 纵轴单位: 美元/Boe)



资料来源: 页岩油气相关公司年报

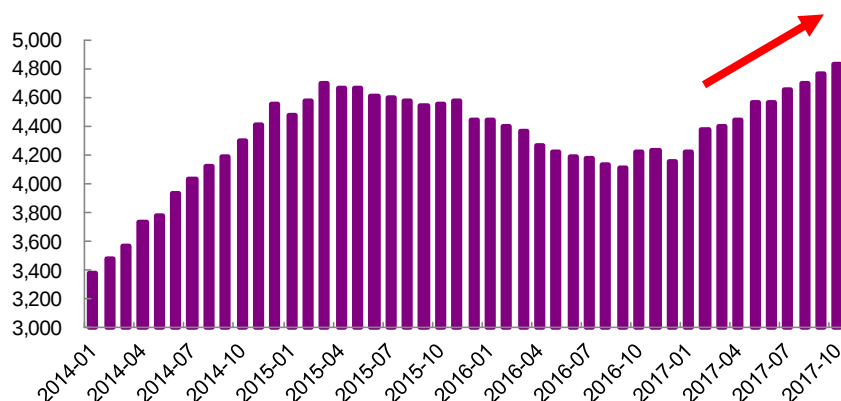
图表 27: 2016 年美国页岩油气部分公司年产量与成本线分布
(横轴单位: MBoe 纵轴单位: 美元/Boe)



资料来源: 页岩油气相关公司年报

在开采成本降低后, 只要油价运行在目前的区间, 页岩油气商就可以通过远期交易锁定利润, 然后进行勘探开采。产能过剩仍然是制约油价上行的长期主要矛盾。

图表 28: 美国页岩油产量持续回升 (单位: 百万桶/日)



资料来源: EIA

我们认为, 美国的页岩油增产不会再次导致油价暴跌。美国传统能源巨头通常被认为是共和党的支持者, 特朗普也对美国传统能源行业持支持态度, 并主张投入 50 亿美元开发美国的页岩油气, 实现美国的能源独立。特朗普提出, 要制定“美国优先”(America First) 的能源计划, 鼓励勘探页岩油气, 增加石油和天然气产量, 限制美国环保局 (EPA) 的权力, 松绑产煤限制, 放行 Keystone 管道等。

在特朗普的政策框架下, 美国的传统能源行业繁荣, 同样离不开一个良好的油价环境的支持。实际上, 特朗普的战略需要通过在一个不太低的油价环境中, 提升美国的全球原油供应份额来实现。从欧佩克的减产协议达成来看, 这条路并非不能走通。

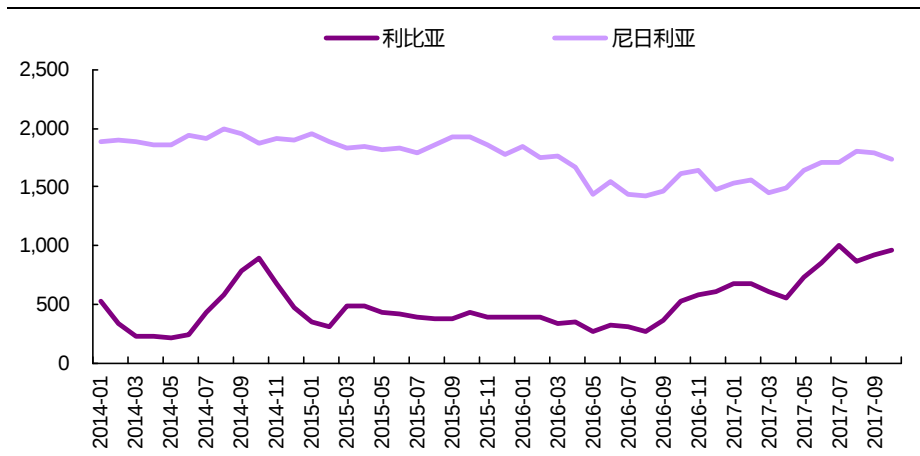
因此, 即使美国页岩油正在增产, 我们仍然倾向于认为美国将一起成为原油价格的维护者。原油产业链的投资在今后一段时间继续出现一轮温和的反弹。在美国页岩油革命后, 高油价的时代很难重现, 但中等油价就足以使行业出现恢复性的成长。

2.3、原减产豁免国加入协议，2018 年原油供需有望接近平衡

2017 年 11 月 30 日，欧佩克在维也纳达成协议，将减产协议延长至 2018 年底，维持整体减产幅度不变（-120 万桶/日）至 2018 年 12 月，同时计划在 2018 年 6 月召开会议对减产效果做出评估。俄罗斯等非 OPEC 国家也同意继续延长原减产协议（-60 万桶/日）至 2018 年底。双方合计维持 180 万桶/日的减产量不变，符合市场预期。

除此以外，原先的两个减产豁免国尼日利亚和利比亚，在此次也被纳入限产协议。两国同意将产出将维持在 2017 年高位的下方。减产豁免国被纳入协议框架，使得整个限产协议的有效性大大加强。

图表 29：原减产豁免国原油产量变化（单位：百万桶/日）



资料来源：欧佩克

我们在 2017 年的中期策略报告中判断：由于需求旺季的原因，每年全球原油需求都在三季度出现较大程度环比上升，因此产油国通常会在三季度增产；而 2017 年在欧佩克维持减产幅度不变的情景下，增产幅度受限；2017 年可能成为近年来，三季度全球原油供需关系改善最明显的一年。

该判断在今年已经得到验证，在 Q3 原油供小于求的情况下，全球原油库存下降，油价回升。

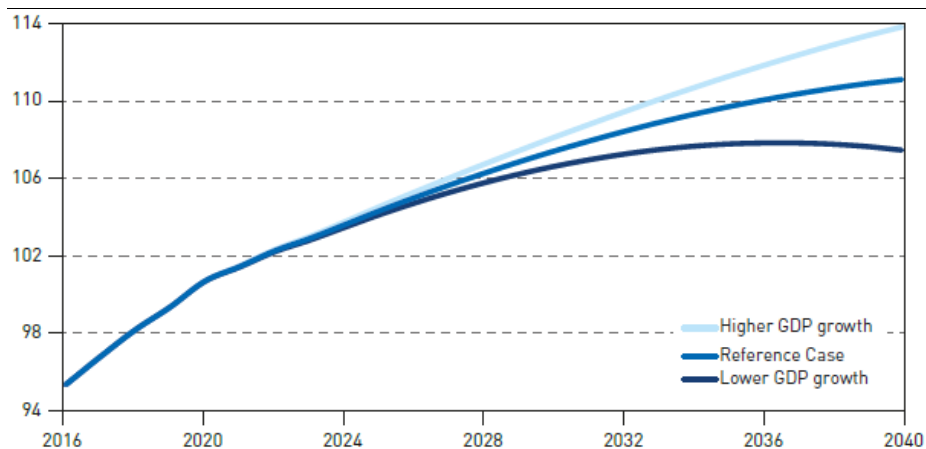
图表 30：同年度 Q3 与 Q2 全球原油需求差值（单位：百万桶/日）



资料来源：欧佩克，光大证券研究所

进入 2018 年，在原油需求保持温和回升的背景下，加入了豁免国的“加强版”欧佩克限产协议，有望较好地对冲美国页岩油增产的负效应，使油价维持在目前的区间。

图表 31：全球原油需求预计维持温和上升趋势（单位：百万桶/日）

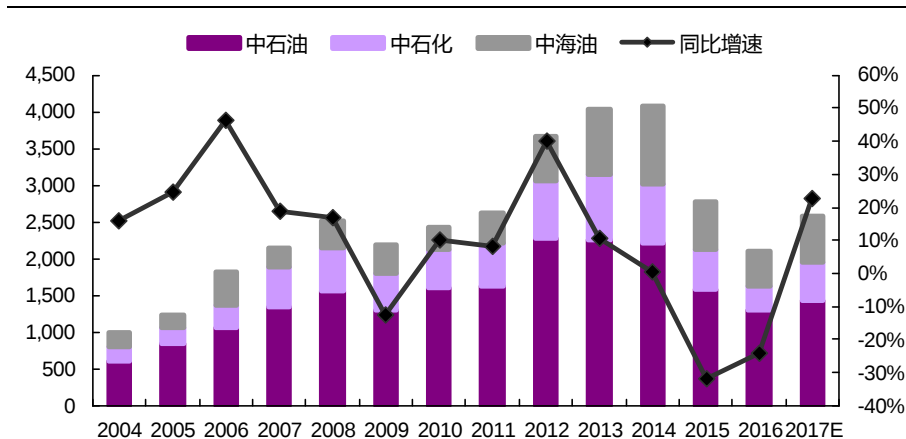


资料来源：欧佩克

2017 年布伦特原油均价在 54 美元/桶左右，较 2016 年回暖明显。根据 OPEC 在 World Oil Outlook 2017 中的预测，2018 年原油价格将继续处于温和回升的趋势中。我们与光大石化团队预计，2018 年布伦特原油均价有望上升 5 美元至 59 美元/桶。

因此，正如我们之前在 2017 年中期策略报告中的预测，在不考虑政治和地缘因素影响的前提下，原油供需已经逐渐进入再平衡状态，这将对 2018 年的油价产生坚实的支撑效果。在油价持续回暖的背景下，油企投资回升，油气开采活动逐渐增加，从而对油气设备与油服行业需求产生正面的影响。

图表 32：三大油勘探与开发固定资产投资随油价回升（单位：亿人民币）



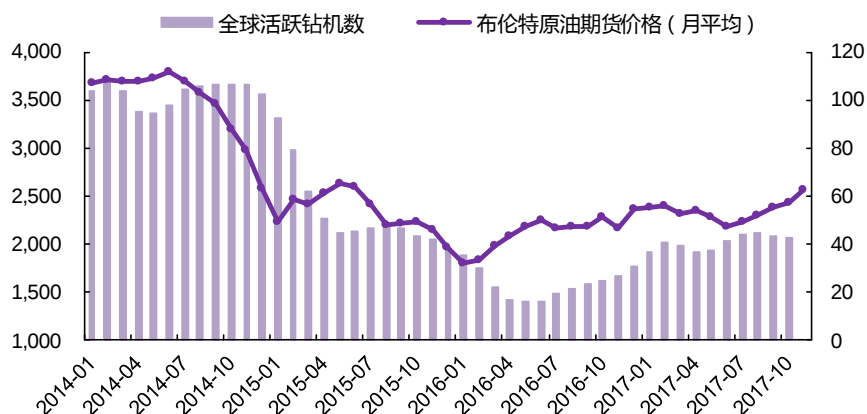
资料来源：各公司年报

2.4、油价复苏逐渐传导至油气设备与油田服务行业

经过大幅度的产能退出，全球油气开采景气度逐渐进入触底、再平衡的阶段。随着供需关系改善，油价进入复苏通道，衡量油气开采活动景气度的活跃钻机数同比出现大幅增加。

2017 年 10 月底,全球活跃钻机数为 2077 台,同比增加 457 台(+28.2%)。这一数字较 2014 年 11 月 3670 台的高点减少 1593 台,但较 2016 年 5 月 1405 台的低点回升 672 台。

图表 33: 全球活跃钻机数与原油价格变化对比 (左轴单位: 台; 右轴单位: 美元/桶)

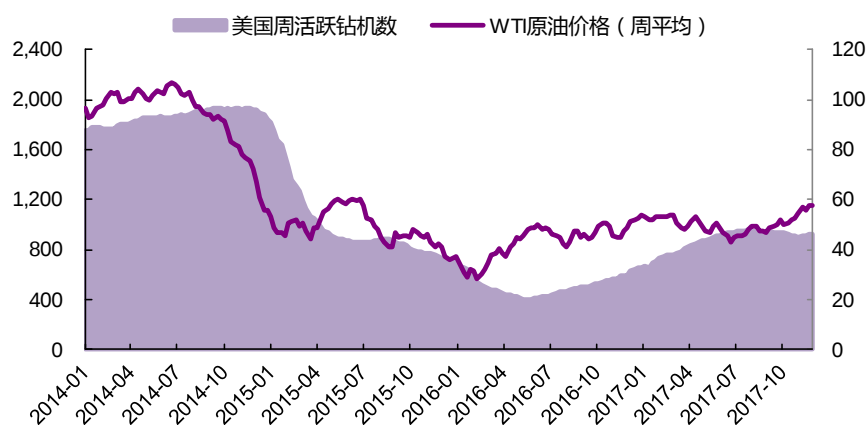


资料来源: Baker Hughes, EIA

由于勘探与开采投资活动需要时间,活跃钻机数的变化通常滞后于油价变化 6 个月左右。随着近期油价再度回暖,我们预计全球活跃钻机数有望再度迎来一波回升。

美国活跃钻机数也同样维持旺盛的增长态势。截至 2017 年 12 月 1 日,美国活跃钻机数由前一周的 923 台增加至 929 台,环比上升 0.7%,同比大幅上升 55.6%。

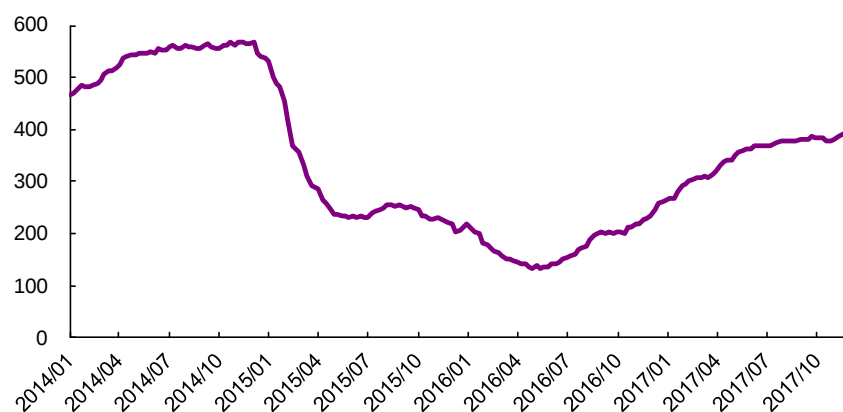
图表 34: 美国活跃钻机数与原油价格变化对比 (左轴单位: 台; 右轴单位: 美元/桶)



资料来源: Baker Hughes, EIA

在美国各主要产区,特别是以 Permian 为代表的低成本页岩油产区,其钻机数维持强劲的上升趋势。美国页岩油气商通过远期交易锁定利润,然后进行勘探开采。因此在油价回暖的背景下,预计 Permian 等产区活跃钻机数量将维持上升趋势。

图表 35: Permian 产区活跃钻机数量变化 (单位: 台)



资料来源: Baker Hughes

活跃钻机数持续回升, 显示油企支出重新增加, 这意味着油价复苏正逐渐沿产业链传导至油气设备与油田服务行业。在页岩油革命后, 高油价的时代很难重现, 但中等油价就足以使行业出现恢复性的成长。

我们认为, 2018 年油气设备与油服产业链的订单需求将继续回升, 行业整体盈利能力逐渐改善。对业内优秀的公司而言, 订单的增长和利润率的回升是 2018 年的主题; 随着订单量和订单价格的回升, 未来的业绩弹性较大。

2.5、油气设备与油服行业投资策略: 油价回暖, 油企开支增加, 设备与服务需求回升

- ◆ 2017 年, 全球原油市场逐渐迎来再平衡, 符合我们去年策略报告判断。欧佩克已决定延长减产协议至 2018 年 12 月, 同时计划在 2018 年 6 月召开会议对减产效果做出评估。减产协议的达成, 以及执行力度的保障, 标志着欧佩克对油价调控的战略转变, 一定程度上跳出了原油生产者竞相增产的囚徒困境。
- ◆ 随着油价回暖, 美国页岩油产量不断回升。但在特朗普的政策框架下, 美国的传统能源行业繁荣, 离不开一个良好的油价环境的支持。美国的页岩油增产不会再次导致油价暴跌。在页岩油革命后, 高油价的时代很难重现, 但中等油价就足以使行业出现恢复性的成长。
- ◆ 原减产豁免国尼日利亚和利比亚加入限产, 使得欧佩克减产协议的有效性大大加强。进入 2018 年, 在原油需求保持温和回升的背景下, 加入了豁免国的“加强版”欧佩克限产协议, 有望较好地对冲美国页岩油增产的负效应。2017 年布伦特原油均价在 54 美元/桶左右, 我们预计 2018 年布伦特原油均价有望上升 5 美元至 59 美元/桶。
- ◆ 在油价继续回暖的背景下, 2018 年油气设备与油服产业链的订单需求将继续回升, 行业整体盈利能力逐渐改善。对业内优秀的公司而言, 订单的增长和利润率的回升是 2018 年的主题; 随着订单量和订单价格的回升, 未来的业绩弹性较大。

- ◆ 从核心竞争力强、订单快速回升，业绩反弹空间大的角度，推荐安东油田服务、海隆控股、中集安瑞科等公司。

3、工程机械行业：更新+升级高峰持续，关注行业龙头

3.1、投资增速下行，但工程机械更新换代需求大幅增长

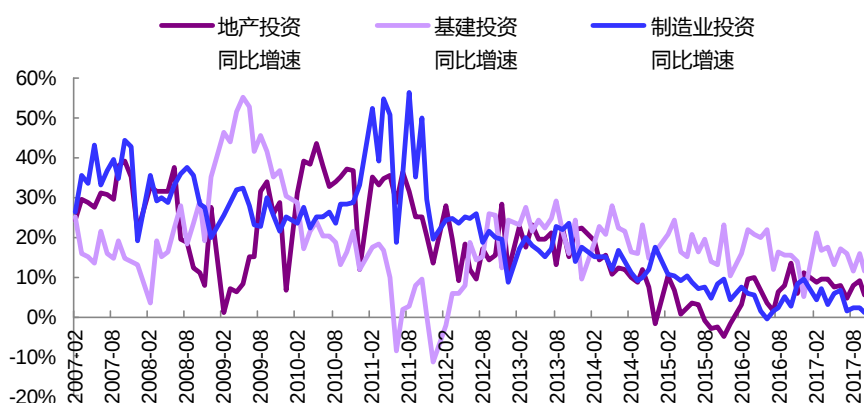
从投资面看，全国固定资产投资延续了近年来增速放缓的趋势。2017年10月，全国固定资产投资完成额累计同比增速小幅放缓至7.3%（前值7.5%，去年同期8.3%）。其中，房地产开发投资完成额累计同比增速为7.8%（前值8.1%，去年同期6.6%）；基建投资累计同比增速为15.3%（前值15.8%，去年同期17.6%）；制造业投资累计同比增速为3.8%（前值4.1%，去年同期3.1%）。

光大证券研究所宏观团队认为，地产、基建投资双双回落拖累整体FAI。地产投资增长的下滑，主要由于当前开发资金增长持续下滑，叠加去年同期土地购置面积超跌；但由于政府土地供应数量仍在持续增加，同时政府土地购置限价竞拍，房地产开发企业土地购置面积增速出现上升。综合来看，未来一段时间房地产投资增速下滑趋势难改，但下降压力相对有限。

基建投资的下滑，主要由于资金来源受限。一方面受上半年预算内财政透支影响，后续财政支出下滑，尤其是节能环保、农田水利、社区事务和交通运输等基建类支出大幅下滑；另一方面，受国发50、87号文影响，城投债、政策性金融债等“准财政”继续下滑，拖累整体基建投资增速。往前看，资金受限仍在，光大宏观预计全年基建投资增速将下滑至14%左右。

制造业投资略有下滑，但“新经济”行业将形成较好支撑。由于环保限产叠加去产能因素影响，企业投资意愿不强；占制造业投资80%以上的民间投资，受供给侧改革对“散乱小”关停和金融监管紧缩非标影响，投资继续下滑。向前看，光大宏观认为，随着产能过剩行业产能去化任务完成大半，制造业投资降幅会有收敛。

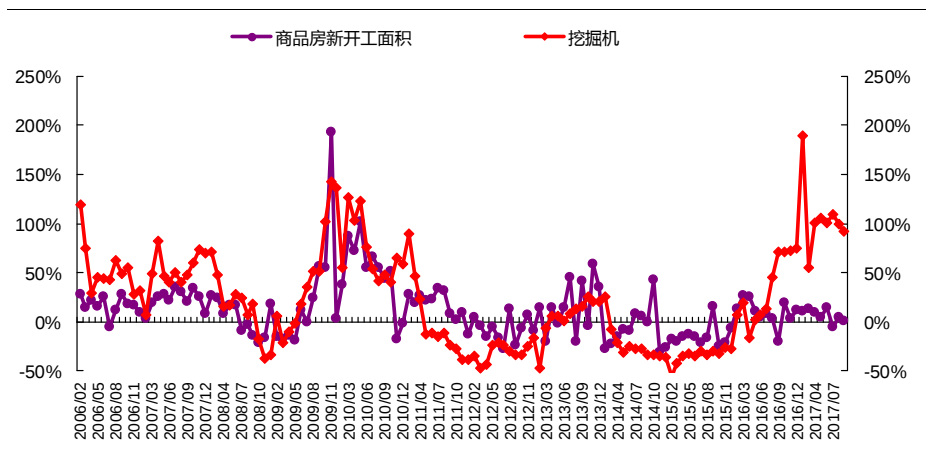
图表 36：国内固定资产投资同比增速变化



资料来源：Wind

对工程机械行业而言，基建投资对土方机械和起重机械需求拉动作用明显，地产投资对混凝土机械、土方机械等产品需求有着拉动作用。而本轮工程机械销量增长与上游数据出现背离，显示保有量的增长并非拉动销量的首要原因。

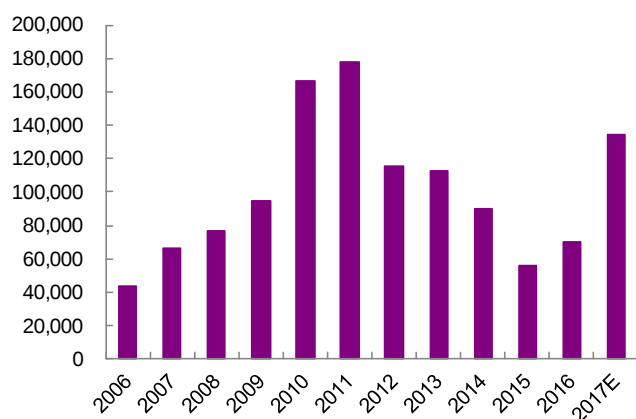
图表 37：本轮工程机械销量增长与上游数据出现背离



资料来源：Wind

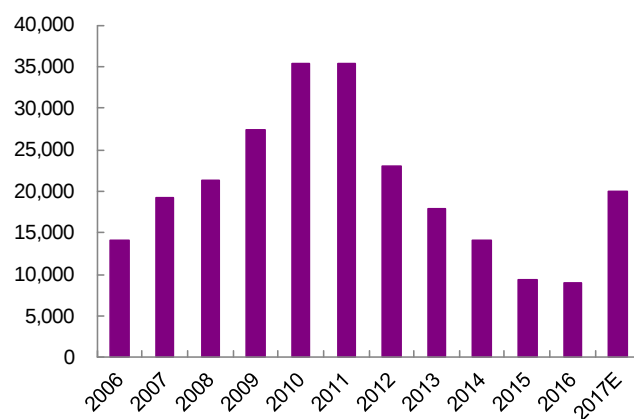
在全国基建、地产投资增速均出现下行的背景下，工程机械销量逆势大幅上升，一个重要的原因是上一轮工程机械高点的产品逐渐进入淘汰期，产品更新换代的需求大幅增加。

图表 38：挖掘机年度销量变化（单位：台）



资料来源：工程机械协会，光大证券研究所预测

图表 39：汽车起重机年度销量变化（单位：台）



资料来源：工程机械协会，光大证券研究所预测

我们以挖掘机、汽车起重机为代表，使用寿命7-10年，淘汰期年均更新25%，对近年来的产品更新需求进行了测算。

图表 40：挖掘机更新换代需求测算（单位：万台）

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
挖掘机销量	4.4	6.7	7.7	9.5	16.7	17.8	11.6	11.2	9.1	5.6	7.0				
更新需求-1 (25%)								1.1	1.7	1.9	2.4	4.2	4.5	2.9	2.8
更新需求-2 (25%)									1.1	1.7	1.9	2.4	4.2	4.5	2.9
更新需求-3 (25%)										1.1	1.7	1.9	2.4	4.2	4.5
更新需求-4 (25%)											1.1	1.7	1.9	2.4	4.2
挖掘机更新 需求											7.1	10.1	12.9	13.9	14.3

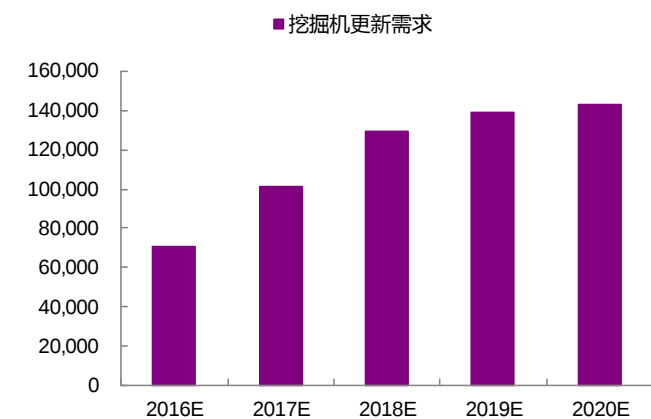
资料来源：工程机械协会，光大证券研究所测算

图表 41：汽车起重机更新换代需求测算（单位：万台）

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
汽车起重机销量	1.4	1.9	2.1	2.7	3.5	3.5	2.3	1.8	1.4	0.9	0.9				
更新需求-1 (25%)								0.4	0.5	0.5	0.7	0.9	0.9	0.6	0.4
更新需求-2 (25%)									0.4	0.5	0.5	0.7	0.9	0.9	0.6
更新需求-3 (25%)										0.4	0.5	0.5	0.7	0.9	0.9
更新需求-4 (25%)											0.4	0.5	0.5	0.7	0.9
汽车起重机更新需求											2.1	2.6	3.0	3.0	2.8

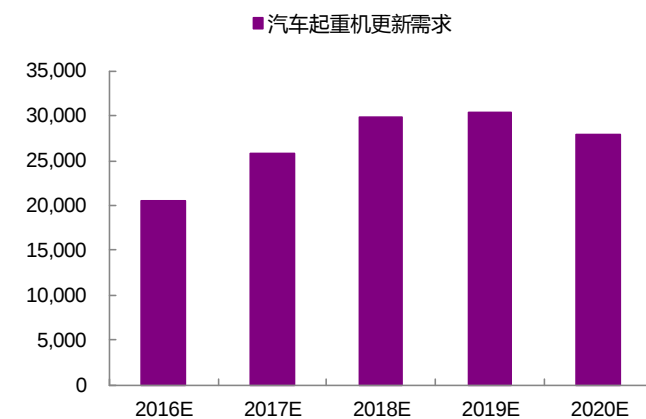
资料来源：工程机械协会，光大证券研究所测算

图表 42：挖掘机更新换代需求测算结果（单位：台）



资料来源：工程机械协会，光大证券研究所测算

图表 43：汽车起重机更新换代需求测算结果（单位：台）



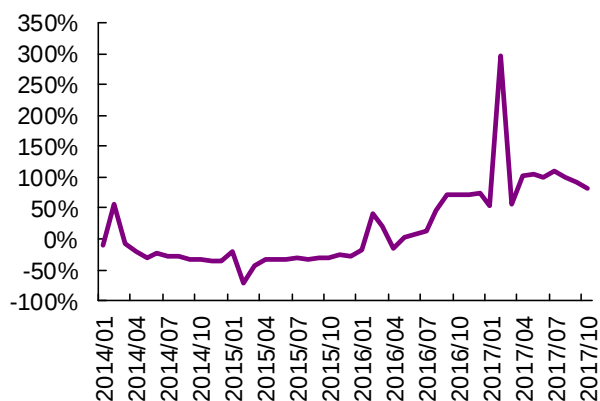
资料来源：工程机械协会，光大证券研究所测算

测算结果显示，随着上一轮工程机械销售高点的保有机器逐渐进入淘汰期，工程机械各类产品的更新换代需求将在近年呈现持续上升的态势。由于挖掘机对装载机的替代效应，导致挖掘机的复苏快于其更新需求，同时装载机的复苏慢于其更新需求。混凝土机械由于其使用寿命更长，我们认为其更新换代的高峰将在后续几年开始出现。

3.2、全年工程机械产品销售维持高速增长

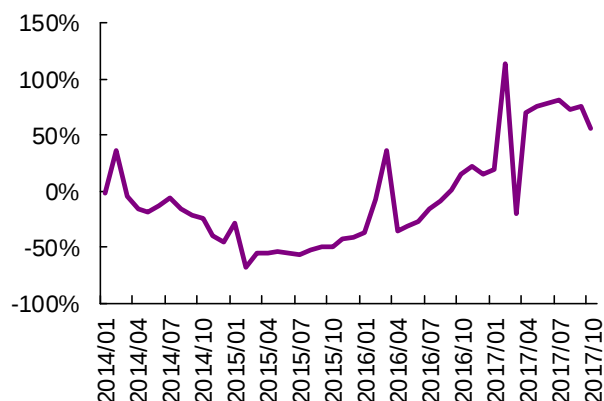
2016 年下半年起，国内工程机械市场逐渐走出销量连续多年同比下滑的局面，各大类产品同比销量先后出现大幅增长，行业景气底部复苏。其中，与基建关联度较高的挖掘机、汽车起重机等产品，销量同比增速较高（2 月的超高增长为春节效应）。

图表 44: 挖掘机月度销量同比增速显著回升



资料来源: 工程机械协会

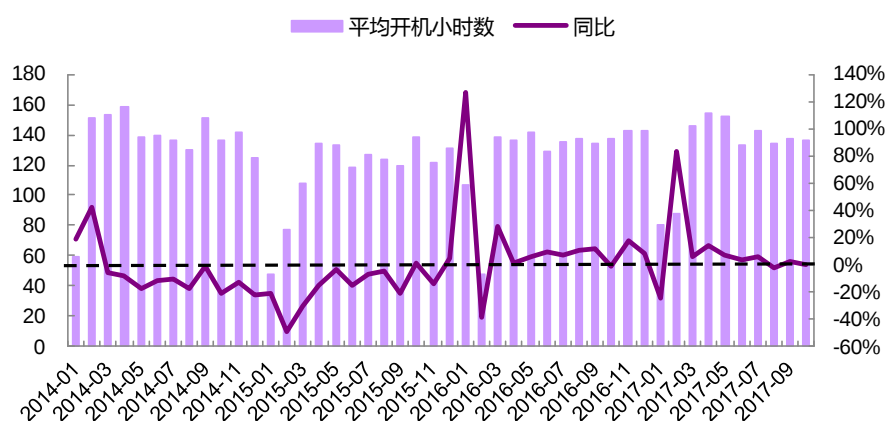
图表 45: 装载机月度销量同比增速显著回升



资料来源: 工程机械协会

小松公布的数据显示,2017 年 10 月,挖掘机平均开机小时数为 136.5 小时,同比下降 0.4%,环比下降 0.6%。10 月份挖掘机平均开机小时数下降主要是受环保因素影响,部分地区停工。整体而言挖掘机平均开机小时数仍处于近年高位,显示其作业需求旺盛,销售有望维持较高景气度。

图表 46: 小松挖掘机开机小时数回暖并维持高位



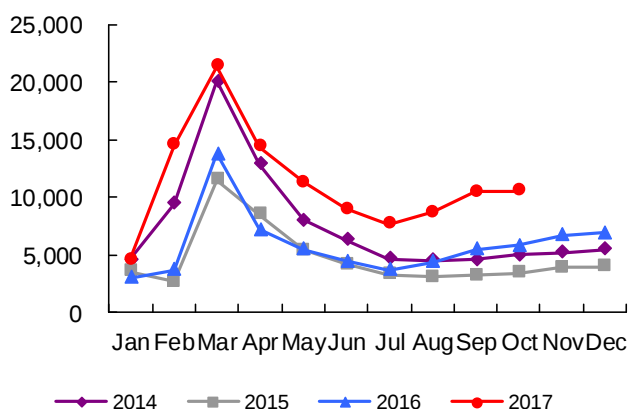
资料来源: 小松制作所

2017 年 10 月,全行业挖掘机销量 10541 台,月度同比增长 81.2%,累计同比增长 98.2%;装载机销量 7503 台,月度同比增长 55.5%,累计同比增长 47.1%;汽车起重机销量 1646 台,月度同比增长 152.8%,累计同比增长 117.7%;推土机销量 386 台,月度同比增长 50.2%,累计同比增长 40.4%;压路机销量 1099 台,月度同比增长 26.3%,累计同比增长 47.9%;履带起重机销量 118 台,月度同比增长 71.0%,累计同比增长 46.9%;随车起重机销量 875 台,月度同比增长 24.5%,累计同比增长 44.6%;叉车销量 41027 台,月度同比增长 32.8%,累计同比增长 34.7%。

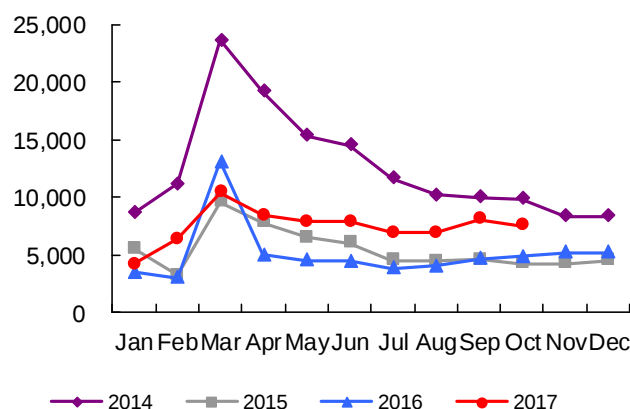
图表 47：工程机械主要产品销量月度同比增速变化

	挖掘机	装载机	推土机	压路机	汽车起重机	履带起重机	随车起重机	叉车
2016/11	72.6%	21.8%	-7.1%	44.2%	44.5%	-29.9%	28.8%	30.0%
2016/12	75.0%	14.4%	4.3%	48.4%	29.8%	1.4%	50.8%	30.0%
2017/1	54.2%	19.6%	28.3%	6.3%	50.2%	-17.9%	37.7%	9.5%
2017/2	297.6%	114.3%	72.2%	84.1%	249.7%	59.2%	65.9%	108.1%
2017/3	55.6%	-20.4%	-16.4%	28.9%	75.1%	36.0%	50.8%	20.9%
2017/4	101.1%	69.5%	88.2%	76.7%	86.1%	37.2%	36.3%	36.6%
2017/5	105.6%	75.9%	90.3%	63.1%	61.9%	0.0%	57.5%	27.0%
2017/6	100.8%	78.2%	51.1%	51.9%	99.9%	1.3%	40.3%	37.6%
2017/7	109.0%	81.8%	52.0%	56.5%	138.3%	128.3%	27.6%	38.5%
2017/8	99.4%	72.2%	61.1%	50.5%	211.5%	121.4%	60.4%	29.3%
2017/9	92.3%	75.0%	43.9%	38.6%	194.1%	123.1%	51.8%	41.6%
2017/10	81.2%	55.5%	50.2%	26.3%	152.8%	71.0%	24.5%	32.8%
17 年累计	98.2%	47.1%	40.4%	47.9%	117.7%	46.9 %	44.6%	34.7%

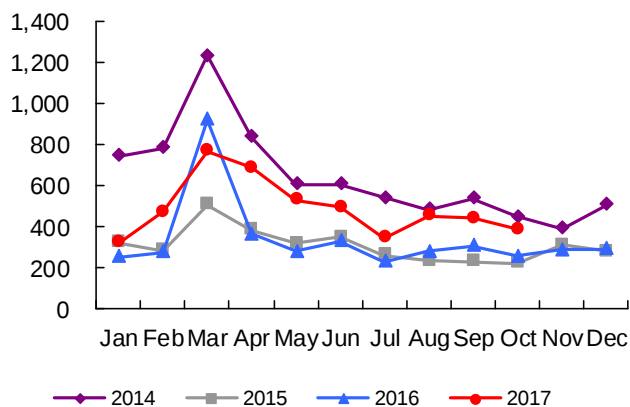
资料来源：工程机械协会

图表 48：挖掘机行业销量（单位：台）
2017 年 10 月同比增长 81.2%

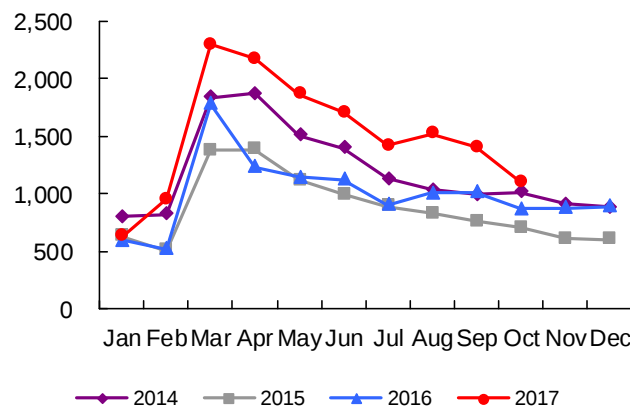
资料来源：工程机械协会

图表 49：装载机行业销量（单位：台）
2017 年 10 月同比增长 55.5%

资料来源：工程机械协会

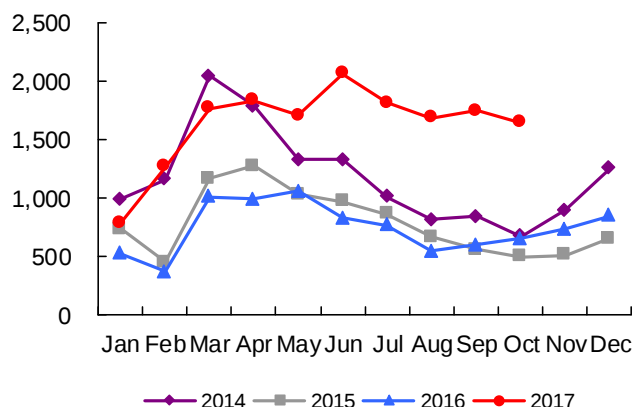
图表 50：推土机行业销量（单位：台）
2017 年 10 月同比增长 50.2%

资料来源：工程机械协会

图表 51：压路机行业销量（单位：台）
2017 年 10 月同比增长 26.3%

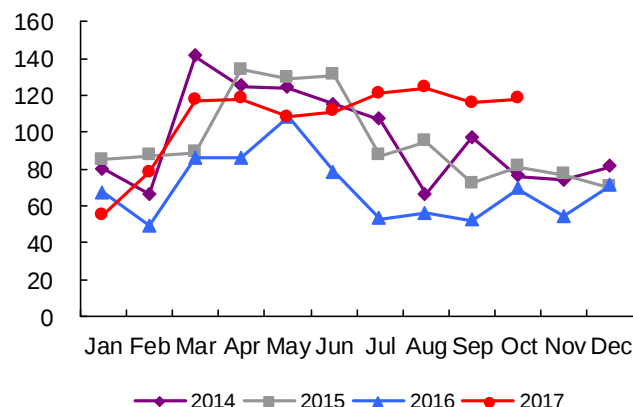
资料来源：工程机械协会

图表 52: 汽车起重机行业销量 (单位: 台)
2017 年 10 月同比增长 152.8%



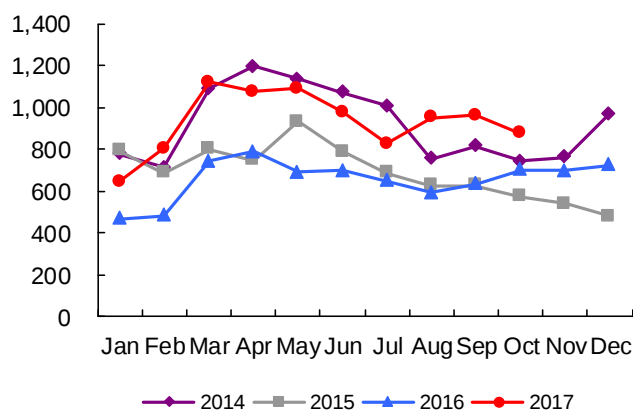
资料来源: 工程机械协会

图表 53: 履带起重机行业销量 (单位: 台)
2017 年 10 月同比增长 71.0%



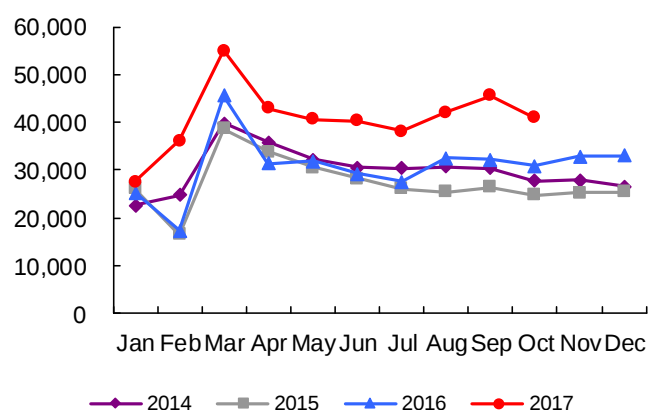
资料来源: 工程机械协会

图表 54: 随车起重机行业销量 (单位: 台)
2017 年 10 月同比增长 24.5%



资料来源: 工程机械协会

图表 55: 叉车行业销量 (单位: 台)
2017 年 10 月同比增长 32.8%



资料来源: 工程机械协会

3.3、龙头公司销售增长迅速，行业集中度上升

在本轮工程机械行业回暖的过程中，龙头公司销售增长幅度高于行业平均，行业呈现集中度上升的趋势。以挖掘机和压路机为例，三一、徐工等行业龙头 1-10 月销量增速显著高于行业。

图表 56: 分产品代表性上市公司销量同比增速变化

	挖掘机		压路机	
	三一重工	行业增速	徐工	行业增速
2017/1	71.8%	54.2%	75.7%	6.3%
2017/2	369.5%	297.6%	96.3%	84.1%
2017/3	82.0%	55.6%	65.6%	28.9%
2017/4	90.3%	101.1%	105.7%	76.7%
2017/5	121.4%	105.6%	91.4%	63.1%
2017/6	119.4%	100.8%	60.2%	51.9%
2017/7	144.5%	109.0%	43.2%	56.5%

2017/8	136.1%	99.4%	58.3%	50.5%
2017/9	116.0%	92.3%	44.2%	38.6%
2017/10	99.2%	81.2%	5.2%	26.3%
17 年累计	122.1%	98.2%	63.6%	47.9%

资料来源：工程机械协会

3.4、受益“一带一路”，出口快速增长

在国内市场需求强劲的同时，工程机械企业今年的海外出口也呈现强劲上升趋势。2017 年 1-10 月，全行业挖掘机出口销量同比增长 27.5%，装载机出口销量同比增长 33.7%，推土机出口销量同比增长 87.4%，压路机出口销量同比增长 29.0%。

图表 57：工程机械行业出口销量分析

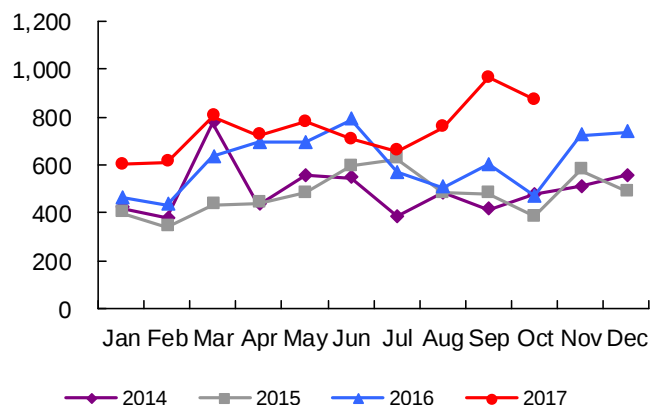
	出口同比增速				出口占比			
	挖掘机	装载机	推土机	压路机	挖掘机	装载机	推土机	压路机
2017/1	29.3%	22.3%	-4.7%	6.8%	13.2%	28.1%	25.2%	17.5%
2017/2	40.7%	57.5%	40.7%	36.5%	4.2%	17.9%	16.2%	12.2%
2017/3	26.3%	47.0%	45.7%	77.0%	3.7%	16.6%	15.3%	9.7%
2017/4	4.5%	22.7%	68.2%	12.6%	5.0%	17.2%	20.9%	7.8%
2017/5	12.2%	22.3%	155.3%	25.8%	6.9%	18.3%	36.7%	8.6%
2017/6	-10.6%	33.9%	65.7%	-9.5%	7.9%	22.2%	34.2%	10.6%
2017/7	15.6%	29.9%	63.5%	42.2%	8.6%	20.4%	40.3%	15.4%
2017/8	49.3%	35.5%	174.7%	3.0%	8.7%	20.2%	45.7%	13.4%
2017/9	60.2%	36.9%	129.9%	83.9%	9.2%	20.2%	35.1%	16.2%
2017/10	84.9%	36.1%	197.8%	46.4%	8.3%	20.6%	35.5%	18.4%
17 年累计	27.5%	33.7%	87.4%	29.0%	6.6%	19.7%	29.0%	12.0%

资料来源：工程机械协会

十九大决议将推进“一带一路”建设写入党章，充分体现国家坚定推进“一带一路”国际合作的决心和信心。在 2017 年，工程机械企业普遍深耕“一带一路”，推进国际化营销体制转型，提升对海外市场的反应能力与服务能力，印度、欧洲、中东、东南亚等区域出口实现快速增长。

图表 58：挖掘机出口量（单位：台）

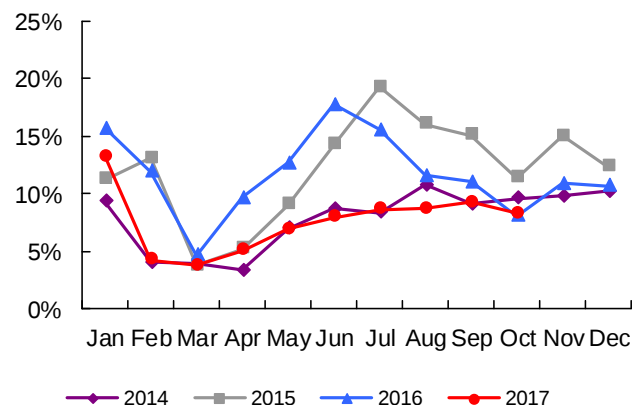
2017 年 10 月出口同比增长 84.9%



资料来源：工程机械协会

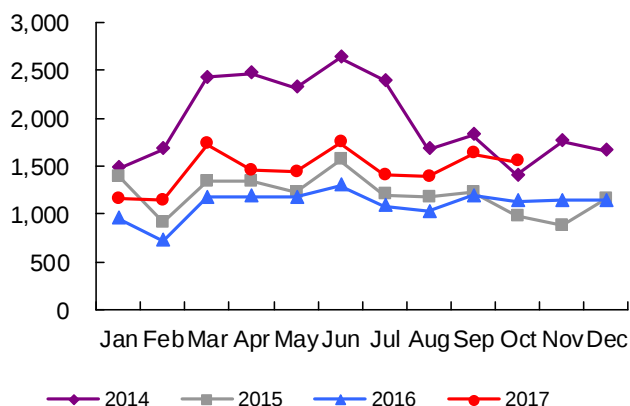
图表 59：挖掘机出口占比

2017 年 10 月出口占比 8.3%



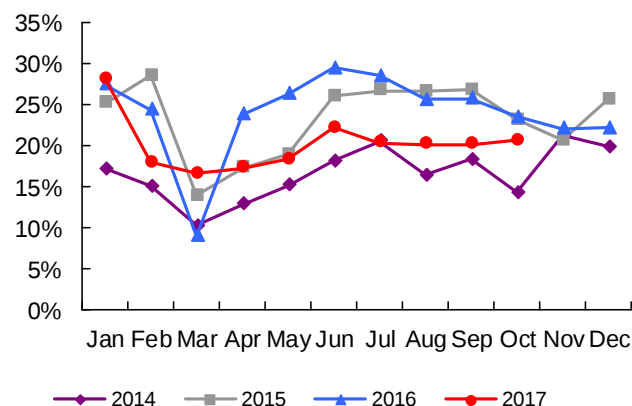
资料来源：工程机械协会

图表 60: 装载机出口量 (单位: 台)
2017 年 10 月出口同比增长 36.1%



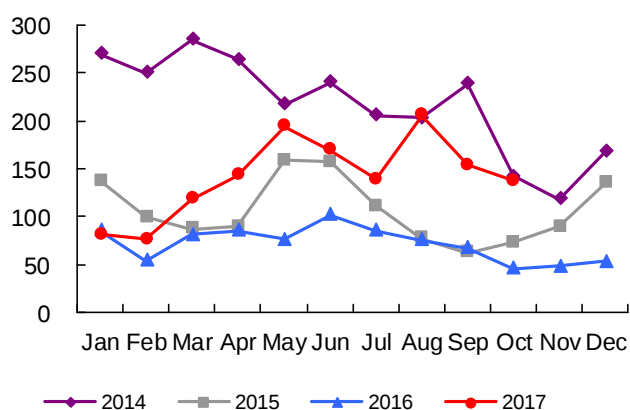
资料来源: 工程机械协会

图表 61: 装载机出口占比
2017 年 10 月出口占比 20.6%



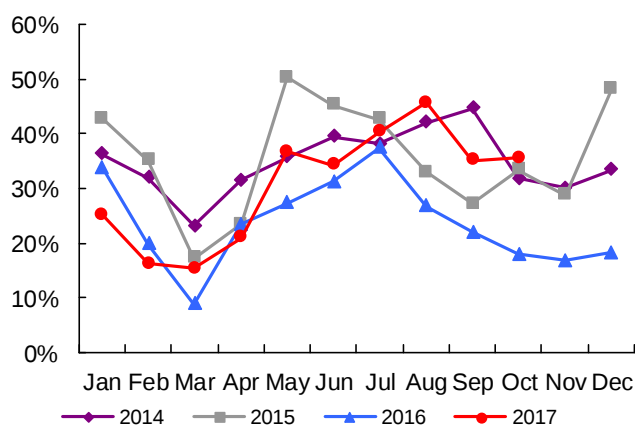
资料来源: 工程机械协会

图表 62: 推土机出口量 (单位: 台)
2017 年 10 月出口同比增长 197.8%



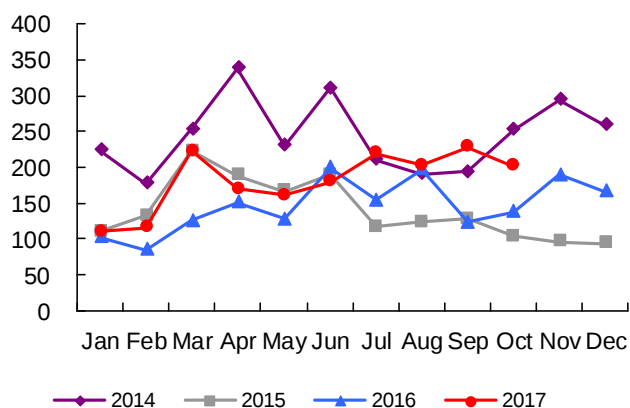
资料来源: 工程机械协会

图表 63: 推土机出口占比
2017 年 10 月出口占比 35.5%



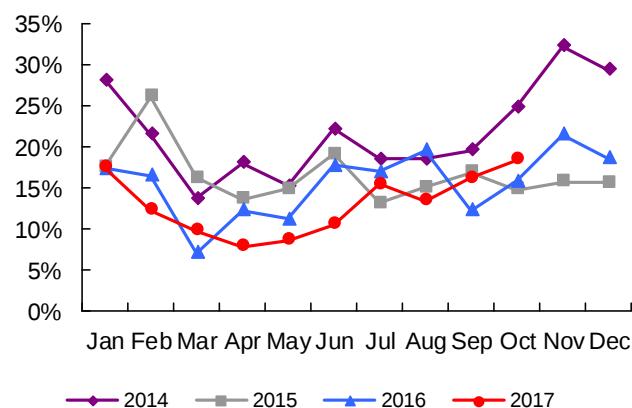
资料来源: 工程机械协会

图表 64: 压路机出口量 (单位: 台)
2017 年 10 月出口同比增长 46.4%



资料来源: 工程机械协会

图表 65: 压路机出口占比
2017 年 10 月出口占比 18.4%



资料来源: 工程机械协会

目前海外销售占各大工程机械厂商销售的比例较低，均未超过 30%。未来随着“一带一路”战略的推进，工程机械出口在东南亚、中东、非洲、南美等市场均有增长潜力。

3.5、工程机械行业投资策略：更新+升级高峰持续，关注行业龙头

- ◆ 从投资面看，全国固定资产投资延续了近年来增速放缓的趋势。但工程机械行业景气度自 2016 年下半年开始出现快速回升，主要是由于上一轮行业高点的机器进入集中更新换代期。在更新周期的拉动下，各类产品销量均出现大幅增长。
- ◆ 展望 2018 年，由于基建投资增长持续，出口拓展空间广阔，以及上一轮销售高峰期的产品仍然处于更新换代期，我们认为 2018 年工程机械的需求面仍将维持稳健增长。
- ◆ 我们认为本轮工程机械更新周期尚未结束，未来行业销量在高基数的背景下虽然增速下滑，但结构将持续改善。挖掘机由于替代效应较强，增长空间更为广阔；混凝土机械由于寿命较长，未来几年将逐渐进入更新换代高峰。
- ◆ 推荐有品牌号召力，市占率提升的工程机械龙头公司中国龙工、中联重科。

4、重点公司预测与评级

4.1、铁路设备行业：动车组、维养养护、城轨地铁三块细分市场将快速成长

铁路设备的需求按来源可划分为国家铁路、城轨地铁和海外出口三块市场。行业投资沿产业链，主要可划分为基建、设备购置和维养养护三个阶段。展望未来几年，在铁路设备领域，我们看好国家铁路设备、维养养护、城轨地铁设备三个领域的快速成长。

在国家铁路领域，我们预计“十三五”期间国家铁路将维持每年 8000 亿左右的投资规模。虽然整体投资维持稳定，但随着线路由集中开工期进入集中通车期，设备投资占总投资的比例将有所上升。我们预计动车组、大型养路机械未来几年的招标有望出现较高增长。

在城轨地铁领域，高增长正由基建传导至设备领域。目前全国轨道交通在建里程超过 5000 公里，大部分将于“十三五”期间建成。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%。在投资高速增长，线路进入集中通车期的背景下，我们持续看好城轨产业链的成长空间。

在海外出口领域，我们认为目前占比不高，但充满潜力。在“一带一路”战略布局下，铁路产业链作为“中国制造”出口的拳头产品，将得到国家的鼎力推动支持。长期来看，海外市场将成为继国家铁路、城轨地铁之后，铁路设备的新增长领域。

推荐直接受益于城轨交通市场高速增长的信号控制系统龙头中国通号，动车组、养路机械、电子元器件业务快速成长的列车牵引系统龙头中车时代电气，以及动车组业务快速回升、混改提升长期盈利的铁路车辆龙头中国中车。

图表 66：铁路设备板块盈利预测、估值与投资评级

证券 代码	公司 名称	股价 港元	EPS (人民币)			PE			投资 评级
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	
3969.HK	中国通号	5.92	0.35	0.42	0.51	14.4	12.0	9.9	买入
3898.HK	中车时代电气	50.65	2.47	2.35	2.90	17.4	18.3	14.8	买入
1766.HK	中国中车	7.90	0.41	0.39	0.47	16.4	17.2	14.3	增持
1786.HK	铁建装备	1.81	0.31	0.10	0.22	5.0	15.4	7.0	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测；股价与估值基准为 2017 年 12 月 22 日收盘价
注：根据 2017 年中期业绩变化，下调铁建装备 EPS 预测，下调目标价至 2.0 港元，下调评级为“增持”。

4.1.1、中国通号 (3969.HK)：业绩稳健增长，城轨和海外订单将进入高增长期

中国通号 2017 年上半年实现营业收入 165.1 亿人民币，同比增长 15.1%；实现净利润 18.8 亿人民币，同比增长 17.4%；每股收益为 0.21 元人民币。

公司上半年铁路市场收入 78.1 亿，同比下降 7.8%；城市轨道交通市场收入 41.6 亿，同比增长 20.9%；工程总承包收入 40.7 亿，同比大幅增长 107.6%；海外出口收入 4.2 亿，同比增长 3.7%。

新签订单维持高速增长，未来增长来源将逐渐转向城轨市场和海外市场

公司上半年新接订单 308.1 亿，同比增长 21.4%。其中铁路市场 78.9 亿，城轨地铁市场 50.9 亿，工程总承包 177.0 亿，海外 0.5 亿，其他 0.8 亿。公司中期在手订单 653 亿，同比大幅增长 49.9%。下半年铁路领域招标增多，我们预计公司全年新接订单有望实现 30% 的增长，为业绩增长奠定坚实基础。

城市轨道交通市场高增长正由基建传导至信号控制系统领域

城轨地铁市场正处于投资端和基建端的高速增长期，未来几年需求将传导至信号控制系统领域。2016-2018 三年，全国城市轨道交通投资将达到 1.6 万亿，而 2013-2015 年的城轨地铁市场投资仅 8000 亿，投资额三年翻倍，折合年复合增长率达 26%。2020 年全国轨道交通总里程将超过 8000 公里，较 2015 年 3600 公里的总里程增长 120%。

以城市轨道交通平均五年建设期而言，2014 年至今的城市轨道交通固投高增长将从 2018 年左右开始传导至信号控制系统市场。这也与“十三五”后期，全国城市轨道交通的集中通车期相符。中国通号作为国内城市轨道交通信号控制系统领域的绝对龙头，将直接受益于该市场的高速成长。

“买入”评级

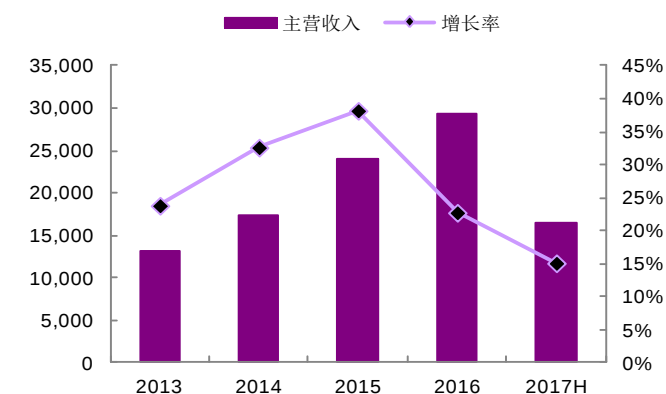
我们维持公司盈利预测不变，预计 2017-2019 年收入分别为 343.3 亿、416.1 亿、496.0 亿人民币，净利润分别为 36.9 亿、45.1 亿、54.3 亿人民币，EPS 分别为 0.42 元、0.51 元、0.62 元人民币。维持目标价 7.20 港元，对应 2018 年 12 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：铁路建设慢于预期、城市轨道交通产品降价、海外市场拓展不顺

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万人民币）	23,952	29,402	34,327	41,607	49,604
营业收入增长率	38.22%	22.76%	16.75%	21.21%	19.22%
净利润（百万人民币）	2,496	3,049	3,693	4,511	5,433
净利润增长率	32.14%	22.15%	21.10%	22.15%	20.44%
EPS（人民币元）（摊薄）	0.28	0.35	0.42	0.51	0.62
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.25%	14.08%	15.09%	16.32%	17.29%
P/E	17.7	14.5	12.0	9.8	8.1
P/B	2.3	2.0	1.8	1.6	1.4

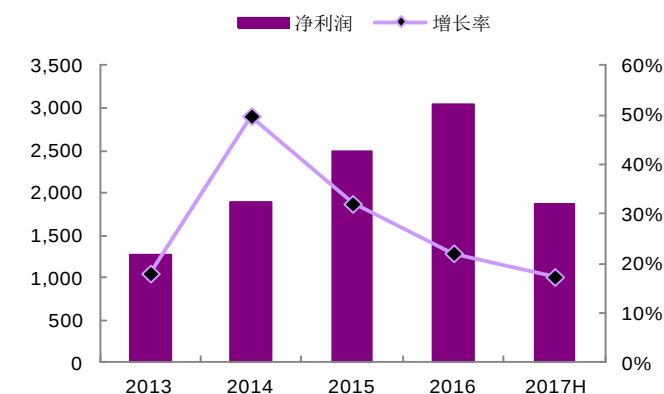
资料来源：Wind，光大证券研究所预测；股价与估值基准为 2017 年 12 月 22 日收盘价

图表 67：中国通号收入情况（单位：百万元人民币）



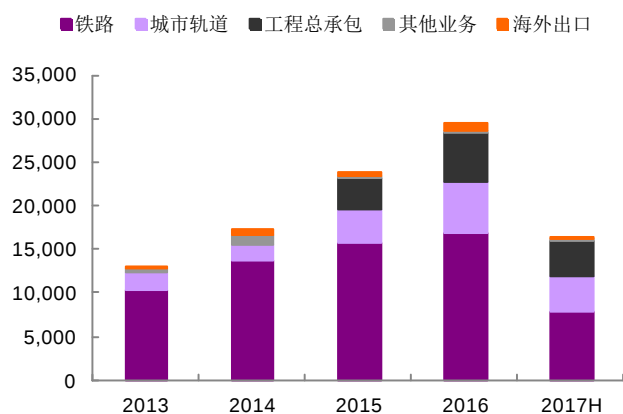
资料来源：公司公告

图表 68：中国通号净利润情况（单位：百万元人民币）



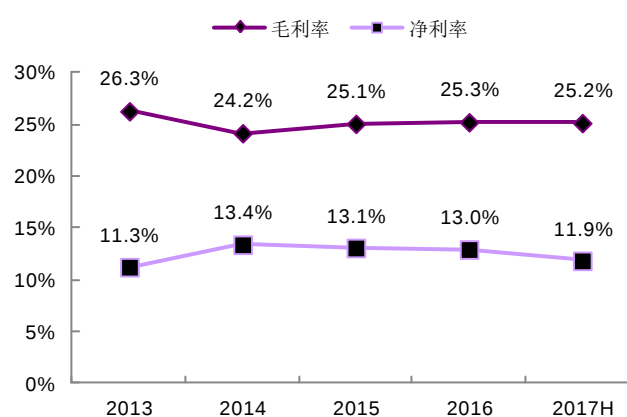
资料来源：公司公告

图表 69：中国通号分部收入情况（单位：百万元人民币）



资料来源：公司公告

图表 70：中国通号盈利能力变化



资料来源：公司公告

4.1.2、中车时代电气 (3898.HK)：机车、城轨和养路机械产品收入大幅增长，动车组产品收入将进入上升期

中车时代电气 2017 年前三季度实现营业收入 95.3 亿人民币, 同比下降 3.4%; 实现净利润 15.2 亿人民币, 同比下降 19.8%。前三季度每股收益为 1.29 元人民币。

2017 年铁路机车招标规模显著回升，动车组招标持续增长

进入 2017 年，铁总启动单次机车招标 586 台，加上后续少量招标，总招标规模远高于 2016 年的 200 多台。公司前三季度机车产品收入同比增长 23%；但我们预计随着此次采购的机车进入集中交货期，公司全年机车产品的收入将大幅增长 50% 左右。

2017 年铁总多次启动动车组招标，折合动车组数量回升至 313 标准列。其中，铁总在 4 月首次采购中国标准动车组“复兴号”50 标准列后，11 月再次采购“复兴号”175 标准列。由于去年动车组招标减少，公司前三季度动车组产品收入大幅下滑 50%。我们预计公司 2017 年动车组产品收入下滑 40%，但随着今年动车组采购量的大幅回升，2018 年公司动车组产品收入预计将显著复苏。

城市轨道交通市场高增长正由基建传导至车辆牵引系统领域

2016-2018 年全国城市轨道交通投资将达到 1.6 万亿, 较 2013-2015 年 8000 亿的投资额三年翻倍, 折合年复合增长率达 26%。以城市轨道交通平均五年建设期而言, 2014 年至今的城市轨道交通固投高增长将从 2018 年左右开始传导至城轨地铁车辆市场。这也与“十三五”后期, 全国城市轨道交通的集中通车期相符。公司作为国内城轨地铁车辆牵引系统的绝对龙头, 将直接受益于该市场的高速成长。

养路机械新产品打开市场，随行业维持高速增长

养路机械是我们另一块较为看好的铁路设备细分市场。作为产业链后周期的环节, “十三五”期间铁总的养路机械采购量预计较“十二五”期间有 40% 左右的增长。公司的新产品 JJC 接触网检修作业车今年获得 50 多列大订单, 交

货期已排至明年。前三季度公司养路机械产品收入同比大幅增长 70%，我们预计全年公司养路机械产品收入将增长 50% 以上。

“买入”评级

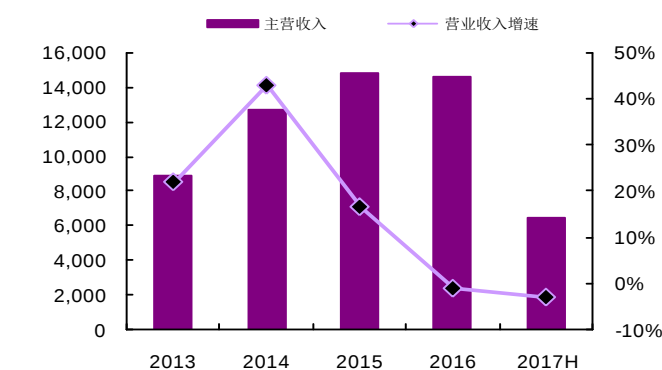
公司机车、城轨和养路机械产品收入大幅增长，动车组产品收入将进入上升期。我们上调公司盈利预测，预计 2017-2019 年收入分别为 152.1 亿、183.2 亿、206.3 亿人民币，净利润分别为 27.6 亿、34.1 亿、39.0 亿人民币，EPS 分别为 2.35 元、2.90 元、3.32 元人民币。上调公司目标价至 58.0 港元，对应 2018 年 17 倍 PE，上调评级为“买入”。

风险提示：铁总招标晚于预期、IGBT 产品推广受阻、海外市场拓展不顺

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万人民币）	14,800	14,658	15,205	18,321	20,633
营业收入增长率	16.75%	-0.96%	3.73%	20.49%	12.62%
净利润（百万人民币）	2,965	2,904	2,764	3,407	3,899
净利润增长率	23.82%	-2.08%	-4.80%	23.27%	14.46%
EPS（人民币元）（摊薄）	2.52	2.47	2.35	2.90	3.32
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.52%	18.38%	15.31%	16.25%	16.08%
P/E	17.1	17.4	18.3	14.9	13.0
P/B	3.7	3.2	2.8	2.4	2.1

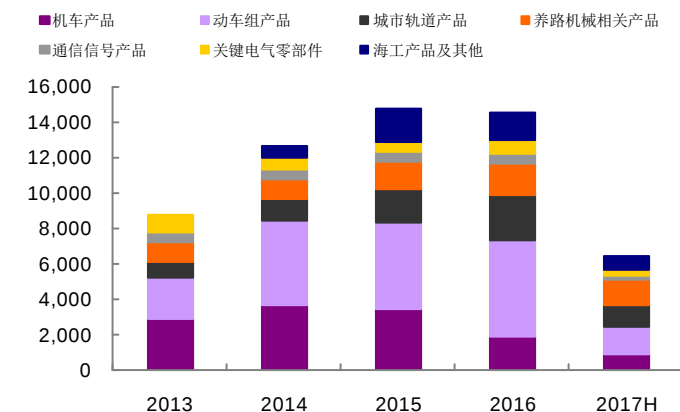
资料来源：Wind，光大证券研究所预测；股价与估值基准为 2017 年 12 月 22 日收盘价

图表 71：中车时代电气收入情况（单位：百万元人民币）



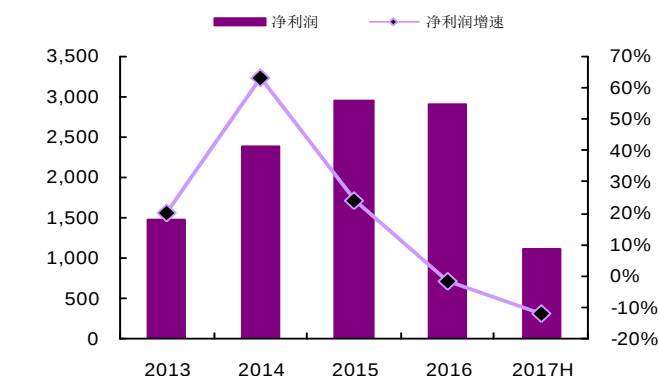
资料来源：公司公告

图表 73：中车时代电气分部收入情况（单位：百万元人民币）



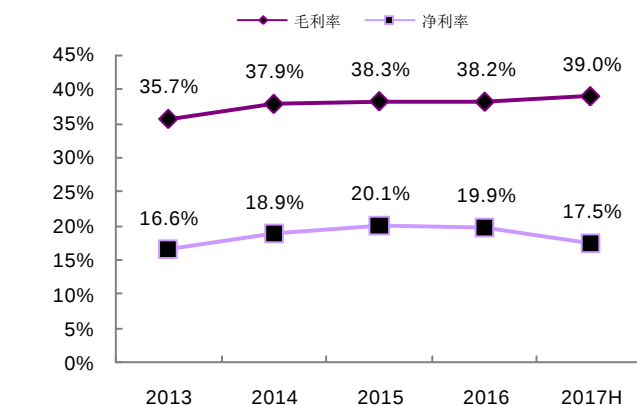
资料来源：公司公告

图表 72：中车时代电气净利润情况（单位：百万元人民币）



资料来源：公司公告

图表 74：中车时代电气盈利能力变化



资料来源：公司公告

4.1.3、中国中车（1766.HK）：Q3 利润增速转正，动车组业务步入复苏期

中国中车 2017 年前三季度实现营业收入 1406.7 亿人民币，同比下降 4.4%；净利润 68.1 亿人民币，同比下降 9.4%；每股收益为 0.24 元人民币。其中，第三季度公司实现净利润 31.4 亿人民币，同比增长 15.1%，利润增速转正，符合我们 Q2 报告中“业绩见底”的判断。

新签订单快速增长，动车组订单将显著回升

公司新签订单快速增长。截至 9 月末，公司在手订单为 2412 亿人民币，较年初增长 28.2%。其中，机车业务 367 亿人民币，动车业务 362 亿人民币，客车业务 47 亿人民币，货车业务 110 亿人民币，城轨与城市基础设施业务 1202 亿人民币，新产业及其他业务 324 亿人民币。

铁总机车、货车招标规模显著回升，动车组招标进入上升期

进入 2017 年，铁总机车、货车招标均出现了大幅增长，我们预计下半年动车组招标将继续回升。2017 年铁总启动了多批次动车组招标，招标动车组超过 300 标准列，其中“复兴号”中国标准动车组招标两批次共 154 标准列。我们预计 2018 年铁总动车组招标数量有望进一步上升至 400 列左右。

城市轨道交通市场高速增长正由基建传导至车辆设备领域

2016-2018 年全国城市轨道交通投资将达到 1.6 万亿，较 2013-2015 年 8000 亿的投资额三年翻倍，折合年复合增长率达 26%。以城市轨道交通平均五年建设期而言，2014 年至今的城市轨道交通固投高速增长将从 2018 年左右开始传导至城轨地铁车辆市场。公司上半年城轨业务收入同比增长 35.5%。公司作为国内城轨地铁车辆领域的绝对龙头，将继续受益于该市场的高速成长。

“增持”评级

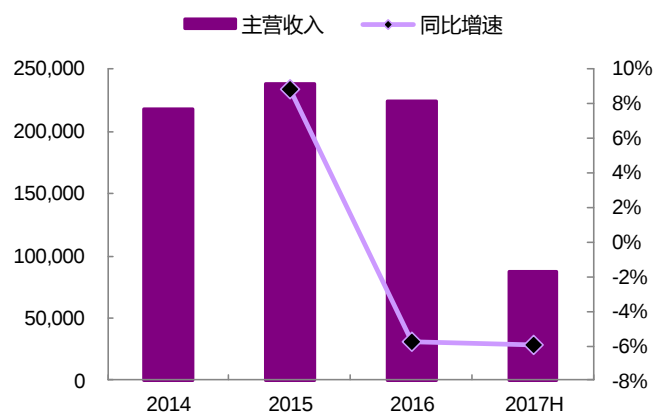
公司 Q3 业绩表现良好；随着动车组业务见底回升，城轨地铁市场进入通车高峰，公司业绩将重回增长。我们维持盈利预测不变，预计公司 2017-2019 年收入分别为 2256.5 亿、2568.4 亿、2819.0 亿人民币，净利润分别为 112.4 亿、136.0 亿、153.5 亿人民币，对应 EPS 分别为 0.39 元、0.47 元、0.53 元人民币。维持公司目标价 8.50 港元，对应 2018 年 15 倍 PE，维持“增持”评级。

风险提示：铁总招标不达预期、产品利润率波动、海外市场拓展不顺

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万人民币）	237,785	224,138	225,647	256,845	281,897
营业收入增长率	8.85%	-5.74%	0.67%	13.83%	9.75%
净利润（百万人民币）	11,818	11,296	11,241	13,601	15,345
净利润增长率	9.27%	-4.42%	-0.49%	21.00%	12.82%
EPS（人民币元）（摊薄）	0.41	0.39	0.39	0.47	0.53
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.20%	10.77%	9.21%	10.46%	11.06%
P/E	16.3	17.1	17.1	14.2	12.6
P/B	2.0	1.8	1.6	1.5	1.4

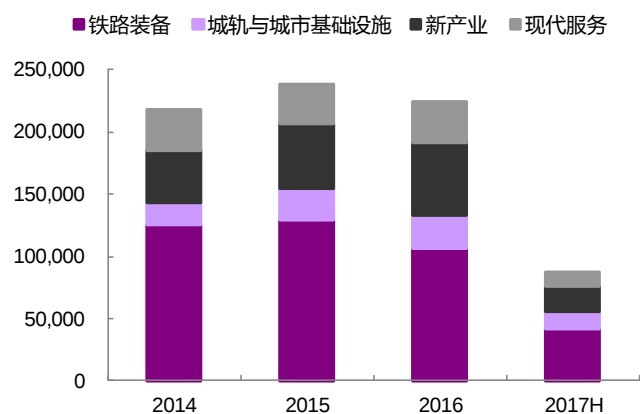
资料来源：Wind，光大证券研究所预测；股价与估值基准为 2017 年 12 月 22 日收盘价

图表 75：中国中车收入情况（单位：百万元人民币）



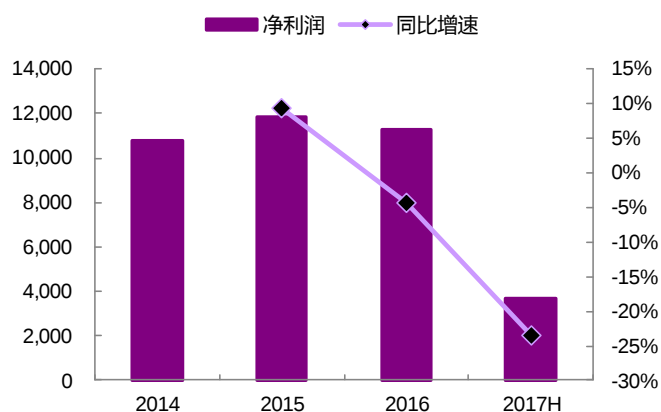
资料来源：公司公告

图表 77：中国中车分部收入情况（单位：百万元人民币）



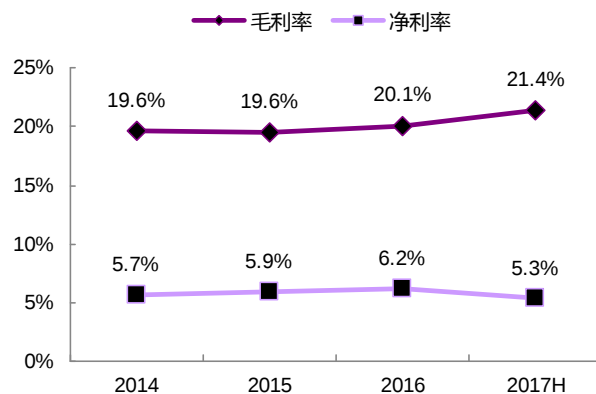
资料来源：公司公告

图表 76：中国中车净利润情况（单位：百万元人民币）



资料来源：公司公告

图表 78：中国中车盈利能力变化



资料来源：公司公告

4.2、油气设备与油服：油价回暖，油企开支增加，设备与服务需求回升

2017 年，全球原油市场逐渐迎来再平衡，符合我们去年策略报告判断。欧佩克已决定延长减产协议至 2018 年 12 月，同时计划在 2018 年 6 月召开会议对减产效果做出评估。减产协议的达成，以及执行力度的保障，标志着欧佩克对油价调控的战略转变，一定程度上跳出了原油生产者竞相增产的囚徒困境。

随着油价回暖，美国页岩油产量不断回升。但在特朗普的政策框架下，美国的传统能源行业繁荣，离不开一个良好的油价环境的支持。美国的页岩油增产不会再次导致油价暴跌。在页岩油革命后，高油价的时代很难重现，但中等油价就足以使行业出现恢复性的成长。

原减产豁免国尼日利亚和利比亚加入限产，使得欧佩克减产协议的有效性大大加强。进入 2018 年，在原油需求保持温和回升的背景下，加入了豁免国的“加强版”欧佩克限产协议，有望较好地对冲美国页岩油增产的负效应。

2017 年布伦特原油均价在 54 美元/桶左右，我们预计 2018 年布伦特原油均价有望上升 5 美元至 59 美元/桶。

在油价继续回暖的背景下，2018 年油气设备与油服产业链的订单需求将继续回升，行业整体盈利能力逐渐改善。对处于周期底部的优秀公司而言，订单的增长和利润率的回升是 2018 年的主题；随着订单量和订单价格的回升，未来的业绩弹性较大。

从核心竞争力强、订单快速回升，业绩反弹空间大的角度，**推荐安东油田服务、海隆控股、中集安瑞科等公司。**

图表 79：油气设备与油服板块盈利预测、估值与投资评级

证券代码	公司名称	股价 港元	EPS (人民币)			PE			投资评级
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	
3337.HK	安东油田服务	0.84	-0.06	0.02	0.05	NA	35.7	14.3	买入
1623.HK	海隆控股	1.09	0.07	0.08	0.10	13.2	11.6	9.3	买入
3899.HK	中集安瑞科	6.60	-0.48	0.16	0.36	NA	35.1	15.6	买入
2883.HK	中海油田服务	7.40	-2.40	0.03	0.15	NA	209	41.9	增持
1251.HK	华油能源	0.54	-0.19	-0.04	0.02	NA	NA	23.0	增持
0196.HK	宏华集团	0.66	-0.12	-0.16	-0.05	NA	NA	NA	中性
0206.HK	TSC 集团	0.85	-1.22	-0.11	-0.07	NA	NA	NA	中性

资料来源：Wind，光大证券研究所预测；股价与估值基准为 2017 年 12 月 22 日收盘价

注 1：根据 2017 年中期业绩变化，下调中海油田服务 2017 年 EPS 预测，维持 2018 年 EPS 预测不变；油价转暖，公司长期盈利向好，上调目标价至 8.5 港元，维持评级为“增持”。

注 2：根据 2017 年中期业绩变化，下调华油能源 2017 年 EPS 预测；但由于油价明显转暖，上调华油能源 2018 年 EPS 预测；维持目标价 0.65 港元，维持“增持”评级。

注 3：根据 2017 年中期业绩变化，下调宏华集团 EPS 预测，下调目标价至 0.7 港元，下调评级为“中性”。

注 4：根据 2017 年中期业绩变化，下调 TSC 集团 EPS 预测；由于公司近期向招商局集团转让股权，长期基本面有转好潜力，上调目标价至 0.9 港元，维持评级为“中性”。

4.2.1、安东油田服务 (3337.HK)：Q3 新签订单同比增长 50%，业绩复苏强于同行

安东油田服务 2017 年上半年实现收入 8.8 亿人民币，同比增长 29.9%；净利润在行业内率先扭亏，为 0.12 亿人民币，同比增长 118.8%。公司上半年毛利率同比大幅提升 11.7 个百分点至 37.5%，净利率同比大幅提升 14.8 个百分点至 5.1%。

Q3 新签订单同比增长 50%，在手订单处于历史高点

2017 年三季度，公司新签订单 5.88 亿人民币，同比增长 50.0%；在手订单达到 36.9 亿人民币，为历年来最高水平。公司进一步加强在国际市场，特别是伊拉克市场的持续突破与发展。2017 年三季度，公司海外新签订单 3.29 亿人民币，同比增长 139.9%；海外在手订单 26.9 亿人民币，同样处于历史最高水平。

项目执行速度显著提升，订单进入集中结算期

随着市场好转，公司项目执行速度出现显著提升。在国内市场，随着施工进入高峰期，各产品线工作量较去年同期均有明显增长，设备利用率大幅提升，

钻机设备和压裂设备在区域市场供不应求。在伊拉克市场，公司钻机总包项目在本季度满负荷作业，修完井大包项目的两部修井机稳定施工。随着海外业务占比的增加，公司整体盈利能力将获得持续提升。

成功发行外币票据，债务状况大幅改善

2017年11月，公司成功发行3亿美元新票据，票面利率为9.75%。其中，公司将于同步新资金发行中发行约1.24亿美元的新票据，并根据交换要约发行约1.76亿美元新票据。穆迪随即将公司评级调高至“B3”，前景展望为“正面”。我们认为，公司到期债务问题得到解决，现金流将有所改善，这将为公司未来业务持续发展打下坚实的基础。

“买入”评级

公司Q3新签订单同比增长50%，业绩复苏强于同行。我们维持盈利预测不变，预计公司2017-2019年收入分别为21.2亿、25.2亿、28.5亿人民币，净利润分别为0.59亿、1.29亿、1.81亿人民币，EPS分别为0.02元、0.05元、0.07元人民币。维持目标价1.05港元，对应2018年18倍PE，维持“买入”评级。

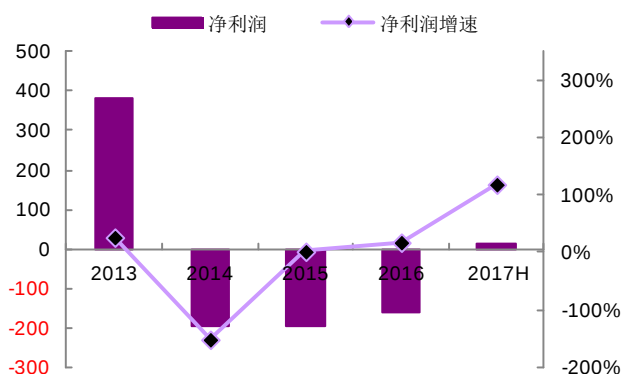
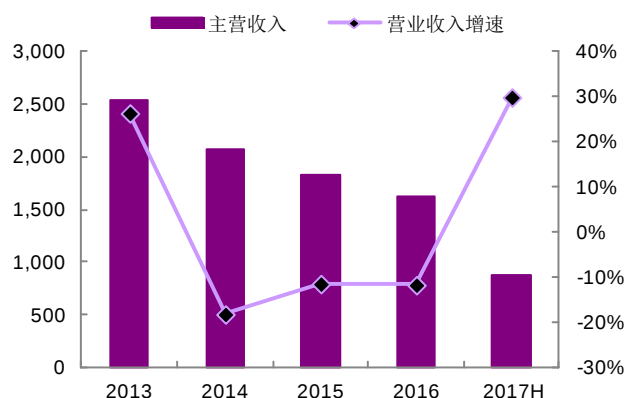
风险提示：订单延期风险、地缘局势风险、汇率波动风险

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万人民币）	1,833	1,618	2,121	2,517	2,847
营业收入增长率	-11.5%	-11.7%	31.1%	18.7%	13.1%
净利润（百万人民币）	(195)	(161)	59	129	181
净利润增长率	-1.8%	-	-	117.0%	40.0%
EPS（人民币元）（摊薄）	(0.07)	(0.06)	0.02	0.05	0.07
ROE（归属母公司）（摊薄）	-10.3%	-10.4%	2.7%	5.6%	7.3%
P/E	NA	NA	31.9	14.7	10.5
P/B	1.0	1.2	0.9	0.8	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测；股价与估值基准为2017年12月22日收盘价

图表 80：安东油田服务收入情况（单位：百万元人民币）

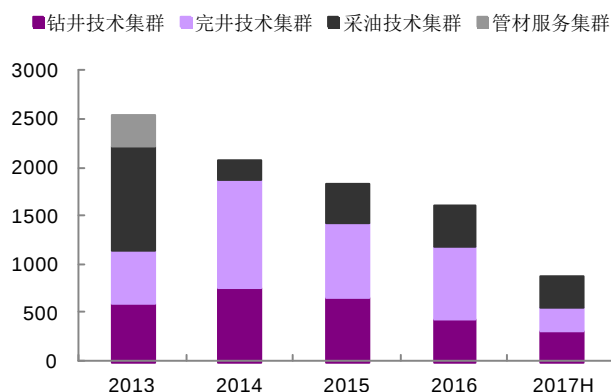
图表 81：安东油田服务净利润情况（单位：百万元人民币）



资料来源：公司公告

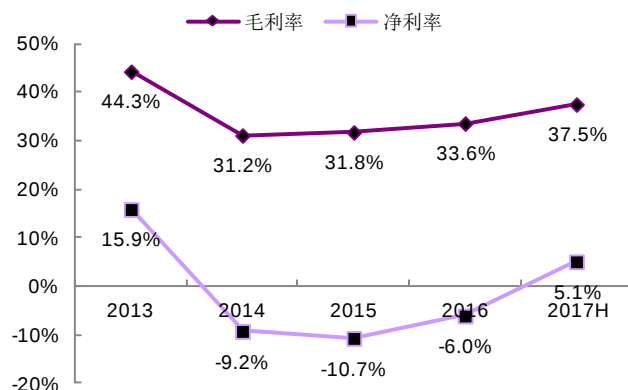
资料来源：公司公告

图表 82: 安东油田服务分部收入情况 (单位:百万元人民币)



资料来源: 公司公告

图表 83: 安东油田服务盈利能力变化



资料来源: 公司公告

4.2.2、海隆控股 (1623.HK): 俄罗斯项目投产, 钻杆销售大增

海隆控股 2017 年上半年实现营业收入 12.6 亿人民币, 同比增长 36.3%; 实现净利润 0.73 亿人民币, 同比增长 4.5%。每股收益为 0.04 元人民币。公司 2017 年上半年毛利率为 35.1%, 与去年同期持平; 净利率 5.8%, 同比下滑 1.7 个百分点, 主要由于费用率上升, 以及汇兑亏损增加。

上半年各板块收入均实现增长

上半年公司油田装备制造与服务收入 6.46 亿人民币, 同比增长 60.4%, 主要由于国际市场上、特别是俄罗斯市场的钻杆销量增加, 以及各大油气公司逐渐恢复资本及经营开支, 导致国际市场的 OCTG 涂层服务需求上升; 管道技术与服务收入 1.98 亿人民币, 同比增长 39.8%, 主要由于油气输送管涂层材料、油气输送管涂层服务、CRA 管道及 CWC 服务产生的收入增加; 油田服务收入 3.74 亿人民币, 同比增长 8.8%, 主要由于现有合同继续执行, 并实现新合同的突破; 海洋工程服务收入 0.38 亿人民币, 同比增长 15.2%, 主要来源于 TIMAS PHE WMO 项目和三亚新机场大型钢筒项目。

持续扩展国际化布局策略, 签署多份重要海外合同

2017 年上半年, 钻杆在国际市场销售收入达 4.74 亿人民币, 同比增长 79.7%, 在国内市场销售收入为 0.22 亿人民币, 同比下滑 61.8%。公司在国际市场销售收入增加说明国际市场需求庞大, 公司在国外的品牌知名度提升; 公司在国内市场销售收入下滑, 反映出公司分配更多产能于国际市场, 导致国内销量减少。

2017 年上半年, 公司与巴基斯坦、乌兹别克斯坦、印尼等国家签署了合同。此外, 在海洋工程服务板块, 公司成功获得了来自泰国和马来西亚合资公司的一个重要合同, 这是公司在泰国和马来西亚地区首次获得海洋工程服务合同, 为今后在这一区域承揽项目奠定了基础。

“买入”评级

公司中期收入高于预期, 利润低于预期; 我们随之上调公司收入预测, 预计 2017-2019 年收入分别为 25.7 亿、28.6 亿、31.8 亿人民币; 下调利润预测, 预计净利润分别为 1.4 亿、1.7 亿、2.3 亿人民币, EPS 分别为 0.08 元、0.10

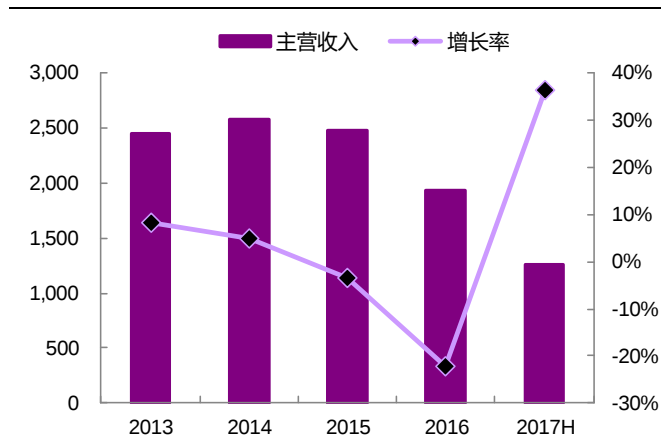
元、0.13 元人民币。下调公司目标价至 1.5 港元，对应 2018 年 13 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：汇率风险、海洋工程订单不足风险、海外业务拓展风险

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万人民币）	2,484	1,929	2,570	2,859	3,178
营业收入增长率	-3.56%	-22.35%	33.24%	11.25%	11.15%
净利润（百万人民币）	161	125	142	172	228
净利润增长率	-59.52%	-22.59%	13.99%	21.30%	32.53%
EPS（人民币元）（摊薄）	0.09	0.07	0.08	0.10	0.13
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.33%	3.83%	4.28%	4.97%	6.23%
P/E	9.8	12.6	11.1	9.1	6.9
P/B	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4

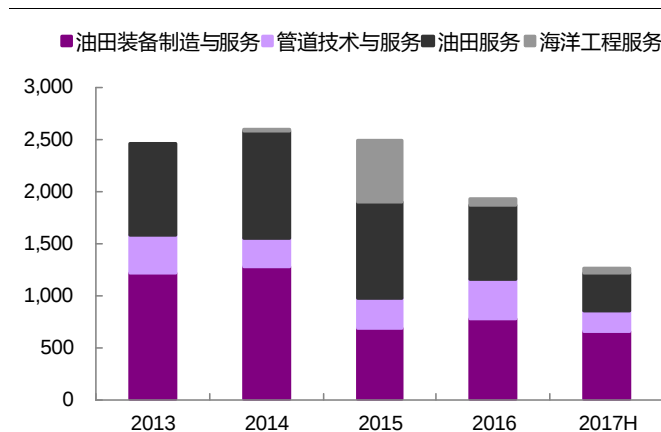
资料来源：Wind，光大证券研究所预测；股价与估值基准为 2017 年 12 月 22 日收盘价

图表 84：海隆控股收入情况（单位：百万元人民币）



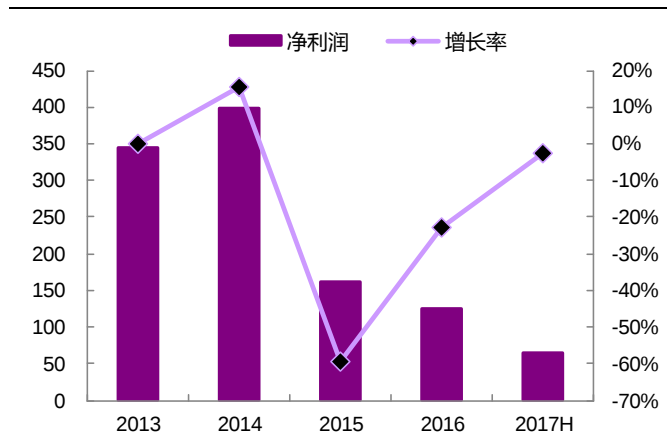
资料来源：公司公告

图表 86：海隆控股分部收入情况（单位：百万元人民币）



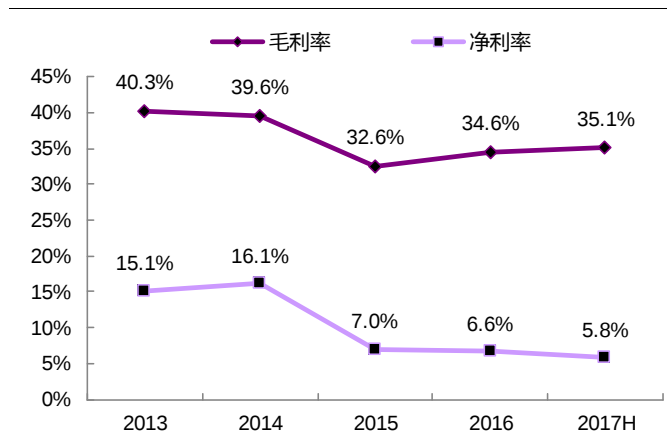
资料来源：公司公告

图表 85：海隆控股净利润情况（单位：百万元人民币）



资料来源：公司公告

图表 87：海隆控股盈利能力变化



资料来源：公司公告

4.2.3、中集安瑞科 (3899.HK)：能源装备业务回暖明显，盈利能力将触底回升

中集安瑞科 2017 年上半年实现营业收入 46.3 亿人民币，同比上升 23.8%；净利润 0.7 亿人民币，扭亏为盈；毛利率 16.2%，同比下滑 1.7 个百分点；净利率为 1.7%，主要受南通太平洋并购减值拨备的影响。

上半年公司能源装备、化工装备、液态食品装备三大板块收入同比分别变化 +49.7%/+9.3%/+5.2%，毛利率同比分别变化 -3.3%/+1.5%/-2.0 个百分点。

成功并购南通太平洋，完善天然气储运装备业务布局

公司于 2017 年 8 月成功收购南通太平洋公司 100% 股份，价格为 7.998 亿人民币。南通太平洋主营 IMO C 型液货罐设计制造，LEG/LPG/LNG 运输船液货系统生产设计、制造和交付，以及海洋油气模块的生产设计制造。收购项目将有利于公司建立海陆一体化的天然气净化、液化、储存及储运能力。

公司去年计提了来自南通太平洋公司 13.6 亿人民币的应收账款减值拨备，今年中期计提了 1.06 亿应收账款减值拨备。来自该公司的大部分应收账款均已进行减值拨备。

能源装备业务受益于 LNG 市场需求快速增长

公司的能源装备业务受油气价格波动影响，是需求弹性相对较大的一块业务。作为国内压力容器龙头，公司 LNG 拖车、储罐等装备显著受益于 LNG 市场需求增长，其销售在 2017 年出现大幅上升。虽然近期国内天然气价格大幅上涨影响短期 LNG 气瓶需求，但天然气需求的高涨也预示着公司天然气储运设备长期需求的向好。

长期来看，国内天然气行业的发展将得到国家层面的大力支持。能源发展“十三五”规划中，制定了天然气于 2020 年占主要能源消费 10% 的目标（2015 年为 5.9%）。由国家能源局油气司、国务院发展研究中心资源与环境政策研究所及国土资源部油气资源战略研究中心联合发布的《中国天然气发展报告（2016 年）》，提倡了一系列推广使用天然气的政策。

化工装备市场回暖，罐式集装箱渗透率有望提升

上半年公司化工装备收入 13.6 亿人民币，同比增长 9.3%；毛利率上升 1.5 个百分点至 17.5%。随着全球化工市场的复苏，公司化工装备业务有望维持回暖趋势。2017 年，交通运输部颁布《关于进一步鼓励开展多式联运工作的通知》，加强罐式集装箱在国内的渗透率。随着安全法规日趋完善，安全环保高效的罐箱物流将进一步取代低端物流模式。公司作为行业龙头，将受益于化工罐式集装箱在中国市场的进一步渗透。

液态食品装备板块海外业务拓展顺利，实现稳定发展

上半年公司液态食品装备收入 11.0 亿人民币，同比增长 5.2%；毛利率下降 2.0 个百分点至 19.6%。公司通过 2009 年收购荷兰 Holvrieka，2012 年收购德国 Ziemann，2016 年收购英国 Briggs，实现了在食品装备领域全球市场的扩张。公司啤酒装备的全球市场份额已达 40%。该业务分部将发展纵向一体化 EPC 总包和横向多元化业务（例如果汁储运及乳制品加工），并开拓中美洲等新兴市场。

“买入”评级

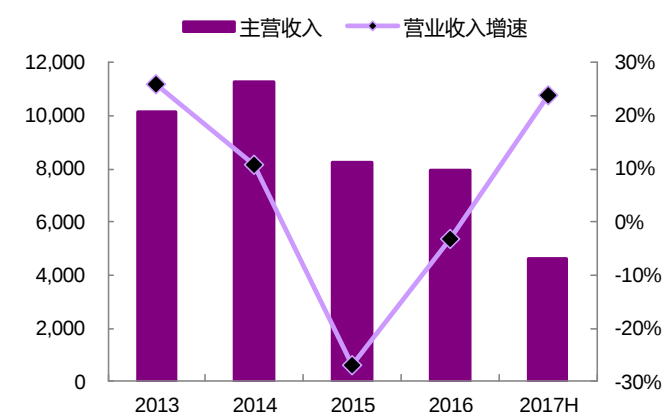
公司中期业绩低于预期，但 LNG 产业链需求持续景气，公司能源装备业务需求持续回暖，盈利能力将触底回升。根据中期业绩，我们下调公司盈利预测，预计 2017-2019 年收入分别为 97.1 亿、115.7 亿和 130.2 亿人民币，净利润分别为 3.1 亿、7.0 亿和 9.2 亿人民币，对应 EPS 分别为 0.16 元、0.36 元、0.48 元人民币。看好 LNG 行业景气提升对公司的长期影响，提升公司目标价至 7.2 港元，对应 2018 年 17 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：油气价格波动风险，海外市场拓展风险，业务计提风险

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万人民币）	8,241	7,968	9,712	11,566	13,018
营业收入增长率	-26.85%	-3.31%	21.88%	19.09%	12.55%
净利润（百万人民币）	519	(929)	312	703	924
净利润增长率	-49.48%	-278.89%	-	124.88%	31.57%
EPS（人民币元）（摊薄）	0.27	(0.48)	0.16	0.36	0.48
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.23%	-18.00%	5.71%	11.56%	13.61%
P/E	21.0	NA	34.8	15.5	11.8
P/B	1.7	2.1	2.0	1.8	1.6

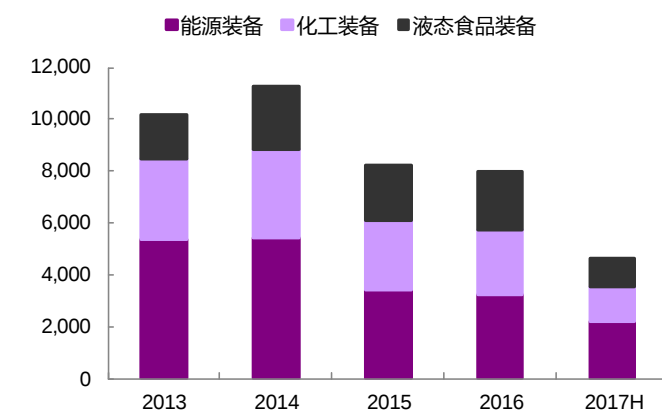
资料来源：Wind，光大证券研究所预测；股价与估值基准为 2017 年 12 月 22 日收盘价

图表 88：中集安瑞科收入情况（单位：百万元人民币）



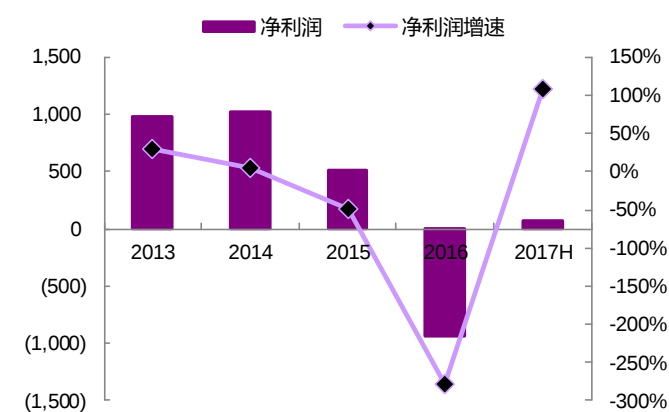
资料来源：公司公告

图表 90：中集安瑞科分部收入情况（单位：百万元人民币）



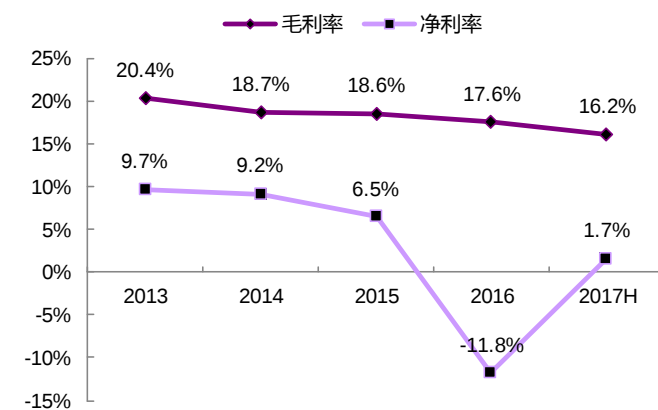
资料来源：公司公告

图表 89：中集安瑞科净利润情况（单位：百万元人民币）



资料来源：公司公告

图表 91：中集安瑞科盈利能力变化



资料来源：公司公告

4.3、工程机械行业：更新+升级高峰持续，关注行业龙头

从投资面看，全国固定资产投资延续了近年来增速放缓的趋势。但工程机械行业景气度自 2016 年下半年开始出现快速回升，主要是由于上一轮行业高点的机器进入集中更新换代期。在更新周期的拉动下，各类产品销量均出现大幅增长。

展望 2018 年，由于基建投资增长持续，出口拓展空间广阔，以及上一轮销售高峰期的产品仍然处于更新换代期，我们认为 2018 年工程机械的需求面仍将维持稳健增长。

我们认为本轮工程机械更新周期尚未结束，未来行业销量在高基数的背景下虽然增速下滑，但结构将持续改善。其中**挖掘机由于替代效应较强，增长空间更为广阔；混凝土机械由于寿命较长，未来几年将逐渐进入更新换代高峰。**

推荐有品牌号召力，市占率提升的工程机械龙头中国龙工、中联重科。

图表 92：工程机械板块盈利预测、估值与投资评级

证券 代码	公司 名称	股价 港元	EPS (人民币)			PE			投资 评级
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	
3339.HK	中国龙工	3.31	0.11	0.21	0.26	25.6	13.4	10.8	买入
1157.HK	中联重科	3.27	-0.12	0.21	0.20	NA	13.2	13.9	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测；股价与估值基准为 2017 年 12 月 22 日收盘价

4.3.1、中国龙工 (3339.HK)：土方机械和叉车销售增长持续

中国龙工 2017 年上半年实现营业收入 45.3 亿人民币，同比增长 73.3%；净利润 5.0 亿人民币，同比大幅增长 149.3%；每股收益 0.12 元人民币。

主营产品销售快速增长

在工程机械行业景气显著回升，产品需求旺盛的背景下，公司各主营产品销售均实现大幅增长。上半年公司轮式装载机收入 23.9 亿人民币，同比增长 82.7%；挖掘机收入 6.8 亿人民币，同比增长 108.5%；压路机收入 0.7 亿人民币，同比增长 94.2%；起重叉车收入 9.6 亿人民币，同比增长 54.6%；其他收入 4.4 亿人民币，同比增长 35.2%。

盈利能力显著提升

公司上半年综合毛利率为 27.2%，同比上升 3.6 个百分点；净利率达到 11.0%，同比提升 3.4 个百分点。公司盈利能力的显著提升，除了规模效应以外，还得益于国三标准产品结算价格增加、集团加大整体采购、叉车份额增加、内部管理持续强化等因素。

预计销售高增长持续

我们预计公司下半年销售高增长延续，全年公司装载机销量同比增速在 60% 左右，挖掘机销量同比增速有望达到 120%，叉车销量同比增速在 50% 左右。2018 年公司挖掘机和叉车销量有望维持双位数增长。

“买入”评级

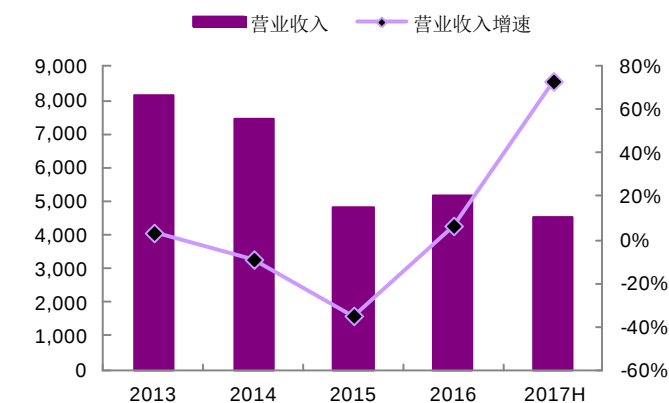
公司土方机械和叉车销售持续增长，盈利能力上升程度超预期。我们上调公司盈利预测，预计 2017-2019 年收入分别为 83.0 亿、98.3 亿、111.3 亿人民币，净利润分别为 9.0 亿、11.1 亿、13.4 亿人民币，EPS 分别为 0.21 元、0.26 元、0.31 元人民币。上调公司目标价至 3.90 港元，对应 2018 年 13 倍 PE，上调评级为“买入”。

风险提示：行业复苏不及预期，海外市场拓展风险，汇率风险

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万人民币）	4,829	5,146	8,301	9,827	11,134
营业收入增长率	-34.98%	6.57%	61.30%	18.38%	13.30%
净利润（百万人民币）	117	462	904	1,111	1,339
净利润增长率	-72.04%	296.17%	95.82%	22.83%	20.54%
EPS（人民币元）（摊薄）	0.03	0.11	0.21	0.26	0.31
ROE（归属母公司）（摊薄）	1.76%	6.87%	12.24%	13.81%	15.17%
P/E	103.3	26.1	13.3	10.8	9.0
P/B	1.8	1.8	1.6	1.5	1.4

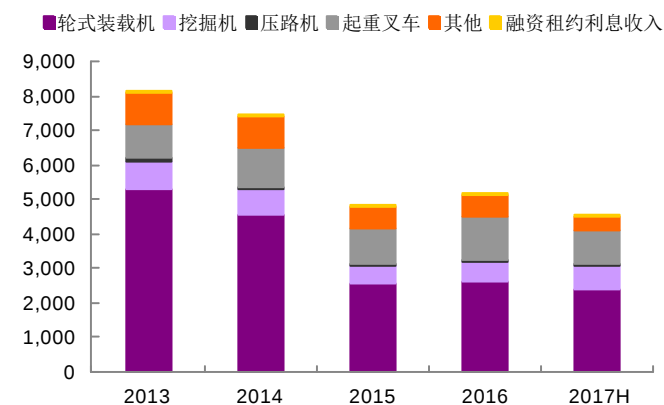
资料来源：Wind，光大证券研究所预测；股价与估值基准为 2017 年 12 月 22 日收盘价

图表 93：中国龙工收入情况（单位：百万元人民币）



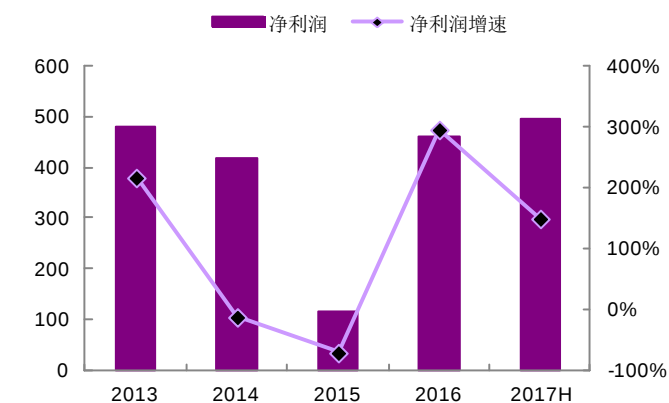
资料来源：公司公告

图表 95：中国龙工分部收入情况（单位：百万元人民币）



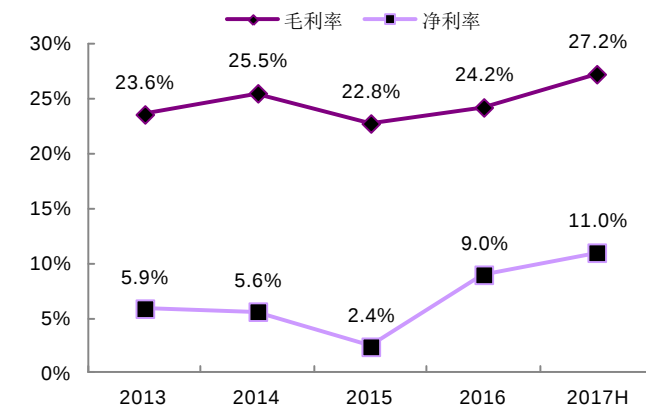
资料来源：公司公告

图表 94：中国龙工净利润情况（单位：百万元人民币）



资料来源：公司公告

图表 96：中国龙工盈利能力变化



资料来源：公司公告

4.3.2、中联重科 (1157.HK)：出售环卫机械业务股权，工程机械板块销售强劲复苏

中联重科 2017 年前三季度实现营业收入 178.6 亿人民币，同比增长 26.6%；净利润 12.8 亿人民币，扭亏为盈；每股收益为 0.17 元人民币。

116 亿出售环境产业 80%股权，资金情况大幅改善

公司环卫机械国内市占率超 60%，稳居龙头地位。出于聚焦工程机械主业等方面的考虑，公司于 5 月 21 日签订股权转让协议，以 116 亿人民币的价格，出售公司环境产业，即长沙中联重科环境产业有限公司 80%股权。

根据毕马威审计的模拟财务报表，长沙中联重科环境产业有限公司 2016 年实现收入 56.1 亿人民币，同比增长 23.7%；净利润 7.55 亿人民币，同比增长 9.2%。以 80%股权 116 亿的价格计算，环境产业整体估值为 145 亿人民币，对应 2016 年 PE 为 19.2 倍。

交易完成后，公司报表显示，公司前三季度累计投资收益达到 108.7 亿人民币。公司此次出售所得净收益将大部份用作补充集团的流动资金、偿还债务及未来业务发展。通过本次交易，公司得到大量现金，资产负债率明显改善。

大幅计提资产减值损失，轻装上阵

前三季度公司累计大幅计提资产减值损失 87.5 亿，同比增长 1447.0%。公司在出售环境板块股权获得巨大投资收益的背景下，对前几年行业低谷积累的风险资产进行充分计提，释放风险。

股权激励草案通过，提升员工积极性

公司 9 月底发布股权激励计划草案，拟向激励对象授予权益总计 3.81 亿股，占计划公告时公司股本总额 76.25 亿股的 5%，其来源为公司向激励对象定向发行的 A 股普通股。其中，股票期权及限制性股票各占全部拟授出权益的 50%。股票期权的行权价格为 4.57 元/股，限制性股票授予价格最低为 2.29 元/股。股权激励计划有助于提高员工的工作积极性，有利于公司未来的持续稳定发展。

“增持”评级

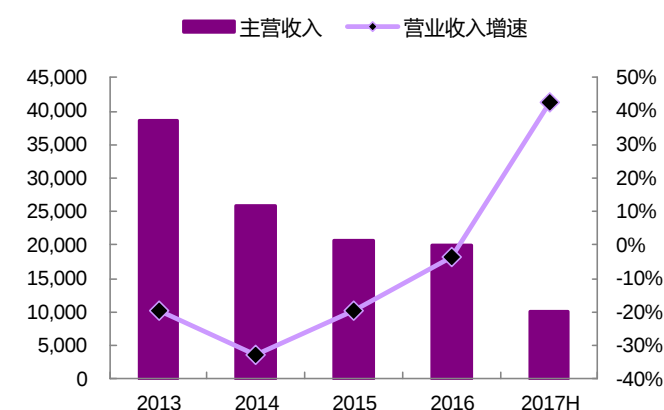
在出售环卫机械业务后，公司报表变化较大；我们调整预测公司可持续经营分部 2017-2019 年收入分别为 191.7 亿、228.5 亿和 262.9 亿人民币，上调净利润预测至 15.7 亿、15.2 亿和 20.1 亿人民币，对应 EPS 分别为 0.21 元、0.20 元、0.26 元人民币。由 PB 切换为 PE 估值，下调公司目标价至 3.5 港元，对应 2018 年 15 倍 PE，维持“增持”评级。

风险提示：行业复苏不及预期，海外市场拓展风险，汇率风险

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万人民币）	20,753	20,023	19,166	22,846	26,291
营业收入增长率	-19.72%	-3.52%	-4.28%	19.20%	15.08%
净利润（百万人民币）	89	(929)	1,574	1,519	2,012
净利润增长率	-85.02%	-1143.82%	-	-3.47%	32.43%
EPS（人民币元）（摊薄）	0.01	(0.12)	0.21	0.20	0.26
ROE（归属母公司）（摊薄）	0.22%	-2.53%	4.23%	3.92%	4.94%
P/E	239.3	NA	13.5	14.0	10.6
P/B	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5

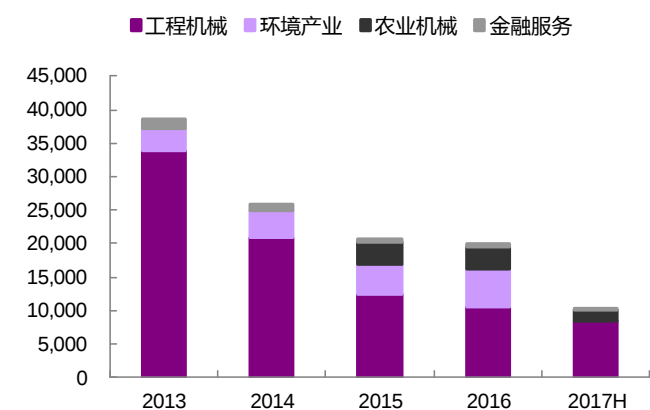
资料来源：Wind，光大证券研究所预测；股价与估值基准为 2017 年 12 月 22 日收盘价

图表 97：中联重科收入情况（单位：百万元人民币）



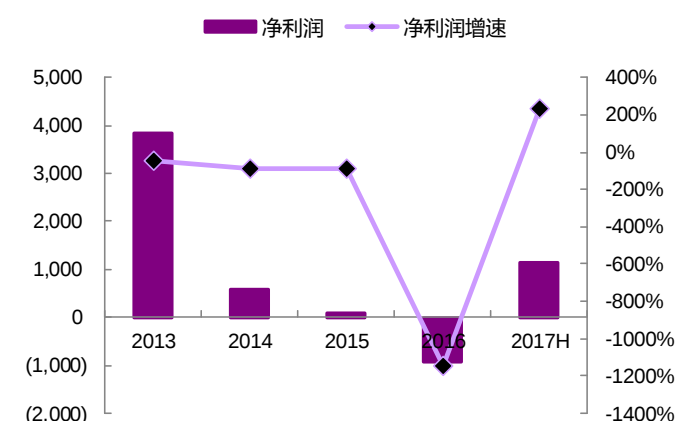
资料来源：公司公告

图表 99：中联重科分部收入情况（单位：百万元人民币）



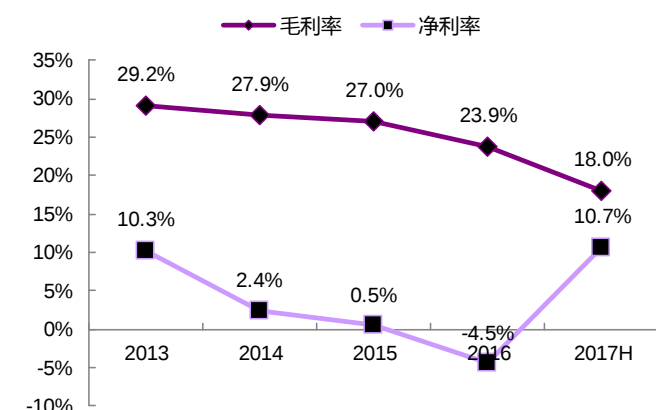
资料来源：公司公告

图表 98：中联重科净利润情况（单位：百万元人民币）



资料来源：公司公告

图表 100：中联重科盈利能力变化



资料来源：公司公告

4.4、重点公司盈利预测与评级

图表 101：重点公司盈利预测、估值与投资评级

证券 代码	公司 名称	股价 港元	EPS (人民币)			PE			投资 评级
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	
铁路设备子行业									
3969.HK	中国通号	5.92	0.35	0.42	0.51	14.4	12.0	9.9	买入
3898.HK	中车时代电气	50.65	2.47	2.35	2.90	17.4	18.3	14.8	买入
1766.HK	中国中车	7.90	0.41	0.39	0.47	16.4	17.2	14.3	增持
1786.HK	铁建装备	1.81	0.31	0.10	0.22	5.0	15.4	7.0	增持
油气设备与油服子行业									
3337.HK	安东油田服务	0.84	-0.06	0.02	0.05	NA	35.7	14.3	买入
1623.HK	海隆控股	1.09	0.07	0.08	0.10	13.2	11.6	9.3	买入
3899.HK	中集安瑞科	6.60	-0.48	0.16	0.36	NA	35.1	15.6	买入
2883.HK	中海油田服务	7.40	-2.40	0.03	0.15	NA	209	41.9	增持
1251.HK	华油能源	0.54	-0.19	-0.04	0.02	NA	NA	23.0	增持
0196.HK	宏华集团	0.66	-0.12	-0.16	-0.05	NA	NA	NA	中性
0206.HK	TSC 集团	0.85	-1.22	-0.11	-0.07	NA	NA	NA	中性
工程机械子行业									
3339.HK	中国龙工	3.31	0.11	0.21	0.26	25.6	13.4	10.8	买入
1157.HK	中联重科	3.27	-0.12	0.21	0.20	NA	13.2	13.9	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测；股价与估值基准为 2017 年 12 月 22 日收盘价

5、风险分析

- 1、铁路行业投资执行不达预期，或招标晚于预期，导致铁路设备需求少于预期的风险；
- 2、美国页岩油产量增长过快，或欧佩克减产协议失效导致油价下跌，影响油气设备与油服公司订单量及订单利润率的风险；
- 3、基建或房地产投资增速过度回落，项目开工少于预期，可能影响工程机械需求的风险；
- 4、中东等区域局势不稳，可能对上市公司海外业务执行情况产生影响的风险；
- 5、人民币汇率波动，可能影响上市公司汇兑损益的风险。

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

上海市新闸路 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
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@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
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@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
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixu1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	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
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@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
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zhui@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
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com
私募业务部	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