



业绩符合预期，未来有望稳步增长

——中国中车（601766）2015 年年报点评

2016 年 03 月 30 日

强烈推荐/维持

中国中车

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
叶盛	联系人	
	yesheng@dxzq.net.cn	010-66554022
任天辉	联系人	
	rentianhui1989@hotmail.com	010-66554037

事件:

公司 3 月 29 日公布 2015 年年报。报告期内，2015 年，公司实现营业收入 2,419.13 亿元，增幅为 8.98%；实现归属于母公司所有者的净利润 118.18 亿元，增幅为 9.27%。报告期内，公司销售净利率为 5.83%。2015 年 12 月末，公司合并资产总额为 3,116.94 亿元，增幅为 4.31%；所有者权益为 1,135.75 亿元，增幅为 11.15%，资产负债率为 63.56%，比年初下降 2.25 个百分点。

观点:

公司业绩基本符合预期

公司 2015 年实现营业收入 2,419.13 亿元，增幅为 8.98%。营业收入增长主要来自于新产业、城轨城市基础设施业务。从业务收入角度出发，公司亮点主要有：

- 城轨地铁收入高速增长。2015 年，公司城轨城市基础设施业务收入达到 246.13 亿元，同比增速为 36.31%。其中城轨地铁收入 225.91 亿元，销售城轨地铁 4,024 辆。这主要是受益于我国城市轨道交通建设的高速发展。
- 海外铁路设备出口高速增长。2015 年，公司海外销售收入为 265 亿元，占营业总收入的比例为 11%，同比增长高达 66.91%。这充分体现出相比国外竞争对手，我国企业在技术、质量、价格、工期等方向形成综合比较优势，具有强大的竞争力。
- 新产业业务呈现快速增长。2015 年，公司新产业营业收入为 529.21 亿元，比上年同期增长 27.98%，主要是市场开拓有效，发电设备和汽车装备收入同比有所提高。

公司费用率和净利率基本持平。2015 年，公司销售毛利率与去年持平，同为 20.2%。公司销售费用率基本持平，管理费用率增加了 0.5ppt，主要是由于公司研发费用、无形资产摊销的增加。财务费用率下降了 0.6ppt，主要是利息支出的增加。

未来业绩有望稳定增长

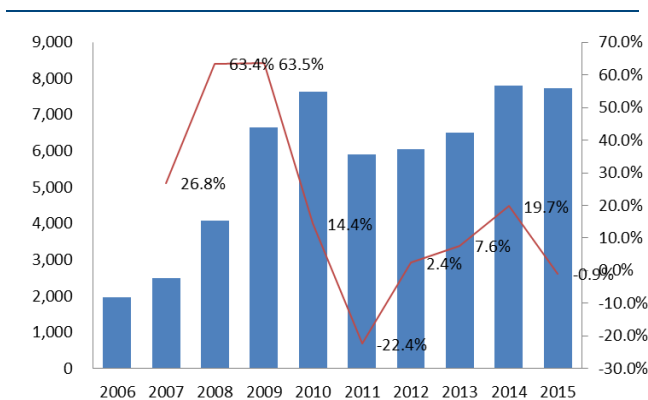
目前，公司订单充足，未来业绩将有保障。2015 年全年实现市场签约额 2875 亿元（其中国际业务实现出口签

约 57.81 亿美元), 期末在手订单为 2144 亿元。充足的订单将对公司未来业绩形成有效保障。

不过, 2016 年铁路新线投产减少, 预计将对铁路装备需求会产生一定负面影响。自从 2006 年以来, 铁路固定资产投资逐年增长, 其中 2011 年和 2012 年, 铁路固定资产投资出现了较大幅度下降。由于铁路项目建设期大约是 3-5 年, 因此, 2016 年开通新线里程会受到较大影响。

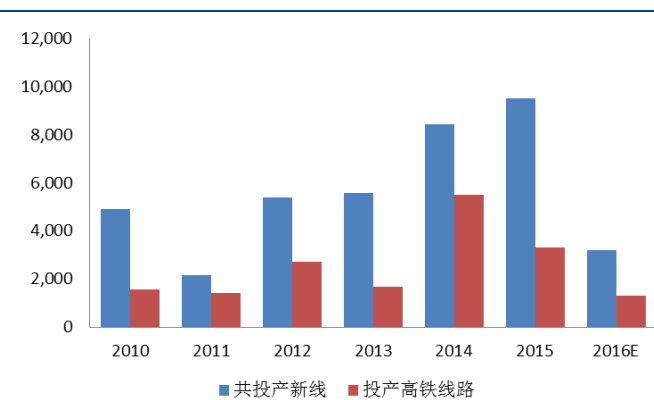
据统计, 2015 年我国投产新线 9531 公里, 其中高速铁路 3306 公里。预计 2016 年, 我国铁路投产新线 3200 余公里, 其中高铁投产里程约 1300 多公里。2016 年将是自 2011 年以来铁路投产里程最少的一年。

图 1: 铁路运输业固定资产投资额 (亿元)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 2: 历年铁路新线投产情况及预测 (公里)



资料来源: 铁路公报, 东兴证券研究所

铁路新线投产减少将对普通铁路客车、货车、机车和动车组需求增长有一定压力。不过, 铁路客车和货车拥有量保持稳定, 市场需求主要来自于更新替换需求和售后服务。因此, 我们预计中国中车普通客车和货车收入未来有望保持稳定。

而动车组需求在高铁客运量的快速增长带动下有望保持稳定。2013 年, 高铁发运旅客 5.3 亿人次, 旅客周转量达到 2140 亿公里, 两项指标连续两年保持 35% 以上的增速。2015 年以来, 我国高铁客流量增速达到了 30%, 仍然保持了强劲增长。正是在高铁客运量的强劲增长带动下, 中国中车铁路动车组销量实现了增长。

尽管铁路装备业务收入增长会有一定压力, 但是公司城轨地铁收入、新产业收入和海外收入预计仍将保持快速增长。在此带动下, 公司未来收入有望保持稳定。而随着重组效应逐步释放, 公司经营效益将不断提升, 利润率水平有望逐步提高。

结论:

2015 年公司实现营业收入 2,419.13 亿元, 增幅为 8.98%, 净利润保持同步增长, 基本符合预期。目前公司在手订单充足, 对公司未来业绩形成有效保障。不过, 受 2011 年和 2012 年铁路固定资产投资下降的影响, 预计 2016 年我国铁路新线投产将减少, 从而对铁路装备需求会产生一定负面影响。但是, 公司城轨地铁收入、新产业收入和海外收入预计仍将保持快速增长, 在此带动下, 公司未来收入有望保持稳定增长。而随着重组效应逐步释放, 公司经营效益将不断提升, 利润率水平有望逐步提高。我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 2554.24 亿元、2740.49 亿元和 3015.36 亿元, 每股收益分别为 0.46 元、0.51 元和 0.63 元, 对应 PE 分别为 22、20 和 16, 维持“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	103660	205178	219783	236631	260636	营业收入	119724	241913	255424	274049	301536
货币资金	18312	39369	51085	54810	60307	营业成本	94630	193022	203555	217966	239127
应收账款	33542	72514	76977	82590	90874	营业税金及附加	652	1310	2554	2740	3015
其他应收款	1991	2871	3031	3252	3578	营业费用	5369	7954	7663	7673	7840
预付款项	4687	9195	11230	13410	15801	管理费用	11116	22332	22988	23842	25329
存货	30663	59786	61345	65688	72066	财务费用	481	660	1863	2860	2663
其他流动资产	6242	5618	5618	5618	5618	资产减值损失	1137.64	1522.9	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	46905	106516	86595	82693	78269	公允价值变动收益	-5.94	-0.32	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	2615	3613	3613	3613	3613	投资净收益	800.13	800.78	12.00	12.00	12.00
固定资产	25602.1	#####	#####	47253.8	43922.0	营业利润	7132	15913	16813	18980	23574
无形资产	5941	18013	16212	14410	12609	营业外收入	1057.63	2119.4	1400.00	1400.00	#####
其他非流动资产	1455	3369	0	0	0	营业外支出	338.11	984.15	0.00	0.00	0.00
资产总计	150565	311694	306378	319323	338904	利润总额	7851	17048	18213	20380	24974
流动负债合计	85453	169091	165542	167084	171952	所得税	1220	2951	3187	3566	4370
短期借款	2732	7366	52278	48292	45044	净利润	6632	14098	15026	16813	20603
应付账款	38235	83179	78076	83603	91720	少数股东损益	1317	2279	2430	2719	3331
预收款项	23185	29693	29693	29693	29693	归属母公司净利润	5315	11818	12596	14095	17272
一年内到期的非流	2207	5008	0	0	0	EBITDA	15978	39451	28521	33560	38952
非流动负债合计	13590	29028	7102	7102	7102	BPS (元)	0.39	0.43	0.46	0.51	0.63
长期借款	3582	6634	6634	6634	6634	主要财务比率					
应付债券	3700	7683	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	99043	198119	172644	174186	179054	成长能力					
少数股东权益	11011	16674	19104	21822	25154	营业收入增长	22.31%	102.06	5.59%	7.29%	10.03%
实收资本(或股本)	13803	27289	27379	27379	27379	营业利润增长	41.14%	123.12	5.66%	12.89%	24.21%
资本公积	9962	29960	30650	30650	30650	归属于母公司净利润	28.38%	122.36	6.58%	11.90%	22.54%
未分配利润	15358	38311	44609	51657	60293	获利能力					
归属母公司股东权益	40511	96900	106959	116825	128916	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权益	150565	311694	298707	312834	333124	净利率(%)	5.54%	5.83%	5.88%	6.14%	6.83%
现金流量表						总资产净利润(%)	3.53%	3.79%	4.11%	4.41%	5.10%
						ROE(%)	13.12%	12.20%	11.78%	12.06%	13.40%
经营活动现金流	13727	14982	-19942	23786	25578	偿债能力					
净利润	6632	14098	15026	16813	20603	资产负债率(%)	66%	64%	58%	56%	54%
折旧摊销	8365.37	#####	0.00	11720.2	12715.2	流动比率	1.21	1.21	1.33	1.42	1.52
财务费用	481	660	1863	2860	2663	速动比率	0.85	0.86	0.96	1.02	1.10
应收账款减少	0	0	-4463	-5613	-8284	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.88	1.05	0.84	0.90	0.93
投资活动现金流	-9683	-5392	9653	-8988	-8988	应收账款周转率	4	5	3	3	3
公允价值变动收益	-6	0	0	0	0	应付账款周转率	3.42	3.98	3.17	3.39	3.44
长期股权投资减少	0	0	15262	0	0	每股指标(元)					
投资收益	800	801	12	12	12	每股收益(最新摊薄)	0.39	0.43	0.46	0.51	0.63
筹资活动现金流	-2807	-16687	22005	-11074	-11093	每股净现金流(最新)	0.09	-0.26	0.43	0.14	0.20
应付债券增加	0	0	-7683	0	0	每股净资产(最新摊)	2.93	3.55	3.91	4.27	4.71
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	13486	90	0	0	P/E	26.18	23.74	22.19	19.83	16.18
资本公积增加	-319	19998	690	0	0	P/B	3.48	2.88	2.61	2.39	2.17
现金净增加额	1237	-7098	11716	3725	5497	EV/EBITDA	8.44	6.74	10.59	8.33	6.95

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。