



## 铁路装备核心企业

### ——中国中车（601766）公司简介

#### 报告摘要：

公司是我国铁路装备行业的绝对龙头。自 2014 年南北车合并以来，公司在机车、客车、货车、动车组、城轨地铁车辆等领域国内市场占有率均超过 90%，具有无可撼动的统治地位。

- ◆ **铁路客运量增长超出预期。**自 2008 年京津城际铁路开通运营以来，中国高铁动车组旅客发送量保持高速增长，年均增长 30% 以上。在强劲的高铁客运量增长带动下，动车组收入保持快速增长。2015 年铁总动车组招标 467 标准列，相比 2014 年 387 标准列增长了 20.7%
- ◆ **城市轨道交通处于快速增长。**2015 年末，中国大陆地区共 26 个城市开通城轨交通运营，运营线路总长度达 3618 公里。预计到 2020 年，我国 39 个城市的轨道交通建成里程将达到 9054 公里。按照城市轨道交通 6 辆/公里的铺车密度，每辆 600 万元测算：从 2015 年到 2020 年，我国城市轨道交通开通量会达到 6047 公里，对应轨道交通车辆市场规模约 3.6 万辆，2170 亿元。
- ◆ **铁路货车收入将触底回升。**2016 年上半年，铁路货车收入 29 亿元。根据北车之前公布数据，我们预计中车当前货车收入主要来自于维修收入，下降空间有限。考虑到铁路货运改革和海外出口带来的增量，我们预计铁路货车收入将触底回升。
- ◆ **海外出口保持高速增长。**2016 年上半年，中车海外新签订单 148.8 亿人民币，同比增长 126%。

**公司盈利预测及投资评级：**我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 2554、2740 和 3016 亿元，EPS 分别为 0.48、0.55 和 0.68 元，对应 PE 分别为 21/18/15 倍。维持公司“强烈推荐”评级。

#### 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	119,724.	241,912.	255,424.	274,049.	301,535.
增长率(%)	22.31%	102.06%	5.59%	7.29%	10.03%
净利润(百万元)	5,314.97	11,818.4	13,082.4	15,127.2	18,448.2
增长率(%)	28.38%	122.36%	10.70%	15.63%	21.95%
净资产收益率(%)	13.12%	12.20%	12.28%	12.92%	14.19%
每股收益(元)	0.39	0.43	0.48	0.55	0.68
PE	25.74	23.35	20.94	18.11	14.85
PB	3.42	2.83	2.57	2.34	2.11

2016 年 08 月 30 日

推荐/维持

中国中车

公司简介

#### 郑岗钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

#### 叶盛

010-66554022

yesheng@dxzq.net.cn

#### 任天辉

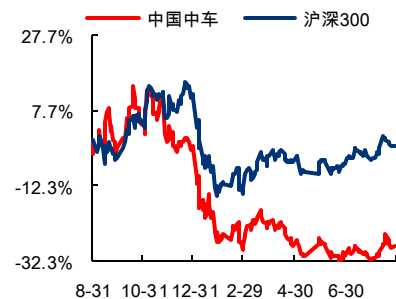
010-66554037

rentianhui1989@hotmail.com

#### 交易数据

52 周股价区间(元)	9.29-13.3
总市值(亿元)	2535.13
流通市值(亿元)	2129.05
总股本/流通 A 股(万股)	2728876/2291769
流通 B 股/H 股(万股)	/437107
52 周日均换手率	0.52

#### 52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

#### 相关研究报告

- 1、《中国中车（601766）2015 年年报点评：业绩符合预期，未来有望稳步增长》2016-03-31
- 2、《中国南车（601766）：动车组招标启动将有效改善公司业绩》2013-08-29
- 3、《中国南车（601766）调研快报：铁路投资将启动，公司业绩有望触底反弹》2013-07-29

## 目 录

1. 公司是铁路装备行业绝对龙头 .....	4
2. 下游铁路需求将稳中有增 .....	5
2.1 铁路客运量增长超出预期 .....	5
2.2 铁路货运需求下滑速度趋缓 .....	7
2.3 城市轨道交通处于快速增长期 .....	9
2.4 铁路设备出口竞争力强 .....	9
3. 盈利预测及估值 .....	10
4. 风险提示 .....	10

## 表格目录

表 1:公司盈利预测表 .....	11
-------------------	----

## 插图目录

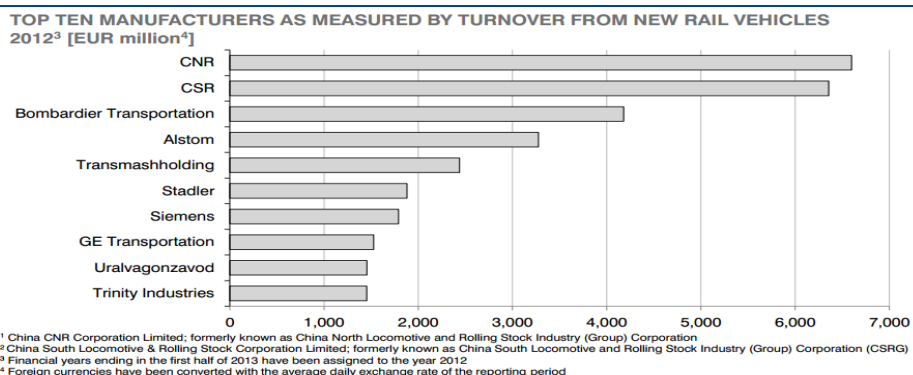
图 1:2012 年全球轨道交通制造商排名 .....	4
图 2:公司营收图（亿元） .....	4
图 3:公司 EBIT/总收入图 .....	4
图 4:公司铁路装备及城轨地铁收入构成图（亿元） .....	5
图 5:我国铁路客运量（万人） .....	5
图 6:普通铁路客运量（亿人次） .....	6
图 7:普通铁路节假日客运量增速 .....	6
图 8:历年铁总动车组招标情况 .....	6
图 9:铁路运输业固定资产投资额（亿元） .....	7
图 10:历年铁路新线投产情况及预测（公里） .....	7
图 11:每月铁路货运量（亿吨） .....	8
图 12:公司货车收入图 .....	8
图 13:我国 39 个城市轨道交通建设里程预测 2014E-2020E（公里） .....	9

## 1. 公司是铁路装备行业绝对龙头

2014年,中国中车由中国北车、中国南车按照对等原则合并组建。自合并以来,公司在机车、客车、货车、动车组、城轨地铁车辆等业务领域国内市场占有率均超过90%,具有无可撼动的统治地位。

与此同时,中国中车成为全球规模最大的轨道交通装备制造制造商。根据德国咨询机构SCI Verkehr统计,2012年中国北车、中国南车轨交装备行业收入分别达到85亿和81亿美金,简单加总,合并后的中国中车轨交装备收入达166亿美金,是第二名企业加拿大庞巴迪的3倍以上。

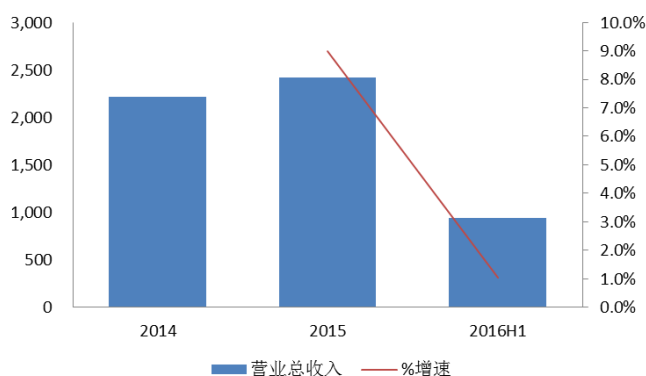
图 1:2012 年全球轨道交通制造商排名



资料来源: SCI Verkehr, 东兴证券研究所

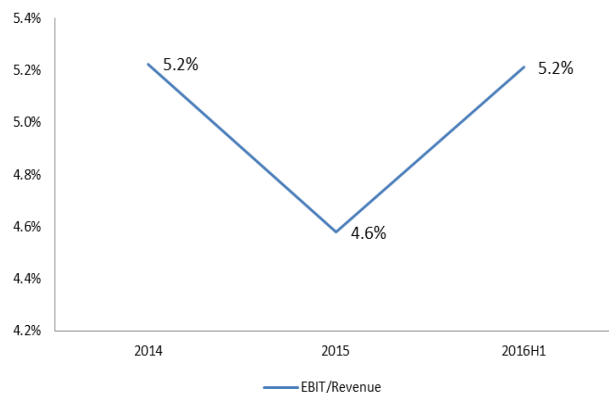
自合并以来,公司 EBIT/总收入分别为 5.2%, 4.6%和 5.2%。2016 年上半年,公司实现营业收入 942.05 亿元,比上年同期增长 1.04%;实现归属于母公司所有者的净利润 47.95 亿元,比上年同期增长 2.04%。今年公司利润率的小幅提升更多是由于高毛利的动车组占比提升带来的。

图 2:公司营收图 (亿元)



资料来源: 公司年报、东兴证券研究所

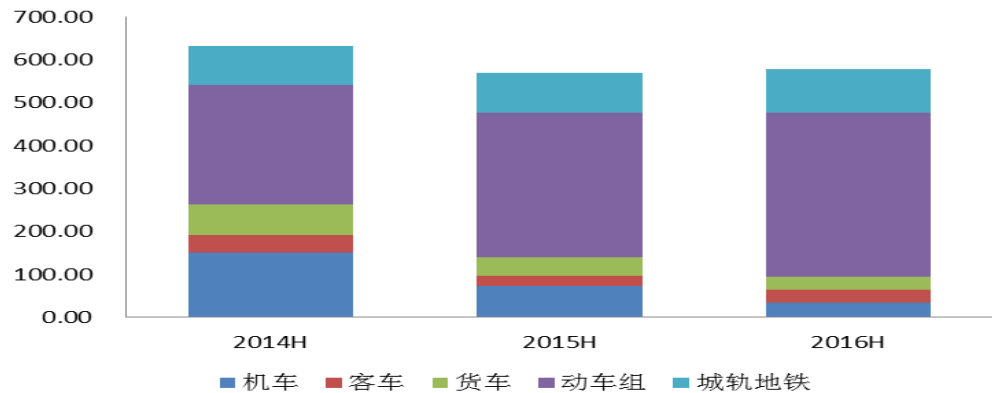
图 3:公司 EBIT/总收入图



资料来源: 公司年报、东兴证券研究所

从 2014H1 到 2016H1，公司铁路装备及城轨地铁收入分别为 577,570 和 630 亿元，其中高毛利的动车组收入由 280 亿元上升到 383 亿元，占铁路装备及城轨地铁收入的比例从 44.3% 上升到 66.4%。

图 4: 公司铁路装备及城轨地铁收入构成图 (亿元)



注: 2014 年数据是南北车加总得出。资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所

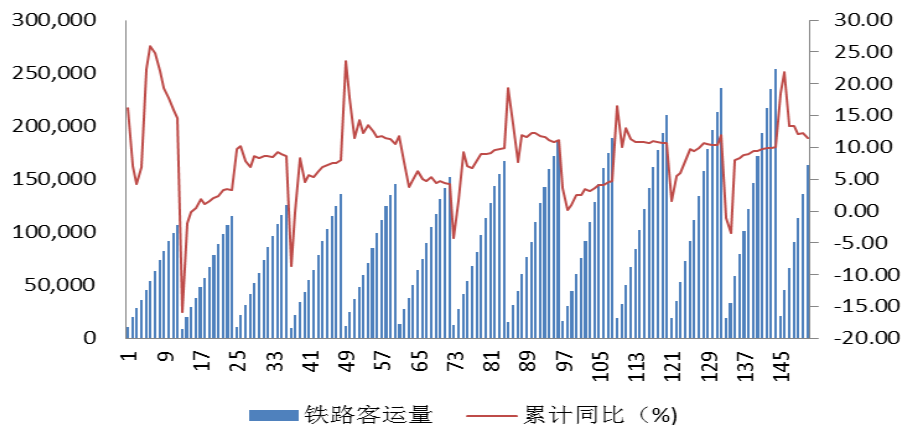
## 2. 下游铁路需求将稳中有增

中车的主要收入来自于铁路装备，与下游铁路行业息息相关。我国地广人多，铁路客运和货运需求都非常旺盛，两者基本旗鼓相当。

### 2.1 铁路客运量增长超出预期

2016 年 1-7 月，我国铁路客运量达到 16.3 亿人次，同比增长 11.50%，保持了快速增长。

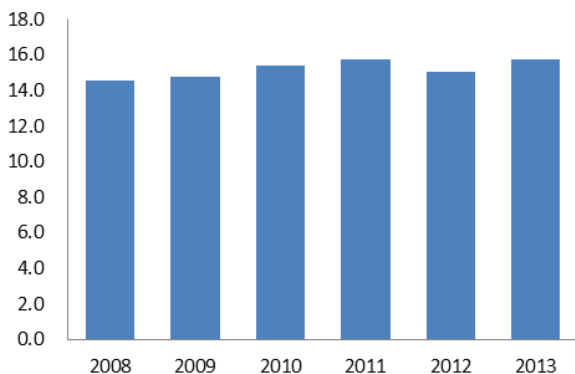
图 5: 我国铁路客运量 (万人)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

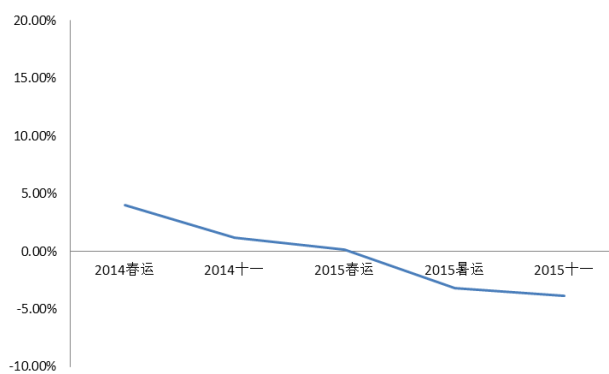
从 2010 年到 2013 年, 普通铁路客运量和客运周转量年均复合增长率都不足 1%。2014 年以来, 铁总并未详细公布铁路客运量情况, 但根据铁总公布的节假日客运增长情况: 从 2015 年起, 普通铁路客运量已经由缓慢增长变为缓慢下降。我们预计未来几年普通铁路客运量仍将保持缓慢下降的趋势。

图 6:普通铁路客运量 (亿人次)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 7:普通铁路节假日客运量增速

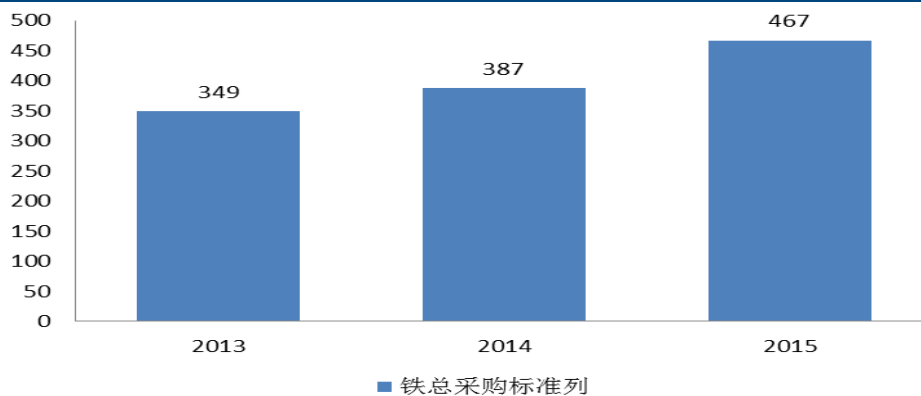


资料来源: wind, 东兴证券研究所

自 2008 年京津城际铁路开通运营以来, 中国高铁动车组旅客发送量保持高速增长, 年均增长 30%以上。2015 年全路高铁旅客发送量完成 11.61 亿人次, 旅客周转量完成 4041.0 亿人公里, 分别占全路总量的 45.8%和 33.8%。动车组占全路开行旅客列车的 63%, 高铁已经成为中国人出行的主要方式。中国高速铁路成为推动国家经济社会发展的强大引擎。与 2007 年相比, 2015 年高铁列车占旅客发送量比重由 4.5%增长到 45.8%, 动车组单日旅客最高发送量达 628 万人次。

在强劲的高铁客运量增长带动下, 动车组收入保持快速增长。2015 年铁总动车组招标 467 标准列, 相比 2014 年 387 标准列增长了 20.7%。

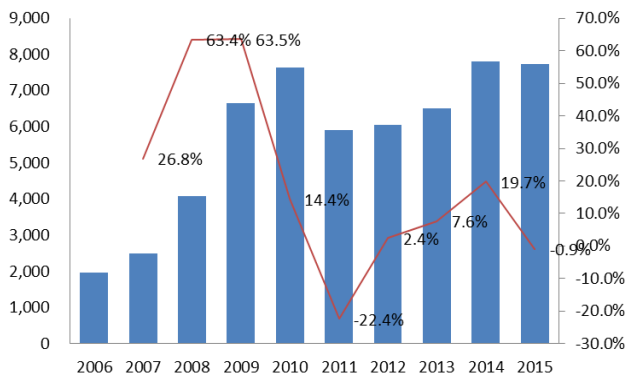
图 8:历年铁总动车组招标情况



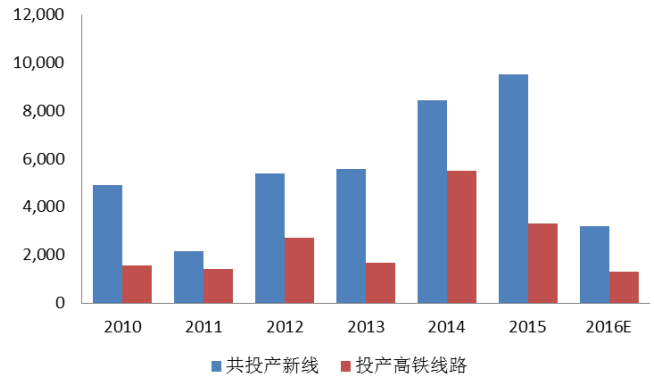
资料来源: 铁总网站, 东兴证券研究所

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 9: 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 10: 历年铁路新线投产情况及预测（公里）**


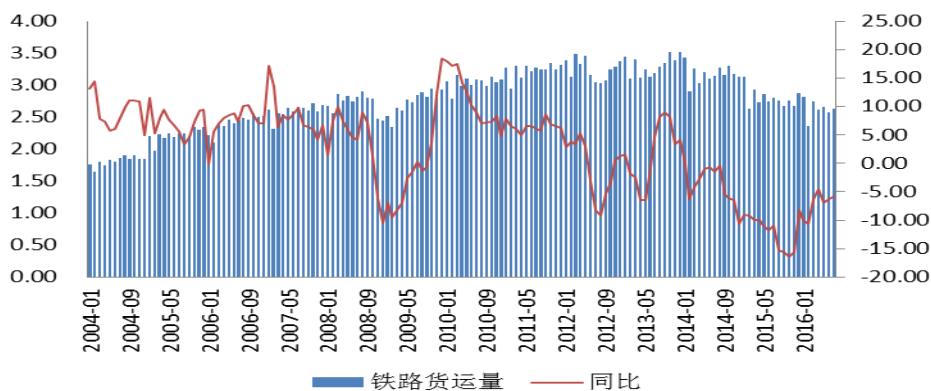
资料来源：铁路公报，东兴证券研究所

总体看来，高铁线路短期的投产减少对动车组收入会有一些影响，但是从铁总的动车组招标情况来看，动车组收入预计仍将保持稳定增长。而根据《中长期铁路网规划》（2016年调整），到2020年，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，到2030年，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。我们预计未来高铁客运量仍将保持快速增长，将持续带动动车组收入的增长。

## 2.2 铁路货运需求下滑速度趋缓

从月度数据可见，2016年7月铁路货运量2.63亿吨，同比下降了5.80%。从2012年7月以来，铁路货运量已经连续下降近4年。与2015年同期相比，铁路货运量增速下滑趋缓，未来有望逐步回升。

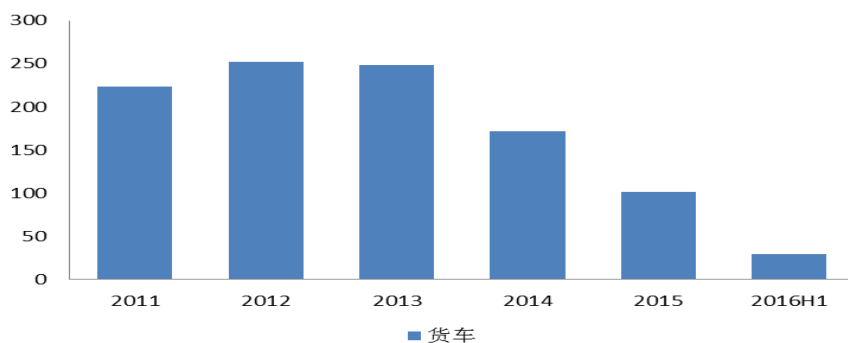
图 11:每月铁路货运量（亿吨）



资料来源：wind、东兴证券研究所

在铁路货运量下降的同时，中车的铁路货车收入下降更为严重。铁路货车收入从2012年最多的252亿元下降到2015年的102亿元，而2016年上半年，货车收入仅有29亿元。

图 12:公司货车收入图



资料来源：2014年及之前数据是南北车加总得出。东兴证券研究所

我们预计公司货车收入已经触底，未来下降空间十分有限。原因在于：

- ◆ 目前货车收入已经主要来自于维修收入，较为稳定。以合并前的北车为例，其2011到2013年来自货车维修的收入分别为29亿元、32亿元和31亿元。而南北车货车收入基本相当，以此估算，目前中车货车收入中基本以维修收入为主。
- ◆ 铁路推行货运改革，对集装箱车、冷藏车等新型货车仍有迫切需求。因此，预计新型货车招标量将会增长。
- ◆ 铁路货车出口预计将增长。我们铁路货车性价比高，在国际市场竞争力强，预计出口量将增长。



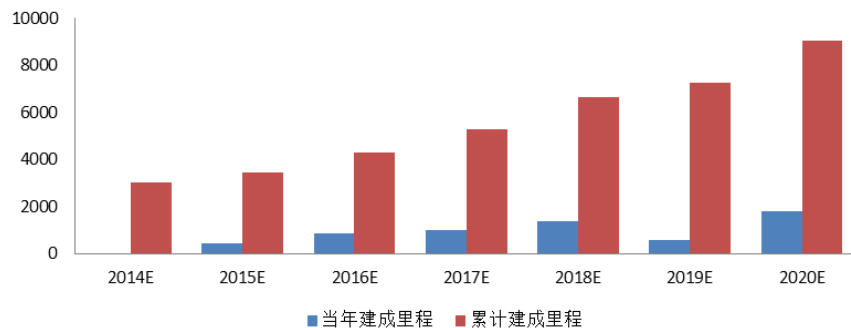
### 2.3 城市轨道交通处于快速增长期

据统计,2015 年末,中国大陆地区共 26 个城市开通城轨交通运营,共计 116 条线路,运营线路总长度达 3618 公里。

2015 年,中国的 39 座城市正在建设城市轨道交通,城市数目未来仍然将不断增加。我们统计了现有的 39 个城市的城市轨道交通项目规划建设情况,根据其完成情况得出未来五年城市轨道交通建设里程。

预计到 2020 年,我国 39 个城市的轨道交通建成里程将达到 9054 公里。从 2015 年到 2020 年,我国城市轨道交通开通量会达到 6047 公里,年均复合增长率为 21%。按照每公里投资 7 亿元,建设周期 5 年来测算,建成需要投资 4.2 万亿元,平均每年投资规模为 8500 亿元。相比之下,近几年我国每年铁路投资规模约 8000 亿元左右。因此,城市轨道交通投资规模已经超过了铁路市场。

图 13:我国 39 个城市轨道交通建设里程预测 2014E-2020E (公里)



资料来源:城市轨道交通协会,东兴证券研究所

按照城市轨道交通 6 辆/公里的铺车密度,每辆 600 万元测算:从 2015 年到 2020 年,我国城市轨道交通开通量会达到 6047 公里,对应轨道交通车辆市场规模约 3.6 万辆,2170 亿元。

### 2.4 铁路设备出口竞争力强

相比国外竞争对手,中国中车在技术、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。与高铁出口的一波三折不同,近年来我国机车、车厢和地铁车辆出口都保持了强劲增长的势头。

2016 年上半年,中车海外新签订单 148.8 亿人民币,同比增长 126%。海外订单大幅增长。成功中标芝加哥 846 辆地铁车辆项目,刷新了我国向发达国家出口地铁车辆的新记录,产品进入发达国家市场已经成为常态。获得肯尼亚 56 台内燃机车订单、泰国 96 辆地铁订单、印度德里 76 辆地铁订单,陆续中标巴基斯坦、越南等既有市场,传统市场地位得到进一步巩固。

### 3. 盈利预测及估值

公司是我国铁路装备行业的绝对龙头。我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 2554、2740 和 3016 亿元，EPS 分别为 0.48、0.55 和 0.68 元，对应 PE 分别为 21/18/15 倍。维持公司“强烈推荐”评级。

### 4. 风险提示

- 1、公司合并整合不及预期的风险
- 2、铁路投资下滑的风险

**表 1: 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
<b>流动资产合计</b>	103660	205178	224224	241071	265076	<b>营业收入</b>	119724	241913	255424	274049	301536
货币资金	18312	39369	51085	54810	60307	<b>营业成本</b>	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	1161	1367	962
其他流动资产	6242	5618	5618	5618	5618	资产减值损失	1137.64	1522.95	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	46905	106516	99188	96467	92752	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	53497	52505	50405	47782	<b>营业利润</b>	7132	15913	17516	20473	25275
无形资产	5941	18013	16212	14410	12609	营业外收入	1058	2119	1400	1400	1400
其他非流动资产	1455	3369	0	0	0	营业外支出	338	984	0	0	0
<b>资产总计</b>	150565	311694	323412	337538	357828	<b>利润总额</b>	7851	17048	18916	21873	26675
<b>流动负债合计</b>	85453	169091	180952	181572	185390	所得税	1220	2951	3310	3828	4668
短期借款	2732	7366	24163	16689	8622	<b>净利润</b>	6632	14098	15606	18045	22006
应付账款	38235	83179	89229	95547	104823	少数股东损益	1317	2279	2523	2918	3558
预收款项	23185	29693	29693	29693	29693	归属母公司净利润	5315	11818	13082	15127	18448
一年内到期的非	2207	5008	0	0	0	EBITDA	15978	39451	28521	33560	38952
<b>非流动负债合计</b>	13590	29028	7102	7102	7102	<b>BPS (元)</b>	0.39	0.43	0.48	0.55	0.68
长期借款	3582	6634	6634	6634	6634	<b>主要财务比率</b>	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
应付债券	3700	7683	0	0	0						
<b>负债合计</b>	99043	198119	188054	188674	192492	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	11011	16674	19198	22115	25673	营业收入增长	22.31%	102.06%	5.59%	7.29%	10.03%
实收资本(或股	13803	27289	27289	27289	27289	营业利润增长	41.14%	123.12%	10.07%	16.88%	23.46%
资本公积	9962	29960	29960	29960	29960	归属于母公司净利润	28.38%	122.36%	10.70%	15.63%	21.95%
未分配利润	15358	38311	44852	52416	61640	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	40511	96900	106519	117109	130022	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>负债和所有者权</b>	150565	311694	323412	337538	357828	净利率(%)	5.54%	5.83%	6.11%	6.58%	7.30%
<b>现金流量表</b>	单位: 百万元					总资产净利润(%)	3.53%	3.79%	4.05%	4.48%	5.16%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	13.12%	12.20%	12.28%	12.92%	14.19%
<b>经营活动现金流</b>	13727	14982	23161	26092	29049	<b>偿债能力</b>					
净利润	6632	14098	15606	18045	22006	资产负债率(%)	66%	64%	58%	56%	54%
折旧摊销	8365	22878	9844	11720	12715	流动比率	1.21	1.21	1.24	1.33	1.43
财务费用	481	660	1161	1367	962	速动比率	0.85	0.86	0.90	0.97	1.04
应收账款减少	0	0	-4463	-5613	-8284	<b>营运能力</b>					
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.88	1.05	0.80	0.83	0.87
<b>投资活动现金流</b>	-9683	-5392	-5411	-8988	-8988	应收账款周转率	4	5	3	3	3
公允价值变动收	-6	0	0	0	0	应付账款周转率	3.42	3.98	2.96	2.97	3.01
长期股权投资减	0	0	198	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	800	801	12	12	12	每股收益(最新摊薄)	0.39	0.43	0.48	0.55	0.68
<b>筹资活动现金流</b>	-2807	-16687	-6034	-13379	-14563	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	3.90	4.29	4.76
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	13486	0	0	0	P/E	25.74	23.35	20.94	18.11	14.85
资本公积增加	-319	19998	0	0	0	P/B	3.42	2.83	2.57	2.34	2.11
<b>现金净增加额</b>	1237	-7098	11716	3725	5497	EV/EBITDA	8.29	6.62	9.57	7.23	5.88

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑冈钢

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，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。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”。

## 联系人简介

### 叶盛

机械行业研究员，西安交通大学工业工程专业学士，中央财经大学金融专业硕士，2年证券研究经验，2015年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

### 任天辉

机械行业研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学控制工程硕士，厦门大学自动化学士，2015年加入东兴证券，从事机械行业研究。

## 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。