

2016年12月28日

首席证券分析师 陈显帆

执业资格证书号码: S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

研究助理王皓

wangh@dwzq.com.cn

13811332227

连续中标 PPP 项目，打开公司新成长空间 投资评级：增持（维持）

投资要点

- **中标昆明轨交 9 号线 PPP 项目，总投资 224 亿。**据公司 12 月 28 日公告，公司主导的联合体中标，成为昆明轨道交通 9 号线 PPP 项目社会资本合作方，线路长 50.4km，总投资 224 亿，建设期不超过 5 年，特许经营期 30 年。本项目资本金占总投资的 40%，联合体承担 80%。同时公司 23 日公告，中标芜湖轨道交通 1 号线、2 号线一期 PPP 项目，总投资估算约 146 亿元。随着国家大力推动轨道交通领域 PPP 项目，公司作为鲜有能力开展 PPP 的设备主导方，未来中标的 PPP 项目将有望继续提升，PPP 商业模式预期将给公司带来更多的业务增量，同时拉动公司后续车辆销售及维保等。总体来讲，PPP 模式有助于政府改善轨道交通建设面临的资金缺口问题，加快各地轨道交通项目的落地，公司作为轨交设备提供方将持续受益。
- **发改委和证监会 12 月 26 日出台推进基础设施领域 PPP 资产证券化的通知，为公司后续的有序退出创造条件。**PPP 项目回收周期长，此次通知引进城镇化建设基金、基础设施投资基金、产业投资基金等多元化投资者，有利于提高 PPP 证券化资产的流动性和需求。通知强调推进 PPP 项目资产证券化工作，开辟相关绿色通道，有利于项目主导方提前回收现金流，并实现 PPP 项目的滚动式开发。通知中强调主要社会资本参与方为行业龙头企业的 PPP 项目会优先开展资产证券化，公司作为少数有能力开展轨交 PPP 项目的设备主导方，有望加大在 PPP 中的话语权，发挥公司创新、管理和运营优势。
- **公司 11-12 月签订合同 389.5 亿，后市场和“一带一路”出口成亮点。**公司下属动车生产企业、子公司中车株洲、中车长客等，11 月-12 月累计签订单 389.5 亿，占公司 2015 年营业收入的 16.1%。其中动车组修理合同 144.3 亿，出口南非的车配件供应与可靠性管理合同 141.4 亿，共占签订单 73%，显示出轨交后市场和“一带一路”作用逐渐凸显，有望作为公司未来业绩的新亮点，保证公司收入的持续发展。
- **轨道交通等基建投资是经济稳增长的重要支撑，公司作为行业龙头率先受益。**随着房地产投资的放缓，明年稳增长的任务更多落在基础设施建设上；由于城轨建设可以快速拉动当地 GDP，且当下供应明显小于需求，加上城市轨道交通建设对当地城市人口数量门槛降低到 150 万，地方政府投资热情非常高。预期十三五期间高铁里程新增 1.1 万公里以上，城轨新增里程 4500 公里，城际铁路新增 5000 公里以上，轨交装备需求缺口很大。另外，2015 年底，动车保有量达 1883 列，随着保有量继续增大，动车组维修更换后市场空间将打开。

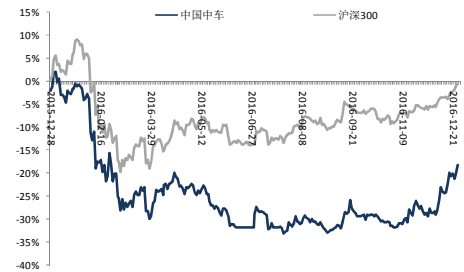
盈利预测与投资建议

公司是大型央企中最具活力的公司之一，是轨交 PPP 领域少数有实力参与的社会资本方，考虑国家大力推进 PPP，公司有望实现设备销售和项目运营双丰收。预测 2016-2018 年 EPS 为 0.45/0.50/0.55 元，对应 PE 22/20/18X，维持“增持”评级。

风险提示

国内轨交市场投资不足、海外市场和 PPP 项目拓展不及预期

行业走势



市场数据

收盘价(元)	9.78
一年最高价/最低价	13.08/8.75
市净率	2.70
流通 A 股市值(亿元)	2,241.35

基础数据

每股净资产(元)	3.68
资产负债率(%)	63.56%
总股本(亿股)	272.89
流通 A 股(亿股)	229.18

相关研究

- 公司点评: 海外市场多点突破, 坚定看好一带一路广袤空间营收同比增加 2016.11.29
- 公司点评: 归母扣非净利润增加 18.7%, “新产业”和“城市轨交”营收同比增加 2016.10.29
- 公司点评: 公司半年业绩可圈可点, “新产业”和“城市轨交”营收增速引领 2016.8.22
- 公司点评: 公司上半年地铁和风电类重大合同抢眼, 高铁 wifi 进入测试阶段 2016.6.21
- 公司点评: “中车金融”设立将加速缓解客户资金压力, 预期城市轨道交通建设将快速发展 2016.6.16
- 公司点评: 120 亿元定增获董事会通过, 资金压力将获缓解 2016.5.29
- 公司点评: 业绩增长平稳, 未来海外业务拓展及动车组进一步国产化值得期待 2016.3.30

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	205178.0	221394.8	247848.4	277628.3	营业收入	241912.6	254008.3	284489.3	318628.0
现金	39368.7	53072.0	50841.7	57313.9	营业成本	193021.7	203154.1	227451.2	253669.9
应收款项	85551.7	89829.3	109119.2	122213.5	营业税金及附加	1309.9	1371.6	1536.2	1720.6
存货	59786.2	62924.6	70450.3	78571.3	营业费用	7953.5	10160.3	12802.0	15931.4
其他	20471.4	15568.9	17437.2	19529.6	管理费用	23637.4	24096.2	26204.5	29277.0
非流动资产	106515.7	109135.6	109679.7	109598.0	财务费用	660.3	112.9	-261.9	-325.5
长期股权投资	3612.9	3612.9	3612.9	3612.9	投资净收益	800.8	0.0	0.0	0.0
固定资产	62179.7	65400.0	66544.6	67063.3	其他	-217.5	600.4	600.4	600.4
无形资产	18013.0	17412.6	16812.2	16211.7	营业利润	15913.1	15713.5	17357.7	18955.1
其他	22710.1	22710.1	22710.1	22710.1	营业外净收支	1135.3	6.0	6.0	6.0
资产总计	311693.7	330530.4	357528.1	387226.3	利润总额	17048.4	15719.5	17363.7	18961.1
流动负债	169090.9	169130.1	188619.4	210118.3	所得税费用	2950.6	2515.1	2778.2	3033.8
短期借款	12373.6	5500.0	5500.0	5500.0	少数股东损益	2279.5	198.1	218.8	238.9
应付账款	105969.2	111531.9	124630.8	138997.2	归属母公司净利润	11818.4	13006.3	14366.7	15688.4
其他	50748.1	52098.2	58488.6	65621.1	EBIT	17295.9	15826.4	17095.8	18629.6
非流动负债	29028.3	29028.3	29028.3	29028.3	EBITDA	23466.6	22442.0	24617.6	26903.0
长期借款	6633.7	6633.7	6633.7	6633.7					
其他	22394.6	22394.6	22394.6	22394.6	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	198119.2	198158.4	217647.6	239146.6	每股收益(元)	0.43	0.45	0.50	0.55
少数股东权益	16674.3	16872.3	17091.1	17330.0	每股净资产(元)	3.55	4.03	4.28	4.56
归属母公司股东权益	96900.3	115499.7	122789.4	130749.7	发行在外股份(百万股)	27288.8	28674.4	28674.4	28674.4
负债和股东权益总计	311693.7	330530.4	357528.1	387226.3	ROIC (%)	15.0%	10.0%	10.3%	10.8%
					ROE (%)	12.2%	11.3%	11.7%	12.0%
					毛利率 (%)	19.7%	19.5%	19.5%	19.8%
					EBIT Margin (%)	7.1%	6.2%	6.0%	5.8%
					销售净利率 (%)	4.9%	5.1%	5.1%	4.9%
					资产负债率 (%)	63.6%	60.0%	60.9%	61.8%
					收入增长率 (%)	9.0%	5.0%	12.0%	12.0%
					净利润增长率 (%)	100.9%	10.1%	10.5%	9.2%
					P/E	22.58	21.56	19.52	17.88
					P/B	2.75	2.43	2.28	2.14
					EV/EBITDA	19.82	20.72	19.68	18.81

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

