

中国中车 (601766.SH)

国际高端制造的中国名片，2017 年 PPP+ “一带一路” 助其腾飞

投资评级：增持（维持）

2017 年 3 月 22 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

盈利预测与估值

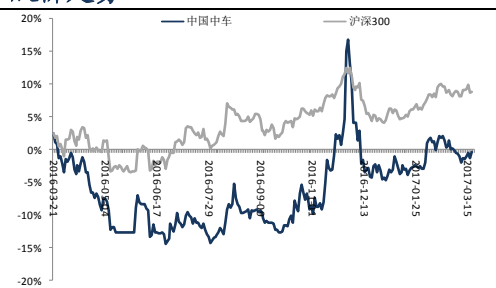
	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	241,913	254,008	284,489	318,628
同比（%）	102.1%	5.0%	12.0%	12.0%
净利润（百万元）	11818	13006	14367	15688
同比（%）	122.4%	10.1%	10.5%	9.2%
毛利率（%）	0.43	0.45	0.50	0.55
ROE（%）	19.7%	19.5%	19.5%	19.8%
每股收益（元）	0.43	0.45	0.50	0.55
P/E	23.71	22.64	20.50	18.77
P/B	2.89	2.55	2.40	2.25

投资要点

- **2016 年中国中车获得出口订单 81 亿美元，同比增长近 40%， “一带一路” 有望为公司带来深远影响。** 根据公司 2012-2016 年公开披露的海外订单公告，海外订单约 1090 亿元，已实现海外营收估算 798 亿元，占比 73.2%，预测公司 2017 年海外市场营收贡献有望同比+30%以上。3 月 22 日，“一带一路” 官网正式上线开通，多语言版本正式开启全球互联；5 月份，全球“一带一路” 历史最高峰会将在北京召开，公司作为中国高端装备的海外名片，海外市场将为其提供广袤的发展空间，最为受益。另外，我们判断海外 PPP 有望成为大型央企未来拓展海外市场的重要商业模式。
- **公司板块多元化，动车组年均近 400 列需求，货车 2017 年回暖，机车和客车发展稳定，城轨车辆增速显著，有望超预期。** 综合考虑国内招标、城际铁路、海外市场、车辆加密等因素，估算动车组 2017-2020 年均年移交量 393 列，2015 年 472 列为历史高位；预测城市轨道交通 2017 年新开通里程有望达到 1000 公里，同比+95%；预测货车市场 2017 年回暖，营收同比+21%，客车和机车基本保持稳定；公司新产业业务，包括通用机电、新能源装备、新材料等，2015 年占比提升 12.8pct，有望成为公司未来业绩新的支撑点。
- **2017 年估算 PPP 有望带来 5.8 万亿元基建增量，公司连中轨交 PPP 大单，小额资本金带动装备销售。** 根据东吴宏观，以现有存量项目计，发改委 2017 年新增签约规模预计可达 2 万亿元；2017 年财政部 PPP 项目入库将进一步放缓，但存量项目落地规模可达 3.8 万亿元，预计两部委 2017 年 PPP 项目的整体签约/落地规模约为 2016 年的 2-3 倍。公司去年 12 月连中 PPP 大单，估算资本金收益率分别为 12.5% 和 15.0%。预期未来会持续推进优质 PPP 项目开展，以小额自有资金撬动车辆设备销售，同时获取运营期的投资收益。另外国家正大力推进 PPP 资产证券化，将大幅改善企业现金流，实现 PPP 项目滚动式开发。
- **盈利预测与投资评级：** 公司是大型央企中最具活力的公司之一，2017 年是 PPP 和“一带一路” 的政策性大年，且公司 2016 年底连中 PPP 大单，海外出口订单达 81 亿美元，同比+40%，与大势发展契合。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：动车组采购不及预期，PPP 和海外市场拓展不及预期

股价走势



市场数据

收盘价（元）	10.27
一年最低价/最高价	8.75/12.19
市净率	2.60
流通 A 股市值（亿元）	2353.65

基础数据

每股净资产（元）	3.91
资产负债率	65.54
总股本（亿股）	286.99
流通 A 股（亿股）	229.18

相关研究

- 公司点评：连续中标 PPP 项目，打开公司新成长空间 2016.12.28
- 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 “城市轨道交通” 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 “城市轨道交通” 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

目录

1. 中国高端装备代表最先受益“一带一路”，公司 2016 海外订单同比+40%	5
2. 中国高端装备的名片，46 家子公司遍布全国	6
3. 铁路装备营收占比过半，综合毛利率稳中有升	6
3.1. 营业收入质量分析	7
3.1.1. 收入品种构成分析：铁路装备板块超 5 成	7
(1) 动车组板块：2015 动车组采购达高点，2017 中国标动有望放量	7
(2) 城轨与城市基础设施：未来将稳定持续增长	8
(3) 新产业板块：稳定增长，有望成为未来业绩新支撑点	9
(4) 现代服务业务：小幅降低，正积极布局	10
3.1.2. 收入的地区构成分析：持续看好海外业务，占比逐渐提升	11
3.1.3. 销售集中度分析：虽然集中，但经营风险较低	12
3.2. 对利润结构的质量分析	12
3.2.1. 毛利与毛利率分析：受益于企业合并，毛利率稳步上升	12
3.2.2. 管理费用率分析：占比将会降低	14
3.2.3. 核心利润与核心利润率的分析：发挥规模优势，利润率稳步提升	15
3.3. 公司现金流量质量良好	15
4. 城市轨道交通：2017 新开通里程有望同比+95%	16
5. 高铁发展速度稳健，估算年均可移交动车 393 列	19
6. 传统车型总体发展平稳，预期 2017 货车增速较快	21
7. 2017 年 PPP 托底中国经济，估算贡献 5.8 万亿基建投资增量	26
7.1. 发改委 PPP：专注基础设施建设，2017 预期释放 2 万亿	26
7.2. 财政部：入库放缓落地加速，2017 预期释放 3.8 万亿	28
7.3. 公司连续中标 PPP 大单，小额资本金撬动大额设备销售	30
8. 盈利预测与估值	31
9. 风险提示	32

图表目录

图表 1: 2012-2016 公告海外订单 1090 亿, 实现海外营收 798 亿, 占比 73.2%.....	5
图表 2: 公司 46 家成员企业遍布国内 28 个不同城市和地区.....	6
图表 3: 公司各板块产品收入占比分析: 铁路装备板块占比超 5 成.....	7
图表 4: 铁路装备各明细科目收入占比: 动车组产品独占鳌头.....	8
图表 5: 动车组增速预期平稳, 2015 年为相对高点 (单位: 亿元).....	8
图表 6: 城轨与城市基础设施业务营收将持续保持高增长 (单位: 亿元).....	9
图表 7: 新产业板块营收变动, 未来有望成为业绩新支点 (单位: 亿元).....	10
图表 8: 现代服务板块营收变动 (单位: 亿元).....	10
图表 9: 国内外营收占比对比, 海外业务占比呈增加趋势.....	11
图表 10: 海外业务营业收入变化 (单位: 亿元).....	11
图表 11: 毛利与毛利率稳健提升, 2016 年三季度毛利率创新高.....	12
图表 12: 轨道交通业务毛利率逐渐提升.....	13
图表 13: 新产业业务毛利率从 2014 年触底反弹.....	13
图表 14: 现代服务业毛利率变动.....	13
图表 15: 管理费用占比逐年提升, 技术研发和无形资产摊销所致.....	14
图表 16: 管理费用明细科目变动 (单位: 亿元).....	15
图表 17: 核心利润和核心利润率的变动 (单位: 亿元, %).....	15
图表 18: 经营活动现金流量净额与同口径核心利润的比较 (单位: 亿元).....	16
图表 19: 应收账款周转率变动情况.....	16
图表 20: 2017 城轨新开通里程预期 1043 公里, 同比+95%, 2019 达高峰.....	17
图表 21: 城轨车辆分布密度在 6.4 辆/公里左右, 2016 年预测总保有量 26579 辆.....	17
图表 22: 不同城市地铁发车最小间隔时间及城市人口数.....	18
图表 23: 预测 2017 年城轨新增车辆达 6778 辆, 且 99% 用于新增线路.....	18
图表 24: 2016 年国内高铁运营里程 2.2 万公里, 同比+11%.....	19
图表 25: 预测 2016 年动车组总保有量达 19589 辆, 同比+11%.....	20
图表 26: 高铁动车组车辆分布密度相对稳定, 预测 2016 年 0.89 辆/公里.....	20
图表 27: 铁总历年动车组招标和中国中车移交数量, 估算存量 257 列尚未移交.....	21
图表 28: 截至 2016 年普速铁路里程占铁路总里程比例 82%, 逐年下降.....	21
图表 29: 传统车型 (货车+客车+机车) 数量发展趋势向上, 但呈波动特征.....	22
图表 30: 传统车型分布密度稳中有升, 单个机车平均悬挂 39 节车厢.....	22
图表 31: 传统车型货车数量占比近 90%, 客车 7%-8%, 机车 2.5% 左右.....	23
图表 32: 估算的 2017-2020 年机车、货车和客车总保有量变化.....	23
图表 33: 各种轨道交通制式车辆造价水平.....	24
图表 34: 铁路货车历年招标及实际交付情况, 估算尚未交付存量 4615 辆.....	24
图表 35: 铁路客车历年招标及实际交付情况, 估算尚未交付存量 206 辆.....	25
图表 36: 铁路机车历年招标及实际交付情况, 估算基本交付完成.....	25
图表 37: 不同车型 (客车、机车和货车) 销量预测.....	25
图表 38: 生活服务和交通类基础设施项目签约率高.....	27
图表 39: 三批项目投资规模呈现出集中型分布.....	27
图表 40: 2016 年 3 季度后财政部 PPP 项目入库速度放缓.....	28

图表 41: 2016 年 3 季度后财政部 PPP 项目入库速度放缓	29
图表 42: 入库项目行业分布 (截止至 2016 年 11 月 30 日)	29
图表 43: 9 月末市政工程类 PPP 项目投资额占比	30
图表 44: 公司通过 PPP 项目小额资本金投入带动设备销售	31
图表 45: 同类型产业链上市公司估值比较 (采用 wind 一致预期数据)	32

1. 中国高端装备代表最先受益“一带一路”，公司 2016 海外订单同比+40%

习近平主席在 1 月 17 日举行的达沃斯世界经济论坛年会上宣布，今年 5 月中国将在北京主办“一带一路”国际合作高峰论坛，共商合作大计，共建合作平台，共享合作成果，为解决当前世界和区域经济面临的问题寻找方案，为实现联动式发展注入新能量，让“一带一路”建设更好造福各国人民。

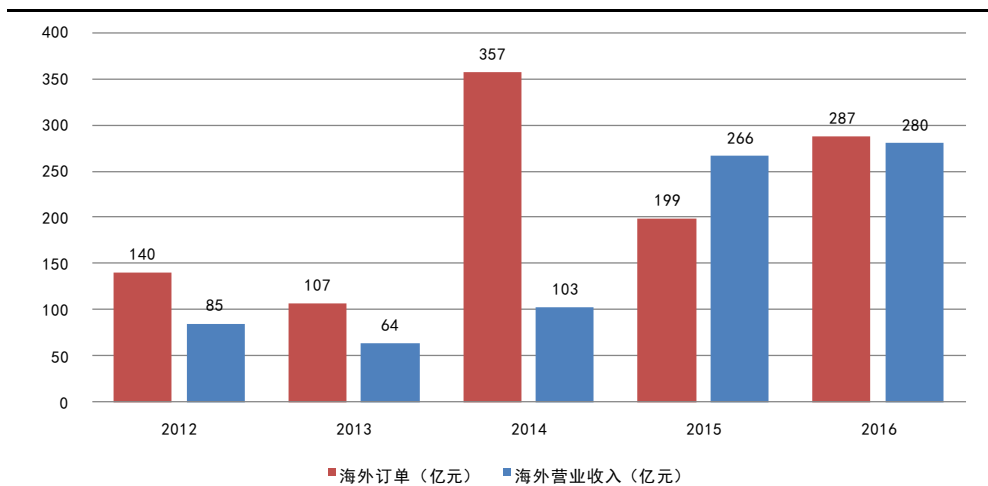
“一带一路”倡议覆盖了世界 65% 的人口，1/3 的全球 GDP，1/4 的世界贸易，不光对于中国至关重要，很多沿线国家都将从中受益。据亚洲发展银行估算，到 2020 年，“一带一路”沿线基础设施建设资金需要 8 万亿美元。尽管目前有丝路基金、亚洲基础设施投资银行和亚洲发展银行等在支持，但每年只能达到 3 万亿美元的融资水平。**因此，我们判断，跨境 PPP 项目的大力推进是未来发展的一个重要方向，这里也蕴藏着大量的投资机遇。**

另外，5 月份的峰会，是中国提出一带一路战略三年以来举办的最高规格会议，**我们预期会后可能有接踵而至的丰厚成果，订单新签和生效有望加速。**日前，81 岁的沙特国王萨勒曼，率领千人规模的豪华代表团对中国进行国事访问，为“一带一路”开了一个好头。期间，中、沙两国宣布提升全面战略伙伴关系，签署了 14 项谅解备忘录和意向书。中国外交部副部长张明称，这份协议包含 35 个项目的合作，价值 650 亿美元，涉及原油、石化、交通、核能、矿业等领域，深度和广度均为两国外交史上前所未有。

全国人大代表、中国中车副总裁余卫平日前在“对话新国企·发展新方位”网络访谈中表示，高铁出海呈现出“四大蝶变”，中国中车的出口业务和跨国经营在数量上、质量上、模式上、融合上都实现了突破。**2016 年中国中车获得出口订单 81 亿美元，同比增长近 40%。**目前中车产品出口至全球六大洲 102 个国家和地区，全球 83% 拥有铁路的国家都奔驰着中车的产品。

我们统计了中国中车 2012-2016 年公开披露的海外订单公告，如下图所示，红色表示海外订单的总金额，蓝色表示当年海外营收水平。据不完全统计，公布的海外订单约 1090 亿元，已实现海外营收 798 亿元（2016 年为预测值），占比 73.2%。根据公司上述 2016 年海外订单情况，假设平均 1.5 年的交付期，我们估算公司 2017 年海外市场营收贡献有望同比+30%以上。

图表 1: 2012-2016 公告海外订单 1090 亿，实现海外营收 798 亿，占比 73.2%

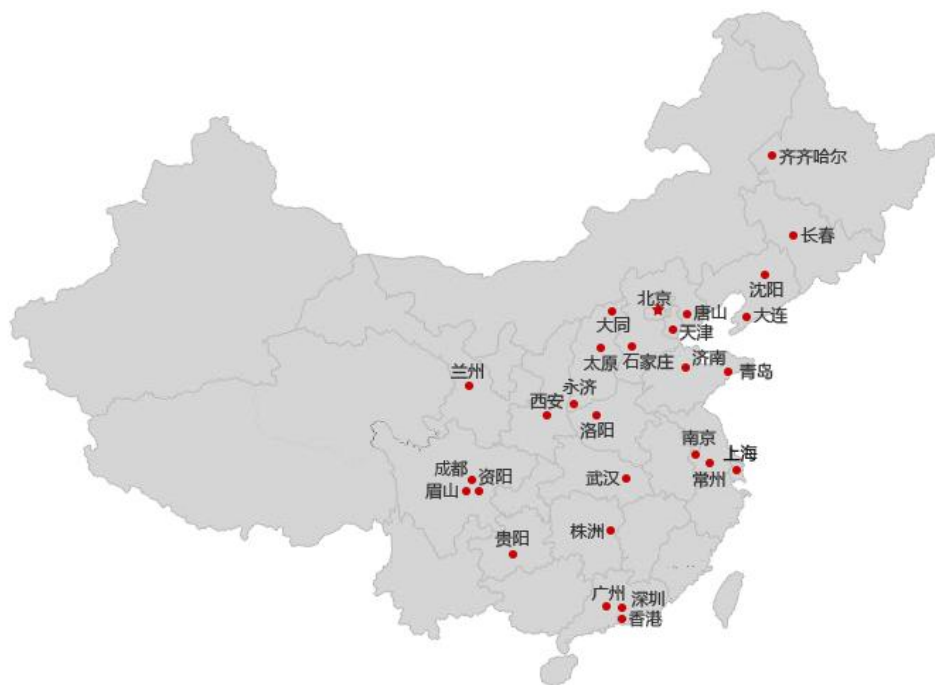


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 中国高端装备的名片，46家子公司遍布全国

中国中车股份有限公司（中文简称“中国中车”，英文简称“CRRC”）是由中国北车股份有限公司、中国南车股份有限公司按照对等原则合并组建的A+H股上市公司。经中国证监会核准，2015年6月8日，中国中车在上海证券交易所和香港联交所成功上市。现有46家全资及控股子公司，员工17万余人。总部设在北京。中国中车是全球规模最大、品种最全、技术领先的轨道交通装备供应商。

图表2：公司46家成员企业遍布国内28个不同城市和地区



资料来源：公司主页，东吴证券研究所

3. 铁路装备营收占比过半，综合毛利率稳中有升

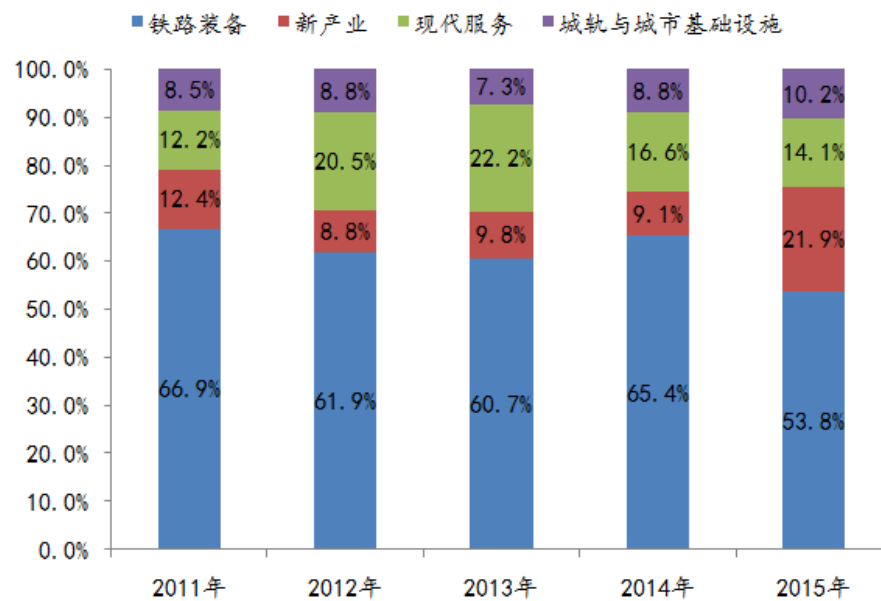
3.1. 营业收入质量分析

3.1.1. 收入品种构成分析：铁路装备板块超 5 成

2015 年南北车合并后，公司收入品种分类有所变化，主要分为铁路装备业务、城轨与城市基础设施业务、新产业业务和现代服务业务。中国南车 2015 以前铁路装备业务只包含动车组，将机车、客车和货车列入到“城轨与城市基础设施”进行统计，2015 年起将机车业务、客车业务、货车业务、轨道工程机械业务纳入铁路装备统计，2015 年以前的其他业务主要包括现代物流业、非轨道交通相关产业，按照合并后的分类，此项其他业务应归类到现代服务业。

2014 年以前，北车将城市轨道交通地铁车辆纳入到铁路装备业务统计，南北车合并后城轨地铁车辆纳入到“城轨与城市基础设施”进行单独统计，故按照合并后的收入类别对合并前的相关明细进行重新分类；同时北车 2011 年的其他业务主要是现代物流业、租赁等多元产业，按照合并后此项应归类到现代服务业，在重新调整类别的基础上进行收入的品种构成分析。

图表 3：公司各板块产品收入占比分析：铁路装备板块占比超 5 成



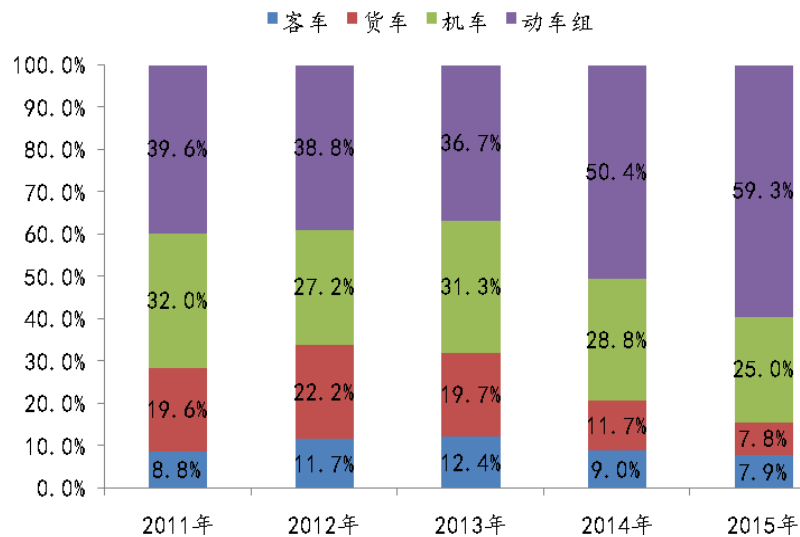
资料来源：wind，东吴证券研究所

从上图可看出占比最大的是铁路装备业务，在 2015 年铁路装备的占比有所下滑，一方面原因是 2015 年客车和货车较 2014 年有较大程度降低，货车减少了 4134 辆，客车下降了 686 辆，另一方面也得益于公司新产业业务增速迅猛，从 2014 年的 9.1% 占比，迅速提升到 2015 年的 21.9%，同比+12.8pct；同时，根据 2016 年三季度报告估算，2016 年铁路装备板块营业收入大致为 1237 亿，同比下降约 5.1%，主要是去年铁路市场招标不及预期，机车、动车组和货车销售量同比下滑所致。

(1) 动车组板块：2015 动车组采购达高点，2017 中国标动有望放量

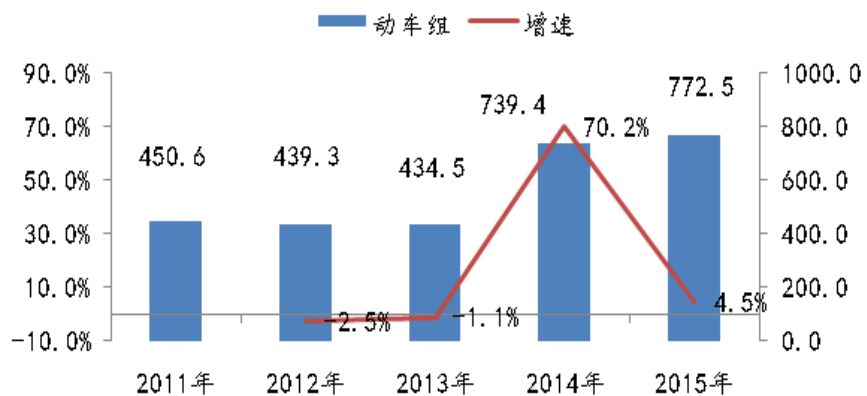
公司业务板块中铁路装备占比最大，仍然是公司未来业绩的主要支撑点和贡献点，其中动车组的收入占比逐年递增，如下图所示，即使在经济增速放缓期间，动车组的营收仍保持着持续的增长，2016年由于动车招标明显低于预期，同时叠加铁总换帅和中国标动体系尚未确立等因素，预期2016年动车组营收将低于2015年水平，同时我们展望2017年动车组招标有望恢复正常招标水平，且中国标准动车组可以小批量放量。

图表4：铁路装备各明细科目收入占比：动车组产品独占鳌头



资料来源：wind，东吴证券研究所

图表5：动车组增速预期平稳，2015年为相对高点（单位：亿元）



资料来源：wind，东吴证券研究所

(2) 城轨与城市基础设施：未来将稳定持续增长

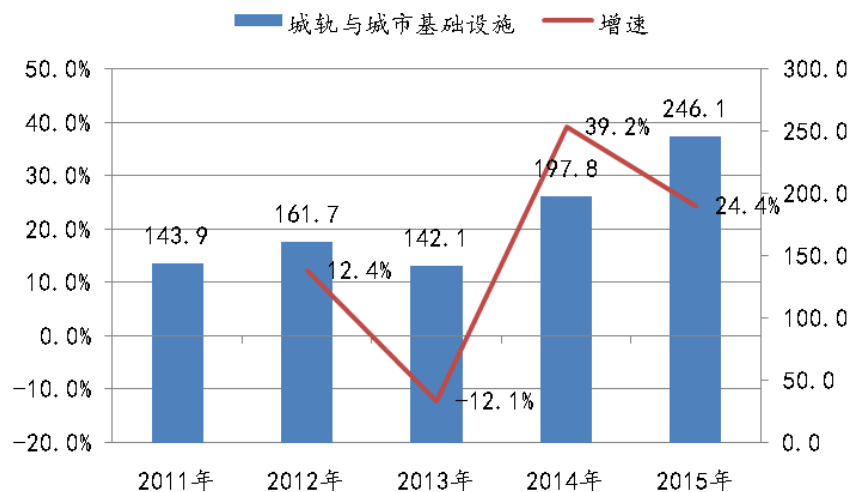
城轨与城市基础设施业务主要包括：(1) 非铁路总公司采购的城际动车组、市域列车；(2) 城市轨道车辆；(3) 城轨工程总包。2015年末，中国大陆地区共26个城市开通城轨交通运营，共计116条线路，运营线路总长度达3618公里，运营车辆19941辆，平均密度为5.51辆/公里，

根据 2016 年颁布的《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，重点推进 103 个项目前期工作，新建轨道交通 2000 公里以上，平均每年新增 667 公里，不过根据我们的数据统计，2017 年新增城轨运营里程有望达到 1000 公里以上。

国外方面，2016 年 3 月，中国中车股份有限公司下属控股子公司中车青岛四方机车车辆股份有限公司与其下属全资子公司中国南车美国有限责任公司组成的联合体，中标芝加哥 7000 系地铁车辆采购项目，该项目目标的数量 846 辆车，标的金额为 13.09 亿美元。2016 年 11 月，与澳大利亚 Downer EDI Limited (Downer) 公司以及澳大利亚 Plenary Group 组成的联合体 Evolution Rail 与澳大利亚公共交通运输部签署澳大利亚维多利亚州政府高运量地铁 (HCMT) 项目合同，合同总金额 20 亿澳元 (约合 101 亿元人民币)，这些海外重大合同将在 2017 年陆续落实。

现阶段，申报发展地铁的城市应达到下述基本条件：地方财政一般预算收入在 100 亿元以上，国内生产总值达到 1000 亿元以上，城区人口在 300 万人以上，申报建设轻轨的城市应达到下述基本条件：地方财政一般预算收入在 60 亿元以上，国内生产总值达到 600 亿元以上，城区人口在 150 万人以上，规划线路客流规模达到单向高峰小时 1 万人以上，未来伴随着城镇化的进行，越来越多的城市将符合标准建设城轨，综合国内和国外因素，此板块营业收入将稳定持续增长。

图表 6: 城轨与城市基础设施业务营收将持续保持高增长 (单位: 亿元)



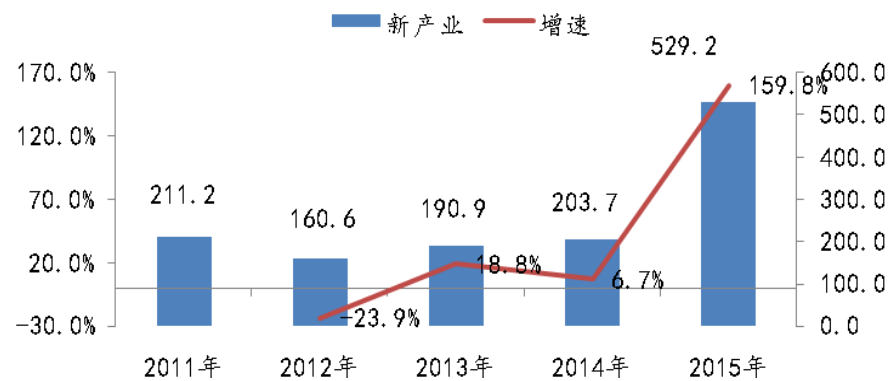
资料来源: wind, 东吴证券研究所

(3) 新产业板块: 稳定增长, 有望成为未来业绩新支撑点

新产业业务主要包括: (1) 通用机电业务; (2) 新能源装备业务; (3) 新材料业务。 (4) 其他新业务。公司新产业业务以风电装备、新材料、新能源汽车以及环保装备为重点。2015 年, 受益于国家新能源政策持续释放、对节能环保的日益重视, 新产业业务实现较快增长。通过并购国

外 BOGE 公司进一步增强了市场竞争能力；通过并购英国 SMD 公司，深海机器人市场实现突破，增强了船舶海工装备市场竞争能力；以 PPP 模式成功中标江苏常熟村镇污水处理项目，其试点推广应用获得国家和地方政府支持，实现了农村分散污水处理市场突破。在经过了 2015 年新产业的大幅增长后，根据 2016 年三季度报告推测，新产业板块有望以 6.4% 的年化增速小幅增长，预测全年营收有望达到 563 亿元。

图表 7: 新产业板块营收变动，未来有望成为业绩新支点（单位：亿元）

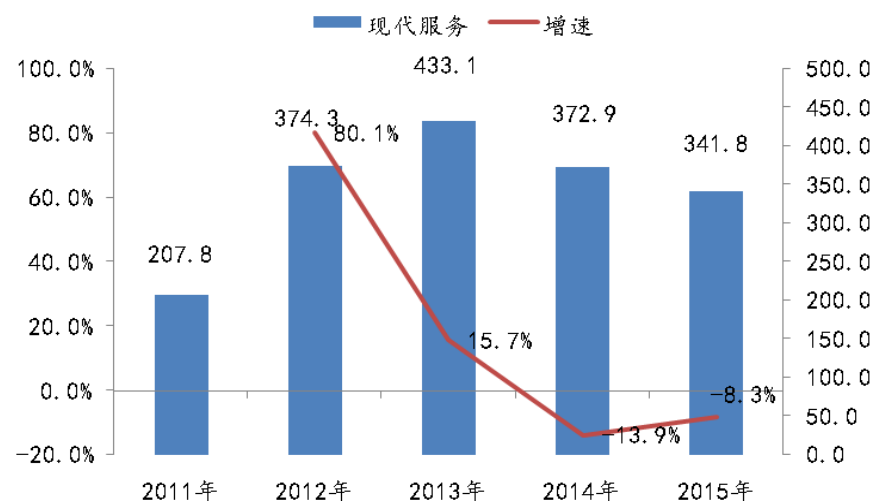


资料来源：wind，东吴证券研究所

(4) 现代服务业务：小幅降低，正积极布局

现代服务业务板块主要包括：（1）金融类业务；（2）物流、贸易类业务；（3）其他业务。

图表 8: 现代服务板块营收变动（单位：亿元）



资料来源：wind，东吴证券研究所

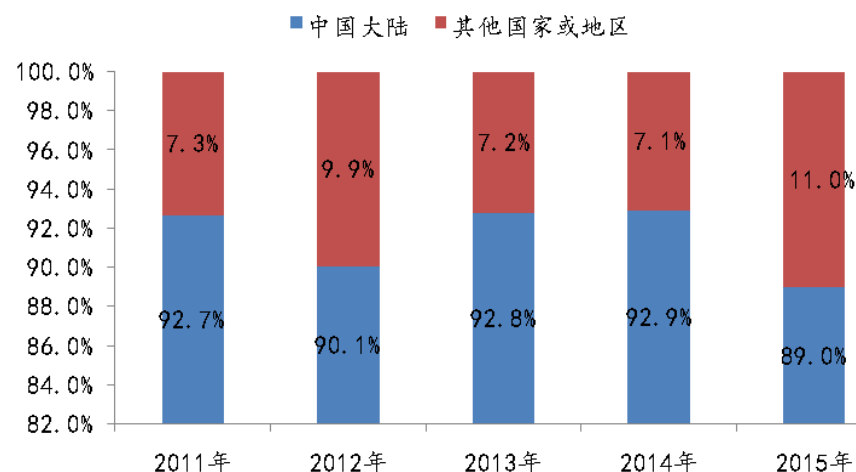
2016 年现代服务板块小幅降低，主要是 2016 年贸易物流收入下降所致，中车组建之后，金融业务快速发展，早在 2015 年 11 月，中国中车

牵头，联合中国铁建等大型国企联合组建了一家立足供应链金融发展的互联网金融公司——中企云链（北京）金融信息服务股份有限公司。2016 年 1 月，中国中车宣布以 44.55 亿元的成交价，参与并成功竞得中华联合保险 20 亿股股权。本次交易完成后，中国中车持有中华联合保险 13.06% 股权，到 2017 年 1 月，中国中车股份有限公司拟与中国中车集团公司、中国国储能源化工集团股份有限公司、天津信托有限责任公司共同出资设立中车金融租赁有限公司，中车股份有限公司出资 183,000 万元人民币、占金融租赁公司注册资本的 61%；中国中车股份有限公司直接持股的全资子公司中车资本管理有限公司拟联合中车资本（天津）股权投资基金管理有限公司、同方金融控股（深圳）有限公司、建信（北京）投资基金管理有限公司以及三峡资本控股有限责任公司设立中车同方（天津）股权投资基金合伙企业（有限合伙）。该基金出资认缴总规模为不高于 250,000 万元人民币，分期募集，其中首期募资 96,250 万元人民币。公司直接持股的全资子公司中车资本作为该基金有限合伙人认缴出资 30,000 万元人民币；2 月中国中车股份有限公司直接持股的全资子公司中车株洲电机有限公司以自有资金 5,000 万元人民币认购杭州中车时代创业投资合伙企业份额。可以看到，中国中车积极布局金融领域，以期进行产融互动，更好的服务于装备制造领域，预期 2017 年公司现代服务业板块可实现稳定小幅增长。

3.1.2. 收入的地区构成分析：持续看好海外业务，占比逐渐提升

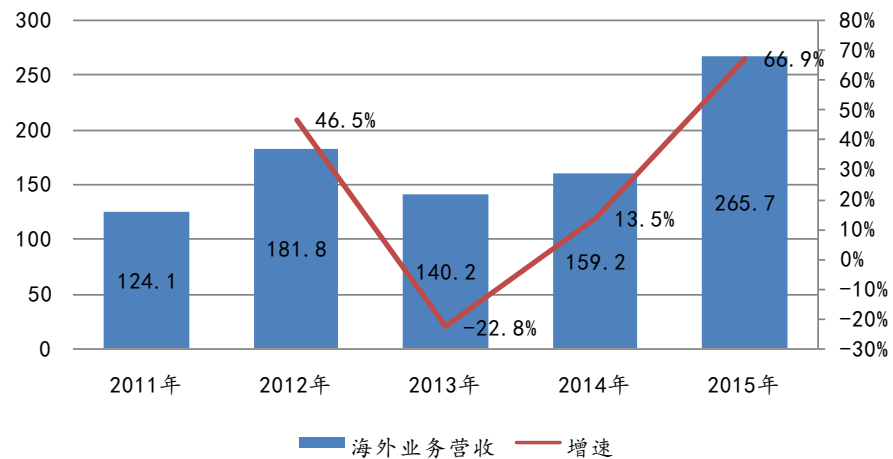
中国高铁是中国的海外名片，随着一带一路的快速发展以及国内固定资产投资收益增速的乏力，海外市场将是中国中车未来业绩持续增长的源动力，近五年，公司海外业务占比持续增长，至 2015 年已达 11%，未来比重有望进一步加大。

图表 9：国内外营收占比对比，海外业务占比呈增加趋势



资料来源：wind，东吴证券研究所

图表 10：海外业务营业收入变化（单位：亿元）



资料来源: wind, 东吴证券研究所

3.1.3. 销售集中度分析: 虽然集中, 但经营风险较低。

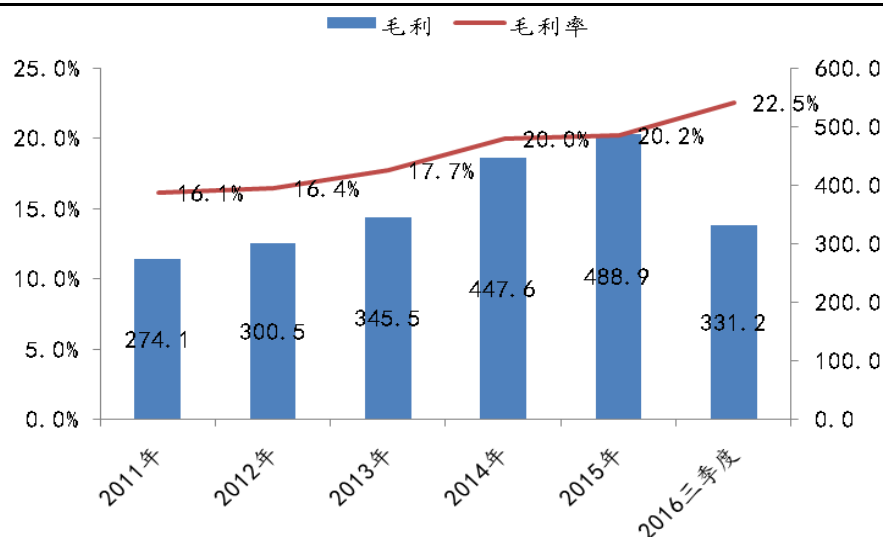
2015年, 公司向前5名客户的销售额合计为人民币1324.1亿元, 占公司年度销售总额的比例为54.73%。客户集中度较高的原因在于铁路总公司(含所属铁路局及公司)是中国中车最大的客户, 公司向其的销售额占公司年度销售总额的比例为49.75%, 虽然客户集中于铁路总公司增大了经营风险, 但预期铁路总公司能为公司提供稳定的收入来源, 信用等级优质, 在政策导向下, 经营风险不大。

3.2. 对利润结构的质量分析

3.2.1. 毛利与毛利率分析: 受益于企业合并, 毛利率稳步上升。

中国中车的主要成本来自于营业成本和管理费用, 合并前后公司在营业成本管理上取得了有效成果, 轨道交通业务、新产业和现代服务业的毛利率都稳步提升, 2016年三季度达到历史新高。

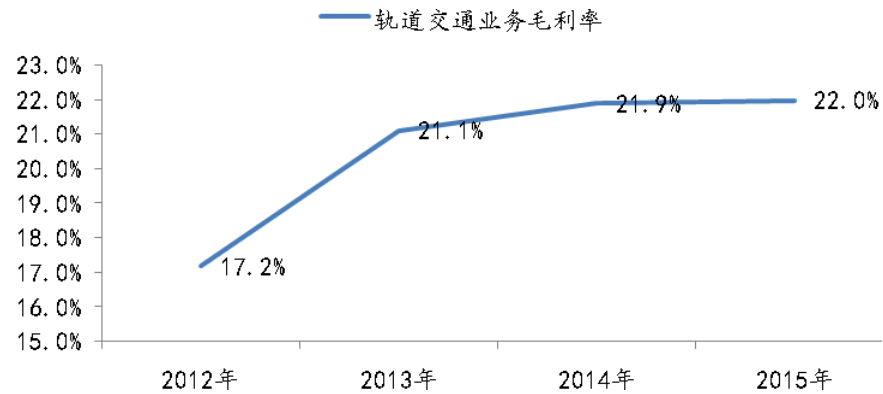
图表 11: 毛利与毛利率稳健提升, 2016年三季度毛利率创新高



资料来源: wind, 东吴证券研究所

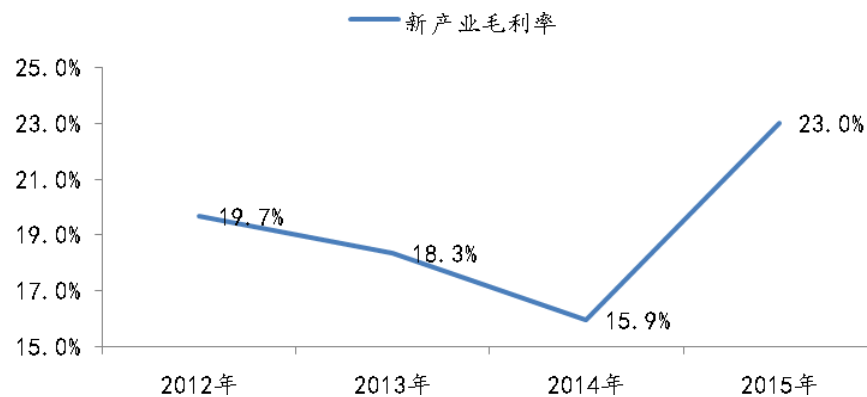
2016Q3，公司各大板块的毛利率都呈现上升趋势，其中轨道交通业务（包含铁路装备和城轨与城市基础设施业务）的毛利率稳步提升；新产业业务的毛利率从2014年开始逐渐提高；现代服务业的毛利率近年来也基本保持稳定。

图表 12: 轨道交通业务毛利率逐渐提升



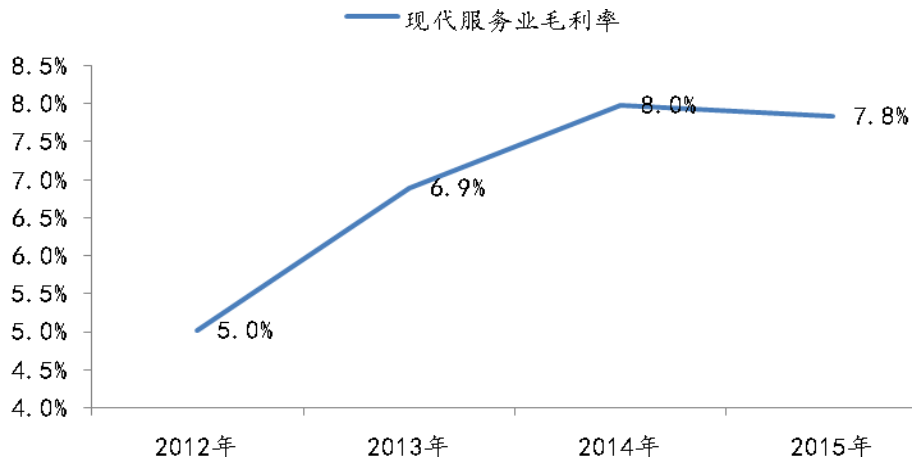
资料来源：wind，东吴证券研究所

图表 13: 新产业业务毛利率从 2014 年触底反弹



资料来源：wind，东吴证券研究所

图表 14: 现代服务业毛利率变动

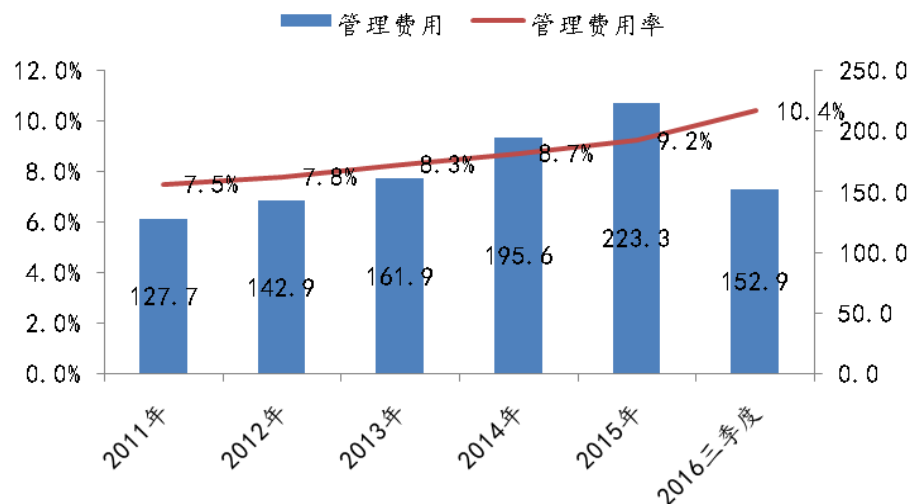


资料来源：wind，东吴证券研究所

3.2.2. 管理费用率分析：占比将会降低

在管理费用上，合并前后管理费用占营业收入的比率逐渐升高，虽然管理费用率逐步提高，但职工薪酬（不含设定受益计划）、折旧费和其他明细科目的增长率略低于营业收入的增长率，主要是公司技术研发费和无形资产摊销增加所致。

图表 15：管理费用占比逐年提升，技术研发和无形资产摊销所致

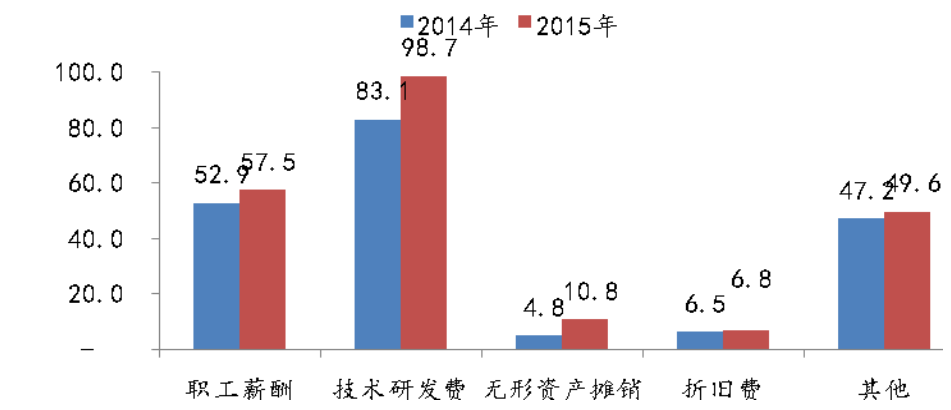


资料来源：wind，东吴证券研究所

2015 年管理费用率上升的主要原因是 2015 年技术研发费增长了 18.76% 和无形资产摊销增长了 122.64%，2015 年公司无形资产增加了 37.50 亿，其中购置无形资产 15.40 亿，非同一控制下企业合并中重新确认的无形资产 15.9 亿，购置的无形资产摊销虽然在短期内使得管理费用增加，但长期来看，专有技术的优势将体现在未来的业绩中，另外重新确认的无形资产使得同一集团中优质的资产得以体现在财务报表中，尽

可能减少商誉的确认，减轻后续的商誉减值测试压力，而不会使得未来由于商誉减值而出现大规模的资产减值损失。综上所述，按照合并后的组织结构、管理风格、管理手段、业务模式来看，未来几年管理费用率预期接近稳定。

图表 16: 管理费用明细科目变动 (单位: 亿元)

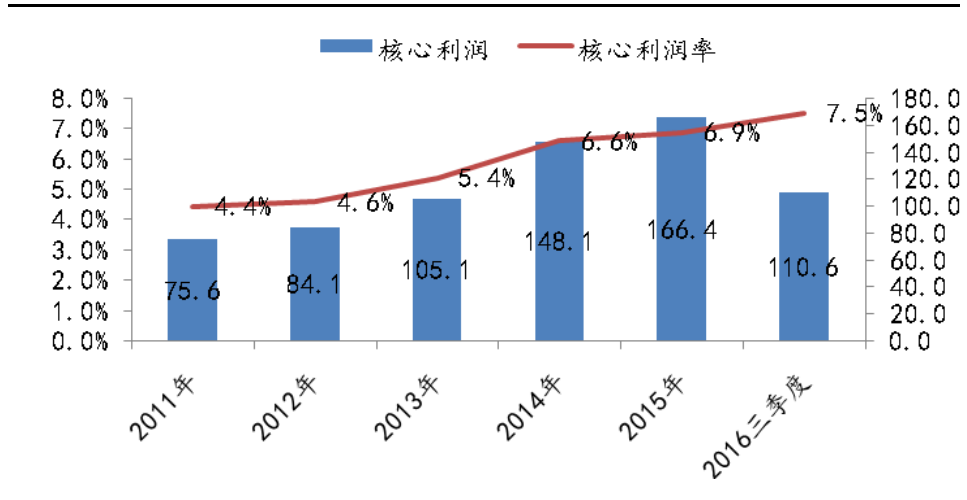


资料来源: wind, 东吴证券研究所

3.2.3. 核心利润与核心利润率的分析: 发挥规模优势, 利润率稳步提升

现行会计准则扩大了营业利润的概念, 将营业利润扩展为包括投资收益的范围, 剔除投资收益后形成的核心利润便于分析企业经营活动的盈利能力。在中国中车合并前后, 核心利润率稳步提升, 也说明了中国南车和中国北车合并后通过业务整合, 更大的发挥了规模优势, 同时减少了同业竞争, 核心利润率稳步上升。

图表 17: 核心利润和核心利润率的变动 (单位: 亿元, %)



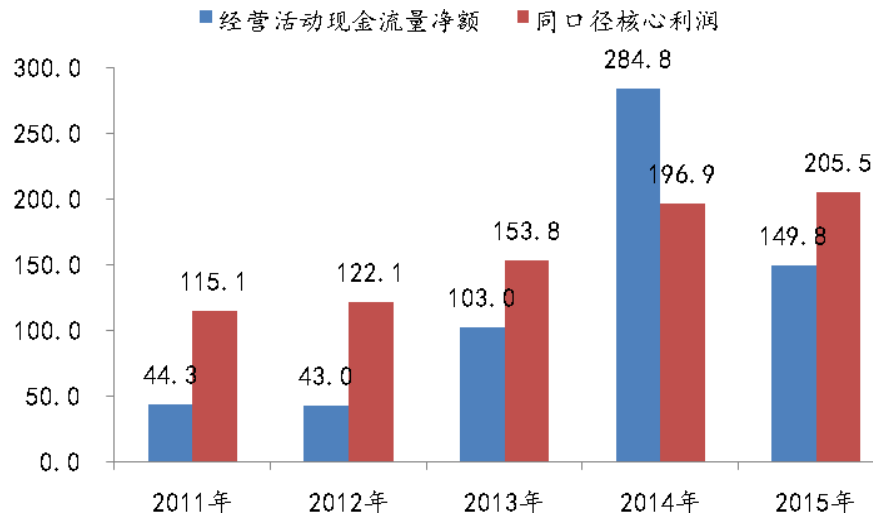
资料来源: wind, 东吴证券研究所

3.3. 公司现金流量质量良好

对经营活动现金流量的质量分析: 经营活动现金流量质量良好

正常情况下经营活动现金流量除了要维护企业经营活动的正常周转外，还应该有足够的、补偿经营性长期资产折旧和摊销，以及支付利息和现金股利的能力。将核心利润以与经营活动现金流量净额相同的口径进行调整，在稳定发展的条件下，同口径核心利润应该与经营活动现金流量净额大体一致。

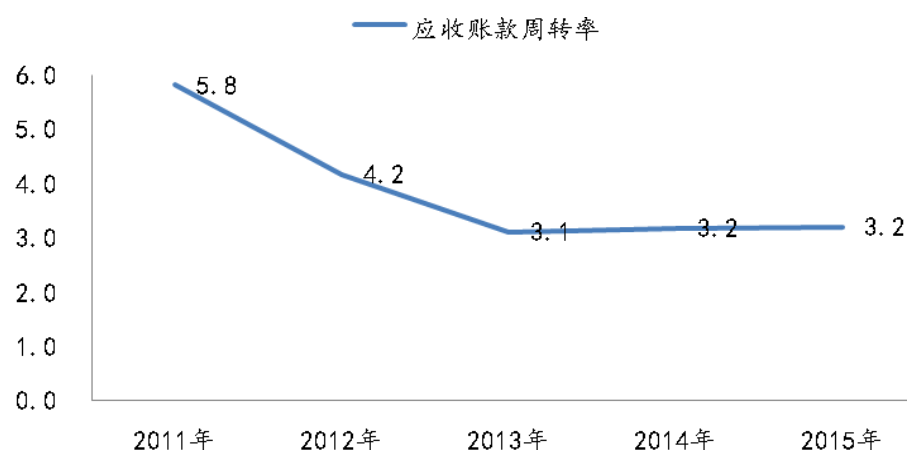
图表 18: 经营活动现金流量净额与同口径核心利润的比较 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 东吴证券研究所

2014年经营活动现金流量净额出现暴增,主要是2014年销售收入回款及时并且在2014年收到了前期的部分应收账款和应收票据,2015年应收账款周转率为3.2,回款能力同比变弱,但考虑到主要客户是铁路总公司,应收账款坏账风险很小,总体来看,公司现金流量质量良好。

图表 19: 应收账款周转率变动情况



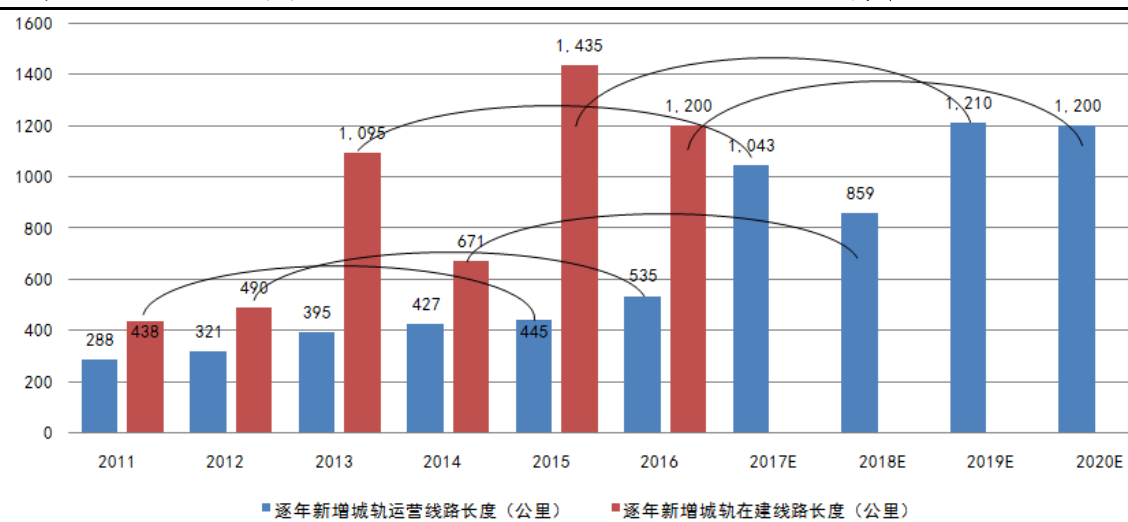
资料来源: wind, 东吴证券研究所

4. 城市轨道交通: 2017 新开通里程有望同比+95%

截至2016年末,我国累计30个城市建成投运城轨道交通线路134条,运营线路4153公里,新增18条运营线路535公里,创历史新高。2016年新增福州、东莞、南宁、合肥4个运营城市。2016年作为“十三五”开局之年,与“十二五”开局之年即2011年新增线路长度288公里相比,+85.8%;与“十二五”收官之年即2015年新增线路长度445公里相比,+20.2%。

城市轨道交通从施工到开通,平均4年多时间,因此我们认为,当年城市轨道交通新开通里程主要由4-5年前新建里程决定。由下图所示,红色代表当年新建里程,蓝色代表当年新开通里程,2011年新建里程438公里(红色),对应2015年新开通里程445公里(蓝色);2012年新建里程490公里,对应2016年新开通里程535公里,表现出相对较好的对应关系;以此类推,预测2017年新开通里程可能达到1043公里,同比+95%,2018年相对2017年同比可能有所下滑,2019年预期将达到最高峰,新开通1210公里,2020年仍处于高峰位置1200公里,整个十三五期间预测新增城市轨道交通里程4847公里。

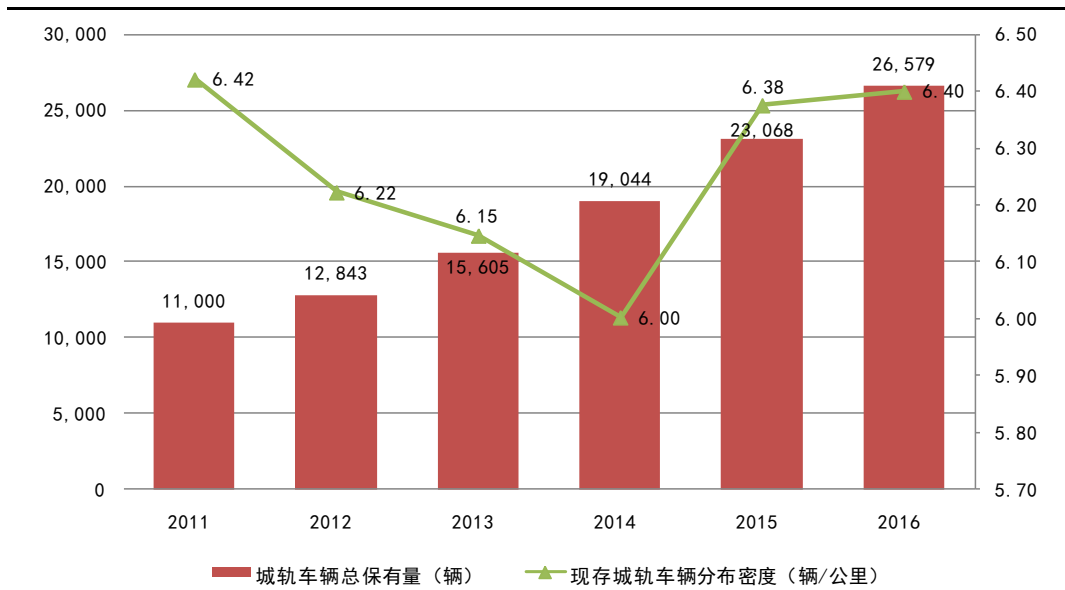
图表 20: 2017 城轨新开通里程预期 1043 公里, 同比+95%, 2019 达高峰



资料来源: wind, 东吴证券研究所

全国城轨车辆的总保有量与运营里程有比较稳定的比例关系,如下图所示,基本稳定在6.0-6.5辆/公里之间,平均一公里一列车(6编组);则可以通过假定的车辆分布密度和总开通运营里程,反算出预测的当年车辆总保有量及同比新增量。

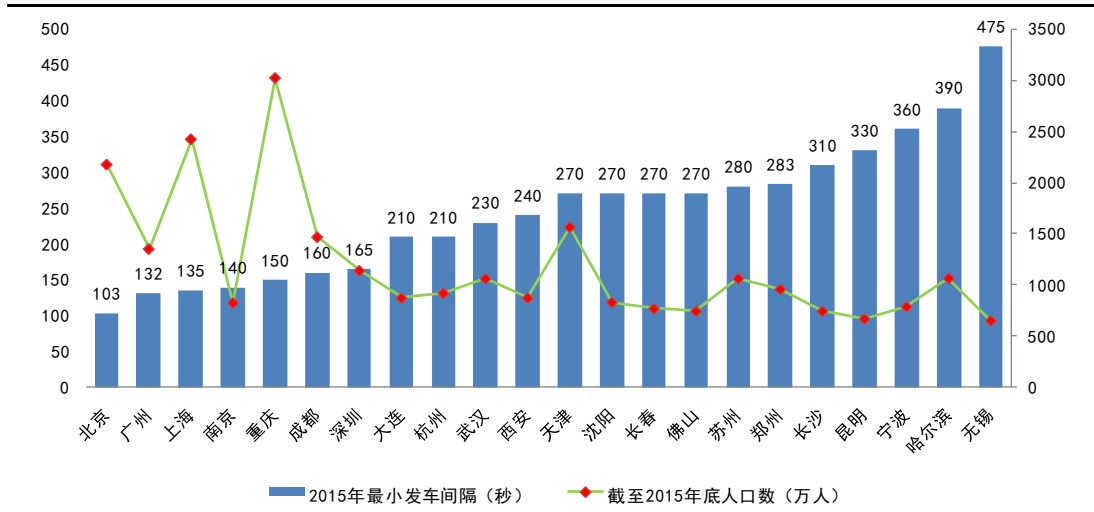
图表 21: 城轨车辆分布密度在 6.4 辆/公里左右, 2016 年预测总保有量 26579 辆



资料来源: wind, 东吴证券研究所

全国城轨车辆的采购需求由新增线路的车辆需求和原有线路车辆加密需求,两部分组成。如下图所示,显示了2015年不同城市城轨发车的最小间隔时间,北京数值最小,为103秒,无锡相对较大,为475秒。可以发现,大部分城市的城轨运营仍有很大的提速空间,以缩短发车间隔来迅速有效的提升运能,这必将增加对车辆采购的需求。

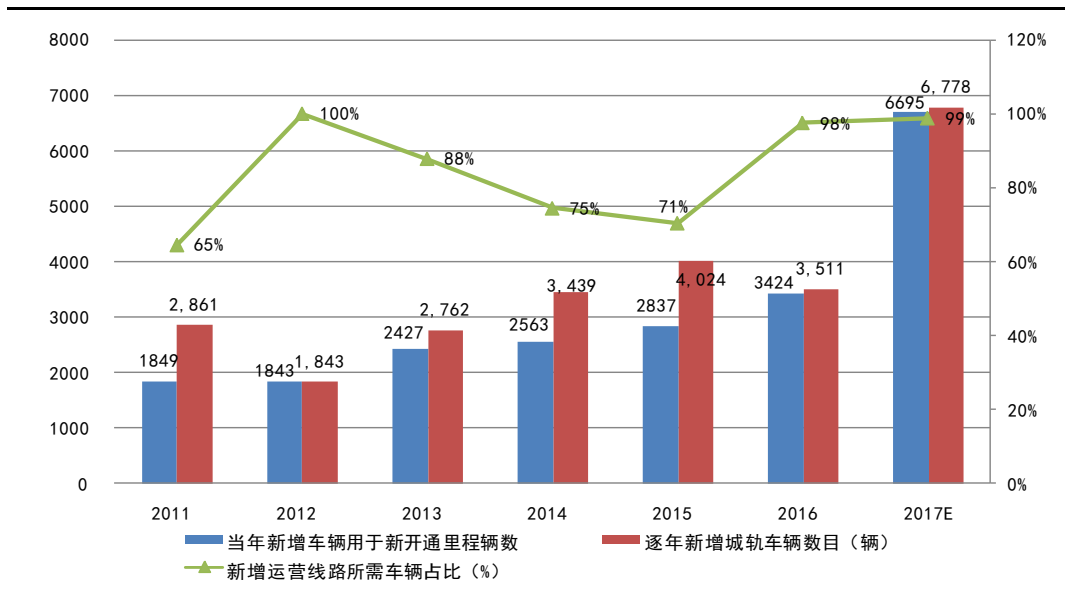
图表 22: 不同城市地铁发车最小间隔时间及城市人口数



资料来源: wind, 东吴证券研究所

如上所述,城轨车辆需求=新增线路需求+存量线路加密需求。如下图所示,因为国内城轨发展十分迅速,伴随着大量新增线路涌现,车辆采购主要用于满足新增线路需求,我们预测2017年城轨车辆采购达6778辆,同比+93%。估算2015年71%的城轨销售车辆用于当年新增线路,29%用于原有线路的车辆加密。

图表 23: 预测 2017 年城轨新增车辆达 6778 辆,且 99%用于新增线路

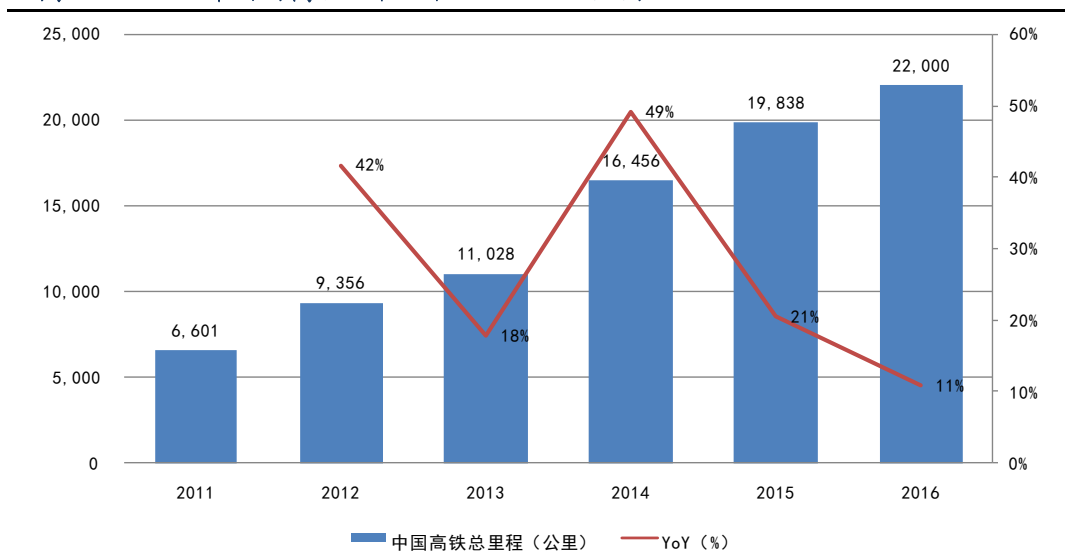


资料来源：东吴证券研究所

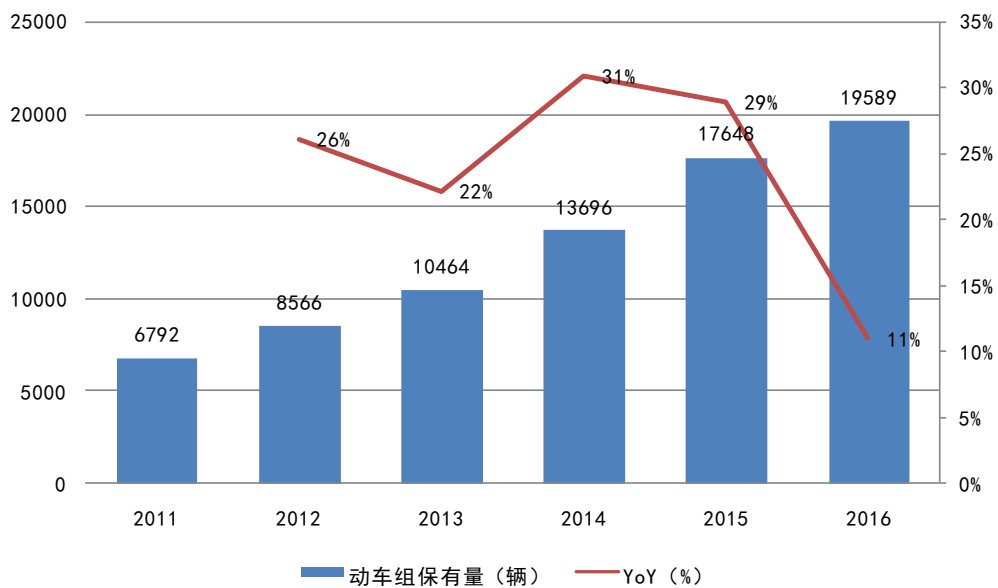
5. 高铁发展速度稳健，估算年均可移交动车 393 列

根据中长期铁路发展规划，截至 2020 年，我国铁路运营总里程预计增加约 3 万公里，其中高铁增加 1.1 万公里。中国铁路总公司工作会议 2017 年 1 月 3 日在京召开，会上表明，2016 年全国铁路行业固定资产投资完成 8015 亿元，投产新线 3281 公里，新开工项目 46 个，新增投资规模 5500 亿元，到 2016 年底，全国铁路营业里程 12.4 万公里，其中高速铁路 2.2 万公里以上，同比+11%。2017 年，全国铁路行业投资将保持去年规模，投产新线 2100 公里、复线 2500 公里、电气化铁路 4000 公里。从下图可以看到，国内高铁发展增速呈趋缓态势。

图表 24: 2016 年国内高铁运营里程 2.2 万公里，同比+11%

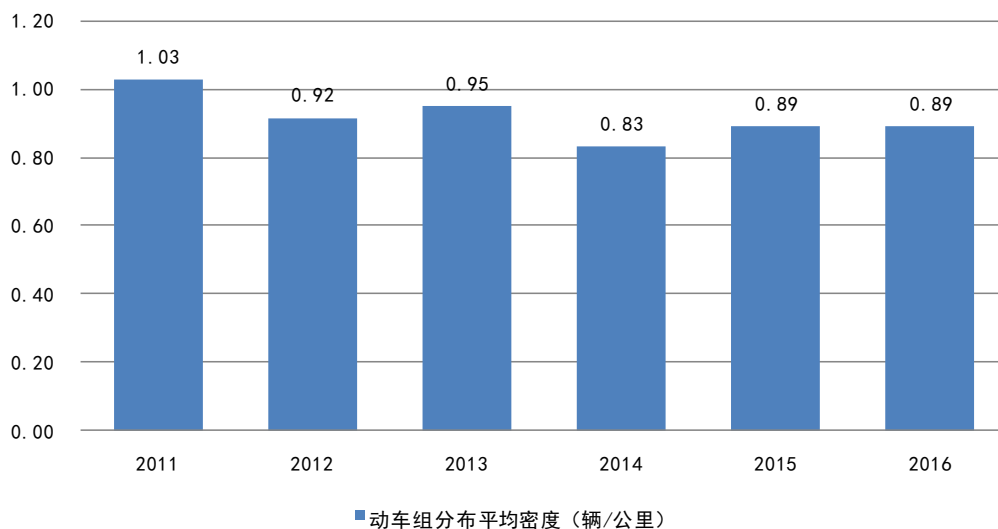


资料来源：wind，东吴证券研究所

图表 25: 预测 2016 年动车组总保有量达 19589 辆, 同比+11%


资料来源: wind, 东吴证券研究所

由下图可以看到, 高铁动车组的车辆分布密度相对较为稳定, 在 0.90 附近波动。由上可知, 假定严格按照国内铁路发展规划实施, 则 2017-2020 年国内年均新开通高铁里程预期在 2000 公里左右, 假定维持 0.90 辆/公里分布密度, 则年均动车组新增需求 225 标准列。

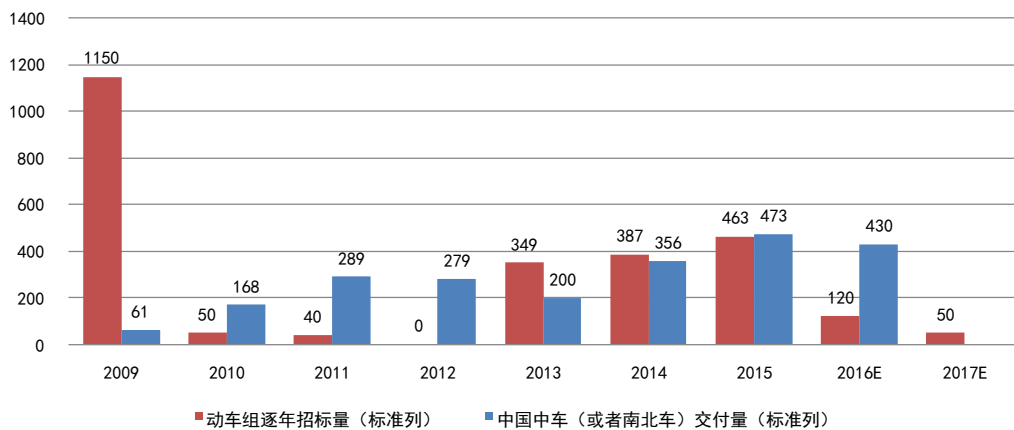
图表 26: 高铁动车组车辆分布密度相对稳定, 预测 2016 年 0.89 辆/公里


资料来源: wind, 东吴证券研究所

如下图所示, 我们统计了铁总历年的动车组招标数量 (红色显示), 以及南北车 (现在的中国中车) 历年移交的动车组数量 (蓝色显示), 假定中国中车 2016 年移交 430 列动车组, 则估算中国中车现有动车组存量 257 列, 假定未来 4 年平均移交, 则年均 64 列, 加上上述 225 列年均新增需求, 则每年可移交数量平均 289 列。另外, 我们认为城际铁路也有可能提供额外的动车组增量, 根据 2015 年发布的《城镇化地区综合交通网规划》, 至 2020 年, 城际铁路运营里程达到 3.6 万公里 (其中新建城

际铁路约 8000 公里)。根据我们的数据库统计, 8000 公里数值可能偏乐观, 而且部分里程已经统计到铁总的全国铁路中长期发展规划中, 我们估算 2017-2020 年有望新增 2400 公里城际铁路, 平均每年新增 600 公里线路对于动车组的需求, 那么综上所述, 国内年均动车组需求有望达到 $289+225*(600\text{公里}/2000\text{公里})=357$ 列, 如果再假设国外市场可以额外贡献 10% 占比, 则年均可移交 393 列。

图表 27: 铁总历年动车组招标和中国中车移交数量, 估算存量 257 列尚未移交

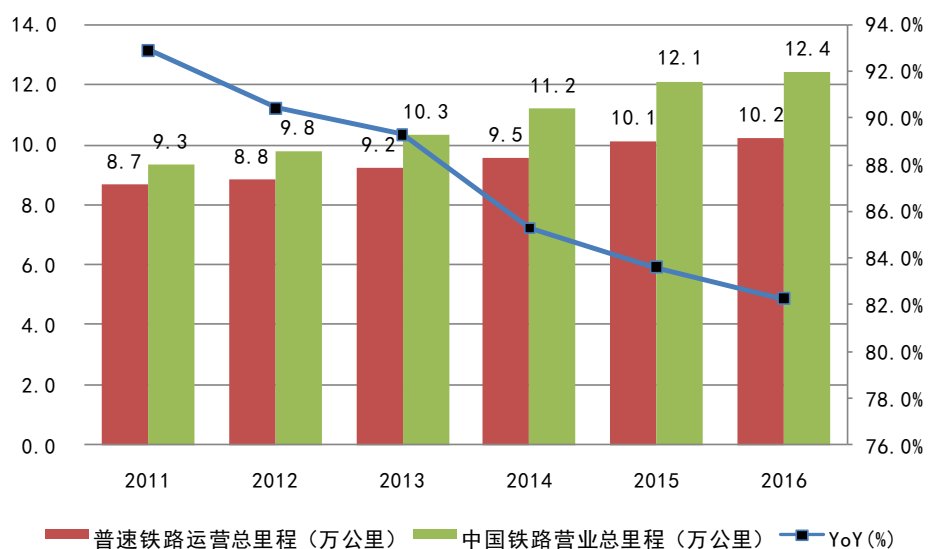


资料来源: 中铁投, 公司公告, 东吴证券研究所

6. 传统车型总体发展平稳, 预期 2017 货车增速较快

如下图所示, 截至 2016 年年底, 全国铁路运营里程 12.4 万公里, 其中普速铁路里程 10.2 万公里, 占比 82%, 呈现出逐渐下滑趋势。可以发现, 随着中国高速铁路的快速发展, 普速铁路里程增速有限, 导致其占比逐年下降。

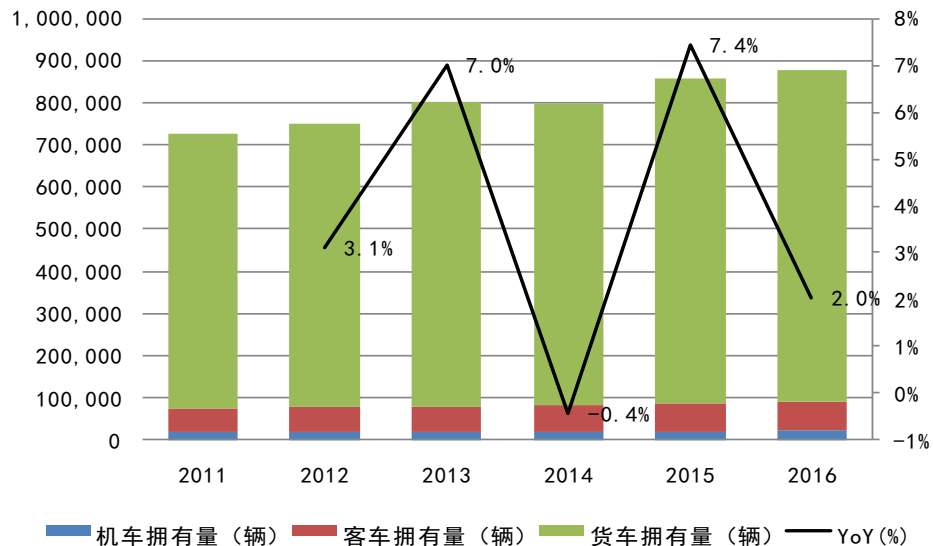
图表 28: 截至 2016 年普速铁路里程占铁路总里程比例 82%, 逐年下降



资料来源: wind, 东吴证券研究所

如下图所示，在传统车型中，货车数目占据了绝对的比例，近90%，传统车型的车辆数目（货车+客车+机车）总体趋势向上，但是增速呈波动特征，则增速有限。

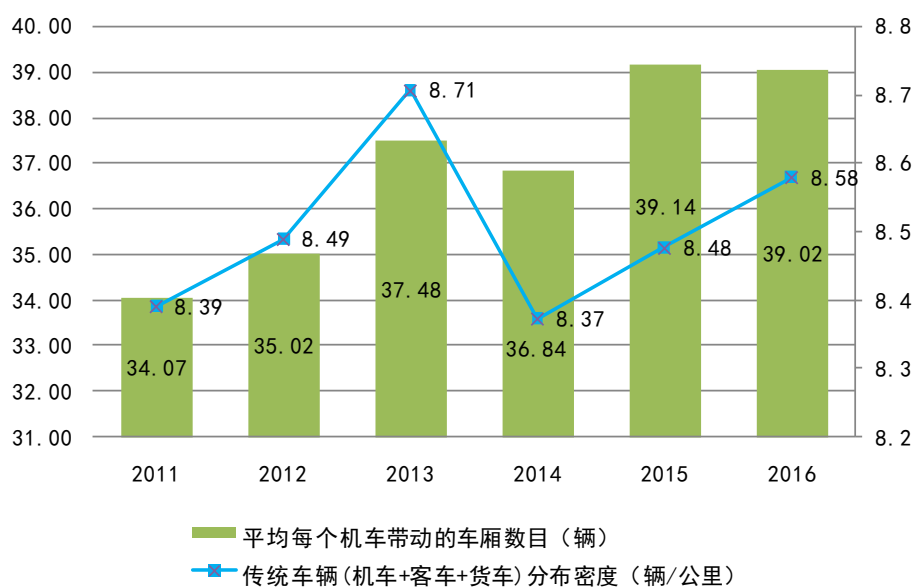
图表 29: 传统车型（货车+客车+机车）数量发展趋势向上，但呈波动特征



资料来源: wind, 东吴证券研究所

如下图所示，传统车型在普速铁路上的分布密度相对稳定，近五年一直介于8.37-8.71辆/公里，自2014年起，分布密度单调上升，且平均一辆机车悬挂的车厢数目（客车+货车）从2011年的24.07节，增加到2015年39.14节（图中2016年数值为估算），这可能是由于单个机车输出功率逐渐增加所致。而传统车型分布密度的提升，主要得益于客车和货车采购数量的增加，未来伴随中国西部铁路建设的快速发展，以及大宗商品的周期性回暖，普速铁路和传统车型还有进一步发展的潜力。

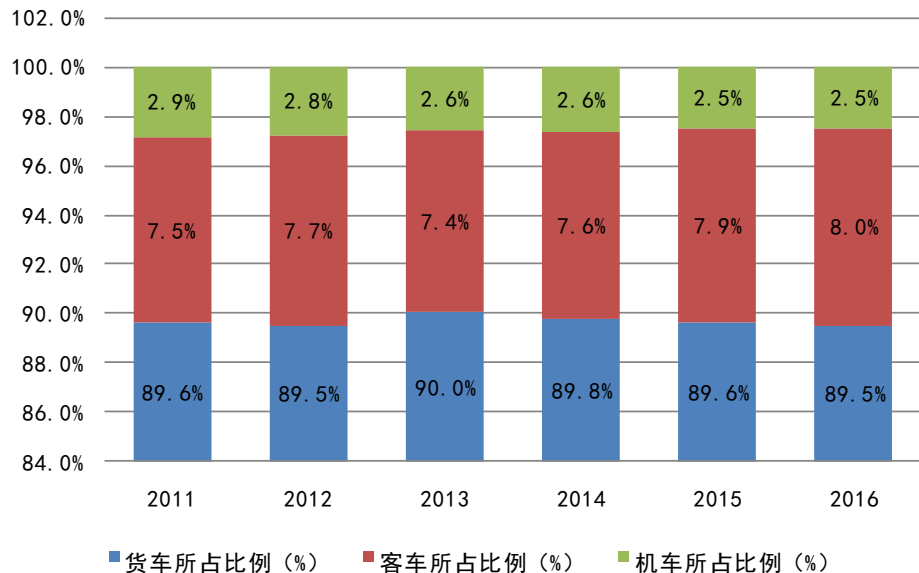
图表 30: 传统车型分布密度稳中有升，单个机车平均悬挂39节车厢



资料来源: wind, 东吴证券研究所

自 2011 年数据统计，货车数量占比一直在 89.5% 以上，机车数量小有降幅，估算 2016 年占比仍维持在 2.5%，客车数量稳中有升，估算 2016 年在 8.0% 左右。

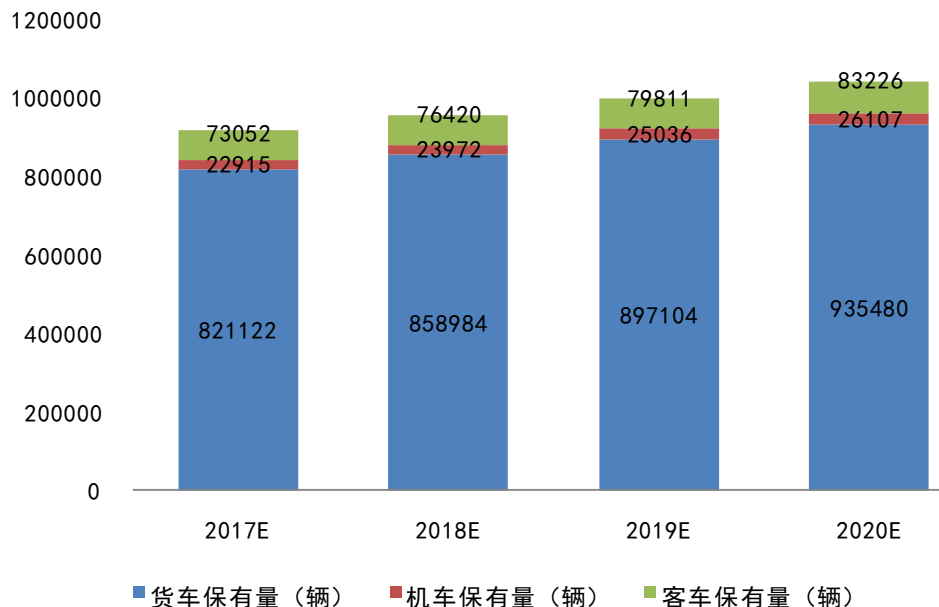
图表 31: 传统车型货车数量占比近 90%，客车 7%-8%，机车 2.5% 左右



资料来源: wind, 东吴证券研究所

如下图所示，结合 2017-2020 年普速铁路的里程变化，以及各种车型所占比例的假设，我们估算截至 2020 年，传统车型的总保有量可达到 104 万辆以上，十三五期间 CAGR 4%。

图表 32: 估算的 2017-2020 年机车、货车和客车总保有量变化



资料来源: 东吴证券研究所

车辆价格方面: 2013-2015 年，铁总累计采购货车 51000 辆，总金额约 214.04 亿元，货车类型包括 KZ70 型石砟漏斗车、P70 型通用棚车、

SQ6 型凹底双层运输汽车专用车、NX70A 型共用平车、GQ70 型轻油罐车、L70 型粮食漏斗车、C70E 型通用敞车、X70 型集装箱专用平车等类型。2016 年我们统计,铁总货车公开招标共 25279 辆,其中包括 NX70A 型共用平车 11600 辆,GQ70 轻油罐车 2000 辆,T11BK 型长钢轨车组 129 辆, SQ6 型凹底双层运输汽车专用车 11150 辆, K270 型石砟漏斗车 400 辆。2017 年 1 月 19 日公告,铁总采购 X70 型集装箱专用平车 20000 辆, NX70A 共用平车 20000 辆, 共计 40000 辆。

如果不区分类型, 仅从数量上看, 2017 年伊始, 货车第一次启动招标, 数量就达到 40000 辆, 相比 2016 年+58%。从造价上看, 2016 年 25279 辆货车约 130.2 亿元, 而 1 月 19 日这 4 万辆平车约 157.8 亿元, 已超过去年全年货车造价 21%。根据中国中车 2015 年年报数据, 各种车型平均单价情况如下图所示, 按照从小到大的顺序排列, 货车 64 万元/辆, 客车 456 万元/辆, 城轨 561 万元/辆, 机车 1374 万元/辆, 动车组 2043 万元/辆。

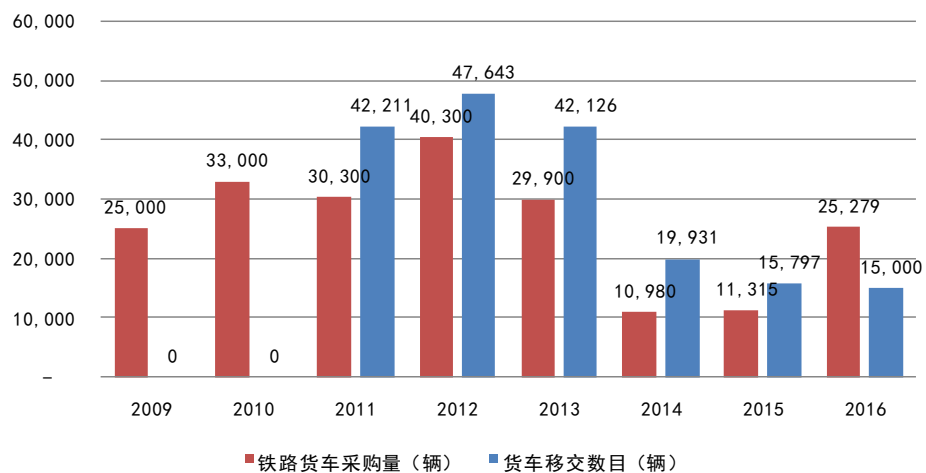
图表 33: 各种轨道交通制式车辆造价水平

	机车	客车	动车组	货车	城轨
2015 年销售额 (亿元)	324.92	102.79	772.48	101.78	225.91
2015 年销售数目 (辆)	2365	2254	3782	15797	4024
单价 (万元/辆)	1374	456	2043	64	561

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

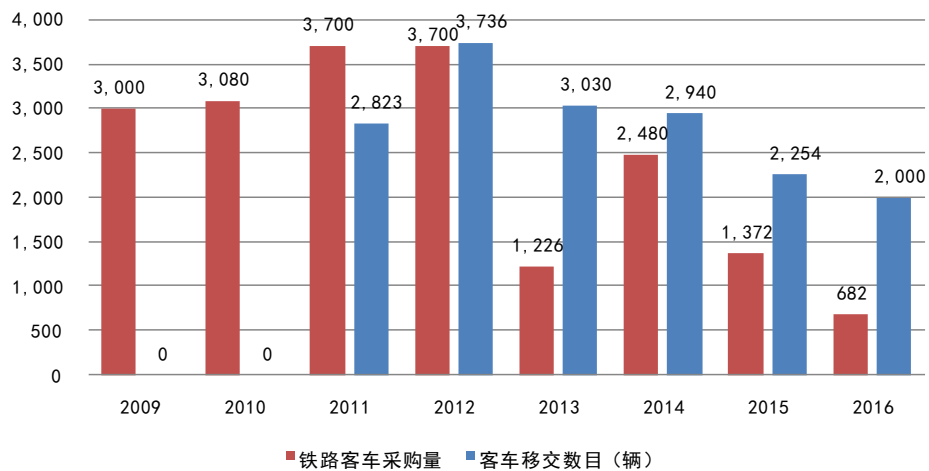
除了预测未来几年的车辆新增需求, 我们统计了货车、客车和机车历史招标情况, 以及中国中车实际历年交付数量, 以期得到公司现有的大致库存量, 其中 2016 年数据为预测值, 统计结果如下面三个图分别所示。我们估算, 货车尚未交付数量 4615 辆, 客车 206 辆, 机车已经基本交付完毕。

图表 34: 铁路货车历年招标及实际交付情况, 估算尚未交付存量 4615 辆



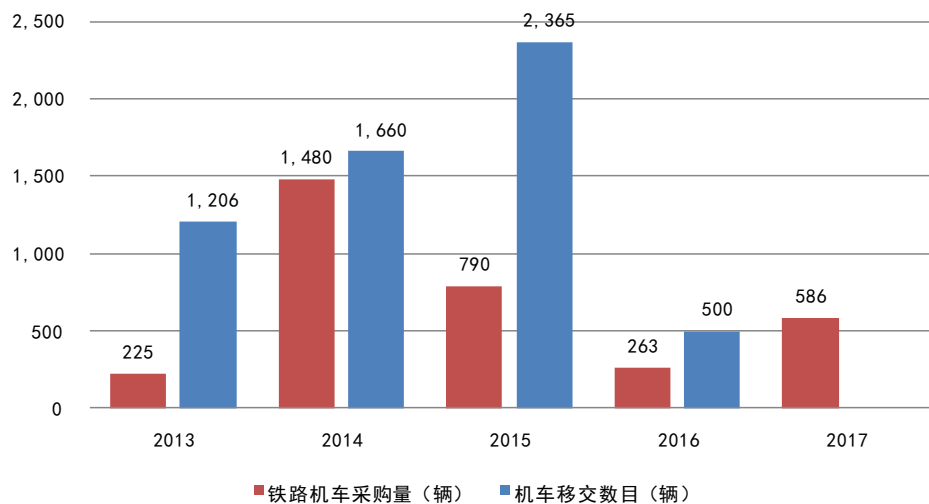
资料来源: 中铁投, wind, 东吴证券研究所

图表 35: 铁路客车历年招标及实际交付情况, 估算尚未交付存量 206 辆



资料来源: 中铁投, wind, 东吴证券研究所

图表 36: 铁路机车历年招标及实际交付情况, 估算基本交付完成



资料来源: 中铁投, wind, 东吴证券研究所

结合上述得到的各种车型库存量, 假设两年可以消化完成, 并考虑未来普速铁路新增里程的变化情况, 我们预测得到 2017-2020 年公司各传统车型的销售收入变化, 如下图红色字体所示。

图表 37: 不同车型 (客车、机车和货车) 销量预测

	2017E	2018E	2019E	2020E
十三五期间逐年普速铁路总里程 (公里)	10.7	11.1	11.6	12.0
机车新增需求量 (辆)	1049	1057	1064	1071
客车新增需求量 (辆)	3346	3368	3391	3414
货车新增需求量 (辆)	37606	37863	38119	38376
机车存量分配 (辆)	0	0	0	0
客车存量分配 (辆)	103	103	103	103
货车存量分配 (辆)	2308	2308	2308	2308

机车销售数目预测 (辆)	1049	1057	1064	1071
客车车销售数目预测 (辆)	3449	3472	3495	3517
货车销售数目预测 (辆)	39914	40170	40427	40684
机车销售额预测 (亿元)	144	145	146	147
客车销售额预测 (亿元)	157	158	159	160
货车销售额预测 (亿元)	257	259	260	262

资料来源：东吴证券研究所

7. 2017 年 PPP 托底中国经济, 估算贡献 5.8 万亿基建投资增量

根据东吴宏观观点：国家财政部 2013 年以来力推 PPP，2015 年底建成政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台及项目库，国家发展改革委 2015 年以来先后推出三批推介项目，围绕 PPP 国家发展改革委与财政部之间的职责划分一直是广泛关注的焦点，2016 年 7 月 7 日，国务院常务会议正式明确和统一了 PPP 实施领域，即分为基础设施和公共服务两大类。2017 年国家发展改革委和财政部对 PPP 项目的推进将各有侧重，发改委将重点推进基础设施领域项目签约，财政部在公共服务领域中的项目落地速度也将加快。根据测算：以现有存量项目计，发改委 2017 年新增签约规模预计可达 2 万亿元，主要集中于生活服务和交通类基础设施建设，单个项目规模集中在 10-50 亿元，以西部地区为主；2017 年财政部 PPP 项目入库将进一步放缓，但存量项目落地规模可达 3.8 万亿元，入库项目将侧重服务型、民生型行业。预计两部委 2017 年 PPP 项目的整体签约/落地规模约为 2016 年的 2-3 倍。

7.1. 发改委 PPP：专注基础设施建设，2017 预期释放 2 万亿

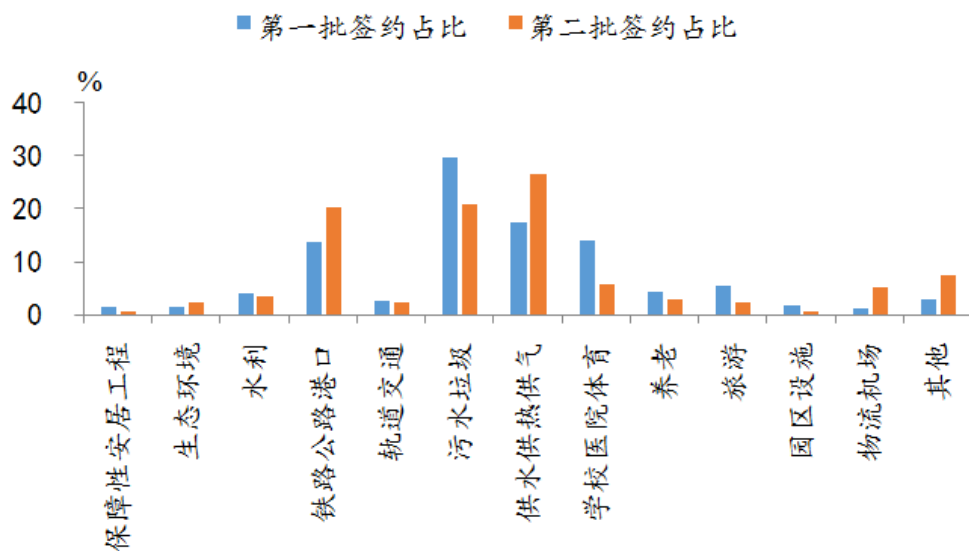
2015 年 5 月，国家发展改革委建立了首个国家部委层面的 PPP 项目库，第一批向社会公开推介 1043 个项目、总投资 1.97 万亿元，2015 年 12 月，第二批公开推介 1488 个项目，总投资 2.26 万亿元。截止至 2016 年 7 月底，第一批项目中，因多种因素变化不再采用 PPP 模式的项目 254 个，其余 789 个项目中已签约 456 个，总投资 8151.7 亿元；第二批 PPP 项目中，除部分不再采用 PPP 模式的项目外，其余项目已签约 163 个，总投资 1867.4 亿元，该批项目公开推介时间较短，从发起、谈判到签约需要一定时间，此外一些条件更为成熟的 PPP 项目已在第一批中推介，因此上半年签约率稍低。整体来看，第一批项目数保留率 75.6%，剔除退库项目后最终投资额 1.44 万亿元，投资额保留率 73.1%；第二批项目数保留率 65.2%，剔除退库后最终投资额 1.53 万亿元，投资额保留率 67.7%。

2016 年 8 月 10 日《国家发展改革委关于切实做好传统基础设施领域政府和社会资本合作有关工作的通知》明确要求各地发展改革部门会同有关行业主管部门，切实做好能源、交通运输、水利、环境保护、农业、林业以及重大市政工程等基础设施领域政府和社会资本合作(PPP)推进

工作。9月份，国家发展改革委向社会公开推介传统基础设施 PPP 项目 1233 个，总投资约 2.14 万亿元，涉及《通知》中的七大领域。这批项目是从地方上报的 2053 个传统基础设施项目中筛选出来的，条件相对成熟，符合产业政策和发展规划，且有明确的融资需求。

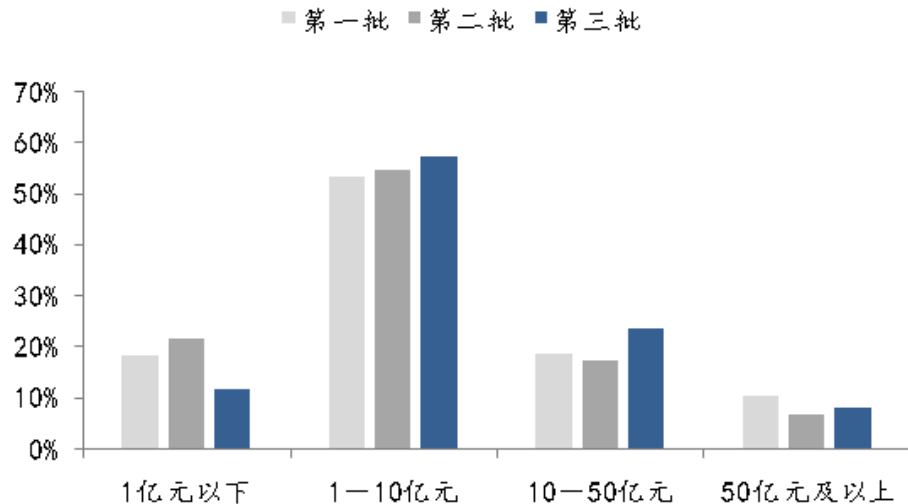
从目前公布的数据来看，三批项目未签约金额总计约 4.1 万亿元，按照第一批项目额一年签约率 56.6%，前两批项目平均保留率 70.4% 测算，我们预计，2017 年全年，存量项目的签约额可达 2 万亿元。从行业分布来看，已签约项目集中在生活服务类和交通运输类的基础设施建设，这与我国稳增长、保民生的政策基调相吻合；从项目规模来看，呈现出集中中型分布，1-10 亿元的项目占主导，10-50 亿元的项目有增加之势，1 亿元以下和 50 亿元以上的项目都有下降趋势；从地区分布来看，在三批项目中，西部云南、四川和甘肃等基础设施建设需求较大的省份、新增需求较多的中部省份(安徽省)和环渤海地区的山东省在项目数位中位居前五。预计 2017 年中西部省份和环渤海地区将是 PPP 项目签约的重点地区。

图表 38: 生活服务和交通类基础设施项目签约率高



资料来源：国家发展改革委，东吴证券研究所

图表 39: 三批项目投资规模呈现出集中型分布

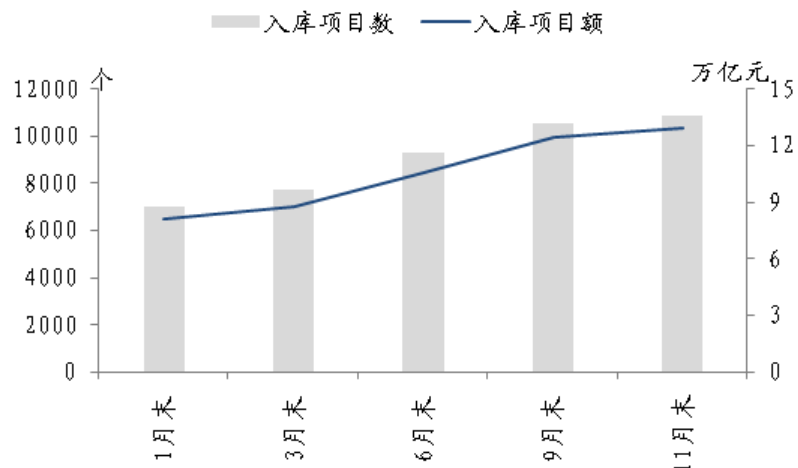


注：第一批和第二批为签约项目，第三批为推介项目
资料来源：国家发展改革委，东吴证券研究所

7.2. 财政部：入库放缓落地加速，2017 预期释放 3.8 万亿

2016 年以来，财政部 PPP 综合信息平台项目入库持续增长，截止至 2016 年 11 月 30 日，入库项目 10828 个，入库项目金额 12.95 万亿元，但自 9 月之后项目入库速度明显放缓，这可能与财政部控制入库质量、调整项目类别有关，2016 年 10 月 11 日财政部《关于在公共服务领域深入推进政府和社会资本合作工作的通知》明确财政部统筹推进公共服务领域深化 PPP 改革工作，各级财政部门要聚焦公共服务领域，要严格区分公共服务项目和产业发展项目，在能源、交通运输、市政工程、农业、林业、水利、环境保护、保障性安居工程、医疗卫生、养老、教育、科技、文化、体育、旅游等公共服务领域深化 PPP 改革工作。2017 年财政部 PPP 项目在行业选择上将以服务型、民生型为主，入库项目增速将进一步放缓。

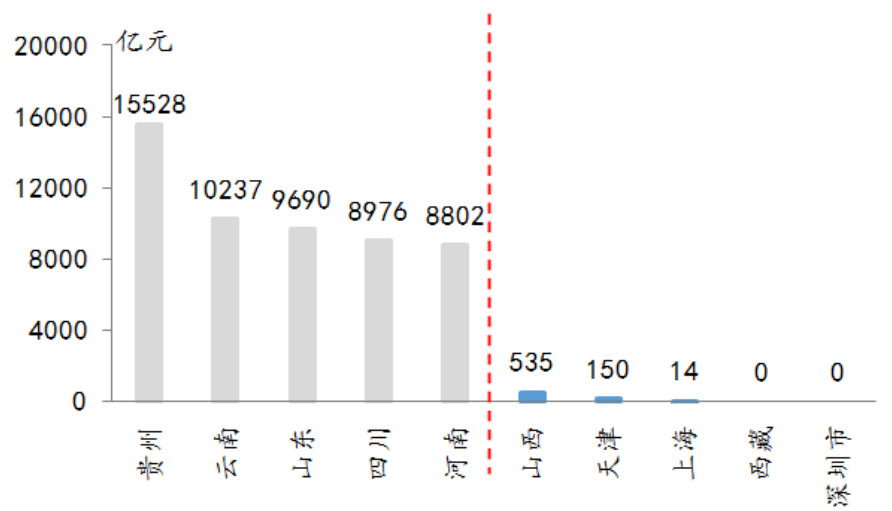
图表 40：2016 年 3 季度后财政部 PPP 项目入库速度放缓



资料来源：财政部政府和社会资本合作中心，东吴证券研究所

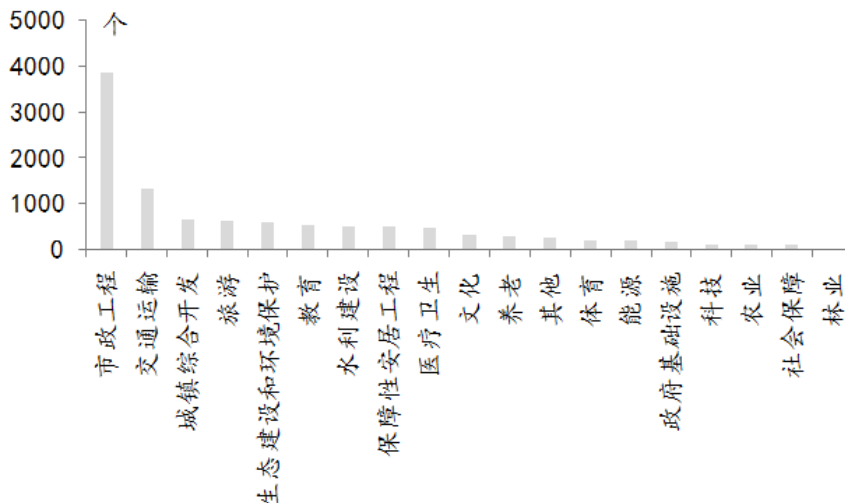
从落地情况来看，2016年前三季度项目落地率持续加快，9月末落地项目总额1.56万亿元，落地率26%，**预计2017年落地率将进一步加快，以11月末的项目存量计，按全年35%的保守落地率测算，预计2017年全年，存量项目落地可达3.8万亿元。**入库项目的地区和行业集中度也较高，贵州、山东(含青岛)、新疆、四川、内蒙古居前五位，合计占入库项目近一半；市政工程、交通运输、片区开发3个行业项目居前三位，合计超过入库项目的一半，以13个月的项目落地周期来看，未来两年，市政、交通、片区开发仍将是落地项目较为集中的领域，但从三批示范项目的行业分布来看，医疗、教育、文化、养老等软性投入领域项目有增加之势，结合财政部《关于在公共服务领域深入推进政府和社会资本合作工作的通知》，2017年民生类软性项目落地速度将加快。9月末政府付费类和可行性缺口补助类项目比重较6月末加5个百分点，也表明财政部PPP项目不断向公益性侧重，未来可能会与发改委PPP项目的落地模式产生差异。

图表 41: 2016 年 3 季度后财政部 PPP 项目入库速度放缓



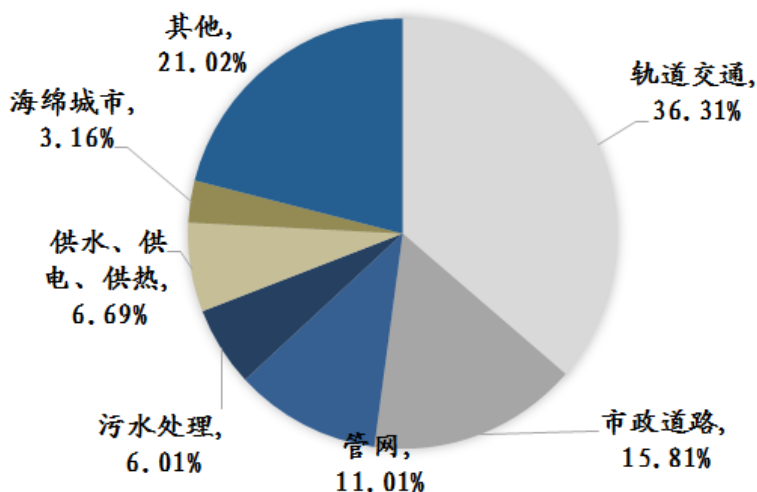
资料来源：财政部政府和社会资本合作中心，东吴证券研究所

图表 42: 入库项目行业分布 (截止至 2016 年 11 月 30 日)



资料来源：财政部政府和社会资本合作中心，东吴证券研究所

图 43: 9月末市政工程类 PPP 项目投资额占比



资料来源：财政部政府和社会资本合作中心，东吴证券研究所

7.3. 公司连续中标 PPP 大单，小额资本金撬动大额设备销售

根据公司公告，2016 年年底公司分别中标两个大型轨道交通 PPP 项目，如下图所示。假设项目测算 IRR 平均为 8%，融资成本 5%，根据项目的资本金占比，测算自有资金收益率分别为 12.5%和 15.0%。另外 PPP 项目可以撬动公司的设备销售，改善经营性现金流，假设整车销售造价占总项目比例为 12%，估算仅这两个 PPP 项目，从 2021 年开始，有望每年为公司贡献 11-13 亿元左右的净利润，占到公司 2015 年全年归母净利润的 4.8%-5.5%。

根据公司 2016 年三季度资产负债表显示，仅现金存量达到 395 亿

元，下述两个 PPP 项目公司自有资金投入在 88 亿元左右，有较高的保障倍数，我们预期公司未来会持续推进优质 PPP 项目开展，以小额自有资金撬动车辆设备销售，同时获取运营期的投资收益。

图表 44: 公司通过 PPP 项目小额资本金投入带动设备销售

公告日期	项目名称	项目金额 (亿元)	公司持 股占比	项目建设期 (年)	特许经营期 (年)	资本金 占比	资本金收益 率测算
2016.12.29	昆明轨道交通 9 号线 PPP 项目	224	79.8%	5	30	40%	12.5%
2016.12.23	芜湖市轨道交通 1 号线、2 号线一期项目	146	37.5%	3	27	30%	15.0%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2016 年 12 月，国家发改委和证监会共同发布了《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》，正式开启了 PPP 项目资产证券化的大门，也打开了公共基础设施领域 REITs 的发展空间。

近期 PPP 资产证券化推动工作加速，3 月 16 日，中国基金业协会发布公告表示，协会已于 3 月 15 日收到首只 PPP 项目资产证券化产品的备案申请，即中信建投证券股份有限公司发起设立的“中信建投——网新建投庆春路隧道 PPP 项目资产支持专项计划”，发行规模 11.58 亿元。协会于 1 个工作日完成备案核查工作，出具备案确认函，首只 PPP 项目资产证券化产品正式完成备案。总体来讲，我们判断 2017 年后续 PPP 资产证券化项目数量将逐步增多，以改善企业现金流状况，修复资产负债表，强化企业持续接单能力，形成 PPP 滚动式快速发展。

8. 盈利预测与估值

公司是大型央企中最具活力的公司之一，是国内轨道交通领域，乃至机械设备板块中少有的、有实力作为 PPP 主导方的上市公司。2017 年是 PPP 大年，考虑国内经济托底效应，我们估算 PPP 有望带动 5.8 万亿美元的基建增量，近期国家 PPP 资产证券化工作也在快马加鞭，未来有望加强 PPP 主导方的现金流改善。另外，2017 年也是“一带一路”大年，公司 2016 年海外订单签约 81 亿美元，同比+40%，2017 年借助全球峰会，有望更上一台阶。公司主业稳步增长，同时考虑 PPP 以及“一带一路”有望超预期，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。

图表 45: 同类型产业链上市公司估值比较 (采用 wind 一致预期数据)

代码	公司	股价	15EPS	16EPS (E)	17EPS (E)	18EPS (E)	16PE	17PE	18PE
002480.SZ	新筑股份	10.20	-0.24	0.00	0.23	0.37	1097	45	27
002501.SZ	利源精制	13.08	0.51	0.46	0.58	0.77	28	22	17
600967.SH	北方创业	14.60	-0.07	0.30	0.36	0.43	49	40	34
600495.SH	晋西车轴	8.02	0.08	0.02 (实际)	0.08	0.11	157	98	73

数据来源:wind, 东吴证券研究所

9. 风险提示

- (1) 高铁动车组招标进展不及预期;
- (2) 原材料价格上涨, 降低公司毛利率水平;
- (3) PPP 项目推进和“一带一路”海外市场拓展不及预期;
- (4) 传统轨道交通车辆客车、货车、机车销售下滑风险。

财务报表预测

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	23.71	22.64	20.50	18.77
					P/B	2.89	2.55	2.40	2.25
					EV/EBITDA	20.39	21.32	20.23	19.31

数据来源: wind, 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>

