

中国中车 (601766) \ 机械设备

——轨交王者，稳步前行

事件：

中国中车 (601766) 2017年3月29日公布2016年年度报告，公司全年实现营业收入2,297.22亿元，同比下降5.04%，实现归属于母公司所有者的净利润112.96亿元，同比下降4.42%。

投资要点：

➤ 铁路装备业务营收下降，其余业务均有所增长

公司2016年实现营业收入2,297.22亿元，同比下降5.04%。分业务看，铁路装备业务实现营收1,068.97亿元，同比减少17.90%；城轨业务实现营收271.41亿元，同比增长10.27%，新产业业务实现营收579.54亿元，同比增长9.51%，现代服务业务实现营收377.31亿元，同比增长10.39%。

➤ 铁路装备业务营收同比下降17.90%，机车业务降幅较大

铁路装备业务实现营业收入1069亿元，同比下降17.90%。我们认为铁路装备业务营收同比下降幅度较高主要是因为16年机车、货车订单大幅减少，交付量下降所致。拆分来看，铁路装备业务中机车业务收入124.05亿元，销售机车1,199台，较15年营收325亿元下降61.8%；客车业务收入83.80亿元，销售客车1,269辆；动车组业务收入751.62亿元，销售动车组3,592辆；货车业务收入109.49亿元，销售货车18,255辆。客车和动车组业务较15年均出现小幅下降。

➤ 城轨业务高速增长，营收占比逐步扩大

随着我国城镇化水平不断提升和城市拥堵稳步不断加重，城轨需求将不断增加，公司城轨业务有望保持快速增长。城轨业务实现营业收入271.4亿元，同比增长10.3%，毛利率16.3%，较15年提升3.6个百分点。截至2016年底，我国已有43座城市运行轨道交通，轨道交通总里程达4153公里，预计到2020年，城市轨道交通运营总里程有望突破7000公里，规划总里程达1万公里以上。作为国内城轨车辆主要供应商，我们认为十三五期间，公司城轨业务营收将保持快速增长，营收占比将逐步扩大。

➤ 高铁招标重启，动车组需求有望维持高位

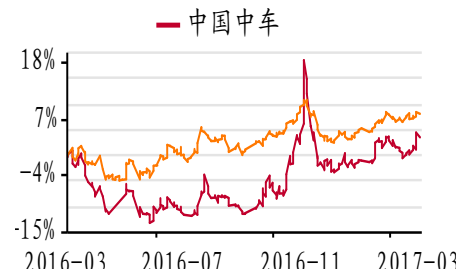
16年年末和17年年初已合计进行160列标准列动车组招标，17年动车组需求较大。根据铁路中长期规划，“十三五”期间每年全国铁路固定资产投资规模将保持在8000亿元以上，到2020年，高铁运营里程将达到3万公里，同时我们预计至2020年高铁动车组密度有望从目前0.1列/公里提升至0.12列/公里，结合城际铁路需求，我们认为17年动车组全年招标量将有望回到400列的常态规模，“十三五”期间每年动车组需求有望维持在400列以上水平。中国中车作为国内高铁动车组唯一供应商有望长期受益。

投资建议：	推荐
上次建议：	推荐
当前价格：	10.47元
目标价格：	12元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	24,328/22,918
流通A股市值 (百万元)	239,948
每股净资产 (元)	3.68
资产负债率 (%)	65.54
一年内最高/最低 (元)	12.19/8.60

一年内股价相对走势



马松 分析师
 执业证书编号：S0590515090002
 电话：0510-85613713
 邮箱：mas@glsc.com.cn

秦亚鑫
 电话：0510-85601621
 邮箱：qinyaxin@live.com

相关报告

1、《中国中车 (601766) \ 机械设备行业》
 2016.12.30

➤ 海外业务拓展顺利，“一带一路”持续受益

公司国际业务16年实现签约额约81亿美元,同比增长40%。公司积极拓展海外业务,相继获得肯尼亚内燃机车、泰国 BTS 地铁、印度地铁、巴基斯坦货车等订单,传统市场地位继续巩固;成功中标芝加哥地铁项目,澳大利亚墨尔本地铁订单,获得捷克动车组订单,公司凭借优异品质成功进入发达国家市场。我们认为随着公司海外车辆顺利投入运营,公司车辆性能将会得到越来越多国家认可,海外订单有望纷至沓来。同时受益“一带一路”政策实施,作为维系一带一路沿线国家纽带的轨道交通项目将会率先推进,公司车辆凭借高性价比优势,有望在一带一路沿线国家得到推广。

➤ 新产业协同发展,多点开花

新产业业务的营业收入同比增长9.51%,17年有望持续增长。新产业业务中零部件业务营收增长10%左右,新能源汽车业务营收突破20亿元,同比增长80%以上,风电业务营收。我们认为在轨交车辆业务之外,公司积极布局新兴产业,重点拓展新能源、新材料、环保行业,特别值得关注的新能源汽车、新材料和环保、海工装备业务都有成长为百亿以上规模的潜质,未来将与轨交业务并驾齐驱。

➤ 合并后完整运营第一年,协同效应显著

2016年是南北车合并后完整运营的第一年,协同效应显著。其中,销售费用、管理费用较2015年分别降低8.85%和2.25%。我们认为合并有助于中国中车完善自身产品系列,同时通过研发、采购、市场等资源的共享,降低企业的经营成本。合并后的新公司将融合南北车的技术优势,实现技术资源与研发力量的有效整合,从而实现核心技术的突破,提升公司新产品的研发速度与效率。随着资源整合的步伐不断推竞,降本增效政策的不断施行,公司期间费用率仍有望进一步降低,协同效应进一步显现。

➤ 维持“推荐”评级

公司铁路装备业务17年有望恢复增长,城轨、新产业、现代服务业将保持快速增长,预计17-19年公司净利润分别为132亿元,159亿元和183亿元,EPS分别为0.46、0.55和0.64元,PE分别为22.76倍、18.97和16.45倍,维持“推荐”评级。

➤ 风险提示

1、铁总招标不达预期;2、南北车合并后整合效果不达预期。

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	241,912.64	229,722.15	264,952.00	285,942.00	316,342.00
增长率(%)	102.06%	-5.04%	15.34%	7.92%	10.63%
EBITDA(百万元)	24,159.05	24,499.70	27,325.68	31,643.88	35,442.58
净利润(百万元)	11,818.40	11,295.60	13,239.42	15,885.94	18,320.13
增长率(%)	122.36%	-4.42%	17.21%	19.99%	15.32%
EPS(元/股)	0.41	0.39	0.46	0.55	0.64
市盈率(P/E)	25.50	26.68	22.76	18.97	16.45
市净率(P/B)	3.11	2.87	2.67	2.46	2.26
EV/EBITDA	13.30	13.44	12.56	10.76	9.61

数据来源:公司公告,国联证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	30,132.5	36,709.0	34,443.7	37,172.4	41,124.4	营业收入	241,912.	229,722.	264,952.	285,942.	316,342.
应收账款+票据	85,551.6	93,573.2	111,907.	118,447.	136,392.	营业成本	193,021.	181,964.	211,537.	226,294.	249,214.
预付账款	9,194.63	11,872.2	13,014.5	14,415.1	16,736.6	营业税金及附加	1,309.88	1,865.97	2,119.62	2,287.54	2,530.74
存货	59,786.2	54,416.1	66,462.5	70,685.6	85,073.2	营业费用	7,953.53	7,249.87	7,948.56	8,578.26	9,490.26
其他	10,058.2	14,335.0	14,335.0	14,335.0	14,335.0	管理费用	22,331.6	21,828.6	23,845.6	25,734.7	28,470.7
流动资产合计	195,926.	211,637.	240,895.	255,787.	294,393.	财务费用	660.32	1,003.64	784.26	769.18	542.48
长期股权投资	3,612.88	8,471.98	8,974.98	9,484.98	10,024.9	资产减值损失	1,522.95	2,350.99	1,500.00	1,200.00	1,500.00
固定资产	53,516.6	56,956.9	59,613.2	60,627.6	61,555.4	公允价值变动	-0.32	123.00	50.00	50.00	50.00
在建工程	8,663.11	9,407.20	7,880.00	8,543.00	6,850.00	投资净收益	418.96	453.35	503.00	510.00	540.00
无形资产	18,013.0	17,551.6	16,268.4	14,874.8	13,481.2	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	19,966.5	22,324.2	22,106.1	21,998.3	21,890.6	营业利润	15,531.2	14,034.6	17,769.2	21,637.7	25,183.5
非流动资产合计	103,772.	114,711.	114,842.	115,528.	113,802.	营业外净收益	1,517.16	2,899.88	1,920.00	2,010.00	2,100.00
资产总计	299,698.	326,349.	355,738.	371,316.	408,196.	利润总额	17,048.4	16,934.5	19,689.2	23,647.7	27,283.5
短期借款	7,365.51	21,994.3	26,063.6	19,500.7	15,486.7	所得税	2,950.55	3,024.67	3,444.52	4,155.79	4,804.83
应付账款+票据	105,969.	111,747.	123,294.	128,143.	148,761.	净利润	14,097.8	13,909.9	16,244.6	19,491.9	22,478.6
其他	49,559.7	44,705.3	47,528.2	51,682.8	56,808.2	少数股东损益	2,279.48	2,614.31	3,005.27	3,606.01	4,158.56
流动负债合计	162,894.	178,446.	196,886.	199,327.	221,056.	归属于母公司	11,818.4	11,295.6	13,239.4	15,885.9	18,320.1
长期带息负债	14,316.2	14,471.4	14,471.4	14,471.4	14,471.4	主要财务比					
长期应付款	275.92	212.68	212.68	212.68	212.68		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其他	4,583.30	9,414.13	9,414.13	9,414.13	9,414.13	成长能力					
非流动负债合计	19,175.4	24,098.2	24,098.2	24,098.2	24,098.2	营业收入	102.06%	-5.04%	15.34%	7.92%	10.63%
负债合计	182,069.	202,545.	220,984.	223,425.	245,154.	EBIT	113.00%	0.29%	14.33%	18.97%	13.68%
少数股东权益	16,674.2	18,948.0	21,953.2	25,559.2	29,717.8	EBITDA	115.17%	1.41%	11.53%	15.80%	12.00%
股本	27,288.7	27,288.7	27,288.7	27,288.7	27,288.7	归属于母公司	122.36%	-4.42%	17.21%	19.99%	15.32%
资本公积	29,960.1	30,167.6	30,167.6	30,167.6	30,167.6	获利能力					
留存收益	39,651.4	47,400.2	55,343.8	64,875.4	75,867.5	毛利率	20.21%	20.79%	20.16%	20.86%	21.22%
股东权益合计	113,574.	123,804.	134,753.	147,891.	163,041.	净利率	5.83%	6.06%	6.13%	6.82%	7.11%
负债和股东权益	295,644.	326,349.	355,738.	371,316.	408,196.	ROE	12.20%	10.77%	11.74%	12.99%	13.74%
						ROIC	22.99%	9.95%	10.39%	10.89%	12.01%
						偿债能力					
						资产负债率	60.75%	62.06%	62.12%	60.17%	60.06%
						流动比率	1.20	1.19	1.22	1.28	1.33
						速动比率	0.77	0.80	0.81	0.86	0.88
						营运能力					
						应收账款周转	2.93	2.58	2.47	2.53	2.42
						存货周转率	3.23	3.34	3.18	3.20	2.93
						总资产周转率	0.81	0.70	0.74	0.77	0.77
						每股指标(元)					
						每股收益	0.41	0.39	0.46	0.55	0.64
						每股经营现金	0.51	0.73	0.21	0.81	0.73
						每股净资产	3.38	3.65	3.93	4.26	4.65
						估值比率					
						市盈率	25.50	26.68	22.76	18.97	16.45
						市净率	3.11	2.87	2.67	2.46	2.26
						EV/EBITDA	13.30	13.44	12.56	10.76	9.61
						EV/EBIT	17.91	18.31	16.69	13.90	12.24

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064