

2017年03月31日

中国中车 (601766.SH)

## 一带一路+PPP 双提振，海外市场值得期待

■2016 年营收同比降低 5.04%，业绩略低于预期。据 2016 年报，公司实现营业收入 2297 亿元(-5.04%)；归母净利润 112.96 亿元(-4.42%)；EPS 为 0.41 元。

■城轨车辆、新产业和现代服务业务均有 10%左右增长，铁路装备业务下降 17.9%：国内各地加快地铁建设，城轨与城市基础设施业务营收为 271 亿元(10.27%)，包括风电装备和新能源汽车及汽车装备的新产业本期交付量增加，相应营收为 579.54 亿元(9.51%)，本期由于加大集中采购物流收入增长使得现代服务业实现营收 377.3 亿元 (10.39%)。本期铁路装备订单及交付量减少，相应营收为 1068.97 亿元(-17.9%)。业务毛利率依次为 25.3%/16.3%/23.9%/6.4%，整体呈现稳中趋涨态势，仅有现代服务业降低 1.4%。

■2016 年出口订单同比增长 40%，“一带一路”深化撬动海外业务发展：公司 2016 年国际业务签约额为 81 亿美元，同比增长 40%。2016 年年底，中车株洲与南非国有运输集团公司签订了约 141.4 亿元人民币的机车配件供应与可靠性管理合同。随着“一带一路”的逐步深化及中车海外业务存量增多，相应维修及零部件订单也将逐渐增加，有望成为公司业绩增长的新支撑。2017 年 3 月 27 日，中国中车斩获洛杉矶 64 节地铁列车车厢的订单合同，总订购额度最高可达 6.47 亿美元。在铁路出海方面，值得关注的巴西到秘鲁的两洋铁路也已开始勘测。2017 年是一带一路和区域经济的迸发之年，拥有欧美高端市场的站台和背书，有望为其海外业绩带来超乎预期的增长幅度。

■国内市场爆发有望，在手订单充裕奠定业绩持续增长：2017 年总理作政府工作报告时多次强调铁路元素，到 2020 年高铁营运里程要达 3 万公里，2017 年计划完成铁路投资 8000 亿元。根据政府规划及国际铁路网密度、站点密度横向对比，我国 5 年内铁路建设有很大空间。PPP 模式也助力城市轨道交通发展。2016 年年底公司在手订单 1881 亿，其中机车 297 亿，动车组 297 亿，客车 28 亿，城轨 1038 亿，客车 89 亿。预计大部分于 2017 年交付，业绩增长基础较好。

■投资建议：中国中车俨然已为“国家名片”，屡获国家领导人引荐。伴随着国外高端市场认可以及“一带一路”对于轨交基建的巨大需求，以及国家对于 PPP 模式的深化提振，公司有望在 2017 年实现快速增长。预测 2017-2019 年 EPS 分别为 0.45/0.50/0.55 元，对应 PE23/21/19X，维持买入-A 评级。

■风险提示：动车组招标低于预期，海外市场拓展进度缓慢的风险。

| (百万元)    | 2015      | 2016      | 2017E     | 2018E     | 2019E     |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 主营收入     | 241,912.6 | 229,722.2 | 225,825.9 | 272,581.2 | 340,827.8 |
| 净利润      | 11,818.4  | 11,295.6  | 12,872.7  | 14,423.4  | 15,877.7  |
| 每股收益(元)  | 0.43      | 0.41      | 0.45      | 0.50      | 0.55      |
| 每股净资产(元) | 3.38      | 3.65      | 3.96      | 4.37      | 4.82      |

| 盈利和估值  | 2015  | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 24.0  | 25.1  | 23.0  | 20.5  | 18.6  |
| 市净率(倍) | 3.1   | 2.8   | 2.6   | 2.4   | 2.1   |
| 净利润率   | 4.9%  | 4.9%  | 5.7%  | 5.3%  | 4.7%  |
| 净资产收益率 | 12.2% | 10.8% | 11.3% | 11.5% | 11.5% |
| 股息收益率  | 1.4%  | 0.0%  | 1.4%  | 1.1%  | 1.0%  |
| 39.0%  | 17.7% | 15.8% | 18.7% | 16.9% | 39.0% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

铁路交通设备

投资评级 买入-A

维持评级

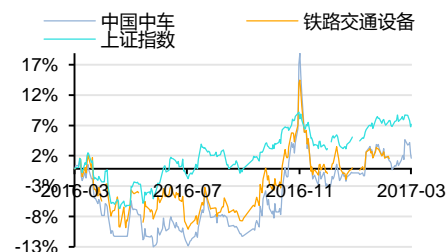
6 个月目标价： 12.36 元

股价 (2017-03-31) 10.24 元

### 交易数据

|           |              |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元)  | 293,876.37   |
| 流通市值(百万元) | 234,677.17   |
| 总股本(百万股)  | 28,698.86    |
| 流通股本(百万股) | 22,917.69    |
| 12 个月价格区间 | 8.91/11.98 元 |

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

|      | 1M    | 3M   | 12M   |
|------|-------|------|-------|
| 升幅%  |       |      |       |
| 相对收益 | -1.35 | 0.98 | -3.28 |
| 绝对收益 | -1.54 | 4.81 | 4.11  |

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511090004

wangsw@essence.com.cn

021-35082037

李哲

报告联系人

lizhe3@essence.com.cn

### 相关报告

中国中车：结构优化融合，真实盈利水平大增 2016-08-28

中国中车：整合初见成效，国际化战略取得实质性成果 2016-03-31

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表          |           |           |           |           |           | 财务指标         |        |        |        |        |        |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (百万元)        | 2015      | 2016      | 2017E     | 2018E     | 2019E     | (百万元)        | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
| <b>营业收入</b>  | 241,912.6 | 229,722.2 | 225,825.9 | 272,581.2 | 340,827.8 | <b>成长性</b>   |        |        |        |        |        |
| 减:营业成本       | 193,021.7 | 181,964.7 | 181,036.8 | 218,042.7 | 274,592.6 | 营业收入增长率      | 102.1% | -5.0%  | -1.7%  | 20.7%  | 25.0%  |
| 营业税费         | 1,309.9   | 1,866.0   | 1,219.5   | 1,720.7   | 2,253.5   | 营业利润增长率      | 123.1% | -4.5%  | 7.4%   | 19.4%  | 9.7%   |
| 销售费用         | 7,953.5   | 7,249.9   | 7,226.4   | 9,116.3   | 11,976.7  | 净利润增长率       | 122.4% | -4.4%  | 14.0%  | 12.0%  | 10.1%  |
| 管理费用         | 22,331.6  | 21,828.7  | 18,576.4  | 23,927.2  | 30,470.0  | EBITDA 增长率   | 118.7% | -0.4%  | 7.2%   | 15.1%  | 4.3%   |
| 财务费用         | 660.3     | 1,003.6   | 591.5     | -237.1    | -294.0    | EBIT 增长率     | 117.7% | -2.3%  | 4.4%   | 13.8%  | 9.5%   |
| 资产减值损失       | 1,522.9   | 2,351.0   | 1,423.0   | 1,765.6   | 1,846.5   | NOPLAT 增长率   | 113.1% | -2.9%  | 6.7%   | 13.8%  | 9.3%   |
| 加:公允价值变动收益   | -0.3      | 123.0     | -498.0    | 83.6      | 110.2     | 投资资本增长率      | 113.5% | 19.8%  | -4.1%  | 21.1%  | -5.3%  |
| 投资和汇兑收益      | 800.8     | 1,613.1   | 1,071.3   | 1,161.7   | 1,282.1   | 净资产增长率       | 120.4% | 9.0%   | 9.3%   | 11.0%  | 11.0%  |
| <b>营业利润</b>  | 15,913.1  | 15,194.4  | 16,325.7  | 19,491.2  | 21,374.8  | <b>利润率</b>   |        |        |        |        |        |
| 加:营业外净收支     | 1,135.3   | 1,740.1   | 2,452.0   | 1,421.0   | 1,835.7   | 毛利率          | 20.2%  | 20.8%  | 19.8%  | 20.0%  | 19.4%  |
| <b>利润总额</b>  | 17,048.4  | 16,934.6  | 18,777.7  | 20,912.2  | 23,210.5  | 营业利润率        | 6.6%   | 6.6%   | 7.2%   | 7.2%   | 6.3%   |
| 减:所得税        | 2,950.6   | 3,024.7   | 3,027.0   | 3,377.1   | 3,783.3   | 净利润率         | 4.9%   | 4.9%   | 5.7%   | 5.3%   | 4.7%   |
| <b>净利润</b>   | 11,818.4  | 11,295.6  | 12,872.7  | 14,423.4  | 15,877.7  | EBITDA/营业收入  | 9.4%   | 9.9%   | 10.8%  | 10.3%  | 8.6%   |
|              |           |           |           |           |           | EBIT/营业收入    | 6.9%   | 7.1%   | 7.5%   | 7.1%   | 6.2%   |
| <b>资产负债表</b> |           |           |           |           |           | <b>运营效率</b>  |        |        |        |        |        |
|              | 2015      | 2016      | 2017E     | 2018E     | 2019E     | 固定资产周转天数     | 59     | 87     | 95     | 87     | 75     |
| 货币资金         | 39,368.7  | 45,595.0  | 38,220.6  | 33,095.1  | 55,467.0  | 流动营业资本周转天数   | 6      | 13     | 10     | 10     | 12     |
| 交易性金融资产      | 3.4       | 731.9     | 245.1     | 326.8     | 434.6     | 流动资产周转天数     | 230    | 334    | 300    | 274    | 284    |
| 应收账款         | 75,385.2  | 78,473.3  | 51,251.9  | 103,457.2 | 102,377.6 | 应收帐款周转天数     | 83     | 121    | 103    | 102    | 109    |
| 应收票据         | 10,166.5  | 15,100.0  | 6,530.1   | 18,498.7  | 15,310.3  | 存货周转天数       | 67     | 89     | 77     | 78     | 83     |
| 预付帐款         | 9,194.6   | 11,872.3  | 5,552.0   | 15,084.8  | 12,984.7  | 总资产周转天数      | 344    | 509    | 487    | 433    | 417    |
| 存货           | 59,786.2  | 54,416.2  | 42,589.6  | 76,028.4  | 80,256.3  | 投资资本周转天数     | 82     | 129    | 140    | 126    | 107    |
| 其他流动资产       | 11,273.4  | 14,400.7  | 11,148.6  | 12,274.2  | 12,607.8  | <b>投资回报率</b> |        |        |        |        |        |
| 可供出售金融资产     | 3,156.5   | 3,819.2   | 2,649.4   | 3,208.3   | 3,225.6   | ROE          | 12.2%  | 10.8%  | 11.3%  | 11.5%  | 11.5%  |
| 持有至到期投资      | 197.9     | 967.0     | 388.3     | 517.7     | 624.3     | ROA          | 4.5%   | 4.1%   | 5.8%   | 4.6%   | 4.8%   |
| 长期股权投资       | 3,612.9   | 8,472.0   | 8,472.0   | 8,472.0   | 8,472.0   | ROIC         | 39.0%  | 17.7%  | 15.8%  | 18.7%  | 16.9%  |
| 投资性房地产       | 951.1     | 983.8     | 983.8     | 983.8     | 983.8     | <b>费用率</b>   |        |        |        |        |        |
| 固定资产         | 53,516.6  | 56,956.9  | 62,726.7  | 69,755.1  | 72,887.1  | 销售费用率        | 3.3%   | 3.2%   | 3.2%   | 3.3%   | 3.5%   |
| 在建工程         | 8,576.6   | 9,327.8   | 9,337.8   | 9,345.8   | 9,352.8   | 管理费用率        | 9.2%   | 9.5%   | 8.2%   | 8.8%   | 8.9%   |
| 无形资产         | 18,024.1  | 17,662.1  | 16,324.9  | 14,988.5  | 13,653.6  | 财务费用率        | 0.3%   | 0.4%   | 0.3%   | -0.1%  | -0.1%  |
| 其他非流动资产      | 18,309.2  | 19,329.5  | 15,601.2  | 17,699.0  | 17,457.3  | 三费/营业收入      | 12.8%  | 13.1%  | 11.7%  | 12.0%  | 12.4%  |
| <b>资产总额</b>  | 311,693.7 | 338,310.6 | 272,156.5 | 383,905.0 | 406,264.1 | <b>偿债能力</b>  |        |        |        |        |        |
| 短期债务         | 7,365.5   | 21,994.4  | -         | -         | -         | 资产负债率        | 63.6%  | 63.4%  | 50.3%  | 60.9%  | 58.9%  |
| 应付帐款         | 90,175.4  | 100,003.2 | 53,717.1  | 133,762.5 | 118,320.9 | 负债权益比        | 174.4% | 173.3% | 101.0% | 155.5% | 143.5% |
| 应付票据         | 22,790.1  | 19,797.3  | 21,910.4  | 25,102.2  | 37,142.1  | 流动比率         | 1.21   | 1.20   | 1.33   | 1.23   | 1.29   |
| 其他流动负债       | 48,760.0  | 42,432.3  | 41,507.1  | 51,917.0  | 60,950.3  | 速动比率         | 0.86   | 0.90   | 0.96   | 0.87   | 0.92   |
| 长期借款         | 6,633.7   | 3,721.5   | -         | -         | -         | 利息保障倍数       | 25.10  | 16.14  | 28.60  | -81.20 | -71.71 |
| 其他非流动负债      | 22,394.6  | 26,557.3  | 19,653.2  | 22,868.4  | 23,026.3  | <b>分红指标</b>  |        |        |        |        |        |
| <b>负债总额</b>  | 198,119.2 | 214,506.0 | 136,787.9 | 233,650.0 | 239,439.6 | DPS(元)       | 0.14   | -      | 0.14   | 0.11   | 0.10   |
| 少数股东权益       | 16,674.3  | 18,948.0  | 21,826.0  | 24,937.7  | 28,487.2  | 分红比率         | 34.6%  | 0.0%   | 32.1%  | 22.2%  | 18.1%  |
| 股本           | 27,288.8  | 27,288.8  | 28,698.9  | 28,698.9  | 28,698.9  | 股息收益率        | 1.4%   | 0.0%   | 1.4%   | 1.1%   | 1.0%   |
| 留存收益         | 70,073.0  | 77,270.7  | 84,843.7  | 96,618.4  | 109,638.4 |              |        |        |        |        |        |
| <b>股东权益</b>  | 39,368.7  | 45,595.0  | 38,220.6  | 33,095.1  | 55,467.0  |              |        |        |        |        |        |

| 现金流量表             |           |           |           |           |          | 业绩和估值指标   |       |       |       |        |       |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|-----------|-------|-------|-------|--------|-------|
|                   | 2015      | 2016      | 2017E     | 2018E     | 2019E    |           | 2015  | 2016  | 2017E | 2018E  | 2019E |
| 净利润               | 14,097.9  | 13,909.9  | 12,872.7  | 14,423.4  | 15,877.7 | EPS(元)    | 0.43  | 0.41  | 0.45  | 0.50   | 0.55  |
| 加:折旧和摊销           | 6,216.5   | 6,505.0   | 7,367.5   | 8,695.3   | 8,082.0  | BVPS(元)   | 3.38  | 3.65  | 3.96  | 4.37   | 4.82  |
| 资产减值准备            | 1,522.9   | 2,351.0   | -         | -         | -        | PE(X)     | 24.0  | 25.1  | 23.0  | 20.5   | 18.6  |
| 公允价值变动损失          | 0.3       | -123.0    | -498.0    | 83.6      | 110.2    | PB(X)     | 3.1   | 2.8   | 2.6   | 2.4    | 2.1   |
| 财务费用              | 1,110.8   | 534.8     | 591.5     | -237.1    | -294.0   | P/FCF     | -21.7 | 20.7  | -19.0 | -182.3 | 13.4  |
| 投资损失              | -800.8    | -1,613.1  | -1,071.3  | -1,161.7  | -1,282.1 | P/S       | 1.2   | 1.3   | 1.3   | 1.1    | 0.9   |
| 少数股东损益            | 2,279.5   | 2,614.3   | 2,878.0   | 3,111.7   | 3,549.5  | EV/EBITDA | 14.5  | 11.1  | 11.1  | 9.8    | 8.8   |
| 营运资金的变动           | 2,873.3   | -5,109.8  | 11,839.1  | -14,674.9 | 7,642.3  | CAGR(%)   | 7.5%  | 11.8% | 33.4% | 7.5%   | 11.8% |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 14,981.5  | 20,986.4  | 33,979.4  | 10,240.2  | 33,685.8 | PEG       | 3.2   | 2.1   | 0.7   | 2.7    | 1.6   |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -5,391.9  | -24,708.5 | -4,490.6  | -15,183.2 | -9,387.1 | ROIC/WACC | 3.8   | 1.7   | 1.5   | 1.8    | 1.6   |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | -16,687.4 | 1,306.4   | -36,863.2 | -182.5    | -1,926.7 | REP       | 1.2   | 1.6   | 2.0   | 1.4    | 1.6   |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

王书伟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

|       |     |               |                           |
|-------|-----|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 葛娇妤 | 021-35082701  | gejy@essence.com.cn       |
|       | 朱贤  | 021-35082852  | zhuxian@essence.com.cn    |
|       | 许敏  | 021-35082953  | xumin@essence.com.cn      |
|       | 孟硕丰 | 021-35082788  | mengsf@essence.com.cn     |
|       | 李栋  | 021-35082821  | lidong1@essence.com.cn    |
|       | 侯海霞 | 021-35082870  | houhx@essence.com.cn      |
| 北京联系人 | 潘艳  | 021-35082957  | panyan@essence.com.cn     |
|       | 原晨  | 010-83321361  | yuanchen@essence.com.cn   |
|       | 温鹏  | 010-83321350  | wenpeng@essence.com.cn    |
|       | 田星汉 | 010-83321362  | tianxh@essence.com.cn     |
|       | 王秋实 | 010-83321351  | wangqs@essence.com.cn     |
|       | 张莹  | 010-83321366  | zhangying1@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 李倩  | 010-83321355  | liqian1@essence.com.cn    |
|       | 周蓉  | 010-83321367  | zhourong@essence.com.cn   |
|       | 胡珍  | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn     |
|       | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn      |
|       | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn     |

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034