

审慎推荐-A (维持)

中国中车 601766.SH

当前股价: 9.91 元  
2017年08月25日

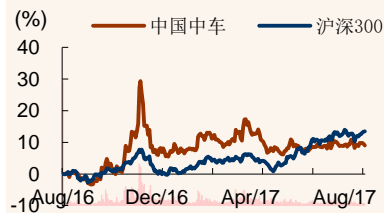
上半年受动车拖累 多项业务蓄势待发

基础数据

上证综指	3288
总股本(万股)	2869886
已上市流通股(万股)	2291769
总市值(亿元)	2838
流通市值(亿元)	2267
每股净资产(MRQ)	4.1
ROE(TTM)	8.9
资产负债率	60.1%
主要股东	中国中车集团公司
主要股东持股比例	53.98%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-3	6
相对表现	-2	-11	-6



资料来源: 贝格数据、招商证券

刘荣

0755-82943203  
liur@cmschina.com.cn  
S1090511040001

研究助理

吴丹

wudan6@cmschina.com.cn

事件:

中国中车 2017 年上半年收入 887.17 亿元, 同比降低 5.83%, 实现毛利 159.48 亿元, 毛利率为 22%, 同比下降 1%, 但比 16 年全年增加 1.24%; 净利润为 46 亿元, 净利润率为 5.19%, 同比下降 1.26%。归母净利润 36.73 亿元, 同比下降 23.41%。受动车订单减少影响, 公司上半年收入、利润同比出现下滑。下半年, 动车招标情况有望回暖, 同时, 动车维修、城市轨道交通、新能源汽车等业务有望出现快速增长, 成为除国铁业务外的新盈利点, 维持审慎推荐评级。

评论:

1、上半年形势格外严峻 Q2 较 Q1 有所好转

17H1 收入同比降低 5.83%, 综合毛利率为 22.03%, 同比下降 1.06 个百分点。

1) 铁路装备方面, 上半年收入 424.19 亿元, 同比下降 11.05%, 收入占比 47.82%, 毛利率为 24.41%, 同比减少 2.06 个百分点。其中机车业务收入 82.22 亿元、客车业务收入 19.74 亿元、动车组业务收入 207.02 亿元、货车业务收入 115.22 亿元。

2) 城轨与城市基础设施方面, 上半年收入 135.58 亿元, 同比增长 35.25%, 占比 15.28%, 毛利率为 17.46%, 同比增加 1.9 个百分点。

3) 新产业方面, 上半年收入 209.54 亿元, 同比下降 15.54%, 占比 23.62%, 毛利率为 27.91%, 同比增加 0.82 个百分点。

4) 现代服务方面, 上半年收入 117.85 亿元, 同比增长 0.89%, 占比 13.28%, 毛利率为 8.29%, 同比增加 1 个百分点。

2、上半年动车组招标低迷 毛利率明显承压

17H1 综合毛利率为 22.03%, 同比下降 1.06 个百分点, 毛利率下降主要系上半年动车交付同比减少近 46%, 对毛利率下降影响较多, 其它业务的毛利率都有所增长。

归母净利润同比下降 23.41%。17H1 三费合计约 133.69 亿, 占收入比例约 15%, 其中销售费用为 28.16 亿元, 同比下降 11.41%, 主要是预计产品质量保证准备及海外销售费用减少; 管理费用 99.21 亿元, 同比下降 0.1%; 财务费用为 6.32 亿元, 同比增加 29.04%, 主要是上半年人民币升值增加汇兑损失。

3、在手订单较多 下半年招标预期

全年管理层努力方向为保持业绩总体平稳目标不变。由于 16 年订单量低于市场预期, 传导至 17 年加之上半年新订单量低于预期, 导致上半年生产经营业绩出

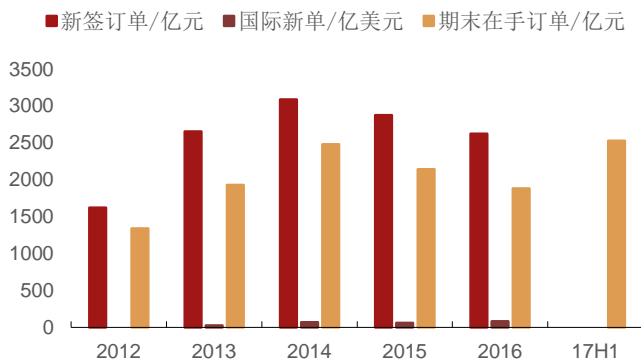
现下滑，但随着标动正式运营，17年生产将会呈现一种前松后紧的局面，下半年可能会出现较多招标带动公司业绩逐渐回暖。

**持续深化改革，降本增效，加强产业链建设，提高盈利能力。**公司未来将通过新产品、标动和货车城际车的投放，逐步改善收入结构，同时通过创新模式获取长期业务，改善利润结构，进一步释放产业协同效应提升毛利水平。

公司目前在手订单**2528亿元**，其中机车业务399亿元，动车业务(含50列标动)527亿元，客车业务56亿元，城轨与城市基础设施业务1171亿元，货车业务162亿元，新产业及其他213亿元。

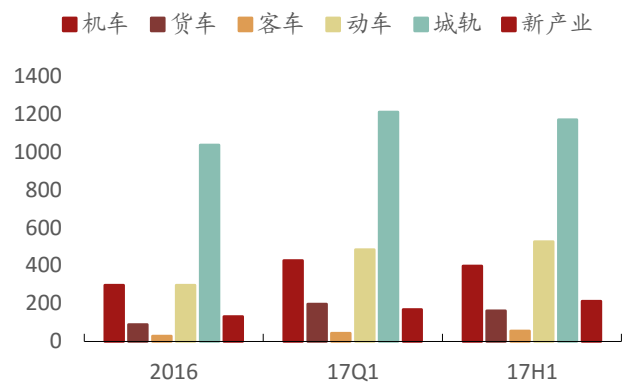
**下半年招标预期。**17年铁总的采购计划是1000亿左右，同比有122%的增长，全年招标动车数量进一步回暖，预计在350-400列之间，下半年预计将会出现200余列动车与100台左右机车的招标。

图 1: 中国中车订单情况



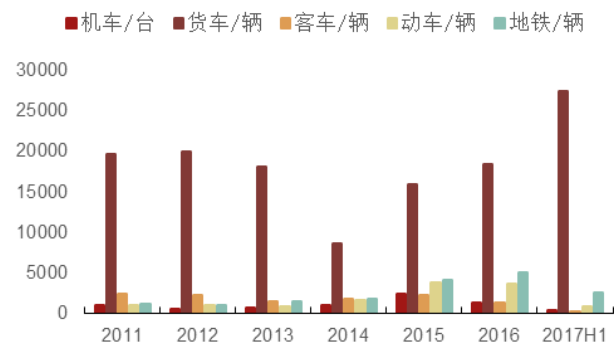
资料来源: 公司公告、招商证券 (11-14 年为南北车合并数据)

图 2: 中国中车在手订单分类情况 (单位: 亿元)



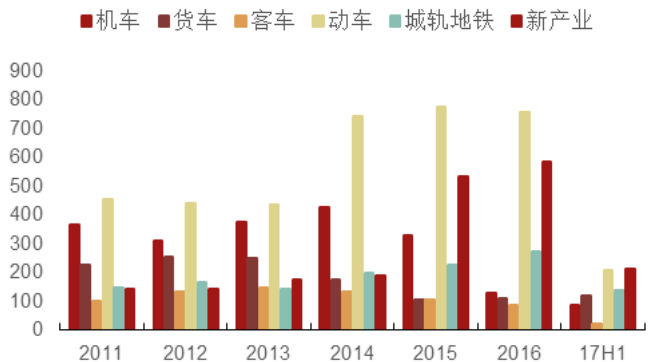
资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: 中国中车分类销量情况



资料来源: 公司公告、招商证券 (2011-2014 年仅为南车数据)

图 4: 中国中车分类收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: 铁道部、招商证券 (11-14 年为南北车合并数据)

#### 4、标动正式运营 与铁总签订战略合作 维修业务迎来高速增长

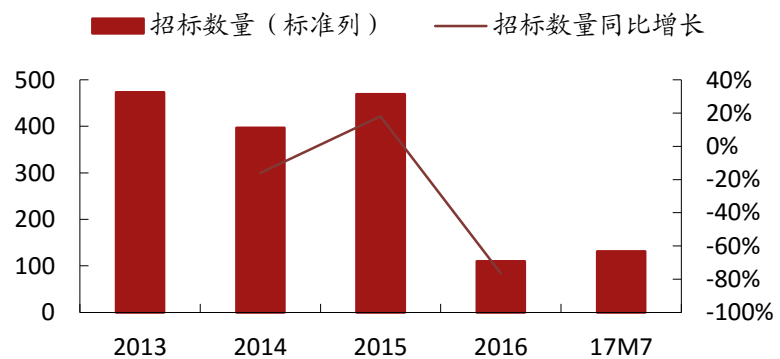
“十三五”规划高铁和城际总里程将达到4.3-4.5万公里，16年高铁总里程为2.2万公里，未来几年将有大量线路建成通车，预计今年新线投入运行3000公里，明年运行约5000公里。同时，随着标动的投入运营，标动订单也将迎来增长；另外，预计明年将有大量动车组进入五级修阶段，耗时较长，届时需要新车填补空缺。在上述因素的叠加影响下，预计明年动力预计会出现大量订单，十三五末期之前市场

平均年需求将维持在 350 组/年左右，但具体需求量可能会在年份间产生波动。公司目前正在生产 320 组动车，今年预计总交付约 350 列动车左右。

中车 8 月 21 号晚间公告与铁总签订战略合作协议，内容包括：1) 铁路装备战略采购合作，以标动为试点，逐年交付，计划采购和供应时速 350 公里中国标准动车组 500 组，实际采购数量以采购合同为准；2) 铁路装备高级修合作，统筹考虑双方既有资源和维修规划，充分释放双方产能，中车积极参与铁总所属企业高级修产能的扩建，逐步压缩高级修修时，降低高级修成本；3) 铁路配件供应管理合作，加强管理降低库存；4) 装备新技术、新产品研发合作。

中车之前已有提及与铁总商议更改采购合作方式，希望铁总能提供中长期的采购计划，从而使中车能更好的安排和计划生产，减少不必要的生产波动。虽然此次采购合作设备仍要分年招标，实际采购数量以采购合同为准，但预计将大幅高于 500 列，战略协议主要起到为中车未来两三年整体的动车生产组织画出大框架的作用。价格方面，公司尚未与铁总达成协议，但标动为全自主国产化车辆，若使用完全自主化的配套系统，整列车的成本将会降低 5-10% 左右。

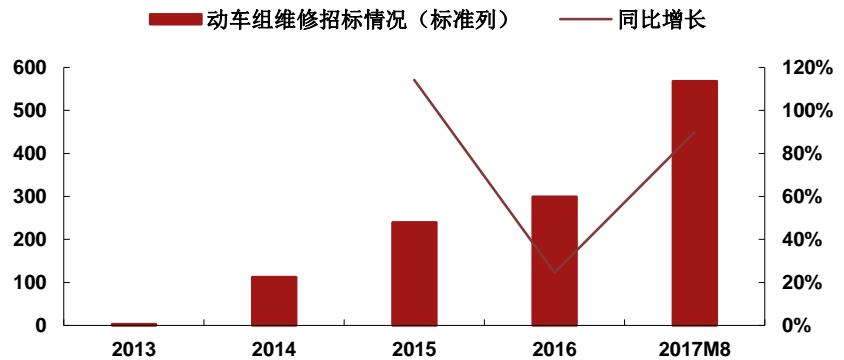
图 5：截止 7 月底动车组招标情况



资料来源：中国铁投官网、招商证券

动车维修方面，业务占比出现小幅下滑，但绝对业务量仍在增长，中短期维修收入占总收入比重达到 20% 以上。中国中车（合并前数据为南车北车加和）动车组修理合同金额 2014 年为 95 亿元，2015 年为 190 亿元，2016 年为 176 亿元，业务规模已经在 200 亿元级别，并且随着四级修和五级修市场的启动，中国中车动车组高级修业务的收入有望进一步增加，截止至今年 8 月，铁总共启动两次动车高级修招标，招标数量合计为 568 标准列，比 2016 年全年增长 90%！2016 年中车维修收入为 10.6%，其中动车增速 20% 以上，而 17 年上半年维修收入 60-70 亿，同比增长 30% 左右，全年维修收入预计增速远高于 20%，中短期维修收入占比在 20% 左右，维修收入未来 3-5 年都将保持高速复合增长！

图 8: 动车组维修招标情况



资料来源：中国铁投官网、招商证券

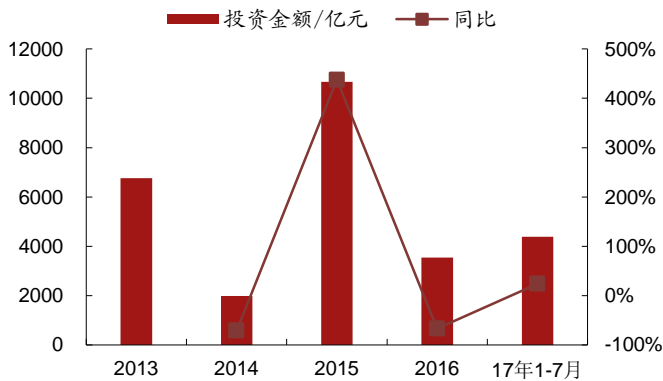
### 5、城轨建设前景广阔 增速将进一步提升

**上半年新投运和新开工的城轨持续增长。**据中国城市轨道交通协会统计，2017 年上半年，全国有 10 个城市新开通运营轨道交通线路 247 公里，有 16 个城市新开工建设城轨交通线路 381 公里。全国开通城轨交通运营线路的城市增加至 31 个，到 6 月底累计运营里程 4400 公里。全国在建城轨交通的城市增至 53 个，在建线路总规模 5770 公里。

**下半年拟开工的城市轨道交通项目 53 个，河南、江苏、广东三地累计投资规模均超千亿。**据 BHI 不完全统计，2017 年下半年拟开工的城市轨道交通项目线路长度超过 1400 公里，覆盖我国 17 个省(市/区)。分地区来看：河南、江苏、广东三地拟开工项目数量最多，合计 20 个，占比超过三分之一，累计投资规模均超过千亿级别。2017 年至今国家发改委已批复长沙、广州、深圳三地 4380 亿元的地铁项目。从批复及开工情况来看，未来几年城市轨道交通行业将迎来爆发性增长。

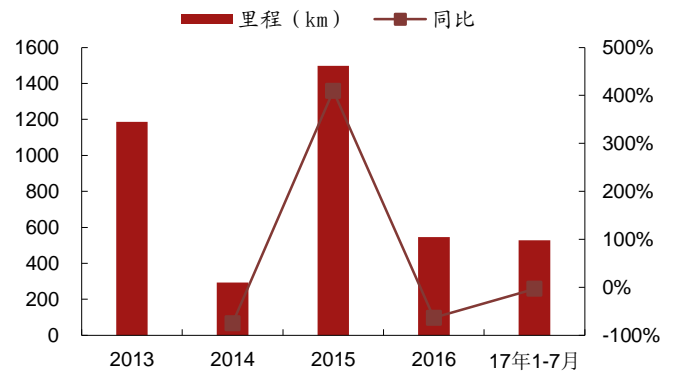
**城市轨道交通的繁荣发展对于中车来说无疑是一大利好因素，公司城市轨道交通业务或将迎来两位数的增长，**这其中有两方面的主要驱动因素。一方面是全国范围内地铁需求量的大幅增加，十三五末期，地铁里程数将在目前的基础上翻倍，预计超过 7000 公里，17 年地铁列车需求预计将突破 6000 辆，对应每公里配备 6 辆地铁列车。由于资金等因素，目前在建地铁线路的地区仍然以北上广深和天津为主，国内大部分二线城市资金相对并不充裕，与目前北上广深 8-10 辆/公里的配比相比，其他线路仅为 5-6 辆/公里左右。这些城市对于地铁建设的接纳需要过程，但经过一段时间的需求培养后，二线城市也将逐渐出现地铁需求放量。另一方面，包括有轨电车、磁悬浮、轻轨、重庆跨座式单轨、变种的比亚迪云轨等其他类型的城轨也存在巨大的增量空间，目前还处于蓄势待发阶段。

图 9: 我国城市轨道交通投资情况



资料来源: 中国城市轨道交通协会、招商证券

图 10: 我国轨道交通总里程情况



资料来源: 中国城市轨道交通协会、招商证券

### 6、布局未来 积极发展新产业与现代服务业

公司在新产业方面和现代服务业方面也取得了亮眼成绩。其中，新能源汽车更是有望成为公司新利润增长点，2015 年销售额 28 亿元，16 年销售额 38 亿元，今年基本能出现两位数增长，保持国内前三的水平，十三五末期该业务年收入有望达到 100 亿元，但该项业务目前存在毛利率偏低。

配件生产业务收入 100 亿元左右，占比 26%，其中 12% 为对外销售；风力发电业务稳定扩张，目前销售收入 120-130 亿元，十三五末期有望达到 200 亿元销售额；新材料与高分子复合材料业务处于高速增长阶段，目前收入 80-90 亿元，预期将在未来几年内迎来业绩翻倍；环保业务方面，由于农村污水处理难度较大，目前处于尝试阶段，每年仅贡献几亿元收入，但该业务得到了住建部的积极反馈，未来有希望得到发展；船舶重工业务方面，公司日前收购了 SMD 的深海业务，目前也处于基础建设阶段。

除此之外，公司还从事了财务、物流、租赁等类金融的现代服务业务。除主要供给公司内部的物流贸易收入较高但利润很低外，公司其他现代服务业务利润率十分可观，未来此类业务仍将以维持稳定为主要目标。

### 7、维持审慎推荐评级

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，同时积极布局城市轨道交通以及其他新产业，未来可期，是业内当之无愧的龙头企业。由于多种因素叠加导致上半年铁路装备业务尤其是动车组收入及利润大幅减少，下半年有望回暖，目前在手订单较多，总体来看 2017 年营业收入以及利润同去年相比将保持基本稳定，略有增长。17 年业绩预测至 115 亿，目前对应 PE24.8 倍，维持审慎推荐-A 评级。

### 8、风险提示：宏观经济增长放缓。

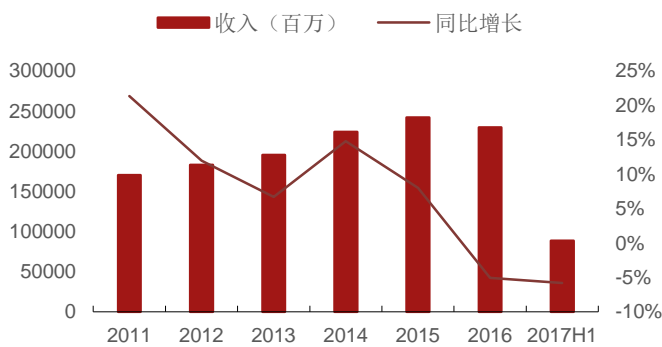


表 1: 主要财务指标预测

会计年度	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	224015	241913	229722	238054	252317	270215
同比增长	15%	8%	-5%	4%	6%	7%
营业利润(百万元)	13541	15913	15194	15633	16507	17491
同比增长	37%	18%	-5%	3%	6%	6%
净利润(百万元)	10807	11818	11296	11483	12052	12694
同比增长	31%	9%	-4%	2%	5%	5%
每股收益(元)	0.41	0.43	0.41	0.40	0.42	0.44
P/E(倍)	23.9	22.9	23.9	24.8	23.6	22.4
P/B(倍)	2.9	2.8	2.6	2.5	2.4	2.2

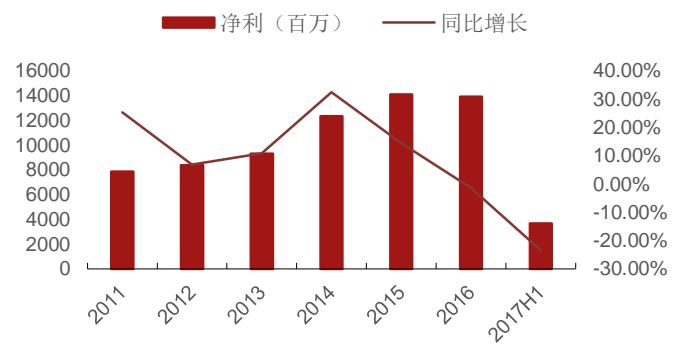
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 中国中车收入增长



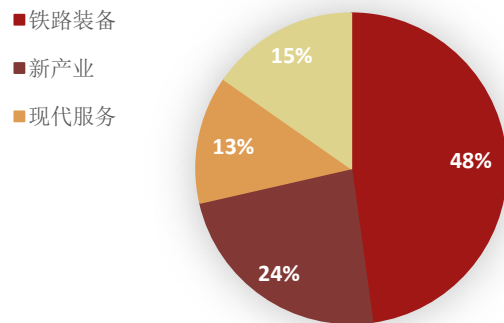
资料来源: 公司公告、招商证券

图 2: 中国中车净利润增长



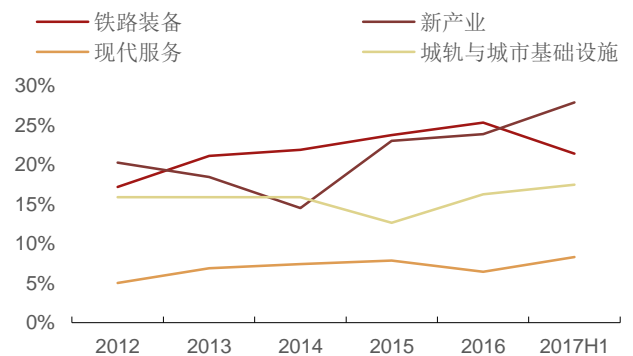
资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: 中国中车 2017H1 收入结构



资料来源: 公司公告、招商证券

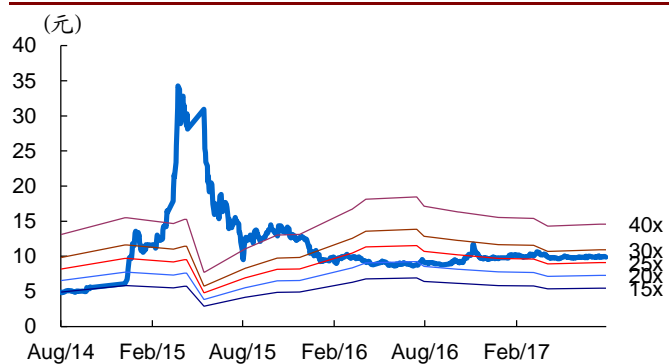
图 4: 中国中车产品毛利率



资料来源: 公司公告、招商证券

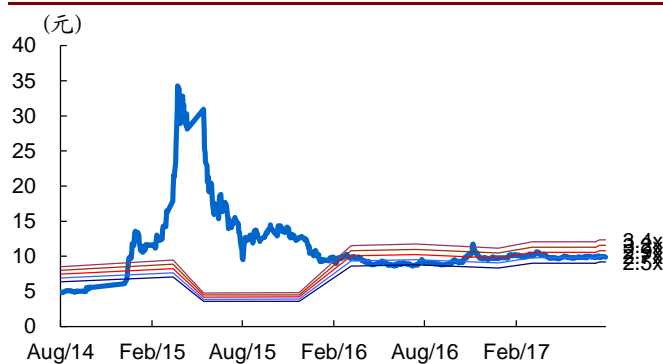
PE-PB Band

图 5: 中国中车历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 6: 中国中车历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	205178	220589	221508	247225	265011
现金	39369	45595	40193	55286	59249
交易性投资	3	732	732	732	732
应收票据	10166	15100	15648	16585	17762
应收款项	72514	74053	76723	81320	87088
其它应收款	2871	4420	4581	4855	5200
存货	59786	54416	56403	59622	64064
其他	20468	26273	27229	28825	30916
<b>非流动资产</b>	106516	117721	117671	120642	121355
长期股权投资	3613	8472	8472	8472	8472
固定资产	53497	56939	58682	63264	65423
无形资产	18013	17552	15796	14217	12795
其他	31392	34759	34720	34690	34665
<b>资产总计</b>	<b>311694</b>	<b>338311</b>	<b>339179</b>	<b>367868</b>	<b>386366</b>
<b>流动负债</b>	169091	184227	175275	192596	199078
短期借款	7366	21994	16000	25000	20000
应付账款	83179	91950	95308	100747	108252
预收账款	29693	25773	26715	28239	30343
其他	48853	44509	37253	38610	40483
<b>长期负债</b>	29028	30279	30279	30279	30279
长期借款	6634	3722	3722	3722	3722
其他	22395	26557	26557	26557	26557
<b>负债合计</b>	<b>198119</b>	<b>214506</b>	<b>205554</b>	<b>222875</b>	<b>229356</b>
股本	27289	27289	28699	28699	28699
资本公积金	29960	30168	30168	30139	30139
留存收益	39651	47400	53153	61760	70839
少数股东权益	16674	18948	21606	24395	27333
归属于母公司所有者权益	96900	104857	112019	120598	129676
<b>负债及权益合计</b>	<b>311694</b>	<b>338311</b>	<b>339179</b>	<b>367868</b>	<b>386366</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	14982	20986	20300	19658	20695
净利润	11818	11296	11483	12052	12694
折旧摊销	6217	6505	7051	7028	7287
财务费用	1111	535	1392	1191	1216
投资收益	(801)	(1613)	(1100)	(1100)	(1100)
营运资金变动	(5646)	1647	(1184)	(2304)	(2341)
其它	2283	2617	2658	2790	2939
<b>投资活动现金流</b>	(5392)	(24709)	(7000)	(10000)	(8000)
资本支出	(9077)	(10373)	(7000)	(10000)	(8000)
其他投资	3685	(14336)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(16687)	1306	(18702)	5435	(8731)
借款变动	(16345)	291	(14089)	9000	(5000)
普通股增加	1226	(0)	1410	0	0
资本公积增加	(1631)	208	0	(29)	0
股利分配	(3128)	(4093)	(5731)	(3445)	(3616)
其他	3189	4901	(292)	(91)	(116)
<b>现金净增加额</b>	<b>(7098)</b>	<b>(2416)</b>	<b>(5402)</b>	15093	3964

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	241913	229722	238054	252317	270215
营业成本	193022	181965	188610	199374	214226
营业税金及附加	1310	1866	1934	2050	2195
营业费用	7954	7250	7513	8326	8917
管理费用	22332	21829	22472	23970	25670
财务费用	660	1004	1392	1191	1216
资产减值损失	1523	2351	1600	2000	1600
公允价值变动收益	(0)	123	100	100	100
投资收益	801	1613	1000	1000	1000
<b>营业利润</b>	15913	15194	15633	16507	17491
营业外收入	2119	2034	2034	2034	2034
营业外支出	984	294	294	294	294
<b>利润总额</b>	17048	16935	17373	18247	19231
所得税	2951	3025	3232	3405	3599
<b>净利润</b>	14098	13910	14141	14842	15632
少数股东损益	2279	2614	2658	2789	2938
<b>归属于母公司净利润</b>	11818	11296	11483	12052	12694
<b>EPS (元)</b>	0.43	0.41	0.40	0.42	0.44

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	8%	-5%	4%	6%	7%
营业利润	18%	-5%	3%	6%	6%
净利润	9%	-4%	2%	5%	5%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.2%	20.8%	20.8%	21.0%	20.7%
净利率	4.9%	4.9%	4.8%	4.8%	4.7%
ROE	12.2%	10.8%	10.3%	10.0%	9.8%
ROIC	10.2%	8.2%	8.9%	8.2%	8.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	63.6%	63.4%	60.6%	60.6%	59.4%
净负债比率	6.1%	10.0%	5.8%	7.8%	6.1%
流动比率	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	3.2	3.2	3.4	3.4	3.5
应收帐款周转率	3.7	3.1	3.2	3.2	3.2
应付帐款周转率	2.5	2.1	2.0	2.0	2.1
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.43	0.41	0.40	0.42	0.44
每股经营现金	0.55	0.77	0.71	0.68	0.72
每股净资产	3.55	3.84	3.90	4.20	4.52
每股股利	0.15	0.21	0.12	0.13	0.13
<b>估值比率</b>					
PE	22.9	23.9	24.8	23.6	22.4
PB	2.8	2.6	2.5	2.4	2.2
EV/EBITDA	8.6	8.7	7.7	7.5	7.1



## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

**刘荣**，招商证券机械行业首席分析师，研发中心执行董事，曾就职于大鹏证券、长城证券研究所。自 2007 年以来连续 6 年上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2014 年福布斯中国最佳分析师 50 强。2015 年上海第一财经最佳分析师第二名。2016 年《每市组合》超额收益率和绝对收益率机械行业第二名。

**吴丹**，北京大学西方经济学硕士，2016 年 7 月加入招商证券。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。