

中国中车 (601766) \机械设备

——动车组业务复苏明确，业绩拐点已至

事件：

8月25日晚公司发布2017年半年报：公司上半年实现营业收入887.17亿元，同比减少5.83%，实现归母净利润36.73亿元，同比减少23.41%，扣非后净利润31.30亿元，同比减少28.70%，基本每股收益0.13元。

投资要点：

➤ 动车组、客车交付量下滑导致上半年业绩下降

上半年公司铁路装备业务实现营收424.20亿元，同比下滑11.05%，降幅较一季度收窄。我们认为上半年中车业绩下滑的主要是由于16年全年高铁招标不达预期，16年上半年动车组招标量仅为21列，由于动车组交付周期一般为8-12个月，从而导致上半年业绩下滑。我们认为随着上年动车组招标重启，以及“复兴号”采购需求持续增加，铁路装备业务有望逐步复苏。预计今年下半年还将有50列标动进行招标，加上在手订单，预计今年交付量将达到350列，下半年动车组业务复苏较为确定。

➤ 城轨业务持续高速增长，表现亮眼

上半年公司城轨业务实现营收135.58亿元，同比增长32.25%，毛利率达17.46%，同比提升1.90个百分点。截至目前，全国在建城市轨道交通的城市增至53个，在建线路总规模5770公里。我们认为整个“十三五”期间，我国城市轨道交通建设总里程有望达到5000公里，城市轨道交通里程有望达到8600公里。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。

➤ 动车组维修业务持续增加，五级修占比逐步扩大

上半年动车组维修业务收入规模达到60-70规模，同比增长30%以上。高级修稳步增加，其中三级修市场规模基本保持稳定，四、五级修持续增加。目前，一二级检修已经基本由铁总各地方铁路局负责，从近几年的招标情况来看，铁总自身承接的三级修车辆在快速增加，但中车和铁总两者分工各有侧重，四、五级检修基本都由中车来承担，未来几年四、五级检修将进入快速增长期，中车会持续受益。我们测算到2020年高级修市场规模可达312亿元，年均复合增长可达20.8%。由于四、五级修的占比会越来越高，因此中车的受益程度也会逐渐加大，来自于维修市场的收入将会大幅增长。

➤ 三大因素助力年动车组业务持续复苏

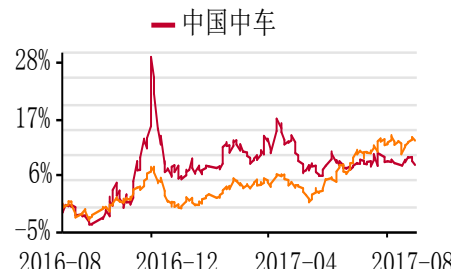
我们预计2017年下半年起动车组需求逐步增加，铁总招标车辆有望稳步增长，主要原因有三个：1、根据铁总规划，2017年预计高铁投入新线运营里程达3000公里，2018年投入新线运营里程达5000公里，同比大幅提升，对

投资建议：	推荐
上次建议：	推荐
当前价格：	9.91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)	227,114
每股净资产 (元)	3.99
资产负债率 (%)	62.87
一年内最高/最低 (元)	11.94/8.74

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

- 《中国中车 (601766) \机械设备行业》
《业绩底部已然明朗，静待动车组业务复苏》
- 《中国中车 (601766) \机械设备行业》
《轨交王者，稳步前行》
- 《中国中车 (601766) \机械设备行业》
《轨交王者，驶向未来》

应动车组需求大幅增加；2、自9月21日起，京沪高铁率先提速至350km/h，我们认为350km/h的运营时速有望在高铁大部分线路普及，从而导致运营车辆密度增加，对应动车需求随着增加；3、自2017年起，运营动车组将批量进行5级修，5级修修程较长，因此需要新增动车组去填补对应空缺，从而促使动车组需求增加。

➤ “复兴号”采购价格确定，下半年招标有望提升

日前，中国铁总以大约1.80亿元/列为基础谈判价格，最终确定在此基础上降价5%，也就是实际采购价1.70-1.72亿元/列，与CRH380价格基本持平。新造车辆将优先用于京沪高铁和在建的京张高铁，采购价格商定之后，动车组招标有望加速落地。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350-400列的常态规模，“十三五”期间每年动车组需求有望维持在350列以上水平。目前在造“复兴号”动车组除年初中铁总采购的50列外，在价格谈妥之后，铁总迅速完成了复兴号的第二批采购，共计104列，平均每列1.71亿元，加上年初采购的50列标动，今年复兴号总采购量已经达到154列。我们认为随着“复兴号”标动价格谈判完成，动车招标采购进度有望加快。

➤ 维持“推荐”评级

随着动车组招标重启，公司铁路装备业务下半年有望恢复增长，但新产业发展不及预期，下调公司盈利预测，预计17-19年公司净利润分别为119.6亿元，144.6亿元和165.1亿元，EPS分别为0.42、0.50和0.58元，PE分别为24倍、20和17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	237,578.00	256,923.00	290,596.00
增长率(%)	102.06%	-5.04%	3.42%	8.14%	13.11%
EBITDA(百万元)	24,159.05	24,499.70	25,287.20	29,356.33	32,635.45
净利润(百万元)	11,818.40	11,295.60	11,958.45	14,458.65	16,506.92
增长率(%)	122.36%	-4.42%	5.87%	20.91%	14.17%
EPS(元/股)	0.41	0.39	0.42	0.50	0.58
市盈率(P/E)	24.06	25.18	23.78	19.67	17.23
市净率(P/B)	2.94	2.71	2.54	2.36	2.18
EV/EBITDA	12.64	12.79	12.61	10.90	9.75

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	30,885.1	33,399.9	37,777.4	营业收入	241,912.	229,722.	237,578.	256,923.	290,596.
应收账款+票据	85,551.6	93,573.2	91,630.8	116,402.2	118,633.1	营业成本	193,021.	181,964.	189,706.	203,277.	229,570.
预付账款	9,194.63	11,872.25	10,446.1	14,193.5	14,502.7	营业税金及附加	1,309.88	1,865.97	1,900.62	2,055.38	2,324.77
存货	59,786.2	54,416.1	53,987.2	69,211.19	74,270.5	营业费用	7,953.53	7,249.87	7,127.34	7,707.69	8,717.88
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	21,382.0	23,123.0	26,153.6
流动资产合计	195,926.	211,637.7	202,016.	248,273.	260,251.	财务费用	660.32	1,003.64	662.54	617.34	448.52
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	公允价值变动收益	-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	22,106.11	21,998.3	21,890.6	营业利润	15,531.2	14,034.6	15,852.4	19,502.0	22,470.3
非流动资产合计	103,772.	114,711.9	114,842.7	115,528.8	113,802.2	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.	316,859.	363,802.	374,053.	利润总额	17,048.4	16,934.5	17,772.4	21,512.0	24,570.3
短期借款	7,365.51	21,994.3	17,975.9	15,872.8	10,412.2	所得税	2,950.55	3,024.67	3,099.50	3,771.37	4,316.46
应付账款+票据	105,969.	111,747.1	99,037.3	126,826.	128,252.	净利润	14,097.8	13,909.9	14,672.9	17,740.6	20,253.8
其他	49,559.7	44,705.3	42,053.4	51,353.8	51,988.0	少数股东损益	2,279.48	2,614.31	2,714.49	3,282.02	3,746.97
流动负债合计	162,894.	178,446.	159,066.	194,053.	190,652.	归属于母公司净	11,818.40	11,295.60	11,958.45	14,458.6	16,506.9
长期带息负债	14,316.2	14,471.4	14,471.4	14,471.4	14,471.4	主要财务比率					
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%	3.42%	8.14%	13.11%
负债合计	182,069.	202,545.	183,165.	218,151.	214,750.	EBIT	113.00%	0.29%	3.00%	19.72%	12.75%
少数股东权益	16,674.2	18,948.0	21,662.5	24,944.5	28,691.4	EBITDA	115.17%	1.41%	3.21%	16.09%	11.17%
股本	27,288.7	27,288.7	27,288.7	27,288.7	27,288.7	归属于母公司净利	122.36%	-4.42%	5.87%	20.91%	14.17%
资本公积	29,960.11	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	54,575.3	63,250.4	73,154.6	毛利率	20.21%	20.79%	20.15%	20.88%	21.00%
股东权益合计	113,574.5	123,804.	133,694.	145,651.	159,302.	净利率	5.83%	6.06%	6.18%	6.91%	6.97%
负债和股东权益	295,644.	326,349.	316,859.	363,802.	374,053.	ROE	12.20%	10.77%	10.67%	11.98%	12.64%
现金流量表						ROIC	22.99%	10.08%	9.26%	10.35%	11.07%
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	偿债能力					
净利润	13,346.4	12,201.1	12,545.5	15,532.4	17,941.8	资产负债	60.75%	62.06%	57.81%	59.96%	57.41%
折旧摊销	6,216.52	6,505.02	6,752.21	7,166.95	7,616.58	流动比率	1.20	1.19	1.27	1.28	1.37
财务费用	1,110.77	534.81	762.54	677.34	448.52	速动比率	0.77	0.80	0.84	0.85	0.90
存货减少	4,585.61	4,896.62	428.88	-15,223.9	-5,059.40	营运能力					
营运资金变动	-11,497.1	-5,258.12	-11,976.0	8,570.71	-480.23	应收账款周转率	2.93	2.58	2.74	2.32	2.58
其它	985.48	2,050.49	1,500.00	1,200.00	1,500.00	存货周转率	3.23	3.34	3.51	2.94	3.09
经营活动现金流	14,747.7	20,929.9	10,013.0	17,923.5	21,967.3	总资产周转率	0.81	0.70	0.75	0.71	0.78
资本支出	9,077.28	10,373.0	7,880.00	8,543.00	6,850.00	每股指标(元)					
长期投资	24,103.2	37,439.7	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.41	0.39	0.42	0.50	0.58
其他	27,788.6	23,104.2	1,607.42	1,698.20	1,772.00	每股经营现金流	0.51	0.73	0.35	0.62	0.77
投资活动现金流	-5,391.	-24,708.	-6,272.	-6,844.	-5,078.	每股净资产	3.38	3.65	3.90	4.21	4.55
债权融资	-11,283.	7,444.05	-4,018	-2,103	-5,460	估值比率					
股权融资	501.37	178.69	0.00	0.00	0.00	市盈率	24.06	25.18	23.78	19.67	17.23
其他	-5,905	-6,316	-5,545	-6,460	-7,051	市净率	2.94	2.71	2.54	2.36	2.18
筹资活动现金流	-16,687.	1,306.38	-9,564.	-8,563.	-12,511.	EV/EBITDA	12.64	12.79	12.61	10.90	9.75
现金净增加额	-7,323.	-1,986.	-5,823.	2,514.85	4,377.49	EV/EBIT	17.01	17.41	17.20	14.42	12.72

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