

铁路投资规模维持高位，公司下半年业绩有望回暖

■上半年由于铁总去年以来招标减少，公司业绩下滑，Q2较Q1有所好转。据2017年半年报称公司实现营收887.17亿元，同比下降5.83%；实现归母净利润为36.73亿元，同比下降23.41%。公司铁路装备实现营收424.2亿元，其中机车、客车、动车组和货车业务收入分别为82.22亿元、19.74亿元、207.02亿元、和115.22亿元，占总营收的47.82%，同比下降11.05%，主要是由于中铁总去年以来招标量降低，导致本期铁路市场的主要产品交付量下降；城轨与城市基础设施营收135.58亿元，同比增长35.25%，是本期城市轨道交通车辆的交付量增加所致，毛利率为17.46%。新产业业务实现营收209.54亿元，同比下降15.54%，毛利率为27.91%。现代服务业实现营收117.85亿元，同比增长0.89%。2017Q1公司实现营收335.92亿元，同比下降16.71%，归母净利润11.52亿元，同比下降42.05%；2017Q2公司营收551.25亿元，同比增长2.32%，归母净利润25.21亿元，同比下降10.19%。Q2较Q1业绩有所好转。

■铁路投资规模维持高位，城市轨交建设持续增长，有力支撑公司业绩上升。据国家铁路局，2017年1-7月我国铁路固定资产投资为3804.91亿元，同比增长2.9%。但是离全年计划8000亿规模还有差距，预计下半年铁路建设将加速推进，投资节奏将加快。根据《中长期铁路网规划》，十三五期间将继续建设高速铁路达1.1万公里，按照0.15列/公里的密度，可以得出2016-2020年共需1650列，年均需求量达到330列。而2016年仅招标110列，因此可以预见2017年动车组招标数量将大幅反弹，有望超过400列。“十三五”期间，国内轨道交通市场将持续稳定增长。据《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，2016年至2018年城市轨道交通领域将重点推进103个前期项目，新建城市轨道交通2000公里以上，涉及投资约1.6万亿元。同时，伴随着轨交装备存量的快速增长，大量轨交装备进入维修期，其维修服务市场将保持较快增速。铁路投资和轨交建设维持高位将有力支撑公司业绩持续增长。

■与铁总达成战略合作+“一带一路”深化，助力公司海外市场拓展。最近公司发布公告称，中车与中铁总签署战略合作协议，双方计划采购和供应时速350公里中国标准动车组500组，将为公司标动订单带来确定性增长。自中国标动获得型号合格证以来，采购总量已达154列。此次战略合作涵盖铁路装备采购、高级修、供应管理和新技术研发合作，对公司长远发展具有积极意义。此外，随着“一带一路”的深化，公司在美国等12家海外研发中心进展顺利，海外并购的德国博戈公司、英国SMD公司整合成效显著。公司海外市场开拓能力不断增强，产品已出口到全球七大洲102个国家和地区。公司于4月12日发布海外合同公告，获得5项海外订单，总额111.4亿元。2017年是一带一路和区域经济的迸发之年，公司海外业绩有望实现超预期增长。

■投资建议：公司是作为全球最大轨道交通装备供应商，我们预计公司2017-2019年实现营收分别为2258.26亿元、2725.81亿元及3408.28亿元，实现净利润125.37亿元、145.00亿元及156.15亿元，EPS分别为0.44元、0.51元及0.54元，对应PE分别为23/20/18倍。公司业绩随着我国基建加速及“一带一路”的加速实施，有望超市场预期。维持买入-A评级，6个月目标价13元。

■风险提示：一带一路进展不及预期，动车组招标推迟。

| (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 | 12,537.0 | 14,499.5 | 15,615.1 |
| 每股收益(元) | 0.43 | 0.41 | 0.44 | 0.51 | 0.54 |
| 每股净资产(元) | 3.38 | 3.65 | 3.91 | 4.18 | 4.46 |
| 盈利和估值 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 市盈率(倍) | 23.0 | 24.2 | 22.7 | 19.6 | 18.2 |
| 市净率(倍) | 2.9 | 2.7 | 2.5 | 2.4 | 2.2 |
| 净利润率 | 4.9% | 4.9% | 5.6% | 5.3% | 4.6% |
| 净资产收益率 | 12.2% | 10.8% | 11.2% | 12.1% | 12.2% |
| 股息收益率 | 1.4% | 2.1% | 2.2% | 2.3% | 2.7% |
| ROIC | 39.0% | 17.7% | 16.0% | 17.3% | 16.8% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

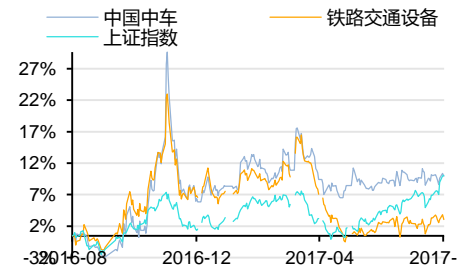
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**13.00元**
股价(2017-08-29) **9.94元**

交易数据

| | |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元) | 285,266.71 |
| 流通市值(百万元) | 227,801.86 |
| 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 | 8.95/11.98元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | -2.86 | -6.82 | 0.43 |
| 绝对收益 | 0.58 | 1.39 | 10.04 |

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511090004
wangsw@essence.com.cn
021-35082037

李倩倩

报告联系人

liqq@essence.com.cn

李哲

报告联系人

lizhe3@essence.com.cn

相关报告

| | |
|-------------------------------|------------|
| 中国中车：“一带一路”主题催化，百亿海外订单签署/王书伟 | 2017-04-16 |
| 中国中车：一带一路+PPP双提振，海外市场值得期待/王书伟 | 2017-03-31 |
| 中国中车：结构优化融合，真实盈利水平大增/王书伟 | 2016-08-28 |

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 |
| 营业收入 | 241,912.6 | 229,722.2 | 225,825.9 | 272,581.2 | 340,827.8 | 成长性 | | | | | |
| 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% | 8.9% | 16.5% | 9.4% |
| 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% | 11.0% | 15.7% | 7.7% |
| 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% | 8.3% | 13.2% | 4.2% |
| 财务费用 | 660.3 | 1,003.6 | 613.8 | -200.5 | -232.0 | EBIT 增长率 | 117.7% | -2.3% | 6.0% | 11.2% | 9.3% |
| 资产减值损失 | 1,522.9 | 2,351.0 | 1,670.5 | 1,848.2 | 1,956.6 | NOPLAT 增长率 | 113.1% | -2.9% | 8.2% | 11.1% | 9.1% |
| 加:公允价值变动收益 | -0.3 | 123.0 | 0.1 | - | - | 投资资本增长率 | 113.5% | 19.8% | 3.1% | 12.4% | -0.7% |
| 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% | 8.2% | 8.2% | 7.8% |
| 营业利润 | 15,913.1 | 15,194.4 | 16,554.0 | 19,288.4 | 21,092.6 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 1,135.3 | 1,740.1 | 1,734.0 | 1,734.0 | 1,734.1 | 毛利率 | 20.2% | 20.8% | 19.8% | 20.0% | 19.4% |
| 利润总额 | 17,048.4 | 16,934.6 | 18,288.0 | 21,022.4 | 22,826.7 | 营业利润率 | 6.6% | 6.6% | 7.3% | 7.1% | 6.2% |
| 减:所得税 | 2,950.6 | 3,024.7 | 2,948.0 | 3,394.9 | 3,720.8 | 净利润率 | 4.9% | 4.9% | 5.6% | 5.3% | 4.6% |
| 净利润 | 11,818.4 | 11,295.6 | 12,537.0 | 14,499.5 | 15,615.1 | EBITDA/营业收入 | 9.4% | 9.9% | 10.9% | 10.2% | 8.5% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 6.9% | 7.1% | 7.6% | 7.0% | 6.1% |
| | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| 资产负债表 | | | | | | 固定资产周转天数 | 59 | 87 | 95 | 87 | 75 |
| | | | | | | 流动资产周转天数 | 6 | 13 | 15 | 14 | 14 |
| | | | | | | 流动资产周转天数 | 230 | 334 | 331 | 305 | 301 |
| | | | | | | 应收账款周转天数 | 83 | 121 | 121 | 122 | 122 |
| | | | | | | 存货周转天数 | 67 | 89 | 91 | 90 | 91 |
| | | | | | | 总资产周转天数 | 344 | 509 | 520 | 467 | 435 |
| | | | | | | 投资资本周转天数 | 82 | 129 | 146 | 130 | 110 |
| | | | | | | 投资回报率 | | | | | |
| | | | | | | ROE | 12.2% | 10.8% | 11.2% | 12.1% | 12.2% |
| | | | | | | ROA | 4.5% | 4.1% | 4.9% | 4.5% | 4.4% |
| | | | | | | ROIC | 39.0% | 17.7% | 16.0% | 17.3% | 16.8% |
| | | | | | | 费用率 | | | | | |
| | | | | | | 销售费用率 | 3.3% | 3.2% | 3.2% | 3.3% | 3.5% |
| | | | | | | 管理费用率 | 9.2% | 9.5% | 8.2% | 8.8% | 8.9% |
| | | | | | | 财务费用率 | 0.3% | 0.4% | 0.3% | -0.1% | -0.1% |
| | | | | | | 三费/营业收入 | 12.8% | 13.1% | 11.7% | 12.0% | 12.4% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 63.6% | 63.4% | 57.3% | 63.2% | 63.6% |
| | | | | | | 负债权益比 | 174.4% | 173.3% | 134.0% | 171.5% | 175.0% |
| | | | | | | 流动比率 | 1.21 | 1.20 | 1.25 | 1.20 | 1.21 |
| | | | | | | 速动比率 | 0.86 | 0.90 | 0.87 | 0.85 | 0.83 |
| | | | | | | 利息保障倍数 | 25.10 | 16.14 | 27.97 | -95.19 | -89.90 |
| | | | | | | 分红指标 | | | | | |
| | | | | | | DPS(元) | 0.14 | 0.21 | 0.22 | 0.23 | 0.27 |
| | | | | | | 分红比率 | 34.6% | 53.4% | 49.9% | 46.0% | 49.7% |
| | | | | | | 股息收益率 | 1.4% | 2.1% | 2.2% | 2.3% | 2.7% |

| 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 | 12,537.0 | 14,499.5 | 15,615.1 | EPS(元) | 0.43 | 0.41 | 0.44 | 0.51 | 0.54 |
| 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 | 3.91 | 4.18 | 4.46 |
| 资产减值准备 | 1,522.9 | 2,351.0 | - | - | - | PE(X) | 23.0 | 24.2 | 22.7 | 19.6 | 18.2 |
| 公允价值变动损失 | 0.3 | -123.0 | 0.1 | - | - | PB(X) | 2.9 | 2.7 | 2.5 | 2.4 | 2.2 |
| 财务费用 | 1,110.8 | 534.8 | 613.8 | -200.5 | -232.0 | P/FCF | -20.9 | 19.9 | -15.0 | 71.2 | 17.0 |
| 投资损失 | -800.8 | -1,613.1 | -1,071.3 | -1,161.7 | -1,282.1 | P/S | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 1.0 | 0.8 |
| 少数股东损益 | 2,279.5 | 2,614.3 | 2,803.0 | 3,128.1 | 3,490.8 | EV/EBITDA | 14.5 | 11.1 | 10.8 | 9.7 | 9.0 |
| 营运资金的变动 | 2,873.3 | -5,109.8 | 5,369.3 | -7,908.6 | 2,838.6 | CAGR(%) | 7.7% | 11.2% | 32.3% | 7.7% | 11.2% |
| 经营活动产生现金流量 | 14,981.5 | 20,986.4 | 27,619.2 | 17,051.9 | 28,512.5 | PEG | 3.0 | 2.2 | 0.7 | 2.5 | 1.6 |
| 投资活动产生现金流量 | -5,391.9 | -24,708.5 | -7,283.1 | -14,296.4 | -9,048.1 | ROIC/WACC | 3.8 | 1.7 | 1.6 | 1.7 | 1.6 |
| 融资活动产生现金流量 | -16,687.4 | 1,306.4 | -34,469.4 | -5,459.1 | -7,200.8 | REP | 1.2 | 1.6 | 1.8 | 1.5 | 1.5 |

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 | |
| | 章政 | 021-35082861 | zhangzheng@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 | |
| | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn | |
| | 刘恭懿 | 021-35082961 | liugy@essence.com.cn | |
| | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn | |
| | 北京联系人 | 王秋实 | 010-83321351 | wangqs@essence.com.cn |
| | | 田星汉 | 010-83321362 | tianxh@essence.com.cn |
| | | 李倩 | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| 周蓉 | | 010-83321367 | zhourong@essence.com.cn | |
| 温鹏 | | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn | |
| 深圳联系人 | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn | |
| | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn | |
| | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn | |
| | 巢莫雯 | | | |

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