

2017年10月30日

中国中车 (601766.SH)

动态分析

低点已过，业绩有望持续改善

投资要点

- ◆ **业绩降幅逐季收窄，四季度有望实现正增长**: 公司 2017 年前三季度实现营业收入 1406.66 亿元，同比下降 4.35%；归母净利润 68.09 亿元，同比下降 9.40%；毛利率 22.54%，净利率 5.87%，同比分别提升 1.75 和下降 0.19 个百分点。其中 3Q 实现营业收入 519.49 亿元，同比下降 1.71%；实现归母净利润 31.37 亿元，同比增长 15.21%。公司营收下降增速逐季收窄，归母净利润已扭转负增长局面，五个季度来首次实现正增长，看好公司在今年第四季度以及 2018、2019 年的业绩表现。
- ◆ **复兴号正式上线运营，动车招标有望重回高位，高铁装备业务迎来复苏**: 标准动车组（复兴号）已于今年 6 月上线运营，将成为中铁总今后招标的主力车型，动车招标有望重回高位。据公司 8 月 21 日公告，中国中车集团已与中国铁路总公司签署战略合作协议，中铁总将采购时速 350 公里的标准动车组（复兴号）500 组，合作将实行逐年交付的支付方式。根据之前的谈判结果，中铁总将“复兴号”价格定为每组 1.71 亿元，500 组复兴号的采购今后几年中预计将为公司带来超过 850 亿元的收入；加上和谐号的采购以及时速 250 公里复兴号在研项目开展，公司未来铁路装备业务有望触底回升，迎来复苏。
- ◆ **“十三五”期间城市轨道交通建设加快，城轨业务打开公司业绩增长新引擎**: “十三五”期间我国城市轨道交通将迎来建设高峰，计划新建的城市轨道交通运营里程达 3000 公里（较 2015 年底的 3293 公里提升 109.77%），年投资超过 3000 亿元。公司目前城轨业务发展迅速（Q3 收入同比增 37.63%），目前在手订单约 1200 亿元，协同效应正逐步体现，毛利率逐年上升，未来城轨业务将给公司带来较大的业绩增量。
- ◆ **国际化战略稳步推进，“一带一路”打开海外市场**: “一带一路”战略开展以来，公司海外业务发展迅速，截至 2017 年上半年，公司已在全球 26 个国家和地区设立 75 家境外子公司（其中 50 家诞生于 2013 年 9 月“一带一路”倡议提出后）、13 家境外研发中心（含筹建）。公司通过参与建设“一带一路”沿线的印尼雅万高铁、中老铁路、中泰铁路、匈塞铁路、亚吉铁路、蒙内铁路等项目，将海外业务从简单的产品出口转型升级为技术、产品、资本、服务的全要素输出。受益于国家“一带一路”战略的深入，公司海外业务扩张速度有望加快。
- ◆ **投资建议**: 我们继续看好中国高铁建设和一带一路高铁业务的输出，判断高铁业务低点已过，预测公司 2017-2019 年营业收入分别为 2298 亿元、2535 亿元、2823 亿元，归母净利润分别为 110 亿元、134 亿元、158 亿元，每股收益分别为 0.38 元、0.47 元、0.55 元，6 个月目标价 11.75 元，继续维持“增持-A”评级，相当于 2018 年 25 倍的市盈率。
- ◆ **风险提示**: 复兴号交付进度不及预期；国内轨道交通建设不及预期；海外市场拓展不及预期等。

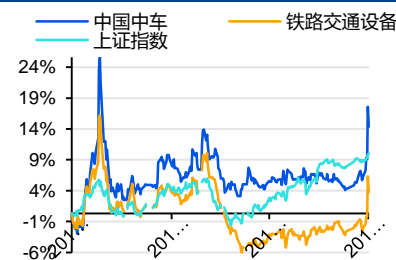
机械 | 铁路交通设备 III

投资评级	增持-A(维持)
6 个月目标价	11.75 元
股价(2017-10-27)	10.68 元

交易数据

总市值 (百万元)	306,503.87
流通市值 (百万元)	244,760.95
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	9.20/12.19 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.12	2.86	5.5
绝对收益	9.31	8.07	15.15

分析师

张仲杰
 SAC 执业证书编号：S0910515050001
 zhangzhongjie@huajinsec.cn
 021-20377099

报告联系人

王志杰
 wangzhijie@huajinsec.cn
 021-20377179

相关报告

中国中车：动车组招标回暖 业绩有望稳步改善 2017-09-05

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	241,912.6	229,722.2	229,820.6	253,481.2	282,313.2
同比增长(%)	102.1%	-5.0%	0.0%	10.3%	11.4%
营业利润(百万元)	15,913.1	15,194.4	15,166.9	18,434.8	22,100.5
同比增长(%)	123.1%	-4.5%	-0.2%	21.5%	19.9%
净利润(百万元)	11,818.4	11,295.6	11,021.7	13,409.6	15,784.7
同比增长(%)	122.4%	-4.4%	-2.4%	21.7%	17.7%
每股收益(元)	0.41	0.39	0.38	0.47	0.55
PE	25.9	27.1	27.8	22.9	19.4
PB	3.2	2.9	2.5	2.3	2.1

数据来源：贝格数据 华金证券研究所

内容目录

一、业绩符合预期，看好未来表现.....	4
二、铁路业务触底回升、城轨业务高速发展，海外业务占比有待提升	5
（一）“十三五”期间高铁建设提速，铁路装备业务触底回升.....	5
（二）“十三五”期间城市轨道交通建设加快，城轨业务打开公司业绩增长新引擎	5
（三）国际化战略稳步推进，“一带一路”打开海外市场.....	6
三、投资建议.....	6
四、风险提示.....	6

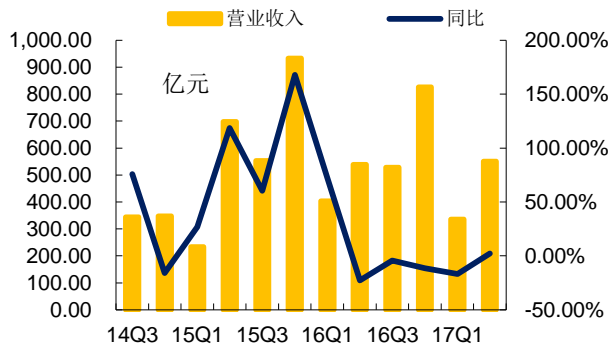
图表目录

图 1：过往 12 个季度营业收入及增长率	4
图 2：过往 12 个季度归母净利润及增长率.....	4
图 3：过往 12 个季度综合毛利率及净利率变化	4
图 4：过往 12 个季度三费率	4
图 5：中长期铁网规划图.....	5
图 6：中长期高速铁路网规划图	5

一、业绩符合预期，看好未来表现

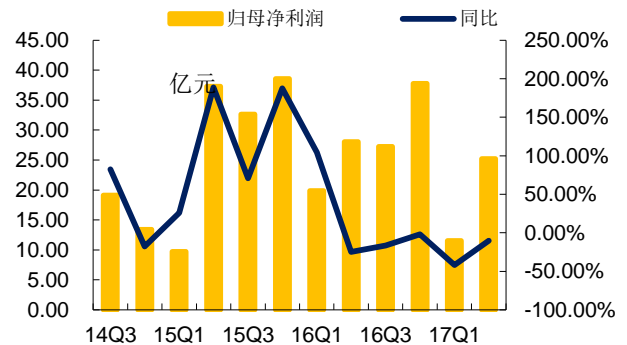
公司 2017 年前三季度实现营收 1406.66 亿元，同比下降 4.35%；归母净利润 68.09 亿元，同比下降 9.40%。其中 3Q 实现营收 519.49 亿元，同比下降 1.71%；实现归母净利润 31.37 亿元，同比增长 15.21%。公司营收下降增速逐季收窄，归母净利润已扭转负增长局面，五个季度来首次实现正增长，看好公司在第四季度以及 2018、2019 年的业绩表现。

图 1：过往 12 个季度营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：过往 12 个季度归母净利润及增长率

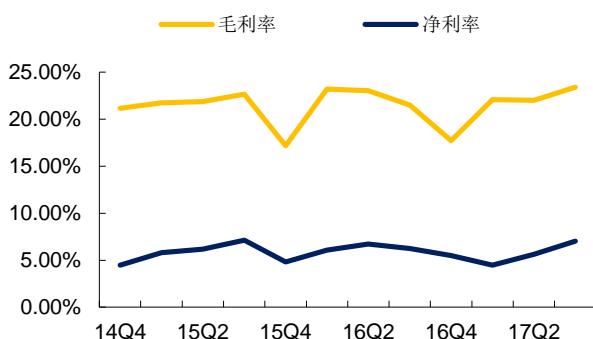


资料来源：Wind，华金证券研究所

2017 年前三季度公司综合毛利率 22.54%，净利率 5.87%，同比分别提升 1.75 和下降 0.19 个百分点。公司最近几个季度毛利率、净利率呈现上升趋势，主要是由于公司城轨业务体量持续增大，逐步形成了规模效应，带来的毛利率持续上升（从 16Q2 的 15.56% 提升至 17Q2 的 17.46%）。

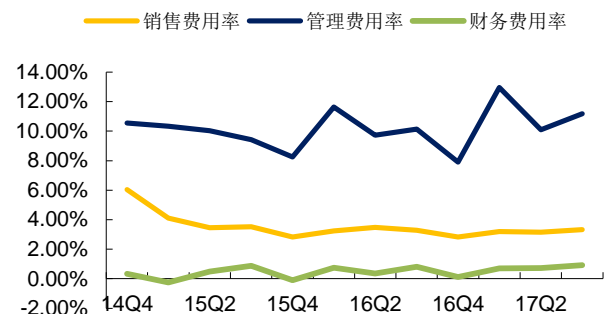
三项费用率方面，2017 年前三季度公司三项费用率合计 15.20%，较去年同期上升 0.84 个百分点。管理费用率 11.18%，较去年同期上升 0.79 个百分点；销售费用率 3.23%，较去年同期下降 0.11 个百分点；财务费用率 0.79%，较去年同期下降 0.17 个百分点。

图 3：过往 12 个季度综合毛利率及净利率变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：过往 12 个季度三费率



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、铁路业务触底回升、城轨业务高速发展，海外业务占比有待提升

（一）“十三五”期间高铁建设提速，铁路装备业务触底回升

《中长期铁路网规划》提出到 2020 年，铁路营业里程将达到 15 万公里（较 2016 年底的 12.4 万公里提升 20.97%），其中高铁营运里程将达到 3 万公里（较 2016 年底的 2.2 万公里提升 36.36%），铁路投资将超过 3.5 万亿，铁路装备投资规模将达到 5000 亿，市场空间仍然广阔。

图 5：中长期铁网规划图



资料来源：发改委，华金证券研究所

图 6：中长期高速铁路网规划图



资料来源：发改委，华金证券研究所

标准动车组（复兴号）已于今年 6 月上线运营，预计将成为中铁总今后招标的主力车型，动车招标有望重回高位。据公司 8 月 21 日公告，中国中车集团与中国铁路总公司签署了战略合作协议，中铁总拟向中国中车采购时速 350 公里的标准动车组（复兴号）500 组，合作将实行逐年交付的支付方式。根据之前的谈判结果，中铁总将“复兴号”价格定为每组 1.71 亿元，500 组复兴号的采购今后几年中预计将为公司带来超过 850 亿元的收入。

公司近年来铁路装备业务收入逐年下滑，2017 年前三季度铁路装备业务收入 725.35 亿元，同比下降 2.38%，预计随着动车需求量的提升，公司铁路装备业务有望迎来触底回升。

（二）“十三五”期间城市轨道交通建设加快，城轨业务打开公司业务增长新引擎

城市轨道交通主要包括地铁系统、轻轨系统、单轨系统、有轨电车、磁浮系统、自动导向轨道系统、市域快速轨道系统等。其中，地铁规模占城市轨道交通行业的 70% 以上。

“十三五”期间我国城市轨道交通将迎来建设高峰,《中国交通运输发展》中提出“十三五”期间我国将新建的城市轨道交通运营里程达3000公里(较2015年底的3293公里提升109.77%),年投资超过3000亿元。

公司目前城轨业务包括城市轨道交通车辆、城轨工程总包及其他工程总包,近年来该块业务发展迅速(Q3收入212.86亿元,同比增37.63%),目前在手订单约1200亿元,协同效应正逐步体现,毛利率逐年上升(从2015年的15.56%提升至17Q2的17.46%)。预计随着国内城市轨道交通建设的加速,未来城轨业务将给公司带来较大的业绩增量。

(三) 国际化战略稳步推进,“一带一路”打开海外市场

国际化战略稳步推进,“一带一路”打开海外市场。“一带一路”战略开展以来,公司海外业务发展迅速,截至2017年上半年,公司已在全球26个国家和地区设立75家境外子公司(其中50家诞生于2013年9月“一带一路”倡议提出后),13家境外研发中心(含筹建)。公司产品已销售到102个国家和地区,通过参与建设“一带一路”沿线的印尼雅万高铁、中老铁路、中泰铁路、匈塞铁路、亚吉铁路、蒙内铁路等项目,将海外业务从简单的产品出口转型升级为技术、产品、资本、服务的全要素输出。

根据公司规划,“十三五”末期海外收入在公司总收入中占比将15%，“十四五”末期达到20%。受益于国家“一带一路”战略的深入,公司海外业务有望加速扩张。

三、投资建议

我们继续看好中国高铁建设和一带一路高铁业务的输出,判断高铁业务低点已过,预测公司2017-2019年营业收入分别为2298亿元、2535亿元、2823亿元,归母净利润分别为110亿元、134亿元、158亿元,每股收益分别为0.38元、0.47元、0.55元,6个月目标价11.75元,继续维持“增持-A”评级,相当于2018年25倍的市盈率。

四、风险提示

复兴号交付进度不及预期;国内轨道交通建设不及预期;海外市场拓展不及预期等。

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	229,820.6	253,481.2	282,313.2	年增长率					
减:营业成本	193,021.7	181,964.7	181,934.3	199,441.9	221,329.6	营业收入增长率	102.1%	-5.0%	0.0%	10.3%	11.4%
营业税费	1,309.9	1,866.0	1,555.6	1,723.7	1,915.3	营业利润增长率	123.1%	-4.5%	-0.2%	21.5%	19.9%
销售费用	7,953.5	7,249.9	7,308.3	8,010.0	8,892.9	净利润增长率	122.4%	-4.4%	-2.4%	21.7%	17.7%
管理费用	22,331.6	21,828.7	21,718.0	23,700.5	26,114.0	EBITDA 增长率	118.7%	-0.4%	0.6%	15.8%	14.8%
财务费用	660.3	1,003.6	1,308.6	1,345.3	1,235.9	EBIT 增长率	117.7%	-2.3%	1.7%	20.1%	18.0%
资产减值损失	1,522.9	2,351.0	1,700.0	1,650.0	1,545.0	NOPLAT 增长率	113.1%	-2.9%	2.3%	20.1%	18.0%
加:公允价值变动收益	-0.3	123.0	71.1	25.0	20.0	投资资本增长率	113.5%	19.7%	16.5%	4.1%	6.0%
投资和汇兑收益	800.8	1,613.1	800.0	800.0	800.0	净资产增长率	120.4%	9.0%	17.5%	8.5%	9.2%
营业利润	15,913.1	15,194.4	15,166.9	18,434.8	22,100.5	盈利能力					
加:营业外净收支	1,135.3	1,740.1	1,003.3	1,238.9	1,057.8	毛利率	20.2%	20.8%	20.8%	21.3%	21.6%
利润总额	17,048.4	16,934.6	16,170.3	19,673.7	23,158.3	营业利润率	6.6%	6.6%	6.6%	7.3%	7.8%
减:所得税	2,950.6	3,024.7	2,813.6	3,423.2	4,029.5	净利润率	4.9%	4.9%	4.8%	5.3%	5.6%
净利润	11,818.4	11,295.6	11,021.7	13,409.6	15,784.7	EBITDA/营业收入	9.4%	9.9%	9.9%	10.4%	10.7%
						EBIT/营业收入	6.9%	7.1%	7.2%	7.8%	8.3%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	63.6%	63.4%	56.8%	59.0%	55.8%
货币资金	39,368.7	45,595.0	57,455.2	63,370.3	70,578.3	负债权益比	174.4%	173.3%	131.6%	143.8%	126.3%
交易性金融资产	3.4	731.9	800.0	820.0	835.0	流动比率	1.21	1.20	1.40	1.39	1.46
应收帐款	75,385.2	78,473.3	74,740.4	94,035.8	93,780.9	速动比率	0.86	0.90	1.01	1.02	1.04
应收票据	10,166.5	15,100.0	10,435.7	17,545.8	12,959.7	利息保障倍数	25.10	16.14	12.59	14.70	18.88
预付帐款	9,194.6	11,872.3	8,342.7	13,263.5	11,328.6	营运能力					
存货	59,786.2	54,416.2	61,819.6	72,803.6	80,282.7	固定资产周转天数	59	87	91	83	72
其他流动资产	11,273.4	14,400.7	11,148.6	12,274.2	12,607.8	流动营业资本周转天数	6	13	30	44	52
可供出售金融资产	3,156.5	3,819.2	4,500.0	4,600.0	4,650.0	流动资产周转天数	230	334	349	354	355
持有至到期投资	197.9	967.0	1,000.0	1,050.0	1,100.0	应收帐款周转天数	83	121	120	120	120
长期股权投资	3,612.9	8,472.0	8,856.0	9,356.0	9,906.0	存货周转天数	67	89	91	96	98
投资性房地产	951.1	983.8	1,203.8	1,423.8	1,643.8	总资产周转天数	344	509	529	513	494
固定资产	53,497.4	56,938.8	59,596.4	57,401.1	55,567.5	投资资本周转天数	82	129	152	152	143
在建工程	8,576.6	9,327.8	4,913.9	3,859.7	3,121.8	费用率					
无形资产	18,013.0	17,551.7	16,754.9	16,024.8	15,261.3	销售费用率	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
其他非流动资产	18,510.4	19,661.1	15,358.0	16,984.2	16,209.2	管理费用率	9.2%	9.5%	9.5%	9.4%	9.3%
资产总额	311,693.7	338,310.6	336,925.1	384,812.9	389,832.6	财务费用率	0.3%	0.4%	0.6%	0.5%	0.4%
短期债务	7,365.5	21,994.4	19,531.4	23,046.6	28,536.3	三费/营业收入	12.8%	13.1%	13.2%	13.0%	12.8%
应付帐款	90,175.4	100,003.2	79,404.2	101,201.4	93,076.8	投资回报率					
应付票据	22,790.1	19,797.3	22,783.0	22,645.5	27,768.5	ROE	12.2%	10.8%	8.9%	10.0%	10.9%
其他流动负债	48,760.0	42,432.3	38,868.3	50,257.0	44,473.4	ROA	4.5%	4.1%	4.0%	4.2%	4.9%
长期借款	6,633.7	3,721.5	9,355.3	5,595.8	-	ROIC	39.0%	17.7%	15.2%	15.6%	17.7%
其他非流动负债	22,394.6	26,557.3	21,492.0	24,248.1	23,715.7	分红指标					
负债总额	198,119.2	214,506.0	191,434.2	226,994.4	217,570.8	DPS(元)	0.14	0.20	0.12	0.14	0.17
少数股东权益	16,674.3	18,948.0	21,283.0	24,123.9	27,467.9	分红比率	34.6%	50.7%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	27,288.8	27,288.8	28,698.8	28,698.8	28,698.8	股息收益率	1.3%	1.9%	1.1%	1.3%	1.5%
留存收益	70,073.0	77,270.7	95,509.2	104,995.9	116,095.2						
股东权益	113,574.6	123,804.6	145,490.9	157,818.5	172,261.8						
						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.41	0.39	0.38	0.47	0.55
现金流量表						BVPS(元)	3.38	3.65	4.33	4.66	5.05
净利润	14,097.9	13,909.9	11,021.7	13,409.6	15,784.7	PE(X)	25.9	27.1	27.8	22.9	19.4
加:折旧和摊销	6,216.5	6,505.0	6,301.8	6,599.6	6,954.4	PB(X)	3.2	2.9	2.5	2.3	2.1
资产减值准备	1,522.9	2,351.0	-	-	-	P/FCF	-22.5	21.3	-59.5	29.0	33.7
公允价值变动损失	0.3	-123.0	71.1	25.0	20.0	P/S	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1
财务费用	1,110.8	534.8	1,308.6	1,345.3	1,235.9	EV/EBITDA	11.9	12.2	12.6	10.7	9.2
投资损失	-800.8	-1,613.1	-800.0	-800.0	-800.0	CAGR(%)	4.9%	11.2%	26.3%	4.9%	11.2%
少数股东损益	2,279.5	2,614.3	2,335.0	2,840.9	3,344.0	PEG	5.3	2.4	1.1	4.7	1.7
营运资金的变动	2,716.9	-5,240.3	-13,481.2	-10,454.9	-9,688.6	ROIC/WACC	4.0	1.8	1.5	1.6	1.8
经营活动产生现金流量	14,981.5	20,986.4	6,756.9	12,965.6	16,850.4						
投资活动产生现金流量	-5,391.9	-24,708.5	-530.5	-3,290.9	-3,611.9						
融资活动产生现金流量	-16,687.4	1,306.4	5,633.8	-3,759.5	-6,030.6						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

张仲杰声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn