

2019年10月31日

中国中车 (601766.SH)

公司快报

机械 | 铁路交通设备 III

投资评级

增持-A(维持)

股价(2019-10-31)

7.20 元

交易数据

总市值(百万元)	206,631.82
流通市值(百万元)	165,007.38
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	7.14/10.04 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.53	-5.96	-24.12
绝对收益	-1.64	-6.75	-10.06

分析师

张仲杰

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

分析师

曾捷

 SAC 执业证书编号: S0910518110001
 zengjie@huajinsec.cn

相关报告

中国中车: 一季度开门红, 机车、货车及城轨拉动增长 2019-04-30

中国中车: 业绩略低于预期, 机车、货车、城轨业务将拉动今年业绩增长 2019-04-01

中国中车: 铁路投资目标上调, 全年实际投入有望超预期 2019-03-11

中国中车: 全年回升可期, 铁总招标有望好于预期 2018-05-11

中国中车: 低点已过, 业绩有望持续改善 2017-10-30

扣非净利快速增长, 整合成效已现

投资要点

- ◆ **事件:** 公司 19Q1-Q3 实现营业总收入 1545.20 亿元、同比增长 14.15%, 归母净利润 84.13 亿元, 同比增长 11.76%, 扣非后归母净利润 77.16 亿元、同比 37.07%。其中 2019Q3 营业总收入 583.73 亿元, 同比增长 18.95%、环比增长 3.35%; 扣非归母净利润 34.85 亿元, 同比增长 53.43%、环比增长 26.82%。
- ◆ **铁路装备业务和城轨与城市基础设施业务带动业绩增长。**分板块看, 铁路装备业务仍为主力, 实现营收 885.04 亿元, 同比增长 23.41%, 毛利率 24.6%, 同比提升 2.14 pct.; 城轨与城市基础设施业务增长最快, 实现营收 273.39 亿元, 同比增长 31.09%, 毛利率 14.58%, 同比增长 7.93pct.; 新产业营收 327.41 亿元, 同比增长 4.15%, 主要系风电业务等收入增加所致, 毛利率 23.3%, 同比下降 7 pct. (主要是结构变化); 现代服务业务营收 59.36 亿元, 同比下降 47.75%, 主要因为缩减了物流业务。分市场看, 海外业务继续拓展, 实现营收 130.92 亿元, 同比增长 5.4%, 占比 8.47%。
- ◆ **整合增效期间费用有效控制, Q3 盈利能力稳中有升。**19Q1-Q3 公司毛利率 22.5%, 同比下滑 0.4%, 净利率 6.26%, 同比下滑 0.2pct., 扣非净利率 4.99%, 同比提升 2.4pct.。单季度盈利能力稳中有升, 公司 Q3 毛利率为 22.7%, 同比上涨 0.4pct., 净利率为 7%, 扣非净利率为 6%, 同比提升 1.3pct.。19Q1-Q3 管理费用 95.17 亿元(+2.22%), 财务费用 4.45 亿元(-61.76%), 研发费用 71.44 亿元(+11.99%), 销售费用 50.05 亿元(+21.67%), 期间费用占收入比重为 14.31%, 相比全年同期下降 1.81%。
- ◆ **资产负债结构良好, 经营活动现金流净额有所减少。**应收账款、存货增加, 资产负债率 62.29%, 较年初比增加 4.16 pct.。偿债能力良好, 流动比率 1.20, 速动比率 0.80。经营活动现金流净流出 55.35 亿元, 上年同期净流出 7.42 亿元, 净流出量增加主要是销售商品、提供劳务收到的现金较上年同期减少所致。
- ◆ **在手订单 2560 亿略有下降, 预期 20 年招标与 19 年持平。**2019 年 1-9 月, 公司新签订单约 1770 亿元, 其中国际业务签约额约 171 亿元人民币。公司 9 月末在手订单为 2560 亿元, 相比去年同期的 2975 亿元同比有所下降, 其中机车 220 亿元, 动车 280 亿元, 客车 90 亿元, 货车 120 亿元, 城轨 1520 亿元, 新产业 330 亿元。2020 年机车、货车及动车招标预期与 19 年基本持平。铁路方面, 中国铁路营业里程/货运量/高铁营业里程 2020 年预计达到 15 万公里/47.9 亿吨/3 万公里, 保障对铁路装备的需求。城市轨道交通方至 2020 年预计运营里程将超过 6000 公里, 需求广阔。。
- ◆ **投资建议:** 公司是全球轨道交通行业龙头企业, 地位稳固。考虑到公司对 2020 年铁路领域车辆设备的指引, 以及维修维保也将逐渐进入四级和五级修密集期对收入的贡献, 我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别至 0.46/0.51/0.58 元, 对应 PE 分

别为 18.6/16.6/14.6x，维持公司增持-A 评级。

- ◆ **风险提示：** 宏观经济增长放缓；铁路装备招标不及预期；海外市场拓展不及预期；中美贸易摩擦风险；产品质量风险；汇率风险

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	211,012.6	219,082.6	242,550.7	269,676.2	296,226.4
同比增长(%)	-8.1%	3.8%	10.7%	11.2%	9.8%
营业利润(百万元)	14,743.2	14,734.8	17,493.3	19,651.2	22,413.9
同比增长(%)	-3.0%	-0.1%	18.7%	12.3%	14.1%
净利润(百万元)	10,798.6	11,305.0	13,098.3	14,687.9	16,712.9
同比增长(%)	-4.4%	4.7%	15.9%	12.1%	13.8%
每股收益(元)	0.38	0.39	0.46	0.51	0.58
PE	19.0	18.2	15.7	14.0	12.3
PB	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	211,012.6	219,082.6	242,550.7	269,676.2	296,226.4	年增长率					
减:营业成本	163,152.6	170,526.0	187,127.2	207,937.6	228,332.7	营业收入增长率	-8.1%	3.8%	10.7%	11.2%	9.8%
营业税费	2,113.9	2,038.4	1,940.4	2,157.4	2,369.8	营业利润增长率	-3.0%	-0.1%	18.7%	12.3%	14.1%
销售费用	7,217.6	7,745.8	8,368.0	9,249.9	10,101.3	净利润增长率	-4.4%	4.7%	15.9%	12.1%	13.8%
管理费用	23,910.6	13,430.9	26,680.6	29,394.7	31,992.5	EBITDA 增长率	-8.9%	59.6%	-23.6%	9.4%	8.8%
财务费用	1,253.8	1,279.4	794.4	785.4	266.2	EBIT 增长率	-12.3%	85.9%	-30.7%	11.8%	11.0%
资产减值损失	2,774.5	1,407.5	1,700.0	1,800.0	1,850.0	NOPLAT 增长率	1.6%	0.4%	14.2%	11.8%	11.0%
加:公允价值变动收益	-330.5	419.6	53.3	-	-	投资资本增长率	3.5%	-9.6%	3.9%	-5.9%	3.6%
投资和汇兑收益	2,694.3	2,053.9	1,500.0	1,300.0	1,100.0	净资产增长率	14.6%	5.5%	7.4%	7.6%	8.0%
营业利润	14,743.2	14,734.8	17,493.3	19,651.2	22,413.9	盈利能力					
加:营业外净收支	656.2	607.5	700.0	750.0	800.0	毛利率	22.7%	22.2%	22.9%	22.9%	22.9%
利润总额	15,399.3	15,342.4	18,193.3	20,401.2	23,213.9	营业利润率	7.0%	6.7%	7.2%	7.3%	7.6%
减:所得税	2,387.8	2,343.9	2,783.6	3,121.4	3,551.7	净利润率	5.1%	5.2%	5.4%	5.4%	5.6%
净利润	10,798.6	11,305.0	13,098.3	14,687.9	16,712.9	EBITDA/营业收入	9.8%	15.0%	10.4%	10.2%	10.1%
						EBIT/营业收入	6.7%	12.1%	7.5%	7.6%	7.7%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	62.2%	58.1%	60.8%	56.6%	58.2%
货币资金	60,886.4	38,171.0	60,637.7	67,419.1	74,056.6	负债权益比	164.4%	138.9%	155.3%	130.5%	139.0%
交易性金融资产	2,569.3	7,246.7	7,300.0	7,300.0	7,300.0	流动比率	1.26	1.21	1.29	1.40	1.44
应收帐款	80,925.9	64,205.6	84,019.8	73,291.3	99,507.4	速动比率	0.98	0.92	1.03	1.07	1.14
应收票据	27,071.3	15,475.1	30,340.0	20,598.8	35,355.1	利息保障倍数	11.33	20.64	23.02	26.02	85.20
预付帐款	10,677.9	9,198.6	13,914.7	12,305.6	15,564.1	营运能力					
存货	55,222.0	55,121.5	59,234.0	67,839.0	71,697.7	固定资产周转天数	97	94	83	70	59
其他流动资产	18,118.5	38,093.6	34,098.6	34,897.6	34,737.8	流动营业资本周转天数	21	13	11	17	23
可供出售金融资产	2,805.9	-	-	-	-	流动资产周转天数	406	397	384	383	378
持有至到期投资	1,429.2	-	-	-	-	应收帐款周转天数	136	119	110	105	105
长期股权投资	11,213.5	13,765.8	16,265.8	18,765.8	21,265.8	存货周转天数	94	91	85	85	85
投资性房地产	1,027.2	1,248.5	1,278.5	1,308.5	1,338.5	总资产周转天数	609	602	570	540	513
固定资产	57,236.3	57,390.7	54,543.2	50,548.4	45,788.0	投资资本周转天数	156	145	127	113	102
在建工程	8,643.2	8,098.2	5,458.8	3,743.2	2,628.1	费用率					
无形资产	17,782.6	16,650.1	15,817.6	14,985.1	14,152.6	销售费用率	3.4%	3.5%	3.5%	3.4%	3.4%
其他非流动资产	19,561.7	32,857.6	27,530.3	25,516.2	22,836.0	管理费用率	11.3%	6.1%	11.0%	10.9%	10.8%
资产总额	375,170.9	357,523.1	410,439.1	398,518.6	446,227.7	财务费用率	0.6%	0.6%	0.3%	0.3%	0.1%
短期债务	32,428.9	8,634.1	15,929.2	7,845.3	1,865.4	三费/营业收入	15.3%	10.3%	14.8%	14.6%	14.3%
应付帐款	112,919.4	108,448.5	107,106.6	121,814.8	123,145.4	投资回报率					
应付票据	23,291.7	21,978.7	24,803.1	24,870.9	28,406.7	ROE	8.9%	8.8%	9.5%	10.0%	10.6%
其他流动负债	34,850.2	49,290.1	75,868.8	47,380.5	80,678.2	ROA	3.5%	3.6%	3.8%	4.3%	4.4%
长期借款	4,459.5	880.0	4,312.1	3,500.0	4,500.0	ROIC	15.1%	14.6%	18.4%	19.8%	23.4%
其他非流动负债	25,351.7	18,607.0	21,643.7	20,192.5	20,904.7	分红指标					
负债总额	233,301.5	207,838.4	249,663.5	225,604.0	259,500.4	DPS(元)	0.15	0.15	0.16	0.18	0.20
少数股东权益	20,310.8	21,226.9	23,538.4	26,130.4	29,079.7	分红比率	39.9%	38.1%	35.0%	35.0%	35.0%
股本	28,698.9	28,698.9	28,698.9	28,698.9	28,698.9	股息收益率	2.1%	2.1%	2.2%	2.5%	2.8%
留存收益	92,494.2	100,024.4	108,538.2	118,085.4	128,948.7						
股东权益	141,869.4	149,684.6	160,775.5	172,914.6	186,727.3						
						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.38	0.39	0.46	0.51	0.58
净利润	13,011.6	12,998.5	13,098.3	14,687.9	16,712.9	BVPS(元)	4.24	4.48	4.78	5.11	5.49
加:折旧和摊销	6,494.9	6,610.5	6,875.7	7,103.3	7,271.1	PE(X)	19.0	18.2	15.7	14.0	12.3
资产减值准备	2,774.5	1,407.5	-	-	-	PB(X)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
公允价值变动损失	330.5	-419.6	53.3	-	-	P/FCF	15.1	-37.6	9.4	21.0	21.9
财务费用	1,625.0	1,611.5	794.4	785.4	266.2	P/S	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
投资损失	-2,694.3	-2,053.9	-1,500.0	-1,300.0	-1,100.0	EV/EBITDA	8.6	4.9	6.2	5.1	4.4
少数股东损益	2,213.0	1,693.5	2,311.5	2,592.0	2,949.3	CAGR(%)	9.9%	14.8%	3.5%	9.9%	14.8%
营运资金的变动	-1,179.3	-9,840.8	-6,674.4	-1,874.6	-9,524.1	PEG	1.9	1.2	4.5	1.4	0.8
经营活动产生现金流量	16,209.1	18,869.3	14,958.8	21,993.9	16,575.4	ROIC/WACC	1.5	1.5	1.9	2.0	2.4
投资活动产生现金流量	-2,974.7	-4,333.3	643.8	732.3	495.9						
融资活动产生现金流量	6,749.4	-31,964.1	6,864.1	-15,944.9	-10,433.8						

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、曾捷声明，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.huajinsec.cn