

中国中车 (601766)

公司研究/深度报告

基建扩内需铁路最受益，看好中车业绩拐点

深度研究报告/机械行业

2018 年 08 月 14 日

报告摘要：

● 核心逻辑：基建扩内需，铁路最受益

5、6 月份固定资产投资累计增速下滑至 6%，开始拖累 GDP 增长，形势严峻，基建投资成为稳定固定资产进而稳定 GDP 的主要抓手。基建投资中公路投资总量和增速在 2017 年达到历史高峰，政策操作空间不大，铁路成为拉动基建投资最重要的领域之一，且具备足够的政策操作空间，政策层面大概率持续超预期。

● 铁路是逆经济周期调节的重要手段，政策面具备持续超预期的可能

自 2016 年下半年启动的上一轮宏观经济周期已经历时 2 年，同一时间启动的库存周期已见顶回落，近期较多微观数据显示下游主要行业的需求出现放缓迹象，宏观经济周期下行压力较大。固定资产投资累计增速已经由年初的 7.9% 跌至 6 月份的 6%，基建投资的增速回落至 7% 附近。公路方面，未来几年的新增投资面临透支，铁路方面，距离“十三五”目标还有 2.3 万公里缺口和 5500 公里的高铁通车里程缺口，地铁实际运营里程较规划里程尚有翻番空间。2018 年~2019 年的宏观经济与铁路投资的关系类似于历史上 2014~2015 年，正是有了 2014 年铁路投资的 1700 亿的超额投资增量才保证了“十二五”12 万公里铁路通车里程目标顺利实现。我们判断，2018 年~2019 年的铁路投资仍需要新一轮的超计划增量，保证“十三五”目标的实现。铁路投资带动的产业链效应仅次于房地产，政策持续加码的概率较大。据世界轨道交通资讯网报道，铁总人士透露，今年铁路固定资产将重返 8000 亿元以上，车辆投资有望达到 1200 亿元，后者较年初预期增长 50%。

● 看好铁路装备行业盈利复苏，看好中国中车的业绩拐点的确定性

自 2015 年以来，铁路行业经历连续的“去产能和去杠杆”，受此影响，行业估值和业绩受到影响连续调整。今年起，铁路投资存在持续超计划的基础和条件，行业将陆续出现景气复苏。1) 看好中车的业绩确定性：据测算，2019~2020 年货车和机车招标计划将为中车提供 300 亿和 156 亿元的收入增量，动车组招标存在超预期可能性；2) 看好中车的防御属性：宏观经济周期下行压力下，铁路板块是为数不多可以逆周期调控的板块，板块已调整三年，风险大部分出清。中车明年业绩增长确定，典型的防御股；3) 看好中车的弹性：我们认为目前中车 2020 年的估值和弹性取决于政府对宏观经济下行的容忍程度。若经济下行压力进一步加大，不排除政府将 2020 年之后储备项目提前加快进度实施的可能性，支撑中车 2020 年的估值。

● 盈利预测与投资建议

预计 2018 年~2020 年，中国中车收入分别为 2269、2819、3195 亿元，同比增长 8%、24%、13%；归属于母公司股东的净利润分别为 118、147 和 172 亿元，同比增长 9%、24%和 17%。EPS 分别为 0.45、0.56 和 0.66 元，估值分别为 19、16 和 13 倍，继续给予“推荐”评级。

● 风险提示

铁路投资不及预期；继续去杠杆致资金面趋紧。

推荐

维持评级

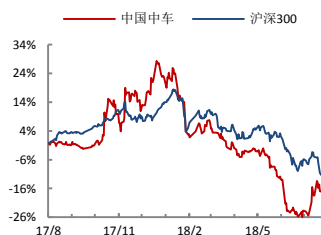
当前价格：8.91

交易数据

2018-08-13

近 12 个月最高/最低	12.5/7.24
总股本（百万股）	28698.86
流通股本（百万股）	22917.69
流通股比例（%）	80%
总市值（亿元）	2557
流通市值（亿元）	2042

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：刘振宇

执业证号：S0100517050004
 电话：(8610)8512 7653
 邮箱：liuzhenyu@mszq.com

研究助理：丁健

执业证号：S0100117030034
 电话：(8610)8512 7668
 邮箱：dingjian@mszq.com

相关研究

1、《中国中车深度：静待通车高峰到来，看好高铁核心资产 20180301》

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	211,013	226,900	281,900	319,500
增长率 (%)	-8.1%	7.5%	24.2%	13.3%
归属母公司股东净利润 (百万元)	10,799	11,848	14,668	17,183
增长率 (%)	-4.4%	9.7%	23.8%	17.1%
每股收益 (元)	0.38	0.45	0.56	0.66
PE (现价)	23	19	16	13
PB	2.1	2.0	1.6	1.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

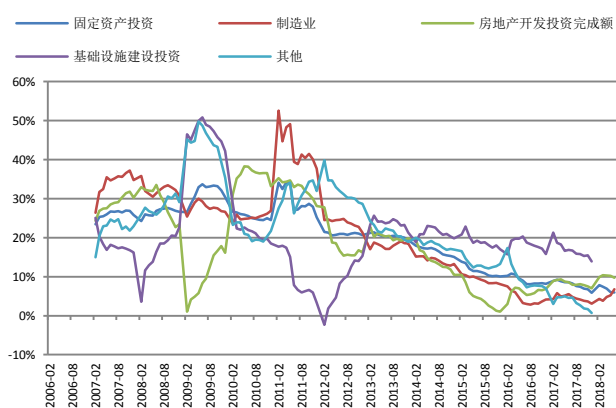
一、基建托底固定资产投资，铁路投资是逆周期调节的主要抓手.....	4
（一）铁路是现阶段拉动基建投资的主要手段.....	4
（二）西部增速下滑最快，补短板压力加大.....	5
（三）公路新增投资面临透支，铁路投资尚有足够空间.....	6
（四）铁总资金来源：铁道债创新高，保障铁总资金来源.....	10
二、推荐中国中车：货车机车提供业绩确定性，动车组招标存在超预期可能.....	11
（一）货车机车采购计划超预期带来中车业绩确定性.....	11
（二）中车近三年订单拆解：具备一定的收入平滑能力.....	12
（三）中车业绩模型：业绩确定，弹性具备.....	13
三、风险提示.....	14

一、基建托底固定资产投资，铁路投资是逆周期调节的主要抓手

(一) 铁路是现阶段拉动基建投资的主要手段

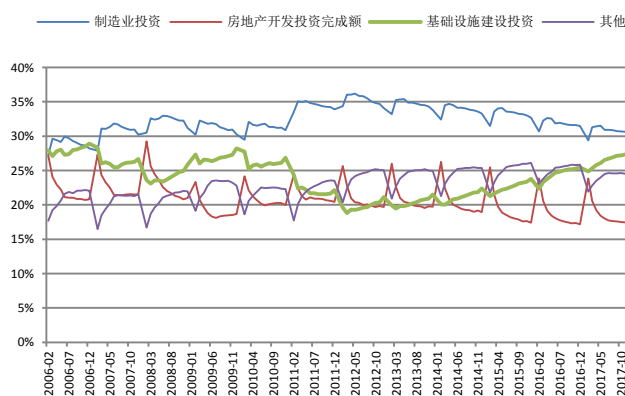
基建托底固定资产投资。6月份单月新增的固定资产投资完成额失速至5.7%(累计增速6%)，开始向下拖累 GDP 的增长。拆分固定资产投资内部结构，制造业投资、基建投资、房地产开发投资中，只有基建投资可以进行直接政策调控。“房住不炒”要求房地产开发投资很难看到边际宽松；制造业投资受主要企业资本开支，短期难有立竿见影效果（中长期依靠降税可选项）。短期看，基建成为托底固定资产投资的主要抓手；中长期看需要制造业投资托底。

图 1：短期基建托底，中长期制造业托底



资料来源：Wind，民生证券研究院

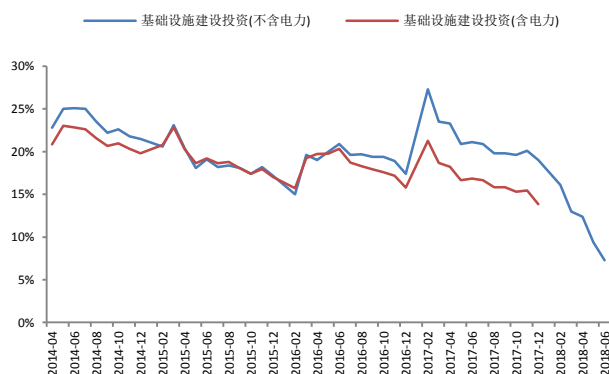
图 2：基建在固定资产投资中的比重持续提升至 27%



资料来源：Wind，民生证券研究院

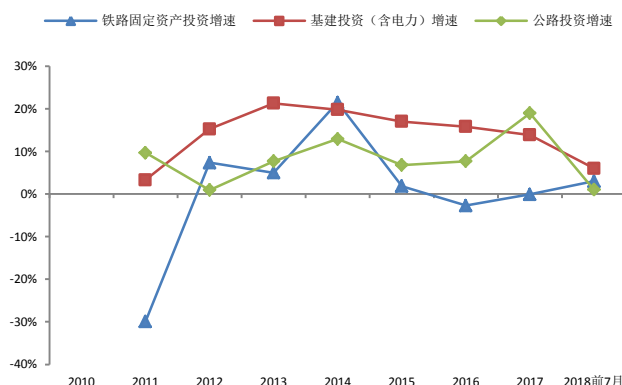
基建投资中，公路投资和铁路投资的溢出效应较高。水利、电力、能源等公共服务项目虽然量大，但是溢出效应低，对 GDP 的整体拉动作用有限。17 万亿的基建投资增速也在下滑（不含电力下滑至 7%，含电力下滑更严重），从区域看，西部增速下滑最严重，由年初的 11%降至当前的 3%；从结构上看，2 万亿公路投资累计增速下滑至 1%；超过 7000 亿的铁路投资开始触底反弹，6、7 月单月投资完成额均超过 20%。铁路投资成为稳基建的主要力量。

图 3: 基建投资 (不含电力) 增速由 17 年初 27% 下滑至目前 7%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 4: 公路投资掉头向下

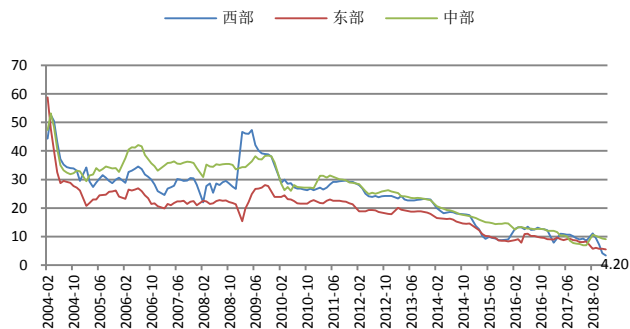


资料来源: Wind, 民生证券研究院

（二）西部增速下滑最快，补短板压力加大

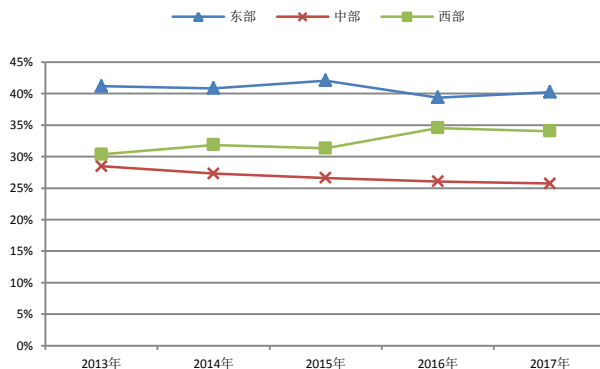
从固定资产投资角度，西部短期难以形成有效的支撑，增速下滑较快。从区域特征来看，西部地区的增速下降较快（6 月份西部固定资产投资累计增速下滑至 4.2%），相应的占比也在下滑（下滑至 34%）。从省份来看，固投前十大省份占比持续提升至 60%，但是前十大省份中只有四川属于西部地区。

图 5: 固投增速西部下滑最快 (单位: %)



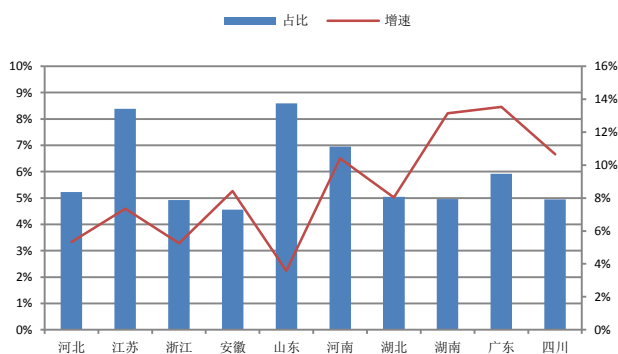
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 6: 固投西部占比下降到 34%



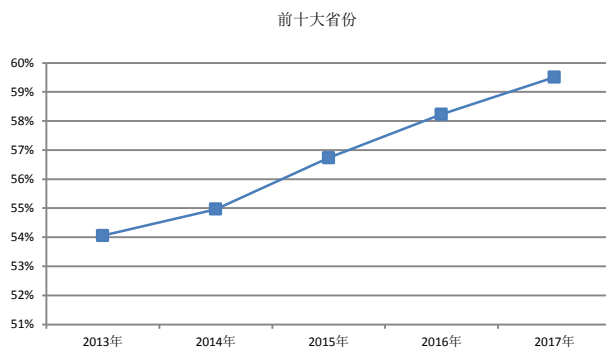
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 7：前十大省份固定资产投资占比及增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：前十大省份占比持续提升至 60%

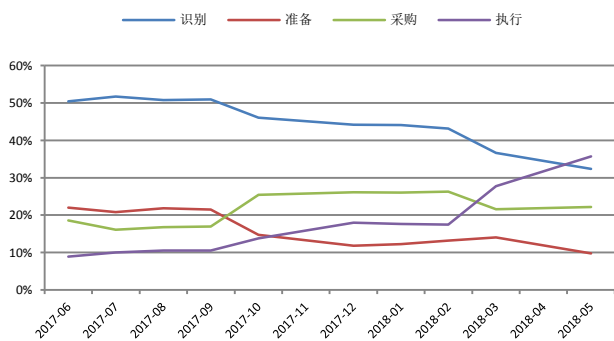


资料来源：Wind，民生证券研究院

（三）公路新增投资面临透支，铁路投资尚有足够空间

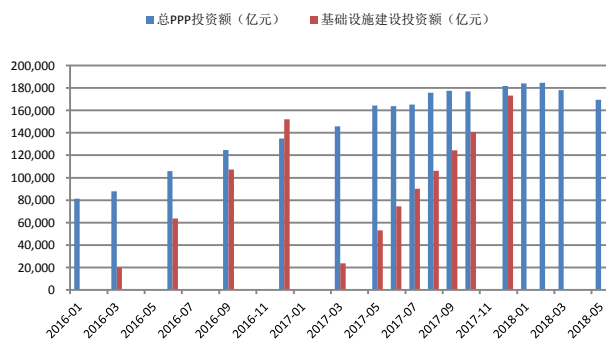
16 万亿 PPP 是基建项目的重要来源。从执行阶段来看，处于采购阶段的项目投资金额占比维持在 22% 左右；上半年受去杠杆影响资金面，识别阶段和准备阶段的后续项目占比和总量在下滑，总量在减少。交通运输和市政工程类项目合计占比接近 60%，市政工程分类中，轨道交通和市政道路合计占比 52%；交通运输分类中，高速公路和一二级公路占比 80%，铁路（不含轨道交通）占比 6%。因此，铁路（含轨道交通）和公路是交通运输的主要构成。

图 9：采购阶段占比维持平稳，后劲不足



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：PPP 项目构成基建投资的主要来源



资料来源：Wind，民生证券研究院

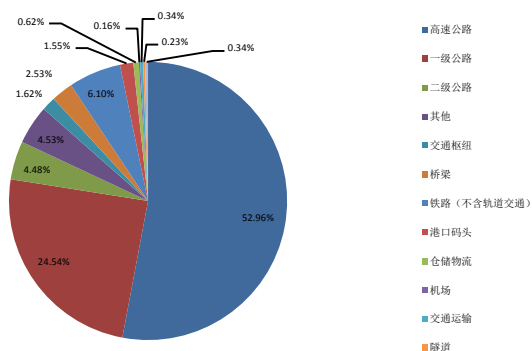
1、PPP 公路投资

我们以财政部政府和社会资本合作中心提供的 PPP 中心项目数据库为来源进行分析，项目库项目包括 2018 年 7 月 26 日处于识别、准备、采购、执行阶段 7745 个项目，共计 16.8 万亿元 PPP 投资，其中交通运输类投资金额 3.36 万亿元；从投资金额来看，高速公路、一级公路、二级公路二级行业投资金额占据交通运输类总投资金额的 81.97%，其中仅高速公路投资金额就达到 1.78 万亿元，占比高达 53%，铁路（不含轨道交通）类投资金额为 545 亿元，占比高达 6.1%（较 2016 年 6 月下降 4%）。

根据各省对“十三五”期间高速公路建设的规划，我们预计到 2020 年高速公路通车里程或

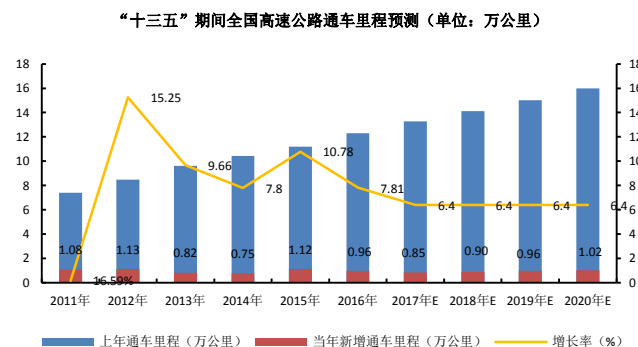
可突破 17 万公里，年均通车里程 0.96 万公里，年复合增速将保持在 6.4% 以上。但是，2017 年公路固定资产投资完成额同比同比增长 19%，从投资端透支了未来三年的公路新增投资需求。

图 11：交通运输类 PPP 项目投资中公路占比达到 80%



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 12：未来三年公路投资需求已经透支



资料来源：Wind，民生证券研究院

分地区来看，西部地区高速公路通车里程增速明显快于东部地区和中东部地区。“十二五”期间，从高速公路密度增长率来看，东部、中部、西部地区密度增长率分别为，26%、57%、95%。根据各省交通运输工作会议的规划，“十三五”末高速公路通车里程超 7000 公里的省份达到 12 个，分别为广东 (11000)、内蒙古 (9896)、河北 (9000)、四川 (8000)、广西 (8000)、湖北 (7500)、河南 (7300)、甘肃 (7300)、山西 (7258)、山东 (7200)、贵州 (7100)、湖南 (7000)。“十三五”期间各省市高速公路通车里程图如图所示。

图 13：“十三五”期间西部地区通车里程增速最快



资料来源：《全国高速公路“十二五”回顾及“十三五”展望》，民生证券研究院

表 1: 各省份“十三五”高速公路规划目标

省份	通车里程 (公里)	规划目标
广东	11000	新开工深中通道海中桥隧主体工程、罗定至信宜(粤桂界)、玉林(省界)至湛江高速公路等项目,新开工里程超过 1200 公里;分段实施沈海高速公路等拥堵路段的改扩建工程;推进 3583 公里续建项目,确保港珠澳大桥、汕昆、武深高速公路等项目按期建成通车。到 2017 年年底,高速公路通车里程达到 8100 公里;到 2020 年年底,高速公路通车里程力争达到 11000 公里。
内蒙古	10000	续建和新建高速公路 4844 公里,其中国家高速公路项目 21 项,建设里程 3260 公里,自治区地方高速公路项目 19 项,建设里程 1584 公里。到 2020 年,内蒙古高速公路将达到 1 万公里。
河北	9000	着力推进高速公路大通道建设、到 2020 年,全部打通与京津对接的高速公路断头路,高速公路通车里程达到 9000 公里,增长 50%。
四川	8000	2020 年全省高速公路通车里程将超过 8000 公里,建成和在建里程达到 10000 公里,建成的高速公路进出川道再增 7 条,达到 24 条,覆盖全省城镇人口 10 万以上城市,三州外的贫困县基本实现全覆盖。
湖北	7500	继续推进“九纵五横三环”高速公路网建设,到 2020 年,全省高速公路里程将达到 7500 公里,实现县县通高速。
河南	7300	计划投资 1000 亿元,新增 1000 公里,总里程 7300 公里,形成完善的内联外通高速公路网。
山西	7258	到 2020 年,全省高速公路通车里程达 7258 公里,新增高速公路 938 公里,实现县县通高速。
山东	7200	到 2020 年,全省高速公路通车里程 7200 公里,基本形成“九纵五横一环七连”高速公路网主骨架,实现县县通高速。
湖南	7000	计划投资 1500 亿元,到 2020 年,高速公路通车里程将超过 7000 公里,全省所有市、县中心城区实现 30 分钟内上高速,基本建成“六纵六横”高速公路网。
陕西	6100	全力加快坪坎至汉中、延安至黄陵、蒲城至黄龙、神木至米脂、宝鸡过境公路(凉泉至苟家岭段)、吴起至定边、柞水至山阳等续建项目建设,积极推进宝鸡至坪坎、绥德至延川、合阳至铜川、平利至镇等项目开工建设,力争建设高速公路规模达到 1600 公里,建成通车约 1000 公里,在十三五实现县县通高速公路。
福建	6000	到 2020 年,高速公路通车里程达到 6000 公里。
江西	6000	2018 年将基本完成高速公路总体布局,“十三五”中后期公路建设重点转向加快国道省道公路改造和农村公路建设。到十三五末,全省高速公路通车里程将突破 6000 公里,形成“四纵六横八射十七联”的高速公路布局。
江苏	5474	到 2020 年,建成国家高速公路、高速公路共 50 条,总里程 5474 公里,其中,国家高速公路 14 条,共计 2860 公里;高速公路省道 36 条,共计 2614 公里。

黑龙江 5000

到 2020 年高速公路里程 5000 公里。适时启动实施鹤大高速佳木斯过境段等原“7918”国高网剩余路段建设,有序推进京哈高速等繁忙路段扩容改造,组织协调地方及企业采取 PPP 模式推进哈尔滨都市圈环线,绥化至大庆、哈尔滨至肇源、双鸭山至宝清等地方高速公路建设。

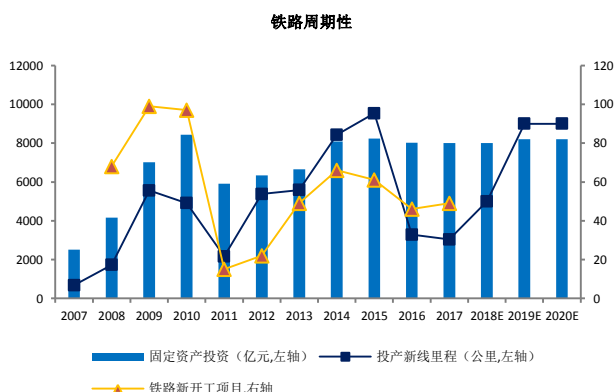
资料来源:《全国高速公路“十二五”回顾及“十三五”展望》,民生证券研究院

2、PPP 铁路投资

依据 2016 年 7 月发布的《中长期铁路网规划》,到 2020 年,铁路通车里程 15 万公里目标,截止到 2017 年底的 12.7 万公里,预计 2018 年新通车 4000 公里,未来 2019 年和 2020 年还有 1.9 万公里的新增通车里程,即年均 9500 公里(接近 2015 年的历史高峰),铁路投资将迎来新一轮投资高峰期。在公路投资需求透支情况下,铁路投资还有 2.3 万通车里程的政策空间。

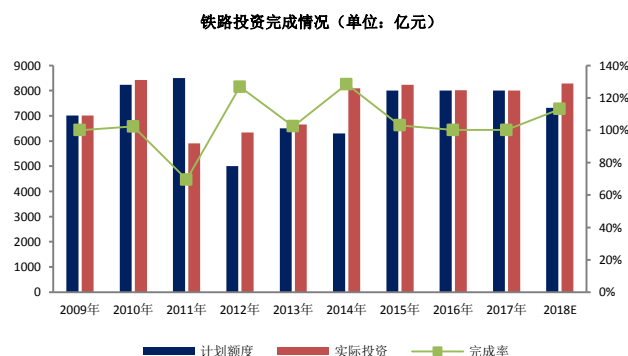
2015 年以来去产能和去杠杆先后影响铁路投资,影响到整个铁路装备板块的业绩和估值。按照年初的投资和采购计划,铁路投资从去年的 8000 亿减少为今年计划的 7320 亿元,车辆采购由去年的 980 亿元降到今年的 800 亿元。但是从今年实际的招标数量和近期中国经营报报道的铁总相关人士反馈,铁路投资额有望超过 8000 亿元,车辆采购额有望达到 1200 亿元。

图 14: 铁路新投产里程将在 2019~2020 年迎来高峰



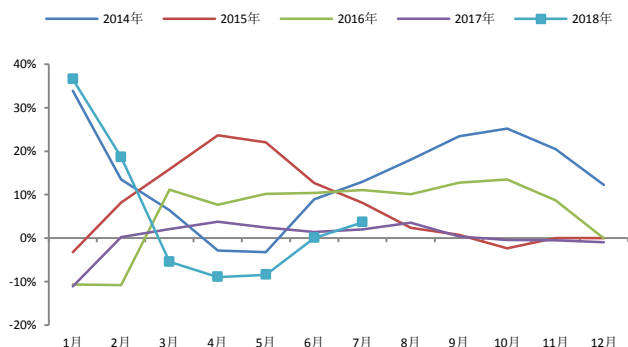
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 15: 预计今年铁路投资完成额将超过 8000 亿



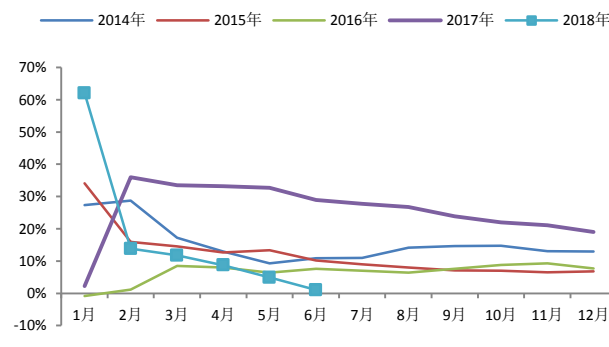
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 18: 铁路固定资产投资完成额投资加速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 19: 公路固定资产投资完成额全年或负增长



资料来源: Wind, 民生证券研究院

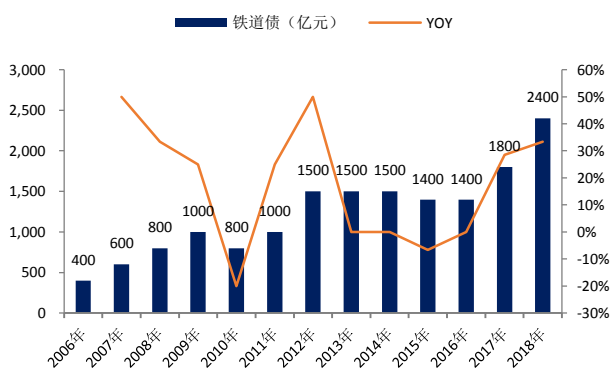
(四) 铁总资金来源：铁道债创新高，保障铁总资金来源

固定资产投资中 65% 的资金来源于自筹资金。以铁路建设项目为例，主要资金来源包括中央预算内投资、铁路建设基金、铁路建设债券以及专项建设基金，还有银行的融资、地方政府的出资等。

按照传统，铁路的建设资金筹集大部分要靠贷款和发债来解决，每年铁路部门从银行贷款和向市场发债的数目基本相当。从融资成本来讲，发债的利息比银行贷款更低，是一种铁路部门比较愿意利用的融资模式，但发债的额度会受到限制（目前每年的限额是 3000 亿元，可以跨年发行），不能无限量发，铁路发债的主要形式是铁路建设债券、中期票据、短融券和超短融券。

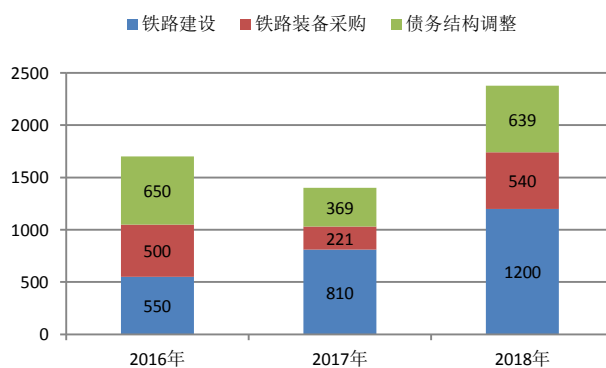
今年铁道债发行量创历史新高，保障铁总资金来源。根据铁总发的铁道债额度，2018 年计划发行 2400 亿元，较去年同期增长 33%，其中 1200 亿元用于铁路建设，540 亿元用于铁路装备采购，639 亿元用于债务结构调整。2019 年将偿还 2197 亿元，较 2018 年增加了 900 亿元。即明年铁总将面临较大的债务调整压力，可能还会进一步提高铁道债的发行量。

图 16：2018 年铁道债同比增长 33%



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 17：近三年铁路债资金用途



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 18：铁总未来偿债现金流



资料来源：Wind，民生证券研究院

二、推荐中国中车：货车机车提供业绩确定性，动车组招标存在超预期可能

(一) 货车机车采购计划超预期带来中车业绩确定性

财新网报道，为配合三年货运增量行动，中铁总计划未来三年新购置货车 21.6 万辆、机车 3756 台，预计采购金额将超千亿元。具体采购计划是：2018 年购置货车 4 万辆，启动 188 台 8 轴 9600KW 货运电力机车采购；2019 年购置货车 7.8 万辆，购置机车 1564 台；2020 年购置货车 9.8 万辆，购置机车 2004 台。

年初 800 亿铁总采购规划：动车组 320 组，CR200J 30 组；机车 360 台；客车 300 辆；货车 3 万辆；地铁 8000 辆。

上半年实际招标数据：机车 480，货车 3.3 万，动车组 145，城际 10 列。

全年计划招标：机车 600，货车 4 万，动车 350 列，地铁 8000 辆。

表 2：各分项招标情况

年份	客车	货车	机车	动车	动车 250	动车 350	城际	高铁年新增里程	铁路年新增里程
2012 年	3,700	40,300						2,755	5,382
2013 年	1,226	29,900	225	473	179	294		1,672	5,586
2014 年	2,840	10,980	1,480	377	137	240		5,428	8,427
2015 年	1,372	11,315	790	467	183	284		3,382	9,531
2016 年	682	25,279	263	110	100	5		2,162	3,281
2017 年	600	43,177	686	349	30	229	23	2,500	3,038
2018 年	800	40000	600	360	30	300	30	3,500	5,000
2019 年 E	900	78000	1564	390	50	300	40	1,000	9,000
2020 年 E	1000	98000	2004	390	50	300	40	1,000	9,000

资料来源：民生证券研究院整理

此次机车和货车招标超预期对中国中车的影响测算，假设 90% 的订单被中车拿到，则会增厚公司 2019 和 2020 年分别 300 亿和 156 亿元的收入。

假设 1：机车单价 2000 万元/辆；

假设 2：货车单价 40 万元/列；

假设 3：90% 的订单被中车拿到。

表 3：货车和机车超预期对中车业绩的影响测算

	2017	2018E	2019E	2020E
货车 (数量：万辆)	5	4	7.8	9.8
货车单价 (万元/辆)	40	40	40	40
采购额	200	160	312	392
机车 (数量：辆)	586	600	1564	2004
机车单价 (万元/辆)	2000	2000	2000	2000
采购额 (亿元)	117.2	120	312.8	400.8
货车和机车总采购额 (亿元)	317.2	280	624.8	792.8
Yoy		-11%	124%	27%
之前收入模型预测 (亿元)	2110	2120	2520	2968

Yoy	0.47%	18.87%	17%
变化后收入模型预测 (亿元)	2110	2269	2819
Yoy	7.5%	24%	13.36%

资料来源：民生证券研究院整理

(二) 中车近三年订单拆解：具备一定的收入平滑能力

我们整理了近三年中国中车各季度披露的订单，来确定中车每年收入平滑能力。

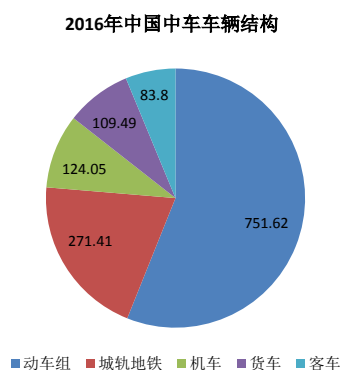
- (1) **城轨地铁招标仍处在高位。**2017 年披露出来的 511 亿元城轨地铁合同，同比接近翻番，实际在当年确认的收入仅为 330 亿元左右。2018 年上半年，新签 297 亿元地铁合同，地铁采购仍处在次高峰，因此，从现有订单看，中国中车地铁业务未来两年仍有稳定增长的能力。
- (2) **维修业务稳定增长。**2017 年现代服务业务收入 154 亿元，2018 年上半年动车组新签合同 163 亿元，基本可以在当年确认收入，全年有望重返 300 亿元以上。
- (3) **动车组超标存在超预期可能。**2016 年、2017、2018H1 年中国中车签订的动车组合同金额分别为 751 亿元、689 亿元、246 亿元。随着铁路投资重回 8000 亿元，下半年开始的动车招标有望恢复增长，全年招标量可能会超过 350 列。2018 年下半年，中铁总还有 100~150 列动车组采购计划，全年动车组采购金额有望接近 500 亿元，加上去年年底招标的动车组在今年完成收入确认，今年动车组的收入有望达到 620 亿元以上。

表 4：中国中车披露的重大合同

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	总金额	当年收入占比
2015 年		211.1		281.2			780.3			146.3		413.8	1832.7	75.76%
2016 年			690.8					252.4				389.5	1332.7	58.02%
2017 年		417.5			257.9			283.2			680		1638.6	77.66%
2018 年		487.4			466.6									

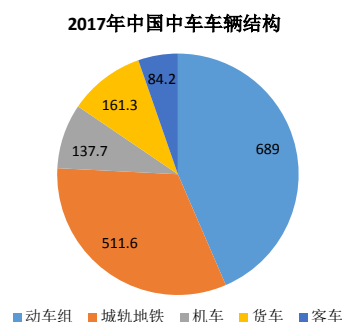
资料来源：民生证券研究院整理

图 19：2016 年中国中车车辆订单结构（部分）



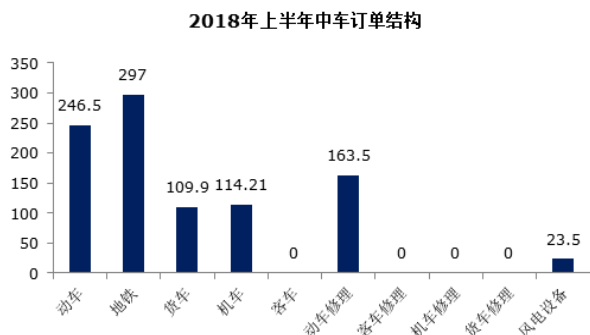
资料来源：中国中车公告，民生证券研究院

图 20：2017 年中国中车车辆订单结构（部分）



资料来源：中国中车公告，民生证券研究院

图 21: 2016 年中国中车车辆订单结构 (部分)



资料来源: 中国中车公告, 民生证券研究院

(三) 中车业绩模型: 业绩确定, 弹性具备

预计 2018 年~2020 年, 中国中车收入预测分别为 2269、2819、3195 亿元, 同比增长 8%、24%、13%; 归属于母公司股东的净利润分别为 118、147 和 172 亿元, 同比增长 9%、24%和 17%。

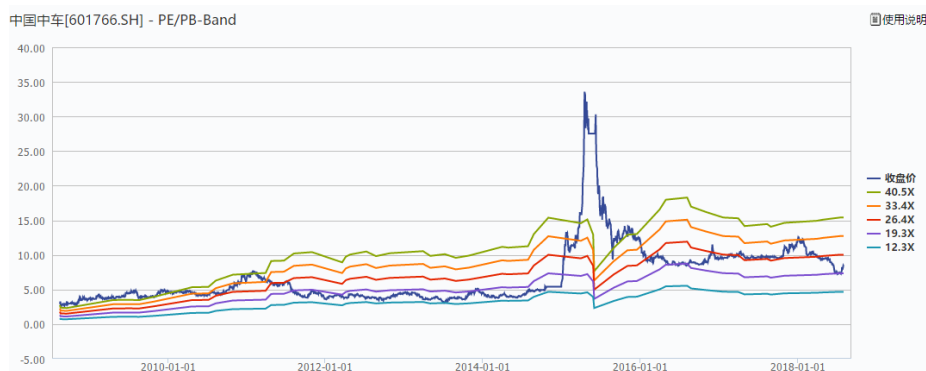
弹性: 如果对中国中车按照 148 亿元的利润估算, 对应 2019 年 16 倍, 给予 20~22 倍估值, 对应目前仍有 30%左右的上涨空间。2019 年中国中车的业绩确定性较高, 不少人对 2020 年的业绩有质疑。我们认为若经济下行压力进一步加大, 铁路投资在基建中的地位会进一步提升, 2020 年以后储备的项目 (如地铁和高铁) 可能会加大施工进度在 2020 年提前完成, 从而支撑 2020 年的估值。

表 5: 中国中车业绩拆分模型

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
铁路装备	1082	1039	1420.08	1633
yoy		-4%	37%	15%
动车组	620	620	680	660
yoy		0%	10%	-3%
货车	200	160	300	392
yoy		-20%	88%	31%
机车	117.2	139	310.08	441
yoy		19%	148%	28%
客车及其他	144.8	120	130	140
yoy		-17%	8%	8%
新产业	538	590	679	732
yoy		13%	13%	6%
轨交	336	370	390	420
yoy		10%	5%	8%
现代服务业	154	270	330	410
yoy		75.32%	22.22%	24.24%
总收入	2109	2269	2819.08	3195
		8%	24%	13%
净利率	0.0617	0.0654	0.0674	0.0692
净利润	108	118	147	172
yoy		9%	24%	17%

资料来源: 民生证券研究院整理

图 22：中国中车历史 PE/PB-band



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、风险提示

铁路投资不及预期；继续去杠杆致资金面趋紧。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	211,013	226,900	281,900	319,500
营业成本	163,153	175,035	225,201	241,211
营业税金及附加	2,114	1,956	2,538	2,890
销售费用	7,218	7,511	9,363	10,652
管理费用	23,911	23,533	29,731	33,928
EBIT	14,618	193,900	240,269	272,030
财务费用	1,254	2,046	3,026	2,972
资产减值损失	2,774	1,358	1,498	1,938
投资收益	2,694	2,018	2,176	2,210
营业利润	14,743	195,413	243,972	278,246
营业外收支	656	1,740	1,740	1,740
利润总额	15,399	196,590	245,163	279,254
所得税	2,388	3,220	4,060	4,200
净利润	13,012	164,389	204,564	237,254
归属于母公司净利润	10,799	11,848	14,668	17,183
EBITDA	21,113	201,723	248,377	280,667

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	60886	77068	76205	83604
应收账款及票据	104744	90372	122895	141821
预付款项	10678	10342	10672	10782
存货	55222	55432	55462	55852
其他流动资产	18119	18119	18119	18119
流动资产合计	255471	282591	495952	528871
长期股权投资	11214	11214	11214	11214
固定资产	57236	67781	72542	77743
无形资产	11432	12342	13241	14562
非流动资产合计	119700	124350	121902	119153
资产合计	375171	406941	441324	483869
短期借款	32429	32429	32429	32429
应付账款及票据	127646	127656	127666	127746
其他流动负债	4080	4080	4080	4080
流动负债合计	203490	23624	25673	27094
长期借款	4460	4460	4460	4460
其他长期负债	25352	25352	25352	25352
非流动负债合计	29811	29811	29811	29811
负债合计	233301	261775	277761	288846
股本	28699	28699	28699	28699
少数股东权益	20311	27184	29631	31112
股东权益合计	141869	145837	170341	187119
负债和股东权益合计	375171	406941	441324	483869

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	-8.1%	7.5%	24.2%	13.3%
EBIT 增长率	-13.1%	9.0%	23.9%	13.2%
净利润增长率	-4.4%	10.9%	23.8%	17.1%
盈利能力				
毛利率	22.7%	22.2%	22.5%	22.6%
净利润率	5.1%	5.2%	5.2%	5.4%
总资产收益率 ROA	2.9%	3.2%	2.6%	2.2%
净资产收益率 ROE	8.9%	7.4%	9.8%	10.5%
偿债能力				
流动比率	1.3	2.0	2.6	2.8
速动比率	1.0	2.0	2.1	3.0
现金比率	0.3	0.4	0.5	0.6
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	131.2	109.2	119.0	119.8
存货周转天数	122.6	107.6	114.9	115.0
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.4
每股指标 (元)				
每股收益	0.4	0.45	0.56	0.66
每股净资产	4.2	4.4	5.5	7.5
每股经营现金流	0.6	4.1	6.4	8.0
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	23	19	16	13
PB	2.1	2.0	1.6	1.2
EV/EBITDA	11.4	0.7	(0.2)	(1.0)
股息收益率	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	13,012	164,389	204,564	237,254
折旧和摊销	9,269	9,181	9,607	10,576
营运资金变动	-4,459	-52,226	-27,620	-15,315
经营活动现金流	16,209	118,514	183,749	229,862
资本开支	7,701	11,296	4,569	5,380
投资	4,084	0	0	0
投资活动现金流	-2,975	-4,639	-2,393	-3,170
股权募资	12,164	0	0	0
债务募资	3,063	0	0	0
筹资活动现金流	6,749	5,150	4,382	6,208
现金净流量	19,984	119,025	185,738	232,901

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 短期基建托底, 中长期制造业托底.....	错误!未定义书签。
图 2: 基建在固定资产投资中的比重持续提升至 27%.....	错误!未定义书签。
图 3: 基建投资 (不含电力) 增速由 17 年初 27% 下滑至目前 7%.....	错误!未定义书签。
图 4: 公路投资掉头向下	错误!未定义书签。
图 5: 固投增速西部下滑最快 (单位: %)	错误!未定义书签。
图 6: 固投西部占比下降到 34%	错误!未定义书签。
图 7: 前十大省份固定资产投资占比及增速.....	错误!未定义书签。
图 8: 前十大省份占比持续提升至 60%	错误!未定义书签。
图 9: 采购阶段占比维持平稳, 后劲不足.....	错误!未定义书签。
图 10: PPP 项目构成基建投资的主要来源	错误!未定义书签。
图 11: 交通运输类 PPP 项目投资中公路占比达到 80%.....	错误!未定义书签。
图 12: 未来三年公路投资需求已经透支.....	错误!未定义书签。
图 14: 铁路新投产里程将在 2019~2020 年迎来高峰.....	错误!未定义书签。
图 15: 预计今年铁路投资完成额将超过 8000 亿.....	错误!未定义书签。
图 18: 铁路固定资产投资完成额投资加速.....	错误!未定义书签。
图 19: 公路固定资产投资完成额全年或负增长.....	错误!未定义书签。
图 16: 2018 年铁道债同比增长 33%	错误!未定义书签。
图 17: 近三年铁路债资金用途.....	错误!未定义书签。
图 18: 铁总未来偿债现金流.....	错误!未定义书签。
图 19: 2016 年中国中车车辆订单结构 (部分)	错误!未定义书签。
图 20: 2017 年中国中车车辆订单结构 (部分)	错误!未定义书签。
图 21: 2016 年中国中车车辆订单结构 (部分)	错误!未定义书签。
图 22: 中国中车历史 PE/PB-band.....	错误!未定义书签。

表格目录

表 1: 各省份 “十三五” 高速公路规划目标.....	错误!未定义书签。
表 2: 各分项招标情况	错误!未定义书签。
表 3: 货车和机车超预期对中车业绩的影响测算.....	错误!未定义书签。
表 4: 中国中车披露的重大合同.....	错误!未定义书签。
表 5: 中国中车业绩拆分模型.....	错误!未定义书签。

分析师与研究助理简介

刘振宇，大机械组组长，北京科技大学材料学专业本科及硕士。曾任中国中冶控制经理岗，北京市规划委规划验收岗，2015年加入民生证券。在机械装备和基础材料领域有扎实的理论基础和丰富的实业经验。

丁健，机械团队成员，东北财经大学金融硕士，2017年加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。