

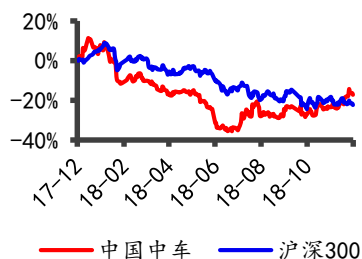
投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

收盘价（元）	9.23
52 周最高（元）	12.60
52 周最低（元）	7.07
总市值（亿元）	2649
流通市值（亿元）	2115
总股本（亿股）	287
流通股本（亿股）	229
每股净资产（元）	4.34
资产负债率（%）	63.36

股价走势图



研发部

分析师：程毅敏
SAC 执业证书编号：S1340511010001
Email: chengyimin@cnpsec.com

研究助理：杨浩
SAC 执业证书编号：S1340118010016
Email: yanghao@cnpsec.com
电话：010-67017788-9506

相关研究报告

全球最大轨交设备供应商，2019 年订单额有望显著增加

——中国中车（601766）

核心观点

● **全球最大轨交设备供应商，中短期业绩弹性增强。**公司于 2015 年由 中国南车、中国北车对等合并成立，控股股东为中车集团，实控人为国务院国资委，主营业务为铁路机车车辆、动车组、城市轨道交通车辆、工程机械、各类机电设备等产品的研发、制造、销售及 服务，中国中车是全球规模最大、品种最全、技术领先的轨道交通设备 供应商，中车产品已经服务全球 104 个国家和地区。2017 年公司实 现营业收入 2110 亿元，同比下滑 8.14%；实现归母净利润约 108 亿 元，同比下降 4.35%，从营收来源上来看，公司业务占比分别为： 铁路装备 51.3%、新产业 25.5%、城轨与城市基础设施 15.9%以及 现代服务 7.3%，其中铁路装备与新产业合计毛利贡献达 85%。目 前的主要看点在于：经济增速下行背景下，铁路、城轨建设成为 稳经济、补短板重要抓手，公司业绩对铁总、城轨建设订单依赖 大，中短期弹性明显增强。

● **国内行业壁垒高、蛋糕独享；国外拓展成本优势显著、有看点。**国内方面，公司所处轨道交通装备行业存在较高的进入壁垒： 1) 高端产品上，外资厂商无法直接进入我国铁路装备市场，只能 采取与国内厂商合作生产的形式；2) 城轨地铁方面，国家倾向于 把现有企业做大做强，兼考虑行业资本密集属性与公用事业属性， 实质上对外来进入者构筑了极高壁垒。根据中国南车招股说明书 显示，合并前中国南车、中国北车一度占据国内轨交装备制造行 业 95%市场份额，形成事实上的垄断。国外拓展方面，公司高铁 产品成本优势显著，根据世界银行 2016 年的报告，项目每公里 成本仅为欧美国家 1/3 到 2/3，尽管目前公司海外收入占比不到 10%，但中期成长仍有看点。

● **国家稳增长、补短板政策背景下，公司订单额有望显著增加。**2018 年以来，我国经济增速下行压力逐步显现，国家逆周期调节政策 导向也趋于明确，铁路建设与城轨建设都将成为基建补短板的重 要抓手，而公司下游为铁路及城轨交通运营商，将显著受益于国 家政策：1) 铁路订单方面，路内客户铁总（含所属铁路局及公 司）为最大客户，占公司 2017 年度销售额约一半。据中国铁路 招标网信息，铁总 2019 年铁路拟开工项目投资额近 1.11 万亿， 同比增速 38%，而路外客户多为大型厂矿集团、港口等，受经 济下行影响，订单量或有所下滑，两者结合来看，我们估计整体 仍有 25%左右的向上空间；2) 城轨交通方面，之前受制

于政府财政债务约束影响，城轨建设审核一度暂停，但 2018 年 8 月城轨项目审批重启，订单预期转好。

● **公司内部整合优化、订单充足，盈利弹性有望提升：**1) 公司属重资产行业，规模效应显著，经营杠杆放大利润端增速，根据测算毛利率提升 1 个百分点，利润增速提升 10 个百分点；2) 南、北车合并整合渐入佳境，公司内部业务、人员结构优化，后期整合、员工安置等费用下降，盈利水平提升；3) 公司采用“以销定产”生产模式，根据客户订货合同组织生产，公司 18Q3 存货金额 807.5 亿元，同比+9.9%，指引 2019 年增长预期。

● **盈利预测与评级：**预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.42 元、0.57 元和 0.67 元，目前股价对应 2018-2020 年市盈率分别为 22.0 倍、16.2 倍和 13.8 倍，给予“谨慎推荐”的投资评级。

● **风险提示：**路外客户、城轨订单需求不及预期。

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	211,013	208,117	251,514	292,050
增长率（%）	-8.1%	-1.4%	20.9%	16.1%
净利润（百万元）	10,799	12,048	16,361	19,221
增长率（%）	-4.4%	11.6%	35.8%	17.5%
EPS（元）	0.38	0.42	0.57	0.67

财务预测表

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	60,886	40,160	52,765	96,474
交易性金融资产	2,569	13,405	13,405	13,405
应收及预付	115,422	113,838	137,576	159,749
其他应收款	3,349	5,024	6,024	7,024
存货	55,222	83,554	93,620	72,596
其他流动资产	18,022	43,225	43,225	43,225
流动资产合计	255,471	299,206	346,615	392,474
长期投资	11,214	12,822	12,822	12,822
固定资产	57,242	55,274	54,882	55,335
无形资产	17,783	14,031	16,957	19,690
其他非流动资产	33,462	34,134	35,911	37,572
非流动资产合计	119,700	116,261	120,573	125,418
资产总计	375,171	415,468	467,188	517,892
短期借款	32,429	31,984	38,653	44,883
应付及预收	147,936	145,907	176,331	204,750
其他流动负债	23,125	63,261	63,261	63,261
流动负债	203,490	241,152	278,245	312,894
长期借款	4,460	4,398	5,315	6,172
应付债券	9,126	3,501	3,501	3,501
其他非流动负债	16,226	15,078	15,078	15,078
非流动负债	29,811	22,978	23,895	24,751
负债合计	233,302	264,129	302,140	337,646
股本	28,699	28,699	28,699	28,699
资本公积	40,637	40,582	40,582	40,582
留存收益	52,223	59,966	71,524	84,223
母公司所有者权益	121,559	129,247	140,805	153,504
少数股东权益	20,311	22,091	24,243	26,742
负债和股东权益	375,171	415,468	467,188	517,892

现金流量表摘要

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
经营现金流净额	16,209	-2,460	21,088	55,319
投资现金流净额	-2,975	-37,565	-8,886	-9,536
筹资现金流净额	6,749	27,855	403	-2,074

利润表

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	211,013	208,117	251,514	292,050
营业成本	163,153	159,838	192,267	223,387
营业税金及附加	2,114	1,810	2,188	2,540
销售费用	7,218	6,641	7,643	8,875
管理费用	23,911	15,019	17,287	20,073
研发费用	-	10,298	12,209	13,901
财务费用	1,254	1,791	2,380	2,638
资产减值损失	2,774	277	335	389
其他收益	824	816	986	1,145
投资净收益	2,694	2,137	2,583	2,999
公允变动收益	-331	495	599	695
资产处置收益	966	191	231	268
汇兑净收益	-	-	-	-
营业利润	14,743	16,083	21,603	25,354
加：营业外收入	1,018	740	895	1,039
减：营业外支出	362	184	223	258
利润总额	15,399	16,639	22,275	26,135
减：所得税	2,388	2,811	3,763	4,414
净利润	13,012	13,828	18,513	21,720
减：少数股东损益	2,213	1,781	2,152	2,499
归属母公司净利	10,799	12,048	16,361	19,221

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	22.7%	23.2%	23.6%	23.5%
净利率	6.2%	6.6%	7.4%	7.4%
净资产收益率	8.9%	9.3%	11.6%	12.5%
市盈率 (倍)	32.83	21.99	16.19	13.78
市净率 (倍)	2.86	2.05	1.88	1.73
EPS	0.38	0.42	0.57	0.67
每股净资产 (元/股)	4.24	4.50	4.91	5.35
经营现金流 (元/股)	0.56	(0.09)	0.73	1.93

数据来源:公司公告, 中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；

谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；

中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；

回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；

中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；

弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；

谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；

中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；

回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任公司及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行业或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。