

轨交设备行业绝对龙头，货运、轨交需求 旺盛助力公司业绩提升 ——中国中车（601766）深度报告

增持（首次）

日期：2019年03月06日

投资要点：

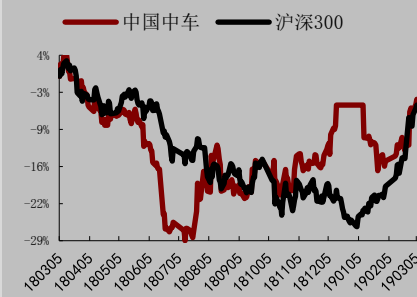
- **公司业绩降幅收窄，盈利能力提升：**公司营业收入自2015年以来不断下滑，2018年前三季度公司营业收入同比下降3.8%，降幅有所收窄。同期公司归母净利润止降回升，同比增长10.6%。公司业绩自2016年以来进入了下滑区间，营业收入不断下降，在2018年前三季度有企稳迹象。归母净利润下降幅度相对较小，并且在2018年前三季度大幅上升。公司业绩虽然在下滑，但公司实际的盈利能力有所提升。
- **公司新产品前景广阔，“公转铁”政策带动机车货车需求：**2018年11月28日，公司新产品——时速160公里的动集具备了批量生产条件和商业运营资格。11月30日，铁总采购短编组动集10组，长编组动集18组，拉开了普客升级为动集的序幕。我们认为动集的需求主要包括对普速客车的替代需求、2016-2018年普速客车招停滞所压制的需求、新投产铁路客运线的需求等方向，保守估计2019-2020年公司动集车辆的销量为150-200列，带来的业绩增厚每年为98-130亿元。铁总计划2019年购置货车7.8万辆，机车1564台；2020年购置货车9.8万辆，机车2004台，中国中车的货车及机车业务板块将从中获得超过1500亿元的收益。
- **未来三年城通车高峰，公司城轨板块深度受益：**2018年8月，发改委重启了城市轨道交通建设规划审批工作，此后发改委密集批复了多个城市的轨交项目，城轨投资提速的信号明显。我们统计了最近在建的城轨项目，预计2019-2021年新增的城轨车辆需求分别为5473辆、10571辆、4961辆。新增城轨车辆的需求有望在未来几年逐步形成公司业绩。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司2018-2020年归母净利润分别为130、142、150亿元，EPS分别为0.45、0.49、0.52元/股，对应的PE分别为21、20、19倍（股价按2018/3/6收盘价9.72元计算）。我们给予公司2019年22-24倍PE，首次覆盖予以“增持”评级。
- **风险因素：**市场风险，海外业绩不及预期，产业政策不确定性风险等。

	2017年	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	211,013	208,437	230,628	249,512
增长率(%)	-8.14%	-1.22%	10.65%	8.19%
净利润(百万元)	10,799	12,984	14,158	15,001
增长率(%)	-4.35%	20.24%	9.04%	5.95%
每股收益(元)	0.38	0.45	0.49	0.52
市盈率(倍)	26	21	20	19

基础数据

行业	机械设备
公司网址	www.crrcgc.cc
大股东/持股	中国中车集团公司 /51.38%
实际控制人/持股	国务院国有资产监督管理委员会/53.03%
总股本(百万股)	28,698.86
流通A股(百万股)	22,917.69
收盘价(元)	9.72
总市值(亿元)	2,789.53
流通A股市值(亿元)	2,364.66

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2019年03月06日

分析师：宋江波
执业证书编号：S0270516070001
电话：021-60883490
邮箱：songjb@wlzq.com.cn

研究助理：卢大炜
电话：021-60883481
邮箱：ludw@wlzq.com.cn

投资核心观点

● 关键假设

1. **铁路装备业务:** 预计2018年收入小幅下降, 2019-2020年受货车、机车采购量上升影响收入快速上升。因此我们预计2018-2020年公司铁路装备业务收入增长率分别为-1%、10%、5%, 毛利率稳定在25.5%。
2. **城轨与城市基础设施业务:** 预计2018年因交付的城轨地铁产品类型不同导致收入略有下降, 2019-2020年旺盛的城轨车辆需求将带动公司城轨板块业务快速提升。因此我们预计2018-2020年公司城轨与城市基础设施业务收入增长率分别为-1%、20%、25%, 毛利率稳定在17%。
3. **新产业业务:** 预计公司未来新产业业务在行业内的地位将继续巩固, 收入稳定增长。预计2018-2020年公司新产业业务收入增长率分别为2%、10%、5%, 毛利率稳定在23.8%。
4. **现代服务业务:** 预计公司在2018-2019年继续缩减物流业务规模, 调整业务结构, 现代业务规模下降但毛利率快速提升。2020年公司基本完成业务结构调整, 营业收入与毛利率保持稳定。预计2018-2020年公司现代服务业务收入增长率分别为-14.5%、-5%、0%, 毛利率分别为13.5%、15.5%、15.5%。

● 差异化观点

1. 动车组板块在高铁通车里程增速稳定、新型动集替换普通客车的预期下保持稳定的增长。公司在动车组检修市场的市占率将因铁总的竞争而逐渐降低, 但预计动车组大修市场由公司和铁总平分的格局不会迅速改变, 且配件采购管理业务的增长有望成为新的业绩增长点。
2. 根据目前在建城轨项目的统计结果 2019-2021 年为城轨通车高峰期。考虑到发改委恢复城轨审批后集中批复了大量城轨项目, 且国家基建补短板政策的推进, 我们认为目前在建项目因政策变化出现大面积停工、延期等风险的可能性较小, 未来几年为城轨通车高峰期较为确定, 将带动未来几年城轨车辆需求大幅增加。
3. 公司在新产业领域深耕多年, 目前在新能源客车、风电装备、高分子材料等板块内具有行业领先地位。我们认为在公司的技术和资金优势下, 公司新产业板块的行业领先地位将继续巩固, 继续稳定的开拓国内外市场。

● 股价触发因素

1. 铁总铁路车辆招标量快速增长、城轨车辆招标量快速增长: 公司作为行业绝对龙头, 轨交设备招标量的增长将直接利好公司铁路装备板块业绩。
2. 中标国外重大项目: 中标国外重大项目在为公司带来大量盈利的同时, 也将提升公司在国际市场中的地位和竞争力, 有利于公司继续开拓国际市场。
3. 重大政策利好: 如铁路、城轨投资增加、轨交项目加速审批、促进动集替代普速列车等。

● 风险提示

1. **市场风险:** 国内市场方面, 我们在进行盈利预测时, 假设了铁路车辆、城轨车辆在未来有一定幅度的增长。如果出现铁路车辆招标数量或者城轨车辆采购数量不及预期, 公司的业绩将受到较大的影响。
市场格局方面, 若市场格局发生重大变化, 如在铁路装备、城轨等板块出现新竞争者, 公司的绝对龙头地位将受到威胁, 业绩将受到影响。
2. **海外业绩不及预期:** 国际市场形势复杂, 易受政治、国际关系等因素影响。若未来国际市场形势发生重大变化, 公司业绩可能会受到较大的影响。
3. **政策不确定性风险:** 轨交设备产业政策、新产业政策、市场准入政策等政策的不确定性将为公司的经营和发展带来风险。

目录

1、公司概况	5
1.1 发展历程	5
1.2 股权结构及子公司情况	6
1.3 研发能力不断提升，多款新产品取得突破	6
2、盈利能力稳步提升，多元产业健康发展	7
2.1 营收降幅收窄，利润大幅上升	7
2.2 多元产业健康发展，利率水平稳中有升	8
3、铁路装备板块：动集应用前景广阔，“公转铁”政策带动机车货车需求	9
3.1 国内铁路装备行业绝对龙头，市场地位稳固	9
3.2 铁路投资维持高位，行业龙头充分受益	10
3.3 动车组及客车板块：动车组需求稳定，新产品前景可期	10
3.3.1 动车组下游需求稳定，公司业绩有保障	10
3.3.2 公司推出动车新产品，替换普客前景可期	11
3.3.3 铁总抢占高级修市场，配件采购成新赢利点	12
3.4 机车及货车：“公转铁”政策持续推进，公司相关板块深度受益	13
4、城市轨交板块：未来三年城轨通车达到高峰期	15
4.1 地铁为国内城轨主流制式，公司占据绝对龙头地位	15
4.2 地铁通车达到高峰期，公司城轨业绩有保障	15
5、海外板块业务稳定	18
6、新产业及现代服务板块	20
6.1 新产业板块：产品定位高端，行业地位领先	20
6.1.1 通用机电：巩固核心优势，促进产品升级	20
6.1.2 风电装备：国内行业龙头，产品出口德国	21
6.1.3 高分子复合材料：行业技术领导者	22
6.1.4 新能源客车：完整方案提供商，行业地位领先	22
6.1.5 环保水处理装备：首批农村污水治理服务提供商	22
6.1.6 海工装备：全球市场份额第三，拓展亚太地区市场	23
6.2 现代服务板块：缩减物流业务，提升毛利率	23
7、首次覆盖，给予“增持”评级	23
7.1 关键假设	23
7.2 主要业务分拆及收入预测	24
7.3 估值水平与评级	24
8、风险分析	25
图表 1：中国中车发展历程	5
图表 2：中国中车股权结构（截至 2018 年第三季度）	6
图表 3：中国中车主要子公司情况（截至 2018 年上半年，单位：千元）	6
图表 4：中国中车技术研发投入情况	7
图表 5：中国中车科技创新体系	7
图表 6：中国中车营业收入及同比增长情况	8
图表 7：中国中车归母净利润及同比增长情况	8
图表 8：中国中车营业收入结构（按产品）	8
图表 9：中国中车毛利率情况	8
图表 10：中国中车铁路装备板块营业收入（单位：亿元）	9

图表 11: 公司铁路装备板块营收结构占比	9
图表 12: 公司铁路装备板块营收同比增长率	9
图表 13: 铁路固定资产投资增速与公司铁路装备收入增速	10
图表 14: 全国铁路固定资产投资额 (亿元)	10
图表 15: 全国高铁运营里程	11
图表 16: 预计 2018-2020 年动车组新增需求稳定	11
图表 17: 复兴号 CR200J 动力集中型动车组	11
图表 18: 全国新增客车拥有量 (辆)	12
图表 19: 铁路客车采购量 (辆)	12
图表 20: 动车组检修市场情况	13
图表 21: “公转铁”相关信息政策汇总	13
图表 22: 铁路货运量及当月同比增速	14
图表 23: 铁路货车采购量 (辆)	14
图表 24: 铁路机车采购量 (台)	14
图表 25: 截至 2017 上半年城轨运营线路制式结构情况	15
图表 26: 城轨运营线路长度 (公里)	15
图表 27: 城轨运营车辆 (辆)	15
图表 28: 预计 2019-2021 年新增的城轨车辆需求	16
图表 29: 预计 2019 年通车的城轨项目	16
图表 30: 预计 2020 年通车的城轨项目	17
图表 31: 预计 2021 年通车的城轨项目	18
图表 32: 中国中车业务遍布世界各地	19
图表 33: 中国中车 2016-2018 年轨交设备海外订单情况	19
图表 34: 中国中车主要通用机电产品概况	21
图表 35: 2018 年 1-9 月新能源公交客车销量占比	22
图表 36: 营业收入下降	23
图表 37: 毛利率不断上升	23
图表 38: 主要业务分拆及收入预测	24
图表 39: 中国中车历史 PE	25

1、公司概况

1.1 发展历程

中国中车是2015年由中国北车、中国南车合并组建的A+H股上市公司，是中国轨道交通装备行业的龙头企业，也是全球规模最大、品种最全、技术领先的轨道交通装备供应商。目前，公司主营业务主要有铁路装备业务、城轨与城市基础设施业务、新产业业务以及现代服务业务等。公司以高速动车组、大功率机车、铁路货车、城市轨道车辆为代表的系列产品，已经全面达到世界先进水平，能够适应各种复杂的地理环境，满足多样化的市场需求。公司产品现已出口全球六大洲近百个国家和地区，并逐步从产品出口向技术输出、资本输出和全球化经营转变。

图表1：中国中车发展历程

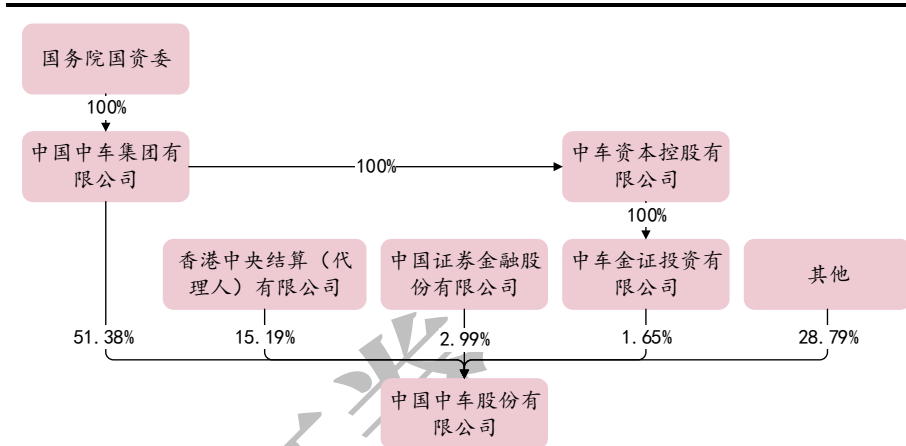
时间	事件
2000 年	南北车的前身——中国铁路机车车辆工业总公司（中车公司）与铁道部脱钩；2000 年 9 月，中车公司分立为中国南车集团公司、中国北车集团公司，归国务院国资委领导和监管。
2007 年 12 月 27 日	中国南车股份有限公司成立。
2008 年 6 月 26 日	中国北车股份有限公司成立。
2008 年 8 月	中国南车与 2008 年 8 月 18 日和 8 月 21 日分别在上海证券交易所和香港联交所上市。
2009 年 12 月 29 日	中国北车在上海证券交易所上市。
2014 年 5 月 22 日	中国北车在香港联交所上市。
2014 年 10 月	中国北车与 MBTA 签订了约 5.67 亿美元的波士顿红橙线地铁项目合同，这 284 辆地铁列车成为了率先打入美国市场的国产轨道交通装备。
2015 年 6 月 1 日	经国务院同意，国务院国资委批准，中国南车股份有限公司与中国北车股份有限公司合并，于 2015 年 6 月 1 日注册成立中国中车股份有限公司，并于 6 月 8 日在沪港两地上市交易。合并后新公司总股本为 27,288,758,333 股，其中流通 A 股 22,917,692,293 股，流通 H 股 4,371,066,040 股。
2015 年 7 月	株洲电力机车有限公司东盟制造中心在马来西亚建成投产，这是中国中车旗下首个建成投产的海外制造基地。
2015 年 9 月 28 日	国资委正式宣布，由中国南车集团公司和中国北车集团公司重组合并而成的中国中车集团公司正式宣告成立，历时将近一年的南北车重组工程圆满竣工。
2017 年 1 月 17 日	公司非公开发行 A 股股票 1,410,105,755 股，募集资金净额 11,934,105,066.24 元，主要用于偿还有息负债及补充流动资金。增发后，公司总股本为 28,698,864,088 股。

资料来源：公司官网，公司公告，万联证券研究所

1.2 股权结构及子公司情况

从2018年三季报披露的数据来看，中车集团通过直接或间接持股的方式，持有公司53%的股份，国务院国资委为公司的最终控制方，公司的股权结构较为稳定。

图表2：中国中车股权结构（截至2018年第三季度）



资料来源：wind，万联证券研究所

截至2018年上半年，公司主要子公司及联营企业共38家，其中四方股份、长客股份、唐山公司、株洲所、株机公司等五家子公司贡献了超过60%的公司营业收入，超过了80%的公司归母净利润。

图表3：中国中车主要子公司情况（截至2018年上半年，单位：千元）

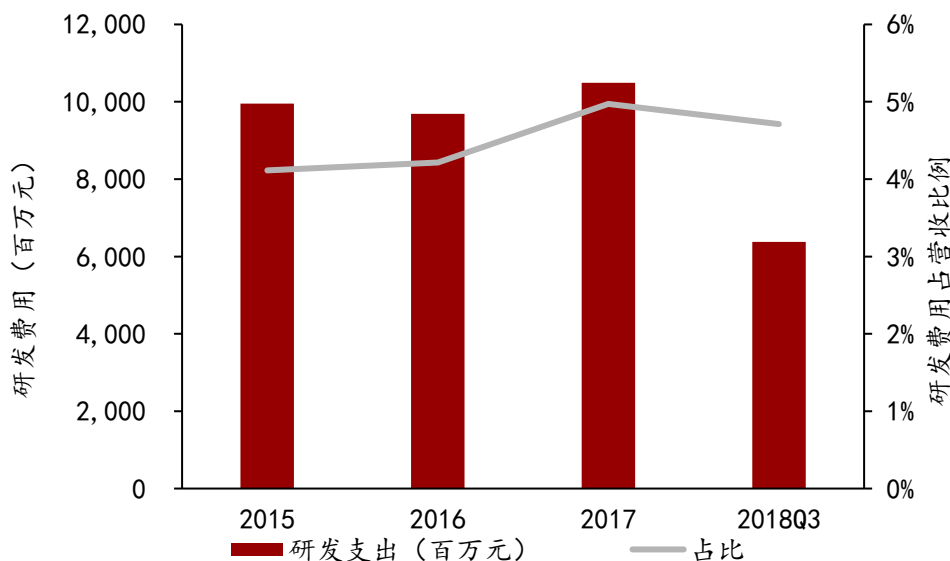
企业名称	归属于母公司 股东的净利润	营业收入	营业利润	中国中车 持股比例
中车青岛四方 机车车辆股份 有限公司	1,126,141	15,196,958	1,257,822	97.81%
中车长春轨道 客车股份有限 公司	1,117,962	14,109,799	1,262,544	93.54%
中车唐山机车 车辆有限公司	512,909	6,563,487	625,107	100%
中车株洲电力 机车研究所有 限公司	484,682	12,493,422	1,246,812	100%
中车株洲电力 机车有限公司	360,335	7,252,749	376,168	100%

资料来源：wind，万联证券研究所

1.3 研发能力不断提升，多款新产品取得突破

公司始终聚焦创新驱动，培育比肩全球竞争力。坚持自主创新、开放创新和协同创新相结合，形成了以企业为主体，“政、产、学、研、用”深度融合的创新体系。以“引领全球轨道交通装备行业发展”为目标，推进自主、开放、协同创新，提升创新能力和发展能力。公司研发费用占营业收入的5%左右，居欧盟委员会发布“2016 全球企业研发投入排行榜”第96位，位居中国制造业第一位。

图表4：中国中车技术研发投入情况



资料来源：wind，公司公告，万联证券研究所

公司科技创新能力不断提升，多款新产品的研制取得突破性进展。2018年1月，国家高速列车技术创新中心首批入驻项目签约完成建设工作正式启动，中车牵头实施的国家重点研发计划先进轨道交通重点专项进展顺利，时速 350 公里“复兴号”高速动车组批量投入运行，标准动车组研制达到全面自主化、标准化新高度。时速 250 公里标准动车组、160 公里快捷货车、驮背运输车等各种高端铁路装备研制取得积极进展，无人驾驶技术、城镇水处理技术等重大专项取得突破。随着公司新技术、新产品方面的突破，公司在行业中的引领地位也进一步加强。

图表5：中国中车科技创新体系



资料来源：公司官网，万联证券研究所

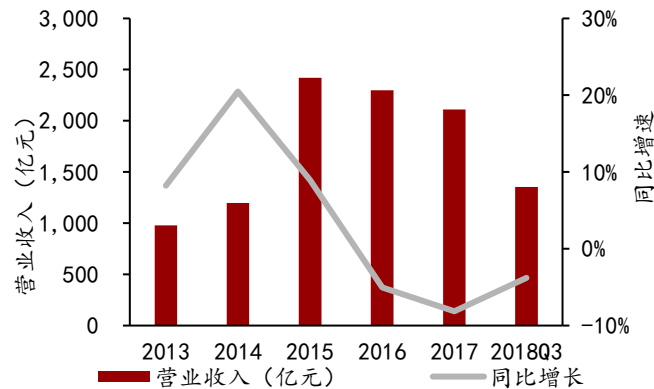
2、盈利能力稳步提升，多元产业健康发展

2.1 营收降幅收窄，利润大幅上升

从公司业绩情况来看，公司营业收入自2015年以来不断下滑，同比下降速度在2017年达到最大，为8.1%。2018年前三季度公司营业收入降幅收窄，为3.8%。从利润方面来看，2016、2017两年公司归母净利润随着营业收入的下滑而走低，分别同比下滑4.4%、4.4%。2018年前三季度，公司盈利止降回升，归母净利润同比大幅增长10.6%。

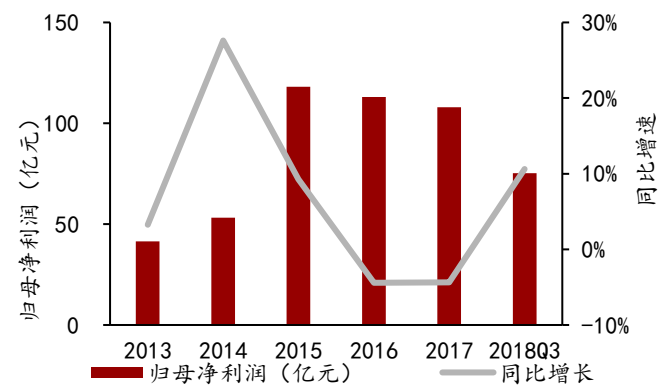
综合来看，公司业绩自2016年以来进入了下滑区间，营业收入不断下降，在2018年前三季度有企稳迹象。与此同时，公司盈利状况相对较好，归母净利润下降幅度相对较小，并且在2018年前三季度大幅上升。由此可见，公司业绩虽然在下滑，但公司实际的盈利能力有所提升。我们认为，这与公司推进相关业务整合、提高管理效率、调整业务结构的努力息息相关。

图表6：中国中车营业收入及同比增长情况



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表7：中国中车归母净利润及同比增长情况



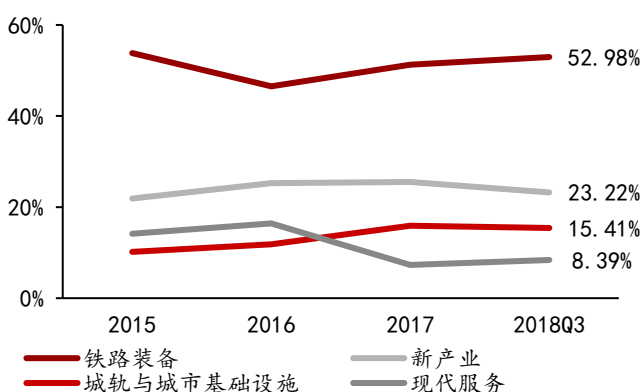
资料来源: wind, 万联证券研究所

2.2 多元产业健康发展，利率水平稳中有升

公司主营业务分为铁路装备、新产业、城轨与城市基础设施以及现代服务四大业务板块。从营业收入的结构上来看，铁路装备及新产业为公司的核心业务板块，分别占营业收入的53.0%及23.2%。从毛利率的角度看，自2015年以来公司的毛利率稳定上升。2018年上半年公司的毛利率为23.3%，较2015年上升3.1个百分点。分业务板块来看，自2015年以来，铁路装备业务的毛利率基本稳定在25%左右。新产业业务的毛利率水平稳中有升，截至2018年上半年为25.3%。城轨与城市基础设施及现代服务两个业务板块的毛利率水平相对较低，但提升速度较快。截至2018年上半年，公司城轨与城市基础设施业务的毛利率为18.1%，较2015年提升5.4个百分点；现代服务业务的毛利率为14.0%，较2015年提升6.1个百分点。

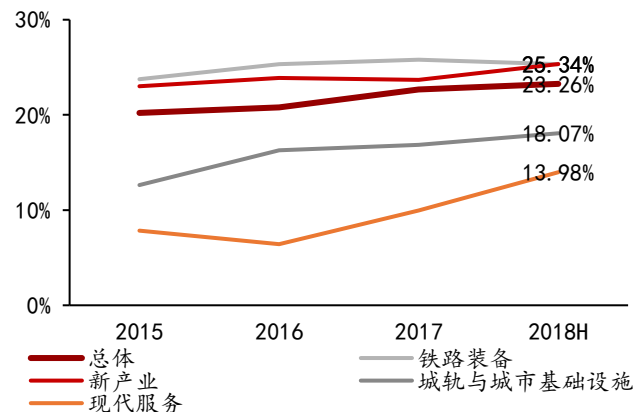
综合来看，公司四大业务板块健康发展，多元化产业拓展较为成功。其中新产业业务已发展成为公司的支柱产业，现代服务业务的盈利水平也随着业务结构的调整而快速提升。

图表8：中国中车营业收入结构（按产品）



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表9：中国中车毛利率情况



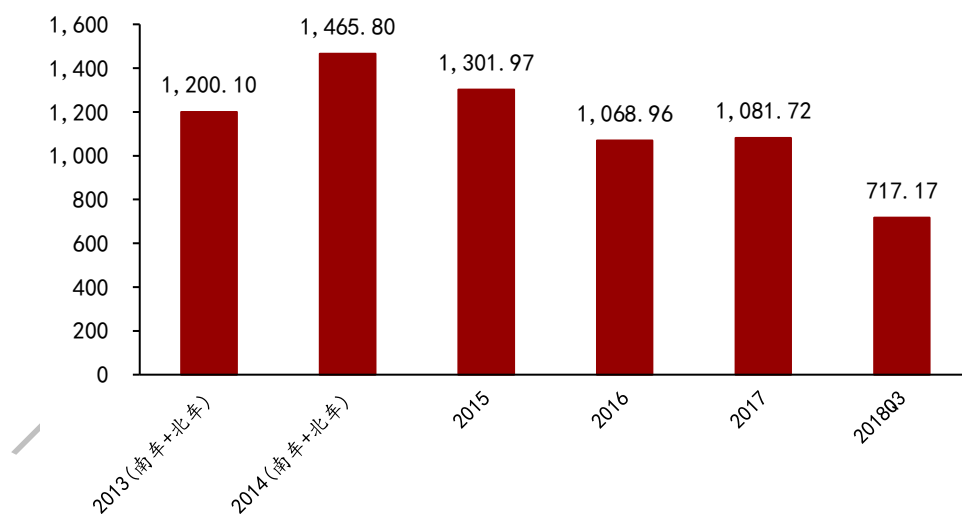
资料来源: wind, 万联证券研究所

3、铁路装备板块：动集应用前景广阔，“公转铁”政策带动机车货车需求

3.1国内铁路装备行业绝对龙头，市场地位稳固

2018年前三季度，中国中车铁路装备板块实现营业收入717亿元。公司是我国铁路装备市场，尤其是铁路车辆市场的绝对龙头，市场地位无可撼动。由于行业性质的原因，公司铁路装备板块的客户高度集中于铁路总公司及其所属铁路局及公司，铁路装备板块的业绩与铁总的的需求情况息息相关。

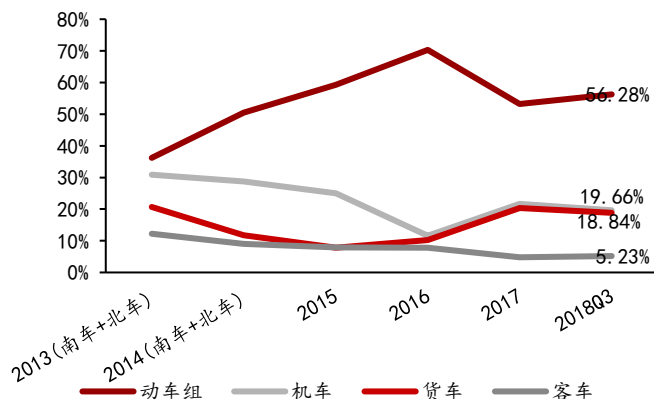
图表10：中国中车铁路装备板块营业收入（单位：亿元）



资料来源：wind，万联证券研究所

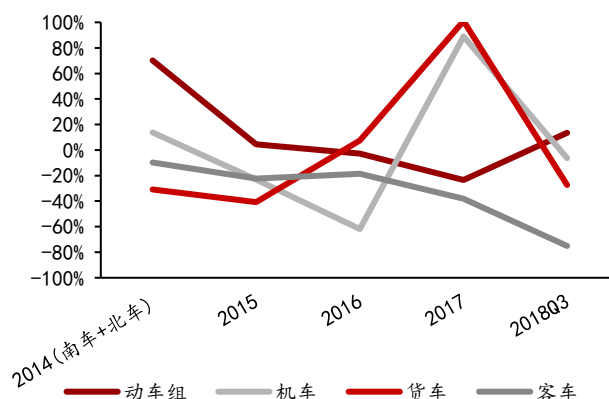
截至2018年前三季度，公司动车组、机车、货车以及客车四部分业务的营收占比分别为56%，20%，19%，5%。目前，国内铁路客运部分越来越依赖动车组列车，普通客车的新增需求逐渐被动车组挤压，因此公司客车业务的营业收入及收入占比均逐年走低。动车组业务的营业收入在2014年同比增长70%后迅速冷却，到2017年达到业绩低点，营收同比减少23%；受2017-2018年铁总对动车组采购量增加的影响，2018年前三季度动车组板块的业绩回升14%。从2016年开始，公司机车和货车的营收占比保持在基本一致的状态，营收增速也从2017年开始同升同降。我们认为，这主要是由于客运机车市场被动车组挤压，导致机车与货车的需求逐渐重合。

图表11：公司铁路装备板块营收结构占比



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表12：公司铁路装备板块营收同比增长率



资料来源：公司公告，万联证券研究所

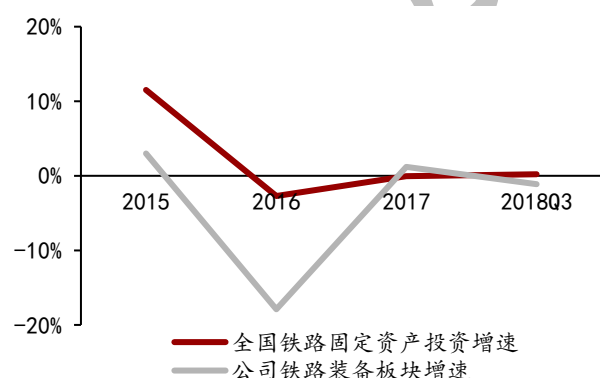
3.2 铁路投资维持高位，行业龙头充分受益

公司作为国内铁路装备市场的绝对龙头，其铁路装备板块的业务与我国铁路固定资产投资的情况息息相关。对比铁路固定资产投资增速与公司铁路装备收入增速，两者均在2016年出现了明显的下降，并在2017年回升后保持基本稳定。可以看到，公司铁路装备板块的业绩与铁路固定资产投资有较强的相关性。

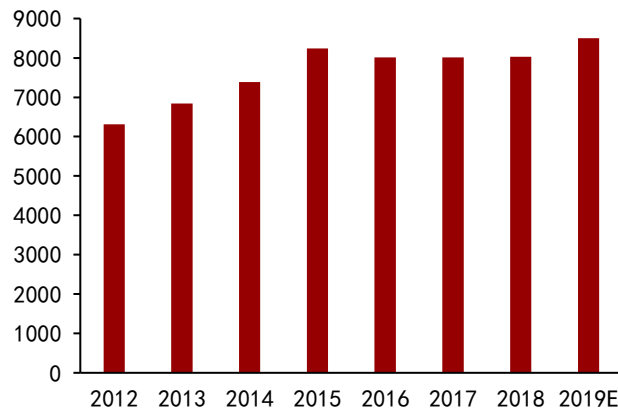
预计铁路固定资产投资额在未来几年将保持高位。2018年10月31日，国务院发布了《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，将加快推进高铁“八纵八横”项目建设、加快推动重大铁路项目建设、推进京津冀、粤港澳等城市群城际铁路规划建设列为重点任务。目前来看，全国铁路固定资产投资在2015年达到高点后回落，近4年来均稳定在8000亿元以上。我们认为，**铁路固定资产投资额在2019-2020年有望达到8500亿元左右的历史高位。**主要依据为：

1. 铁总在年度工作会议中表示，2019年全国铁路固定资产投资保持强度规模；
2. 铁总在年度工作会议上表示，2019年新增铁路里程将达到6,800公里，同比增长45%。若要完成“十三五”定下的铁路营业里程15万公里的目标，2020年投产新线将超过12000公里，同比增长79%，预计铁总将加快推进铁路新项目的开工建设，带动铁路固定资产投资大幅增加；
3. 据上证报报道，2019年中国铁路总公司铁道债额度达3000亿元，较2018年大幅增加25%，为2019年铁路固定资产投资大幅增加提供了充足的弹药。

图表13：铁路固定资产投资增速与公司铁路装备收入增速



图表14：全国铁路固定资产投资额（亿元）



资料来源：wind，铁路总公司，万联证券研究所

资料来源：铁路总公司，万联证券研究所

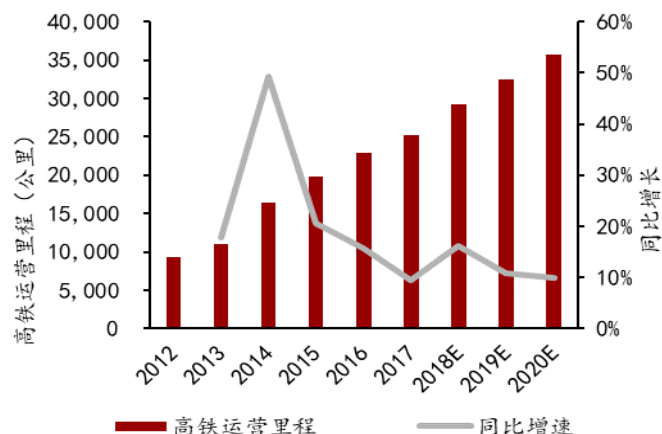
注：2018年全铁路固定资产增速为全年数据

3.3 动车组及客车板块：动车组需求稳定，新产品前景可期

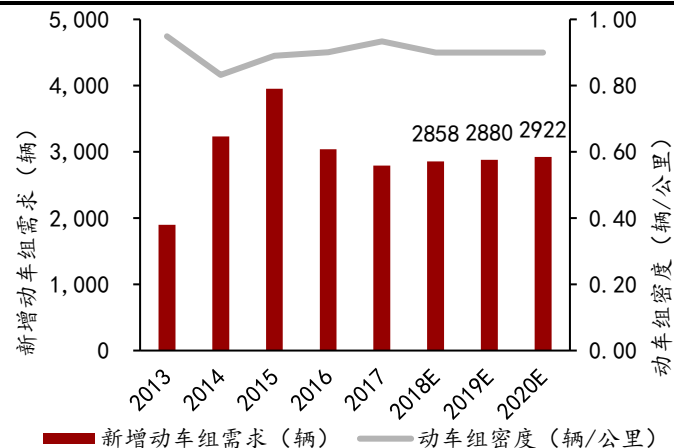
3.3.1 动车组下游需求稳定，公司业绩有保障

2019年铁路总公司在年度工作会议中介绍说，2018年高铁投产新铁路线4100公里，2019年确保投产高铁新线3200公里。由此计算，全国高铁运营里程将在2019年超过3.2万公里。从这个数据上来看，2017-2019年全国高铁运营里程进入了增速在10%左右的区间。2020年为“十三五”的最后一年，预计全国高铁运营里程的增速不会出现大幅下调，可稳定保持在10%左右。我国的动车组密度（动车组保有量/高铁运营里程）基本保持在0.9辆/公里左右。以此推断，**2018-2020年每年新增的高铁动车组需求将稳定在2900辆（约360标准列）左右，公司高铁动车组板块未来业绩的稳定性有保障。**

图表15：全国高铁运营里程



图表16：预计2018-2020年动车组新增需求稳定



资料来源：wind，铁总工作会议，万联证券研究所

资料来源：wind，万联证券研究所

3.3.2 公司推出动车新产品，替换普客前景可期

我们预计，公司在动车组及客车板块的又一业绩突破口将来自与公司的新产品——动力集中式动车组。复动力集中式动车组是为复兴号系列中最低一级的动车组产品，在未来有望大面积替代现有的普速客车。时速160公里的动力集中型动车组（动集）是由中国铁路总公司和中国中车牵头，中车旗下的中车唐山、浦镇、大连、青岛四方、株洲、大同等六家公司联合研制的动车组列车。据铁科院报道，此款动车组研制主要是为了提高既有线铁路运输服务品质，充分利用既有线的运输资源和既有机车、客车的检修资源，可用于既有普速线路和客货混运的客运专线线路。我们认为本车将逐渐替代现有普速列车，成为我国非高铁客运主力。

图表17：复兴号CR200J动力集中型动车组

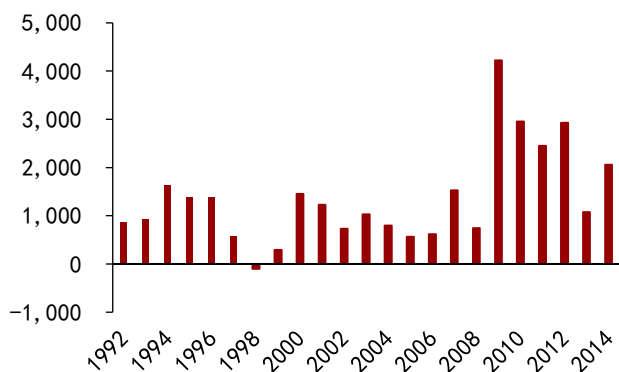


资料来源：百度百科，万联证券研究所

2018年11月28日，时速160公里的动力集中型动车组获得型号合格证和制造许可证，标志着时速160公里的动集具备了批量生产条件和商业运营资格。同年11月30日，铁总启动了此款动集采购项目的竞争性谈判，采购短编组动集10组，长编组动集18组，拉开了普客升级为动集的序幕。根据公司公告，本次动力集中动车组销售合同金额总计约30亿元人民币。

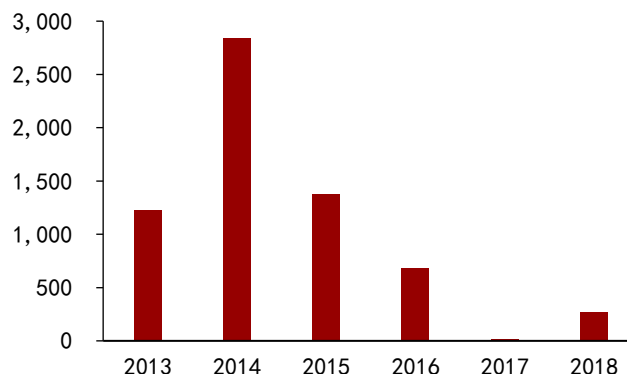
到2017年，全国铁路客车拥有量为7.3万辆，升级换代空间巨大。动集可以用于替代25G、25T等第三代25型车，其中25G型车在1994年开始大规模生产。我们假设1994年后新增的铁路客车将逐步被动集替代，且这些车辆的使用寿命为25年。1994-1995年新增的客车拥有量分别为1623、1386辆，对应到2019-2020年的动集替代需求分别为203、173列（以8辆一列计）。实际上，动集的市场也存在着对前两代客车的替代需求、由于2016-2018年普速客车招标停滞所压制的更新需求、新投产铁路客运线的需求等需求方向。因此，我们保守估计2019-2020年公司动集车辆的销量为150-200列，以每列价格为0.65亿元计算，动集带来的业绩增厚每年为98-130亿元。

图表18：全国新增客车拥有量（辆）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表19：铁路客车采购量（辆）



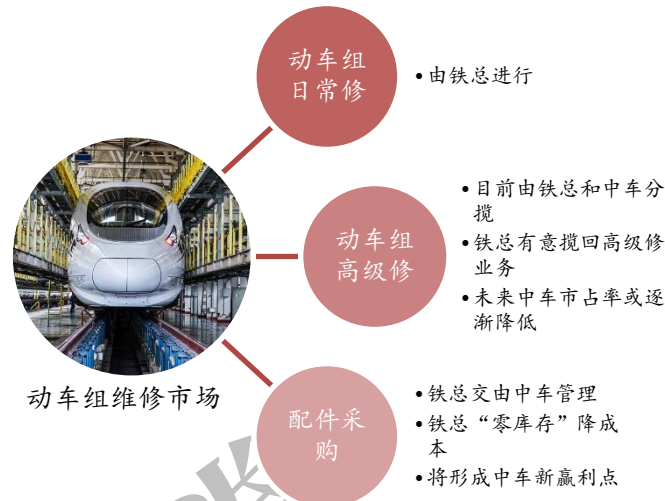
资料来源：wind，万联证券研究所

3.3.3 铁总抢占高级修市场，配件采购成新赢利点

我国动车组实行计划性预防修的检修体制，分为五级修程。一、二级检修为运用检修，在动车所内进行；三、四、五级检修为高级检修，在具备相应车型检修资质的检修单位进行。一级检修以目视检查和功能测试为主；二级检修在目视检查和功能测试的基础上，增加了性能检测和维护保养等内容；三级检修主要对转向架进行分解检修，对制动、牵引、空调等系统进行性能测试和维护保养；四级检修主要对动车组各系统进行分解检修；五级检修是对全车进行分解检修，较大范围地更新零部件。

动车组一、二级日常修一般由中铁总进行，而三、四、五级高级修则基本由中国中车和铁总分揽。根据可得的中标数据，公司动车组高级修的市场占有率有下降趋势，截至铁总2017年第一次招标，公司的市占率为60%左右。近年，铁总投资创建维修基地、改革机车车辆修程修制，有意在高级修市场上限制中国中车。与此同时，根据中国经营网报道，为了做到“零库存”降成本，铁总将动车组维修中的装备购置、配件管理、物流和库存交由中国中车代为管理。按照协议，路局不再集中采购配件，取而代之的是到中国中车随用随取。在这种新模式下，中国中车的配件销售价格将大幅上涨，形成新的赢利点。我们认为，公司在动车组检修市场的市占率将因铁总的竞争而逐渐降低，但预计动车组大修市场由公司和铁总平分的格局不会迅速改变。在新的且配件采购管理业务的增长有望对冲失去检修市场带来的业绩冲击。

图表20：动车组检修市场情况



资料来源：中国经营网，万联证券研究所

3.4 机车及货车：“公转铁”政策持续推进，公司相关板块深度受益

长久以来，我国铁路的货运量只有公路货运量的10%左右，铁路货物运输的能力未充分发挥，潜力巨大。另一方面，公路运输大宗物资也导致了破坏公路路面、超载、污染等问题。在这种背景下，2017年环保部发布了《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》，提到了天津、河北及环渤海所有集疏港煤炭主要由铁路运输，禁止环渤海港口接收柴油货车运输，拉开了大宗物资运输“公转铁”的序幕。2018年7月，中国铁路总公司将实施《2018-2020年货运增量行动方案》。《方案》中提出，到2020年，全国铁路货运量达47.9亿吨，大宗货物运量占铁路货运总量的比例稳定保持在90%以上。

图表21：“公转铁”相关信息政策汇总

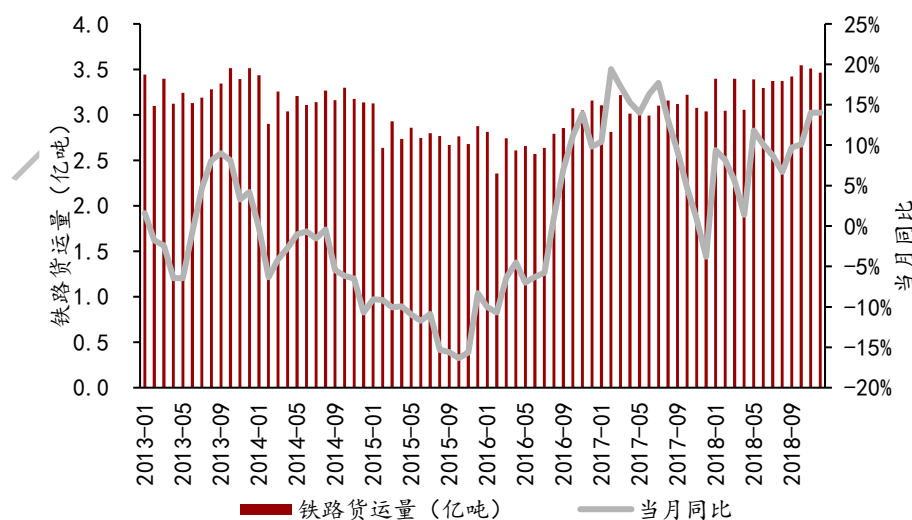
时间	事件	政策内容
2017年2月	环保部、发改委等多个部门印发了《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》	7月底前，天津港不再接收柴油货车运输的集疏港煤炭。9月底前，天津、河北及环渤海所有集疏港煤炭主要由铁路运输，禁止环渤海港口接收柴油货车运输的集疏港煤炭。
2018年1月	铁总举行“调整运输结构增加铁路运量”签约仪式	铁总所属18家铁路局集团公司与50家大型企业在京签署了年度运量运能互保协议，标志着铁总2018年调整运输结构，增加铁路货运量战役提前展开。
2018年2月	中央经济工作会议	会议要求调整运输结构，减少公路货运量、增加铁路货运量。
2018年7月	铁总制定了《2018-2020年货运增量行动方案》	提出到2020年，全国铁路货运量达47.9亿吨，大宗货物运量占铁路货运总量的比例稳定保持在90%以上；全国铁路煤炭运量达到28.1亿吨，较2017年增运6.5亿吨，占全国煤炭产量的75%；全国铁路疏港矿石运量达到6.5亿吨，较2017年增运4亿吨，占陆路疏港矿石总量的85%；2018至2020年，集装箱多式联运年均增长30%以上。

2018年10月	国务院办公厅印发《推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020年）》	提出与2017年相比，全国铁路货运量增加11亿吨、增长30%，其中京津冀及周边地区增长40%、长三角地区增长10%、汾渭平原增长25%；全国多式联运货运量年均增长20%，重点港口集装箱铁水联运量年均增长10%以上；加快重点干线铁路项目建设进度，提升既有铁路综合利用效率，实施铁路干线主要编组站设备设施改造扩能。
----------	--------------------------------------	---

资料来源：环保部，发改委，经济参考报，新华网，国务院办公厅，万联证券研究所

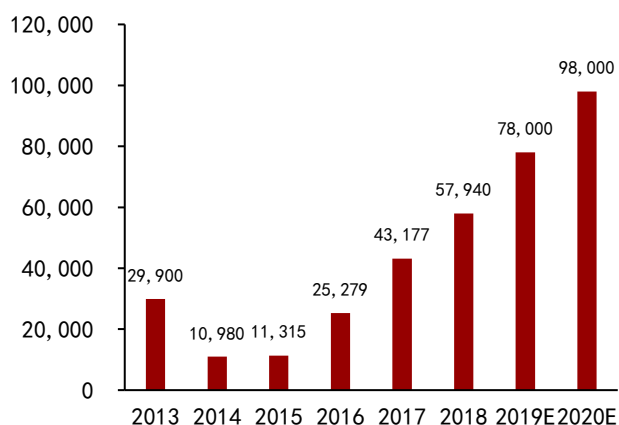
从铁路货运量数据来看，“公转铁”政策对铁路货运量的拉动十分明显。自2017年底开始，铁路货运量开始止跌回升，2018年铁路货运量较2017年回升了9%。政策的利好也体现到了铁路机车和货车的采购量上，2018年铁路货车和机车的采购量分别为5.8万辆和759台，较上年分别上涨了34%和11%。据中国经营报报道，铁总计划2019年购置货车7.8万辆，机车1564台；2020年购置货车9.8万辆，机车2004台。预计这些铁路车辆的采购将为公司带来超过1500亿元的收入。

图表22：铁路货运量及当月同比增速



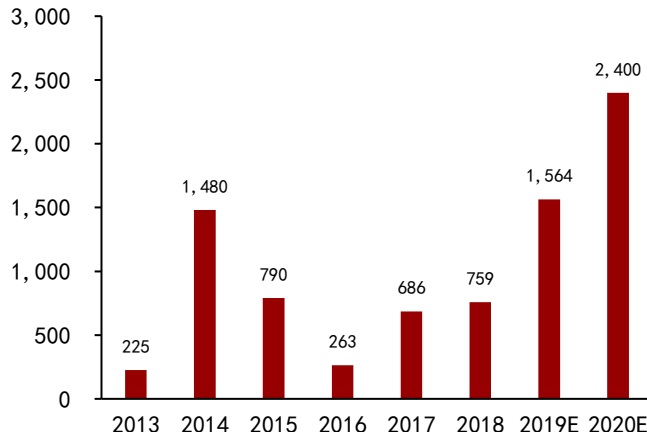
资料来源：wind，万联证券研究所

图表23：铁路货车采购量（辆）



资料来源：wind，中国经营报，万联证券研究所

图表24：铁路机车采购量（台）



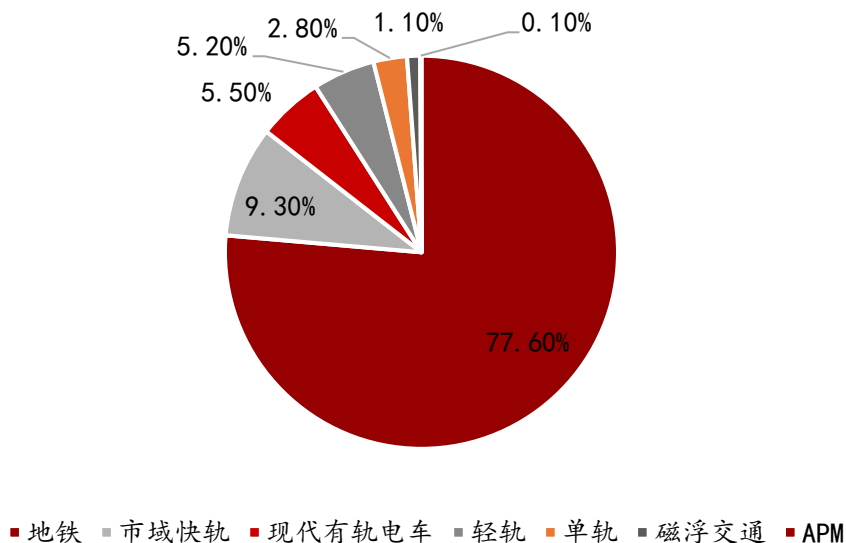
资料来源：wind，中国经营报，万联证券研究所

4、城市轨交板块：未来三年城轨通车达到高峰期

4.1 地铁为国内城轨主流制式，公司占据绝对龙头地位

根据《城市公共交通分类标准》中的划分，城市轨道交通包括：地铁系统、轻轨系统、单轨系统、有轨电车、磁浮系统等七种。据中国城市轨道交通协会的统计，截至2017上半年，城轨交通运营线路制式结构主要是地铁，地铁占比高达77.6%。目前中车在城轨车辆市场中也处于绝对龙头的地位，据中国轨道交通网报道，中国中车占据国内地铁车辆90%左右的市场份额。

图表25：截至2017上半年城轨运营线路制式结构情况

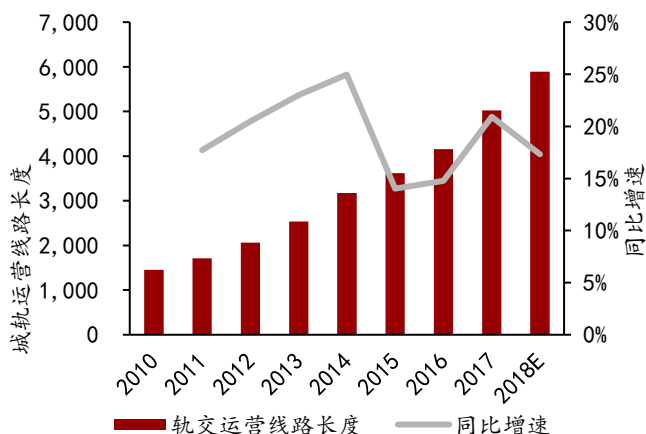


资料来源：中国城市轨道交通协会，万联证券研究所

4.2 地铁通车达到高峰期，公司城轨业绩有保障

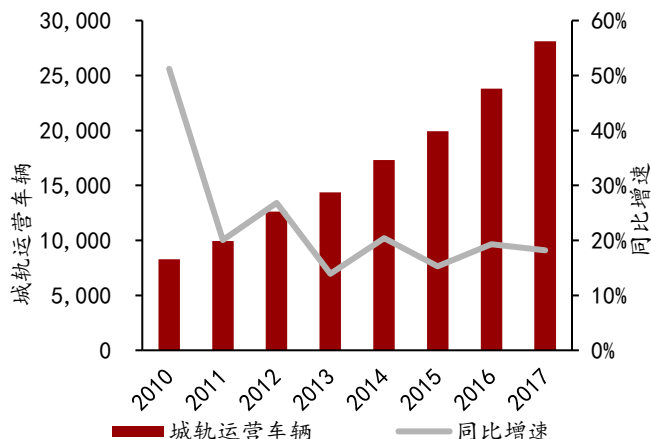
国内城市轨道交通的运营线路长度近年一直保持14%-20%左右的高速增长。据财新网报道，2018年城轨新建里程将达870公里，较2017年增长17%。与此同时，城市轨道交通运营车辆的数量也随着城轨运营线路的增加而增长。2018年8月，发改委时隔一年后重启了城市轨道交通建设规划审批工作，此后发改委密集批复了多个城市的轨交项目，城轨投资提速的信号明显。

图表26：城轨运营线路长度（公里）



资料来源：wind，财新网，万联证券研究所

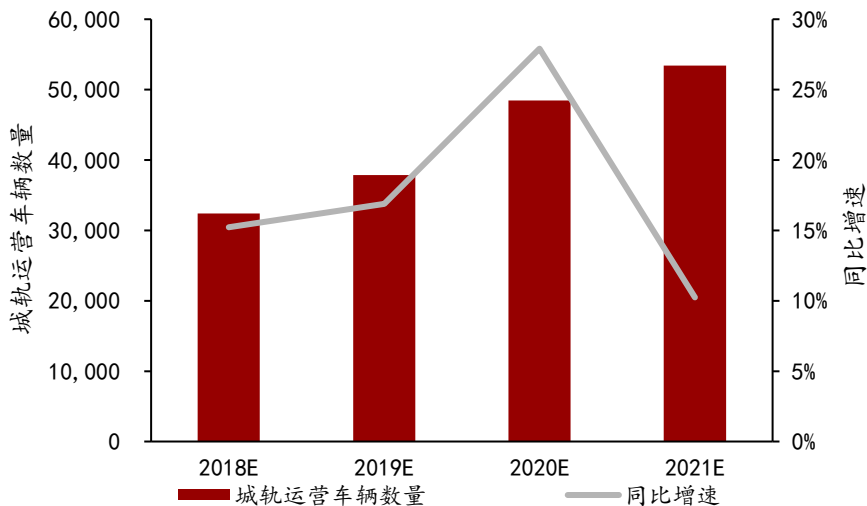
图表27：城轨运营车辆（辆）



资料来源：wind，万联证券研究所

我们统计了最近在建的城轨项目，根据统计结果，预计2019-2021年城轨的通车里程分别为995Km、1922Km、902Km。按城轨车辆密度为5.5辆/公里计，保守估计2019-2021年新增的城轨车辆需求分别为5473辆、10571辆、4961辆，考虑到城轨车辆1年左右的生 产周期，新增城轨车辆的需求将在未来几年逐步形成公司业绩。

图表28：预计2019-2021年新增的城轨车辆需求



资料来源：wind，万联证券研究所

图表29：预计2019年通车的城轨项目

城市	线路	长度 (公里)	城市	线路	长度 (公里)
深圳	5 号线南延线	7.7	常州	1 号线	33.8
北京	新机场线一期	39.1	兰州	1 号线	26.0
	7 号线东延	16.6		2 号线	32.0
	八通线南延	4.5	福州	2 号线	29.3
	机场线西延	2.0	南宁	3 号线	27.8
	房山线北延	5.2	济南	1 号线	26.3
	昌平线南延	12.6	武汉	2 号线南延线	13.4
广州	8 号线北延段	18.1		蔡甸线	16.1
	21 号线	61.5		8 号线三期	4.9
上海	10 号线二期	10.3	重庆	1 号线尖顶坡至璧山段	5.6
沈阳	9 号线	29.0		5 号线（一期南段）	22.7
杭州	5 号线	51.8	天津	1 号线东延伸线	15.9
成都	5 号线一二期	49.0	宁波	2 号线二期	8.5
郑州	14 号线	8.0		3 号线一期	16.7
	5 号线	40.4	南昌	2 号线东段	11.8
	2 号线二期	10.3	青岛	2 号线（一期西段）	4.8
	城郊铁路二期	9.1	西安	1 号线二期	6.1
苏州	3 号线	45.3	石家庄	1 号线（二期）	13.3
厦门	2 号线	41.6	呼和浩特	1 号线一期	23.2
合肥	3 号线	37.2	乌鲁木齐	1 号线南段	11.1
徐州	1 号线	22.0		2 号线一期	19.4

长沙	3 号线	36.4	哈尔滨	1 号线三期工程	8.5
	4 号线一期	33.5			
总计 (公里)		944.9			

资料来源：本地宝，百度百科，万联证券研究所

图表30：预计2020年通车的城轨项目

城市	线路	长度 (公里)	城市	线路	长度 (公里)
深圳	6 号线一期	37.9	徐州	2 号线一期	23.9
	6 号线南延线	11.5		3 号线一期	18.3
	8 号线一期	12.3	长沙	5 号线一期	22.5
	10 号线	32.5		2 号线一期	19.7
	2 号线东延段	3.8	福州	1 号线二期	5.0
	3 号线东延线	9.2		6 号线	40.9
	3 号线南延线	1.5	南宁	2 号线东延线	6.5
	4 号线北延段	10.8		4 号线	24.6
	9 号线南海支线	4.4	济南	2 号线	36.4
	9 号线西延线	10.8		3 号线	19.9
北京	19 号线一期	22.4	太原	2 号线一期	23.4
	14 号线中段	4.0		6 号线二期	15.0
	S1 线剩余段	1.2	武汉	8 号线二期	17.6
	燕房线支线	6.1		11 号线二期	17.0
	28 号线	8.8		16 号线一期	32.1
广州	7 号线一期西延顺德段	13.4	重庆	5 号线跳磴至江津段	26.7
				6 号线支线（二期）	14.0
上海	14 号线	39.1		9 号线（一期）	32.3
	18 号线一期	36.8		10 号线（二期）	10.0
沈阳	4 号线	34.1		环线（西南半环）	17.3
	10 号线	27.2	天津	B1 线（一期）	31.3
杭州	1 号线三期	11.5		Z4 线（一期）	44.0
	9 号线一期	29.5	宁波	4 号线	36.0
	6 号线	58.8		3 号线	28.5
	杭富城际	23.5	南昌	1 号线	42.7
佛山	2 号线一期	32.2		4 号线	30.7
成都	6 号线	68.8	青岛	7 号线（一期）	17.3
	8 号线一期	29.1		13 号线（二期北段）	2.4
	10 号线二期	27.0		9 号线一期	25.3
	18 号线一二期	66.8		6 号线一期	20.1
	17 号线一期	26.1	西安	5 号线（一期、二期）	45.1
	9 号线一期	22.2			
郑州	4 号线	30.1	石家庄	2 号线（一期）	16.2
	3 号线一期	25.2		3 号线（一期两边段）	13.1
	10 号线	43.5		3 号线（二期）	8.1
	6 号线	47.4	呼和浩特	2 号线一期	28.2

	17 号线	66.5	南京	9 号线一期	19.7
厦门	4 号线一期	44.8	哈尔滨	2 号线一期工程	28.6
	3 号线	36.7	贵阳	2 号线一期	43.8
总计(公里)		1921.7			

资料来源：本地宝，百度百科，万联证券研究所

图表31：预计2021年通车的城轨项目

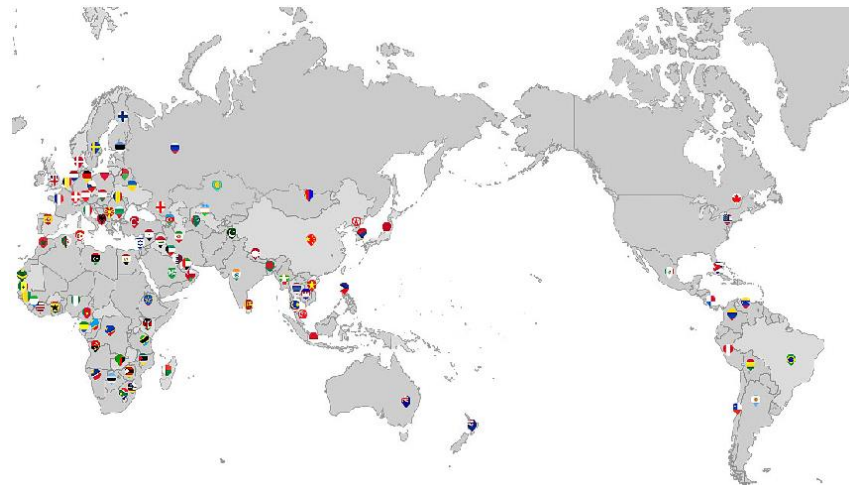
城市	线路	长度 (公里)	城市	线路	长度 (公里)
北京	3 号线一期	20.8	合肥	5 号线	40.3
	12 号线	29.6	长沙	1 号线北延一期	9.9
	17 号线	49.7		2 号线西延线二期	14.7
	8 号线北段	19.2		地铁 6 号线中段	30.4
	16 号线西苑-宛平	30.1	南宁	5 号线	20.2
	新机场线北延	3.5	武汉	5 号线	32.3
上海	15 号线	42.3		前川线	36.2
杭州	8 号线一期	17.1	天津	4 号线（一期南段）	19.4
	7 号线	47.5		10 号线（一期南段）	21.2
	3 号线一期	52.9	宁波	5 号线一期	27.5
	4 号线二期	23.9	南昌	4 号线	38.2
佛山	3 号线	55.8	青岛	8 号线	60.7
郑州	3 号线二期	16.2	西安	6 号线二期	19.8
苏州	5 号线	44.1	南京	1 号线北延	6.5
合肥	1 号线三期	4.5		2 号线西延	5.6
	4 号线	41.4	哈尔滨	3 号线二期工程东南半环	20.4
总计(公里)		901.9			

资料来源：本地宝，百度百科，万联证券研究所

5、海外板块业务稳定

2014年10月，中国北车与MBTA签订了约5.67亿美元的波士顿红橙线地铁项目合同，这284辆地铁列车成为了率先打入美国市场的国产轨道交通装备。2018年12月，首批地铁车辆正式下线，象征了中国中车在美国本土化生产营运上迈出了重要一步。公司经过多年来的快速发展和积淀，已经成为世界铁路机车车辆行业之翘首。根据德国SCI Verkehr公司2014年的报告统计，在世界9大类机车车辆产品中中国中车拥有5项第一，即：电力机车、高速列车、客车、货车和地铁车辆。目前，公司业务已扩展到世界各地，并在美国、德国、澳大利亚等发达国家占据一席之地。此外，公司还在德国、英国、美国等国家设立海外研发中心，对海外研发资源利用和人才培养能力不断增强。

图表32：中国中车业务遍布世界各地



资料来源：公司官网，万联证券研究所

2016年以来，公司频频斩获海外轨交设备大单，考虑到海外轨交设备2年左右的制造期，这些订单将在未来三年的时间释放，对公司海外业务的业绩形成支撑。

图表33：中国中车2016-2018年轨交设备海外订单情况

年份	国家	类型	合同额或产品数量
2018	智利	动车组销售及维修	36 辆
	哥斯达黎加	动车组销售及维修	16 辆
	新加坡	地铁车辆翻新	6 亿元人民币
	埃及	动车组销售及维修	132 辆
	土耳其	地铁车辆销售	5 亿美元
	孟加拉国	客车销售	5.8 亿元人民币
	印度尼西亚	货车销售	13.9 亿元人民币
	印度尼西亚	机车、客车销售	6.8 亿元人民币
	阿根廷	地铁车辆销售	2.78 亿美元
	德国	货车销售	6.5 亿元人民币
	伊朗	地铁车辆销售	35.8 亿元人民币
2017	澳大利亚	货车销售	9.4 亿元人民币
	巴西	地铁车辆销售	64 辆
	马来西亚	轻轨车辆销售	24.6 亿元人民币
	美国	客车销售	11.1 亿元人民币
	印度尼西亚	动车组销售	25.1 亿元人民币
	马来西亚	动车组销售	13.2 亿元人民币
	美国	地铁车辆销售	17.4 亿元人民币
	美国	地铁车辆销售	44.6 亿元人民币
	印度	地铁车辆销售	7.4 亿元人民币
2016	澳大利亚	地铁车辆销售	25.4 亿元人民币
	美国	地铁车辆销售	41 亿元人民币
	泰国	地铁车辆销售	12.2 亿元人民币
	巴基斯坦	地铁车辆销售	9.7 亿元人民币
	印度	地铁车辆销售	7.2 亿元人民币

资料来源：公司公告，万联证券研究所

6、新产业及现代服务板块

6.1 新产业板块：产品定位高端，行业地位领先

秉承中国中车发展战略，依托核心技术与装备制造优势，中国中车一直致力于轨道交通以外的产业的延伸与发展。公司通过政企合作、合资合作以及供应链整合等方式，构建战略合作体系，依托轨道交通装备的核心技术，推动发展公司新产业业务。截至2018年前三季度，新产业业务已发展成为公司的第二大业务板块，营业收入占比超过23%。

公司的新产业业务主要包括通用机电业务和新兴产业业务。通用机电业务以掌握核心技术、突破关键技术、增强系统集成能力为重点，完善产业链，巩固轨道交通装备核心技术优势，促进主要产品技术升级。新型产业业务聚焦高端装备，以新材料、新能源、环保水处理装备、海工装备等战略新兴业务为重点，聚焦细分市场，加强市场开发。

6.1.1 通用机电：巩固核心优势，促进产品升级

公司的通用机电业务依托轨道交通装备领域核心优势，走专、精、特、新发展之路，优化资源配置，增强核心能力，支持轨道交通装备产品技术升级，拓宽应用领域，实现专业化、规模化发展。

目前，司机电产品事业部成员企业包括永济电机公司、天津装备公司、南口机械公司，四方所公司、大连所公司和大连电牵公司6家企业。公司业务主要覆盖核心部件和关键系统的研发、生产制造、试验检测，产品应用范围广泛，除可用于铁路动车组、机车、客车、货车、城轨车辆等轨道交通装备之外，还可用于风电、船舶等多元产业装备。

图表34：中国中车主要通用机电产品概况



牵引电传动系统

牵引传动系统一般采用交—直—交传动形式。牵引设备主要包括各高压电器、主变压器、牵引变流器、牵引电机等相应控制系统。牵引电路主要由网侧电路、四象整流电路、中间直流环节电路、逆变电路等相关电路组成。



制动系统

制动系统是机车及列车安全行车中必不可少的装置，同时为了提高铁路的通过能力，也必须有动作灵敏、控制精确、制动能力强的大功率制动系统。



远程控制系统

为配合中国经济大力增长，货运列车有些采用远程控制系统（即分布式机车控制系统LP-COTROL）延伸列车长度，开行了万吨级组合列车。LP-COTROL-DP机车机车控制系统是一个全面集成的分布式动力控制系统的整套解决方案。



微机及网络控制系统

机车的控制系统是以机车微机控制监视系统（简称TCMS）为核心，结合目前国内现有的机车行车安全综合信息监控系统和CCB-II空气制动系统，配以机车外围电路来进行设计的。



通风冷却系统

冷却系统的主要作用是对机车上一些需要进行强迫冷却的电器设备进行通风冷却。如主变压器、牵引变流器、牵引电动机等都需要采用强迫冷却，使这些强电设备工作中产生的大量热量经空气强制循环，散发到大气中，使工作温升不超过允许值。



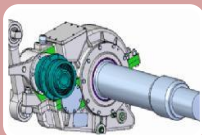
钩缓及减震装置

机车通过车钩与缓冲器（钩缓装置）实现对列车的牵引，吸收机车对列车进行连挂时及列车运行中由于传递牵引力、制动力的动态作用产生的纵向冲击力，直接关系到列车的运行安全。



辅助电气系统

辅助电气系统具有完善的电气保护和防火保护功能：各功率模块具有过流、过压、短路、散热器过热等保护功能，各辅助负载具有过载和短路保护功能。



齿轮传动系统

传动系统采用斜齿轮传动，单列圆锥滚子轴承面对面布置定位。采用飞溅式润滑方式，齿轮箱内应有合适的油槽和通道，以保证在各种速度、负荷、温度和气候条件下，齿轮和轴承有足够的润滑。

资料来源：公司官网，万联证券研究所

6.1.2 风电装备：国内行业龙头，产品出口德国

公司具备成熟完整的风力发电装备产业链，拥有 2,000 台套/年的风电整机制造能力，风电装备产业中风电叶片已进入国内前三，在国内占据行业龙头地位。

2017年10月，中车株洲电机和德国风电巨头森维安公司签订了采购合同，三年内森维安公司会采购100台以上的3.7MW-144机型风力发电机。这是德国第一次采购中国的该型产品，代表着是中国风力发电机产品首次进入代表顶级工业水平的欧盟市场。高原型风力发电机组在国内市场中拥有良好的口碑，业已成为客户首选。

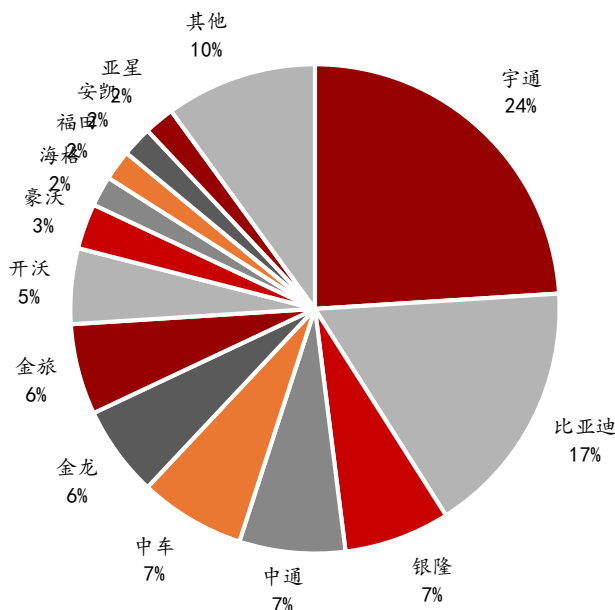
6.1.3 高分子复合材料：行业技术领导者

公司致力于高分子复合材料的研究及工程化推广应用，现已成为中国轨道交通领域研发实力最强、产品种类最齐全、销售规模最大的高分子材料及制品企业。许多创新产品已批量应用于国内外大功率牵引机车、高速动车组、高原铁路、客运专线、铁路桥梁以及城市轨道交通车辆和线路、新能源等产业领域。目前公司已在高分子复合材料行业树立起以技术领先的领导者形象，成为**全球唯一一家同时为GE、庞巴迪、阿尔斯通等世界知名机车车辆制造商提供弹性元件的供应商**；2014年进入了**全球非轮胎橡胶制品行业前三十强**，拥有中国橡胶协会副会长单位及橡胶制品分会理事长单位，实力稳居国内第一。2014年成功并购德国博戈公司，使得该产业板块成为中国中车旗下国际化程度最高的产业板块之一。

6.1.4 新能源客车：完整方案提供商，行业地位领先

公司是国内唯一一家具备从部件、系统到整车的完整方案提供商，也是全球唯一一家超级电容储能式电动汽车企业。公司打造了新能源汽车从IGBT元器件到驱动电机、电池管理系统等关键零部件以及动力系统平台和整车制造的新能源汽车的全产业链平台，产品广泛应用于公交、公路、团体、旅游、城市物流等领域。2017年，公司首发第三代智能驾驶客车、第五代控制总成，整车销量近7000台，收入突破50亿，行业第四。根据中国客车网的统计，2018年1-9月中车新能源公交客车的销量占比为7%，居国内行业第五位。

图表35：2018年1-9月新能源公交客车销量占比



资料来源：中国客车网，万联证券研究所

6.1.5 环保水处理装备：首批农村污水处理服务提供商

公司环保水处理板块成为国内村镇污水处理领域首选供应商，城市环保水处理业务规模化发展不断取得新突破。在分散式污水处理领域，中车凭借自主研发的真空排导技术和MBR一体化处理装置，以及引进消化再创新的净化槽技术，已在全国二十多个地方开展多个示范项目，成为国家住房和城乡建设部推荐的首批农村污水处理服务提供商。

6.1.6海工装备：全球市场份额第三，拓展亚太地区市场

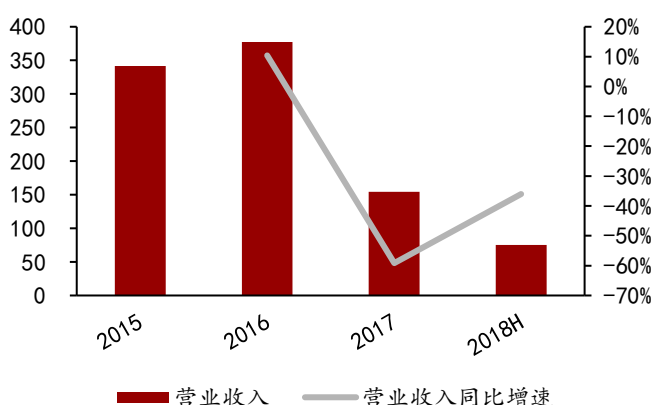
自中车时代电气2015年收购英国SMD以来，持续不断发挥技术协同优势，海工装备布局初现雏形，其涉及领域从原来以海上油气为主向外扩张，公司船舶与海工装备领域的深海机器人在全球市场份额中排名第三，市场也从原来局限于欧美，逐渐向亚太地区，特别是中国市场拓展。深海装备作为发达国家明确限制出口的高端技术产品，中车对相关产品的布局，将对国内市场的产业链产生巨大的拉动作用。2016年公司成功获得上海救捞局订单，为上海打捞局提供国内首台6000米级ROV；2017年获得中海油深海挖沟犁订单。这两个大单的获得意味着公司收购英国SMD后在市场拓展上取得的突破。

6.2现代服务板块：缩减物流业务，提升毛利率

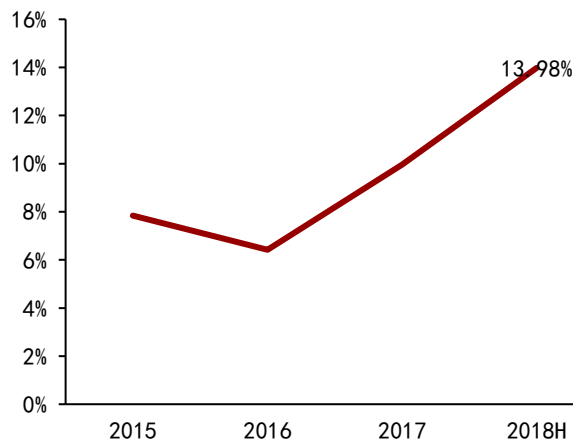
公司的现代服务业务主要以金融、类金融和物流服务为重点。金融及类金融方面，公司加强内部金融服务，以融促产，拓展金融服务业务，推进制造业和服务业融合；积极探索“互联网+高端装备+制造服务”业务，稳步推进“数字化中车”建设；物流服务方面，积极稳妥开展现代物流贸易，以强化集中采购为基础，加快“中车购”电子商务平台业务发展，促进现代服务业务稳步发展。截至2018年前三季度，公司现代服务板块的业务收入约占公司营收的8%。

2016年以来，公司主动调整业务结构，缩减物流业务规模，现代服务业板块的毛利率不断攀升。2018年上半年，公司现代服务业务的营业收入比上年同期下降36.01%，但毛利率同比上年大幅增加 5.69个百分点。

图表36：营业收入下降



图表37：毛利率不断上升



资料来源：wind，万联证券研究所

资料来源：wind，万联证券研究所

7、首次覆盖，给予“增持”评级

7.1 关键假设

铁路装备业务：营业收入方面，动车组板块在高铁通车里程增速稳定、新型动集替换普通客车的预期下保持稳定的增长。公司在动车组检修市场的市占率将因铁总的竞争而逐渐降低，但预计动车组大修市场由公司和铁总平分的格局不会迅速改变，且配件采购管理业务的增长有望对冲失去检修市场带来的业绩冲击。公司将深度受益于“公转铁”政策对货车、机车需求量的带动，货车、机车板块业务预计在未来三年大幅上升。根据铁路装备的采购量情况，预计2018年收入小幅下降，2019-2020年受货车、机车采购量上升影响收入快速上升。因此我们预计2018-2020年公司铁路装备业务收入增长率分别为-1%、10%、5%，毛利率稳定在25.5%。

城轨与城市基础设施业务:2019-2021年为城轨通车高峰期,预计将带动2019-2020年城轨车辆需求大幅增加。预计2018年因交付的城轨地铁产品类型不同导致收入略有下降,2019-2020年旺盛的城轨车辆需求将带动公司城轨板块业务快速提升。因此我们预计2018-2020年公司城轨与城市基础设施业务收入增长率分别为-1%、20%、25%,毛利率稳定在17%。

新产业业务:预计公司未来新能源客车、风电装备、通用机电等新产业业务在行业内的地位将继续巩固,收入稳定增长。预计2018-2020年公司新产业业务收入增长率分别为2%、10%、5%,毛利率稳定在23.8%。

现代服务业务:预计公司在2018-2019年继续缩减物流业务规模,调整业务结构,现代业务规模下降但毛利率快速提升。2020年公司基本完成业务结构调整,营业收入与毛利率保持稳定。预计2018-2020年公司现代服务业务收入增长率分别为-14.5%、-5%、0%,毛利率分别为13.5%、15.5%、15.5%。

7.2 主要业务分拆及收入预测

图表38: 主要业务分拆及收入预测

业务	项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
铁路装备	收入(百万元)	106,896.52	108,171.76	107,090.04	117,799.05	123,689.00
	收入增速	-17.90%	1.19%	-1.00%	10.00%	5.00%
	成本	79,811.39	80,261.96	79,782.08	87,760.29	92,148.30
	毛利(百万元)	27,085.12	27,909.80	27,307.96	30,038.76	31,540.69
	毛利率	25.34%	25.80%	25.50%	25.50%	25.50%
城轨与城市基础设施	收入(百万元)	27,140.81	33,577.49	33,241.72	39,890.06	49,862.57
	收入增速	10.27%	23.72%	-1.00%	20.00%	25.00%
	成本	22,726.11	27,917.96	27,590.62	33,108.75	41,385.94
	毛利(百万元)	4,414.70	5,659.53	5,651.09	6,781.31	8,476.64
	毛利率	16.27%	16.86%	17.00%	17.00%	17.00%
新产业	收入(百万元)	57,954.11	53,850.32	54,927.33	60,420.06	63,441.06
	收入增速	9.51%	-7.08%	2.00%	10.00%	5.00%
	成本	44,118.72	41,094.33	41,854.62	46,040.08	48,342.09
	毛利(百万元)	13,835.39	12,755.99	13,072.70	14,379.97	15,098.97
	毛利率	23.87%	23.69%	23.80%	23.80%	23.80%
现代服务	收入(百万元)	37,730.72	15,412.99	13,178.11	12,519.20	12,519.20
	收入增速	10.39%	-59.15%	-14.50%	-5.00%	0.00%
	成本	35,308.46	13,878.32	11,399.06	10,578.72	10,578.72
	毛利(百万元)	2,422.26	1,534.67	1,779.04	1,940.48	1,940.48
	毛利率	6.42%	9.96%	13.50%	15.50%	15.50%
合计	收入(百万元)	229,722.16	211,012.56	208,437.19	230,628.36	249,511.83
	收入增速	-5.04%	-8.14%	-1.22%	10.65%	8.19%
	成本	181,964.68	163,152.57	160,626.39	177,487.85	192,455.05
	毛利(百万元)	47,757.47	47,859.99	47,810.80	53,140.52	57,056.78
	毛利率	20.79%	22.68%	22.94%	23.04%	22.87%

资料来源: wind, 万联证券研究所

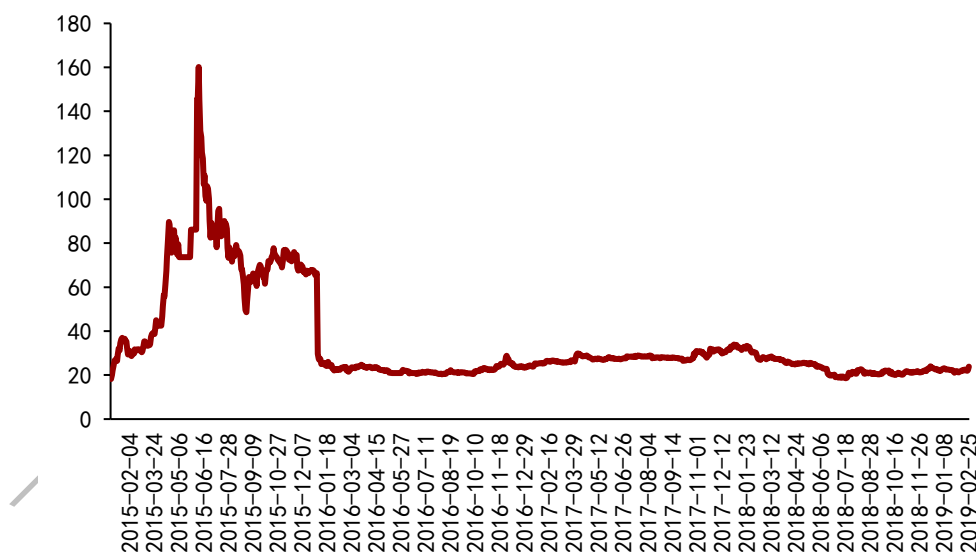
7.3 估值水平与评级

预计公司2018-2020年归母净利润分别为130、142、150亿元, EPS分别为0.45、0.49、

0.52元/股，对应的PE分别为21、20、19倍（股价按2018/3/6收盘价9.72元计算）。

公司持续推进相关业务整合、提高管理效率、调整业务结构。因此，公司在近年来业绩不断下滑的情况下，毛利率持续改善，盈利能力不断提升。公司作为行业内绝对龙头，将深度受益于轨交投资升温、“公转铁”政策落地等政策的影响。此外，公司新产品动集替换普速客车的市场空间将在未来逐渐打开，2019-2021年的地铁通车高峰也将拉动公司地铁车辆板块的收入。此外，公司依托行业地位的优势，积极发展多元产业，在多个产业板块居于市场领先地位。考虑到以上亮点，我们给予公司2019年22-24倍PE，首次覆盖予以“增持”评级。

图表39：中国中车历史PE



资料来源：wind，万联证券研究所

8、风险分析

市场风险：国内市场方面，我们在进行盈利预测时，假设了铁路车辆、城轨车辆在未来有一定幅度的增长。如果出现铁路车辆招标数量或者城轨车辆采购数量不及预期，公司的业绩将受到较大的影响。

市场格局方面，若市场格局发生重大变化，如在铁路装备、城轨等板块出现新竞争者，公司的绝对龙头地位将受到威胁，业绩将受到影响。

海外业绩不及预期：国际市场形势复杂，易受政治、国际关系等因素影响。若未来国际市场形势发生重大变化，公司业绩可能会受到较大的影响。

政策不确定性风险：轨交设备产业政策、新产业政策、市场准入政策等政策的不确定性将为公司的经营和发展带来风险。

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	255,471	253,878	289,253	320,624
货币资金	60,886	80,879	95,658	112,859
应收及预付	115,422	100,331	113,190	121,695
存货	55,222	52,783	58,761	63,558
其他流动资产	23,941	19,886	21,644	22,511
非流动资产	119,700	116,696	113,038	109,530
长期股权投资	11,214	11,414	11,614	11,814
固定资产	57,242	52,242	48,242	44,442
在建工程	8,676	10,002	10,545	11,137
无形资产	17,783	16,783	15,783	14,783
其他长期资产	24,786	26,256	26,855	27,355
资产总计	375,171	370,574	402,291	430,154
流动负债	203,490	195,821	213,604	226,498
短期借款	32,429	35,000	35,000	35,000
应付及预收	150,090	133,734	150,114	161,881
其他流动负债	20,972	27,087	28,490	29,617
非流动负债	29,811	20,037	20,037	20,037
长期带息债务	4,460	4,460	4,460	4,460
长期应付款	9,126	350	350	350
其他非流动负债	16,226	15,227	15,227	15,227
负债合计	233,301	215,858	233,640	246,535
股本	28,699	28,699	28,699	28,699
资本公积	40,637	40,687	41,687	42,687
留存收益	49,036	56,629	64,359	72,804
归属母公司股东权益	121,559	131,385	142,238	153,934
少数股东权益	20,311	23,082	26,063	29,235
负债和股东权益	375,171	370,324	401,941	429,704

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	16,209	21,439	17,019	18,811
净利润	13,012	15,755	17,139	18,174
折旧摊销	9,269	5,500	4,500	4,300
营运资金变动	-4,459	2,346	-2,463	-1,125
其它	-1,613	-2,162	-2,157	-2,537
投资活动现金流	-2,975	2,719	2,698	3,178
资本支出	-7,701	-469	308	358
投资变动	4,084	1,170	-610	-480
其他	853	2,018	3,000	3,300
筹资活动现金流	6,749	-4,416	-5,038	-4,888
债权融资	3,063	-1,170	-50	100
股权融资	12,164	50	1,000	1,000
股利分配与偿付利息	-8,186	-5,071	-1,020	-5,988
其他	-293	1,775	-4,968	0
现金净增加额	19,984	19,742	14,679	17,102
期初现金余额	28,016	60,886	80,879	95,658
期末现金余额	47,690	80,879	95,658	112,859

利润表

单位：百万元

至12月31日	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	211,013	208,437	230,628	249,512
营业成本	163,153	160,626	177,488	192,455
营业税金及附加	2,114	1,797	2,076	2,257
销售费用	7,218	6,900	7,660	8,319
管理费用	23,911	21,621	24,327	26,499
财务费用	1,254	1,554	1,768	1,849
资产减值损失	2,774	500	500	500
公允价值变动收益	-331	100	100	100
投资净收益	2,694	2,780	2,900	3,200
营业利润	14,743	18,233	19,772	20,946
营业外收入	1,018	790	880	1,000
营业外支出	362	200	240	280
利润总额	15,399	18,823	20,412	21,666
所得税	2,388	3,067	3,273	3,493
净利润	13,012	15,755	17,139	18,174
少数股东损益	2,213	2,771	2,981	3,173
归属母公司净利润	10,799	12,984	14,158	15,001
EBITDA	21,113	22,493	23,078	23,783
EPS (元)	0.38	0.45	0.49	0.52

主要财务比率

至12月31日	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	-8.14%	-1.22%	10.65%	8.19%
营业利润	-2.73%	23.67%	8.44%	5.94%
归属于母公司净利润	-4.35%	20.24%	9.04%	5.95%
获利能力				
毛利率	22.68%	22.94%	23.04%	22.87%
净利率	5.12%	6.23%	6.14%	6.01%
ROE	8.88%	9.88%	9.95%	9.75%
ROIC	9.89%	12.22%	13.58%	14.58%
偿债能力				
资产负债率	62.19%	58.25%	58.08%	57.31%
净负债比率	-0.07	-0.24	-0.38	-0.48
流动比率	1.26	1.30	1.35	1.42
速动比率	0.93	0.97	1.02	1.08
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.56	0.60	0.60
应收账款周转率	1.36	1.45	1.42	1.43
存货周转率	2.98	3.04	3.02	3.03
每股指标 (元)				
每股收益	0.38	0.45	0.49	0.52
每股经营现金流	0.56	0.75	0.59	0.66
每股净资产	4.24	4.58	4.96	5.36
估值比率				
P/E	25.8	21.5	19.7	18.6
P/B	2.3	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	12.7	11.1	10.2	9.2

资料来源：公司公告，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场