

2019 年 04 月 01 日

公司研究 ● 证券研究报告

中国中车 (601766.SH)

公司快报

业绩略低于预期，机车、货车、城轨业务将拉动今年业绩增长

投资要点

◆ **2018 年业绩略低于预期：**公司 2018 全年实现营收 2191 亿元，同比增长 3.82%；实现归母净利润 113 亿元，同比增长 4.76%；经营性现金流净流入 189 亿元，同比增长 16.6%；年末资产负债率为 58%，比去年初显著下降 4.05pct；长期借款由上年 446 亿元降为 88 亿元，资产结构得到优化。收入与净利润低于此前预测，分别减少 4.3%、3.4%，主要由于合计占总收入比重 29% 的新产业及现代服务业务收入均出现 8% 左右下降。考虑到新产业业务中新能源汽车业务置出及现代服务业务为中缩减物流贸易业务的影响逐步消除，未来这两块业务有望恢复低速正增长。另外，公司 2018 年新增订单 3049 亿元，年末在手订单 2327 亿元，与上年同期基本持平。公司预案每 10 股分红 1.5 元，预计共派发 43 亿元，分红率 38%。

◆ **动车、机车收入稳步增长：**公司铁路装备业务整体收入为 1206 亿元，同比增长 11.46%，占总收入比重为 55%；其中动车组/机车/货车/客车收入分别为 667/261/203/74 亿元，增速分别为 15.9%/11.4%/-7.7%/42.7%，销量分别为 2608 辆/921 台/45974 辆/485 辆。动车与机车销售额提升是铁路装备业务增长主要原因。考虑到动车组 2018 年共交付 326 列，而 2018 年招标量 343 列，未来两年的动车组招标量维持在 350 列，预计未来三年动车组交付仍将保持稳定；另一方面，“公转铁”拉动机车和货车需求正逐步显现。公司 2018 年共交付 921 台机车，其中铁总为 800 多台，而货车交付 4.5 万多辆。根据到 2020 年全国铁路货运量同比 2017 年增长 30% 的目标及 2018 年交付量，预计机、货车的招标与交付有超预期可能。

◆ **城轨在手订单足，国内需求逐步释放：**公司城轨与城市基础设施业务实现收入为 348 亿元，同比增长 3.52%；其中，城轨地铁的收入为 321 亿元，销售城轨地铁 6396 辆。受发改委 2017 年以后收紧城轨建设审批，2018 年全年的城轨招标量跌至 6200 多辆；2018 年 7 月国务院发布《国务院办公厅关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》，发改委随后陆续批复了苏州、重庆、长春等地的城轨规划。2018 年下半年各地城轨项目建设进度明显加快，预计未来三年全国城轨地铁招标量将高于每年 8000 辆。公司城轨与城市基础设施业务近三年毛利率稳步提升，分别为 16.3%，16.9%，17.2%；受益于国内城轨建设的加快，预计公司该业务未来三年增速将在 15%-20% 区间，而毛利率仍将保持每年小幅提升，盈利能力持续加强。

◆ **投资建议：**基于以上对各业务未来三年的增长判断，考虑到 2018 年收入与利润略低于预期，我们小幅（约 2%）下调 2019-2020 年收入预测，预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 2469 亿元、2768 亿元、3101 亿元，归母净利润分别为 129 亿元、145 亿元、168 亿元。按当前股价及盈利预测，2019 年 PE 为 20 倍，维持“增持-A”评级。

◆ **风险提示：**铁路固定资产实际投资额不及预期；国内动车招标进度和招标量不及预期；北美城轨订单执行或受当地政府政策的影响等。

机械 | 铁路交通设备 III

投资评级

增持-A(维持)

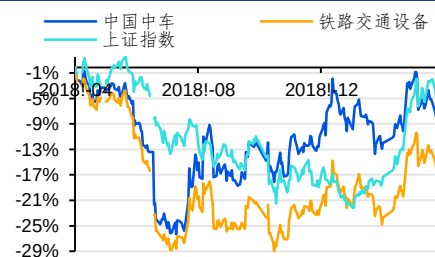
股价(2019-03-29)

9.10 元

交易数据

总市值(百万元)	261,159.66
流通市值(百万元)	208,551.00
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	7.21/10.09 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.55	-23.05	-5.44
绝对收益	-4.91	0.89	-7.9

分析师

范益民

SAC 执业证书编号：S0910518060001

fanyimin@huajinsec.cn

021-20377169

相关报告

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

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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	211,012.6	219,082.6	246,886.4	276,789.7	310,061.9
同比增长(%)	-8.1%	3.8%	12.7%	12.1%	12.0%
营业利润(百万元)	14,743.2	14,734.8	17,216.2	19,454.8	22,600.3
同比增长(%)	-3.0%	-0.1%	16.8%	13.0%	16.2%
净利润(百万元)	10,798.6	11,305.0	12,898.8	14,546.4	16,847.1
同比增长(%)	-4.4%	4.7%	14.1%	12.8%	15.8%
每股收益(元)	0.38	0.39	0.45	0.51	0.59
PE	24.2	23.1	20.2	18.0	15.5
PB	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7

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

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	211,012.6	219,082.6	246,886.4	276,789.7	310,061.9
减:营业成本	163,152.6	170,526.0	191,028.7	214,033.4	239,639.1
营业税费	2,113.9	2,038.4	1,975.1	2,214.3	2,480.5
销售费用	7,217.6	7,745.8	8,517.6	9,493.9	10,573.1
管理费用	23,910.6	13,430.9	27,157.5	30,170.1	33,486.7
财务费用	1,253.8	1,279.4	844.6	923.2	532.2
资产减值损失	2,774.5	1,407.5	1,700.0	1,800.0	1,850.0
加:公允价值变动收益	-330.5	419.6	53.3	-	-
投资和汇兑收益	2,694.3	2,053.9	1,500.0	1,300.0	1,100.0
营业利润	14,743.2	14,734.8	17,216.2	19,454.8	22,600.3
加:营业外净收支	656.2	607.5	700.0	750.0	800.0
利润总额	15,399.3	15,342.4	17,916.2	20,204.8	23,400.3
减:所得税	2,387.8	2,343.9	2,741.2	3,091.3	3,580.3
净利润	10,798.6	11,305.0	12,898.8	14,546.4	16,847.1

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	60,886.4	38,171.0	61,721.6	69,197.4	77,515.5
交易性金融资产	2,569.3	7,246.7	7,300.0	7,300.0	7,300.0
应收帐款	80,925.9	64,205.6	86,669.4	74,791.2	106,078.3
应收票据	27,071.3	15,475.1	31,159.0	21,123.5	37,443.8
预付帐款	10,677.9	9,198.6	14,396.6	12,592.3	16,657.4
存货	55,222.0	55,121.5	61,618.3	69,179.9	77,266.2
其他流动资产	18,118.5	38,093.6	34,098.6	34,897.6	34,737.8
可供出售金融资产	2,805.9	-	-	-	-
持有至到期投资	1,429.2	-	-	-	-
长期股权投资	11,213.5	13,765.8	16,265.8	18,765.8	21,265.8
投资性房地产	1,027.2	1,248.5	1,278.5	1,308.5	1,338.5
固定资产	57,236.3	57,390.7	54,543.2	50,548.4	45,788.0
在建工程	8,643.2	8,098.2	5,458.8	3,743.2	2,628.1
无形资产	17,782.6	16,650.1	15,817.6	14,985.1	14,152.6
其他非流动资产	19,561.7	32,857.6	27,530.3	25,516.2	22,836.0
资产总额	375,170.9	357,523.1	417,857.7	403,949.2	465,007.9
短期债务	32,428.9	8,634.1	16,675.3	10,474.4	7,210.4
应付帐款	112,919.4	108,448.5	111,600.8	124,031.5	133,058.4
应付票据	23,291.7	21,978.7	25,778.5	25,351.7	30,564.0
其他流动负债	34,850.2	49,290.1	76,471.0	47,766.3	82,214.0
长期借款	4,459.5	880.0	5,077.8	3,500.0	4,500.0
其他非流动负债	25,351.7	18,607.0	21,643.7	20,192.5	20,904.7
负债总额	233,301.5	207,838.4	257,247.2	231,316.4	278,451.5
少数股东权益	20,310.8	21,226.9	23,503.2	26,070.2	29,043.2
股本	28,698.9	28,698.9	28,698.9	28,698.9	28,698.9
留存收益	92,494.2	100,024.4	108,408.5	117,863.7	128,814.3
股东权益	141,869.4	149,684.6	160,610.6	172,632.8	186,556.4

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	13,011.6	12,998.5	12,898.8	14,546.4	16,847.1
加:折旧和摊销	6,494.9	6,610.5	6,875.7	7,103.3	7,271.1
资产减值准备	2,774.5	1,407.5	-	-	-
公允价值变动损失	330.5	-419.6	53.3	-	-
财务费用	1,625.0	1,611.5	844.6	923.2	532.2
投资损失	-2,694.3	-2,053.9	-1,500.0	-1,300.0	-1,100.0
少数股东损益	2,213.0	1,693.5	2,276.3	2,567.0	2,973.0
营运资金的变动	-1,179.3	-9,840.8	-6,937.3	-2,180.5	-10,670.4
经营活动产生现金流量	16,209.1	18,869.3	14,511.3	21,659.4	15,853.0
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	8,395.6	-14,916.0	-8,030.9

财务指标

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年增长率					
营业收入增长率	-8.1%	3.8%	12.7%	12.1%	12.0%
营业利润增长率	-3.0%	-0.1%	16.8%	13.0%	16.2%
净利润增长率	-4.4%	4.7%	14.1%	12.8%	15.8%
EBITDA 增长率	-8.9%	59.6%	-24.3%	10.2%	10.6%
EBIT 增长率	-12.3%	85.9%	-31.6%	12.8%	13.5%
NOPLAT 增长率	1.6%	0.4%	12.7%	12.8%	13.5%
投资资本增长率	3.5%	-9.6%	4.3%	-5.5%	5.0%
净资产增长率	14.6%	5.5%	7.3%	7.5%	8.1%
盈利能力					
毛利率	22.7%	22.2%	22.6%	22.7%	22.7%
营业利润率	7.0%	6.7%	7.0%	7.0%	7.3%
净利润率	5.1%	5.2%	5.2%	5.3%	5.4%
EBITDA/营业收入	9.8%	15.0%	10.1%	9.9%	9.8%
EBIT/营业收入	6.7%	12.1%	7.3%	7.4%	7.5%
偿债能力					
资产负债率	62.2%	58.1%	61.6%	57.3%	59.9%
负债权益比	164.4%	138.9%	160.2%	134.0%	149.3%
流动比率	1.26	1.21	1.29	1.39	1.41
速动比率	0.98	0.92	1.02	1.06	1.11
利息保障倍数	11.33	20.64	21.38	22.07	43.47
营运能力					
固定资产周转天数	97	94	82	68	56
流动营业资本周转天数	21	13	11	18	23
流动资产周转天数	406	397	382	381	375
应收账款周转天数	136	119	110	105	105
存货周转天数	94	91	85	85	85
总资产周转天数	609	602	565	534	504
投资资本周转天数	156	145	125	111	99
费用率					
销售费用率	3.4%	3.5%	3.5%	3.4%	3.4%
管理费用率	11.3%	6.1%	11.0%	10.9%	10.8%
财务费用率	0.6%	0.6%	0.3%	0.3%	0.2%
三费/营业收入	15.3%	10.3%	14.8%	14.7%	14.4%
投资回报率					
ROE	8.9%	8.8%	9.4%	9.9%	10.7%
ROA	3.5%	3.6%	3.6%	4.2%	4.3%
ROIC	15.1%	14.6%	18.2%	19.7%	23.7%
分红指标					
DPS(元)	0.15	0.15	0.16	0.18	0.21
分红比率	39.9%	38.1%	35.0%	35.0%	35.0%
股息收益率	1.6%	1.6%	1.7%	1.9%	2.3%

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.38	0.39	0.45	0.51	0.59
BVPS(元)	4.24	4.48	4.78	5.11	5.49
PE(X)	24.2	23.1	20.2	18.0	15.5
PB(X)	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7
P/FCF	19.2	-47.8	11.4	24.9	23.5
P/S	1.2	1.2	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	11.3	6.6	8.5	7.2	6.3
CAGR(%)	9.6%	15.1%	2.9%	9.6%	15.1%
PEG	2.5	1.5	6.9	1.9	1.0
ROIC/WACC	1.5	1.5	1.8	2.0	2.4

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

范益民声明，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