

公司研究

业绩维持稳定，城轨及新产业表现强劲

——中国中车（601766.SH/1766.HK）2020年度业绩点评

要点

业绩维持稳定，经营情况继续回暖

中国中车2020年实现营业收入2276.6亿人民币，同比下降0.6%；实现归母净利润113.3亿人民币，同比下降3.9%；收入利润降幅均较2020年前三季度收窄，经营情况继续回暖。每股收益0.39元人民币。综合毛利率为22.3%，同比下降0.8个百分点；净利率为6.1%，同比上升0.1个百分点。公司拟派息每股0.18元人民币。

城轨及新产业表现强劲，引领收入增长

公司2020年铁路装备业务/城轨业务/新产业业务/现代服务业务收入分别为904.9/580.5/717.2/74.0亿人民币，占比分别为39.7%/25.5%/31.5%/3.2%。铁路装备业务收入同比下降26.5%，主要由于疫情影响铁路客货运需求，机车、客车、动车组及货车等主要产品销售下降。城轨业务收入同比增长32.1%，主要由于城轨车辆和城轨工程站场设备及设施交付增加。新产业业务收入同比增长33.9%，主要由于风电业务收入增加。现代服务业务收入同比下降11.0%，主要由于主动缩减贸易业务规模。

研发取得多项重要成果，技术优势进一步巩固

公司2020年研发投入为135.8亿人民币，占销售收入6.0%。公司承担的7个国家先进轨道交通重点专项取得里程碑成果，时速600公里高速磁浮试验样车成功试跑，时速400公里跨国互联互通高速动车组成功下线，系列化中国标准地铁列车研制及试验项目稳步推进，京雄智能高速动车组上线运营，时速350公里货运动车组成功下线，30吨轴重货运电力机车等完成样车研制，“复兴号”高原双动力集中动车组研制提速。公司技术领先优势进一步巩固。

在手订单饱满，保障持续健康发展，维持“增持”评级

公司2020年新签订单约2421亿人民币，其中国际业务新签订单约421亿人民币；截至2020年底，在手订单约2527亿人民币，其中国际业务在手订单约874亿人民币；充足的订单保障公司持续健康发展。我们认为十四五期间铁路行业整体投资格局将保持稳健，地铁市场仍有增长；但基于对疫情和国铁集团采购改革影响的谨慎判断，我们小幅下调公司21-22年净利润预测2.2%/4.2%至120.4/132.5亿人民币，引入23年净利润预测144.0亿人民币，对应21-23年EPS分别为0.42/0.46/0.50元人民币。维持公司A股和H股“增持”评级。

风险提示：行业政策变化风险、产品降价风险、新业务拓展不顺风险

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	229,011	227,656	243,297	260,394	277,254
营业收入增长率	4.53%	-0.59%	6.87%	7.03%	6.47%
净利润（百万元）	11,795	11,331	12,044	13,251	14,400
净利润增长率	4.33%	-3.93%	6.29%	10.02%	8.67%
EPS（元）	0.41	0.39	0.42	0.46	0.50
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.68%	7.92%	8.03%	8.35%	8.55%
P/E（A股）	15	16	15	14	13
P/E（H股）	7	7	7	6	6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-03-30；汇率：按1HKD=0.84CNY换算

A股：增持（维持）

当前价：6.28元

H股：增持（维持）

当前价：3.42港元

作者

分析师：陈佳宁

执业证书编号：S0930512120001

021-52523851

chenjianing@ebsecn.com

分析师：王锐

执业证书编号：S0930517050004

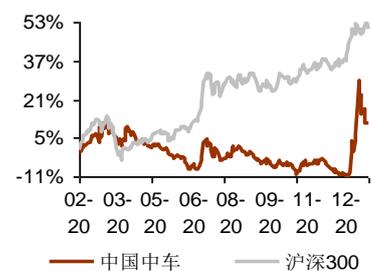
010-56513153

wangrui3@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	286.99
总市值(亿元):	1802.29
一年最低/最高(元):	5.37/8.00
近3月换手率:	48.63%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.58	18.73	-40.43
绝对	-11.56	18.36	-1.76

资料来源：Wind

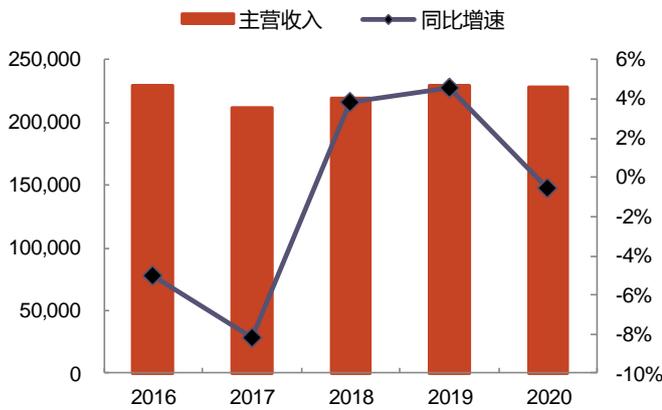
相关研报

经营有所回暖，城轨业务收入高速增长——中国中车（601766.SH 1766.HK）2020年三季度业绩点评（2020-11-02）

中期业绩符合预期，下半年招标与产品交付有望复苏——中国中车（601766.SH）2020年中报点评（2020-08-30）

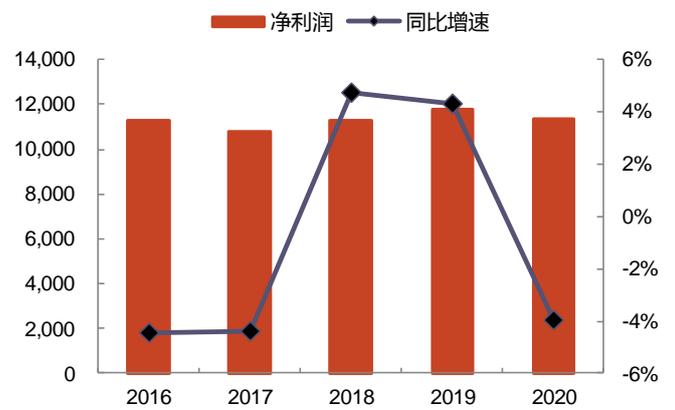
业绩平稳增长，受益于轨交“新基建”投资——中国中车（601766.SH）2019年业绩点评（2020-04-01）

图表 1: 公司收入变化 (单位:百万元人民币)



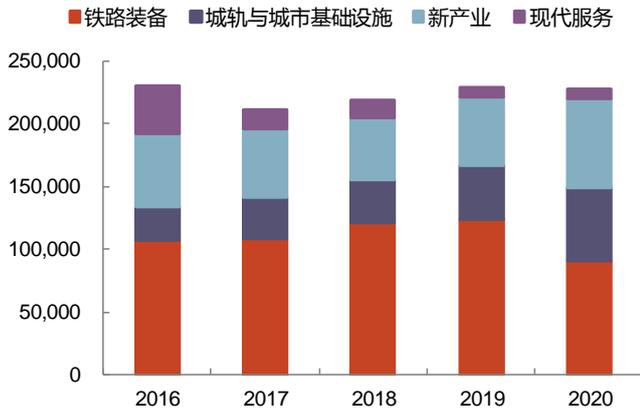
资料来源: 公司公告

图表 2: 公司净利润变化 (单位:百万元人民币)



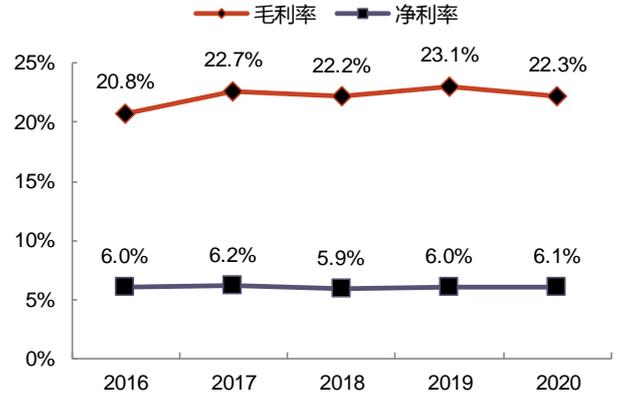
资料来源: 公司公告

图表 3: 公司分业务收入结构 (单位:百万元人民币)



资料来源: 公司公告

图表 4: 公司盈利能力变化



资料来源: 公司公告

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	229,011	227,656	243,297	260,394	277,254
营业成本	176,150	176,955	189,323	202,510	215,497
折旧和摊销	6,888	6,998	7,324	7,672	8,049
税金及附加	1,938	1,756	1,946	2,083	2,218
销售费用	8,516	8,683	9,245	9,895	10,536
管理费用	14,445	13,773	14,598	15,624	16,635
研发费用	12,017	13,350	14,111	15,103	16,081
财务费用	373	829	612	299	139
投资收益	2,153	740	1,000	1,050	1,100
营业利润	15,823	15,318	16,528	18,066	19,536
利润总额	16,608	15,991	17,228	18,766	20,236
所得税	2,785	2,168	2,584	2,815	3,035
净利润	13,824	13,823	14,644	15,951	17,200
少数股东损益	2,029	2,492	2,600	2,700	2,800
归属母公司净利润	11,795	11,331	12,044	13,251	14,400
EPS(按最新股本计)	0.41	0.39	0.42	0.46	0.50

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	22,531	-2,032	27,152	22,125	23,630
净利润	11,795	11,331	12,044	13,251	14,400
折旧摊销	6,888	6,998	7,324	7,672	8,049
净营运资金增加	-3,203	18,303	31	3,541	3,419
其他	7,051	-38,664	7,753	-2,339	-2,238
投资活动产生现金流	-4,569	313	-8,101	-8,075	-8,050
净资本支出	-5,389	-6,569	-8,600	-8,600	-8,600
长期投资变化	15,571	16,120	-500	-525	-550
其他资产变化	-14,750	-9,238	999	1,050	1,100
融资活动现金流	-12,693	-3,953	-18,482	-5,340	-4,924
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-3,367	4,621	-12,704	-647	0
无息负债变化	20,273	-6,126	4,150	7,667	7,261
净现金流	5,529	-5,979	569	8,711	10,656

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	23.1%	22.3%	22.2%	22.2%	22.3%
EBITDA 率	11.2%	10.3%	9.9%	9.9%	9.9%
EBIT 率	8.2%	7.1%	6.9%	7.0%	7.0%
税前净利润率	7.3%	7.0%	7.1%	7.2%	7.3%
归母净利润率	5.2%	5.0%	5.0%	5.1%	5.2%
ROA	3.6%	3.5%	3.7%	3.9%	4.0%
ROE (摊薄)	8.7%	7.9%	8.0%	8.3%	8.6%
经营性 ROIC	13.0%	9.5%	9.7%	10.2%	10.6%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	59%	57%	55%	54%	53%
流动比率	1.26	1.26	1.33	1.38	1.42
速动比率	0.95	0.95	0.99	1.02	1.05
归母权益/有息债务	6.34	5.49	11.23	12.50	13.25
有形资产/有息债务	16.94	14.27	27.90	30.77	32.29

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	383,572	392,380	393,304	411,881	431,557
货币资金	44,905	33,492	34,062	42,772	53,428
交易性金融资产	9,181	5,799	5,899	5,999	6,099
应收帐款	59,712	71,970	72,795	75,314	77,437
应收票据	14,246	12,779	13,381	14,322	15,249
其他应收款 (合计)	2,599	4,711	5,040	5,388	5,732
存货	60,834	62,966	65,356	69,703	73,979
其他流动资产	19,045	13,507	13,507	13,507	13,507
流动资产合计	251,215	249,727	249,506	267,131	286,206
其他权益工具	2,655	2,663	2,663	2,663	2,663
长期股权投资	15,571	16,120	16,620	17,145	17,695
固定资产	59,066	57,947	55,605	53,431	51,269
在建工程	7,194	8,623	10,667	12,201	13,350
无形资产	16,014	16,024	16,298	16,566	16,829
商誉	462	329	329	329	329
其他非流动资产	13,490	20,509	20,509	20,509	20,509
非流动资产合计	132,357	142,653	143,798	144,750	145,351
总负债	224,744	223,239	214,685	221,704	228,965
短期借款	10,530	11,782	647	0	0
应付账款	106,602	106,572	111,700	117,456	122,833
应付票据	27,339	22,292	22,719	24,301	25,860
预收账款	6	213	0	0	0
其他流动负债	3,961	-223	-223	-223	-223
流动负债合计	200,165	197,493	186,952	193,972	201,232
长期借款	2,590	4,203	4,203	4,203	4,203
应付债券	4,535	2,500	4,500	4,500	4,500
其他非流动负债	17,227	18,812	18,812	18,812	18,812
非流动负债合计	24,579	25,746	27,733	27,733	27,733
股东权益	158,828	169,142	178,619	190,177	202,592
股本	28,699	28,699	28,699	28,699	28,699
公积金	44,563	45,266	46,471	47,796	49,236
未分配利润	63,115	69,737	75,410	82,943	91,118
归属母公司权益	135,894	143,021	149,899	158,757	168,372
少数股东权益	22,935	26,120	28,720	31,420	34,220

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	3.72%	3.81%	3.80%	3.80%	3.80%
管理费用率	6.31%	6.05%	6.00%	6.00%	6.00%
财务费用率	0.16%	0.36%	0.25%	0.12%	0.05%
研发费用率	5.25%	5.86%	5.80%	5.80%	5.80%
所得税率	17%	14%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.15	0.18	0.15	0.17	0.18
每股经营现金流	0.79	-0.07	0.95	0.77	0.82
每股净资产	4.74	4.98	5.22	5.53	5.87
每股销售收入	7.98	7.93	8.48	9.07	9.66

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE (A股)	15	16	15	14	13
PB (A股)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	8.1	10.1	9.4	8.7	8.1
股息率	2.4%	2.9%	2.4%	2.7%	2.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和個人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE