

公司报告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

中车时代电气 (3898 HK)

业绩符合预期, 但公司预计 2020 年铁路业务收入下滑

■ 公司 2020 年收入和净利润分别同比增长 4% 和 1.8%, 与预期基本一致
■ 公司预计 2020 年动车业务收入将下滑, 而铁总改变修程修制导致公司下修维修业务收入预期

■ 我们认为公司新业务成长短期难以弥补铁路板块下滑的负面影响, 下调公司盈利预测并下调目标价 28.4% 至 22.0 港元, 维持公司中性评级

业绩与市场预期基本一致, 但公司预计铁路业务将下滑

公司 2020 年收入 163 亿元人民币, 同比提升 4%。其中机车、动车和城轨业务收入分别同比提升 8.1%/6.5%/35.4%, 但养路机械等业务的收入下滑拖累总体收入的增长。公司综合毛利率同比增长 1.4 个百分点, 主要是得益于高毛利率的车辆业务收入占比提升。公司净利润同比提升 1.8%, 增速较毛利慢的主要原因是研发费用的提升和信用模型调整导致拨备增加。展望方面, 公司预计 2020 年公司铁路业务将出现下滑。其中动车总采购量预计与 2019 年持平, 但由于其中 50% 为 250 标动, 其单价预计低于 350 标动, 所以动车收入预计不及 2019 年; 维修方面, 铁总将动车的最终大修时间从 13 年延长至 15 年, 导致维修收入将较之前的预期延后。公司 2020 年收入和净利润的总体目标均为不低于 2019 年水平。

新业务展望乐观, 但仍难以弥补铁路业务下滑

公司预计 2020 年 IGBT 和新能源汽车将大概率实现快速增长。其中 IGBT 业务预计 2020 收入将同比增长 40%, 收入规模将达到 6 亿元, 产能利用率达到 80-90%。公司估算 IGBT 产能利用率达到 70% 时达到盈亏平衡点。IGBT 收入上涨将帮助公司 IGBT 业务盈利, 但产能利用率上行空间有限。公司预计 2020 年电动车牵引业务收入将同比提升超过 50%, 收入规模达到 3 亿元人民币。同时公司预计 2020 年电动车 IGBT 新产线可以投产, 年产能可满足 240 万台电动车 IGBT 需求。届时, 公司可同时提供牵引和 IGBT 产品, 市场竞争力预计进一步提升, 但目前该业务仍处于亏损状态。由于公司电动车产品销量取决于整车厂销量, 疫情及油价下滑均可能对公司电动车相关产品销售产生负面影响。

多重负面因素浮现, 下调公司目标价 28.4%, 维持中性评级

公司预计核心铁路业务 2020 年收入将下降, 虽然新业务增长不乏亮点, 但我们认为新业务总量较小、毛利率偏低且不确定性明显高于铁路业务。同时公司海外核心零部件供应链受到疫情影响明显, 公司目前库存可维持 2 个月正常生产, 若疫情使供应链停滞两个月以上, 将对公司产生重大影响。我们下调公司 2020/21 年盈利预测 9.5%/14.8%, 由于公司盈利不确定性明显增加, 我们下调公司目标价乘数 20% 至 9 倍 2020 年预测市盈率, 叠加汇率影响下调公司目标价 28.4% 至 22.0 港元。维持公司中性评级。

盈利预测及估值

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业额	15,658	16,304	16,127	17,111	17,789
同比增长	3.4%	4.1%	(1.1%)	6.1%	4.0%
净利润	2,612	2,659	2,598	2,637	2,675
同比增长	3.5%	1.8%	(2.3%)	1.5%	1.4%
每股盈利 (元)	2.22	2.26	2.21	2.24	2.27
每股股息 (元)	0.45	0.45	0.44	0.45	0.45
市盈率 (x)	9.6	9.4	9.6	9.5	9.3
市净率 (x)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9
ROE	13%	12%	11%	10%	9%

资料来源: 公司资料, 招商證券(香港)预测, 采用2020年3月27日收盘价

彭博终端报告下载: NH CMS <GO>

焦一丁, CFA FRM 赵安博
+86 755 8290 8475 +86 755 8285 2939
jiaoyd@cmschina.com.cn zhaoab@cmschina.com.cn

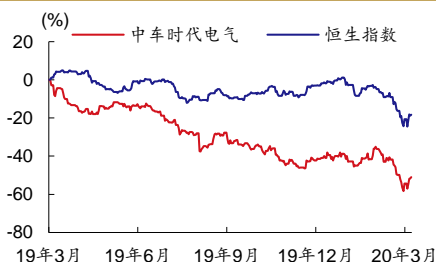
最新变动

盈利预测及目标价下调

中性

前次评级	中性
股价	23.4港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	22.0港元 (-6.0%)
前次目标价	30.7港元

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
3898 HK	(14.1)	(26.8)	(51.0)
恒生指数	(10.1)	(9.5)	(18.3)

行业: 机械设备

恒生指数	23,484
国企指数	9,505

重要数据

52周股价区间 (港元)	19.52-47.6
港股市值 (百万港元)	27,506
日均成交量 (百万股)	2.14
每股净资产 (港元)	18.62

主要股东

中车株洲电力机车研究所有限公司	50.16%
总股数 (百万股)	1,175
自由流通量	49.84%

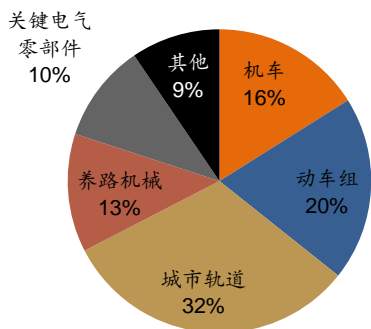
资料来源: 彭博

相关报告

1. 中车时代电气 (3898 HK) - 三季度盈利低于预期, 长期增长空间依然受限, 维持中性评级 (2019/10/28)
2. 中车时代电气 (3898 HK) - 铁路业务不确定性增加, 新业务面临挑战 (2019/8/26)
3. 中车时代电气 (3898 HK) - 铁路之外, 何去何从? (2019/4/1)
4. 中车时代电气 (3898 HK) - 销售和研发费用拖累业绩, 维持中性评级 (2018/3/28)

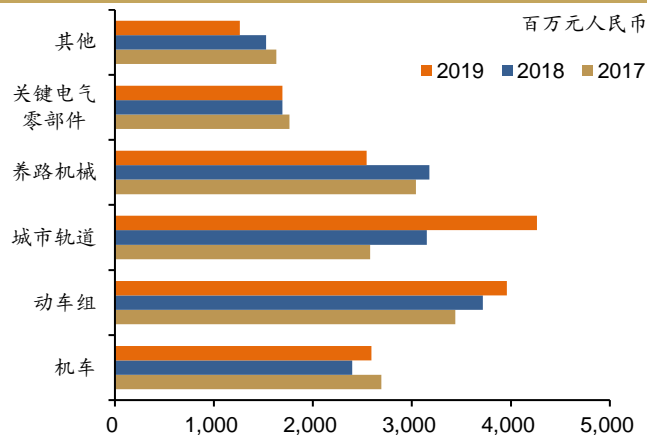
重点图表

图1: 公司2020年收入结构预测



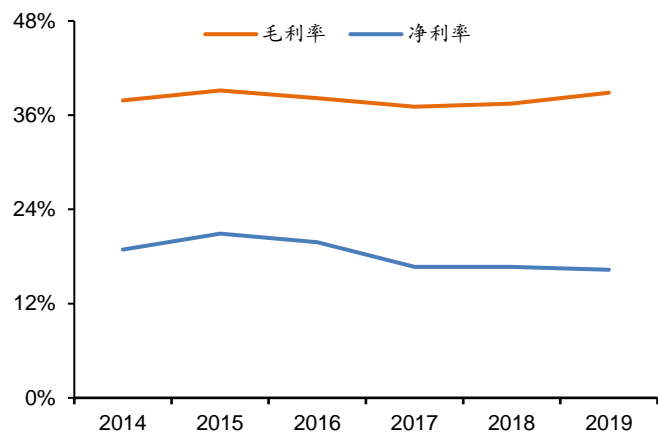
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图2: 公司分板块收入比较



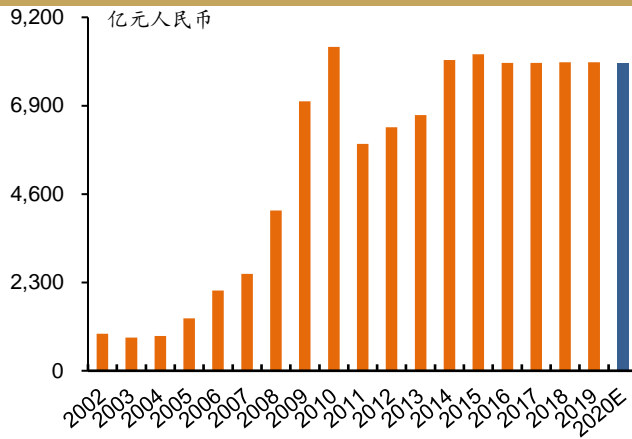
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图3: 公司毛利率及净利率比较



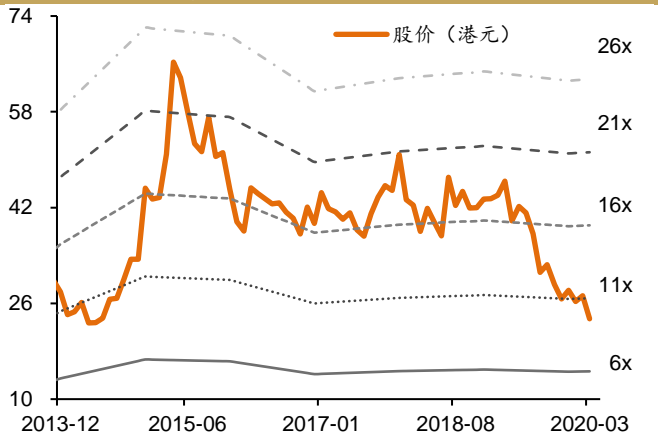
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图4: 铁路总投资及预测



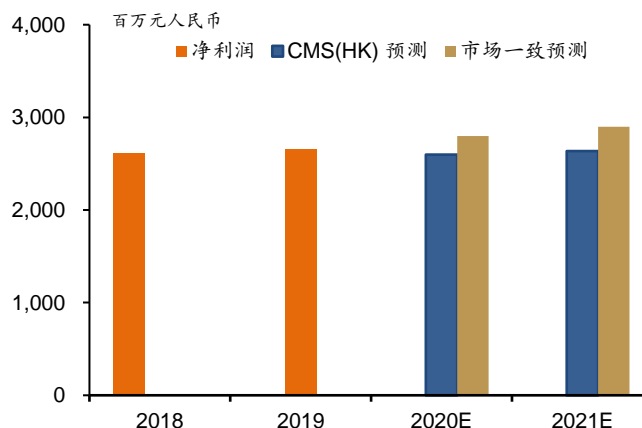
资料来源: WIND, 招商证券(香港)预测

图5: 前瞻市盈率



资料来源: 公司资料, Bloomberg, 招商证券(香港)预测

图6: 公司净利润及预测



资料来源: 公司资料, Bloomberg, 招商证券(香港)预测

图7: 产品收入预测调整

百万元人民币	更新假设			原始假设			变化		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
机车产品	2,591	2,332	2,215	3,033	3,033	n.a.	(14.6%)	(23.1%)	n.a.
动车组产品	3,166	3,166	3,008	3,344	3,344	n.a.	(5.3%)	(5.3%)	n.a.
城市轨道交通产品	5,116	5,883	6,471	4,346	5,216	n.a.	17.7%	12.8%	n.a.
养路机械	2,033	2,135	2,241	2,668	2,802	n.a.	(23.8%)	(23.8%)	n.a.
通信信号产品	600	690	759	789	789	n.a.	(24.0%)	(12.5%)	n.a.
关键电气零部件	1,691	1,775	1,864	2,074	2,178	n.a.	(18.5%)	(18.5%)	n.a.
海工产品及其他	630	630	630	739	739	n.a.	(14.7%)	(14.7%)	n.a.
电动车牵引	300	500	600	60	100	n.a.	400.0%	400.0%	n.a.
营业收入总额	16,127	17,111	17,789	17,053	18,200	n.a.	(5.4%)	(6.0%)	n.a.

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图8: 盈利预测调整

百万元人民币	更新假设			原始假设			变化		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业收入	16,127	17,111	17,789	17,053	18,200	n.a.	(5.4%)	(6.0%)	n.a.
营业成本	(9,935)	(10,671)	(11,168)	(10,812)	(11,618)	n.a.	(8.1%)	(8.2%)	n.a.
毛利	6,192	6,440	6,621	6,242	6,582	n.a.	(0.8%)	(2.1%)	n.a.
营业税金附加	(149)	(158)	(164)	(143)	(153)	n.a.	4.2%	3.4%	n.a.
销售费用	(1,109)	(1,177)	(1,223)	(1,127)	(1,158)	n.a.	(1.6%)	1.6%	n.a.
管理费用*	(2,509)	(2,662)	(2,768)	(2,283)	(2,362)	n.a.	9.9%	12.7%	n.a.
其他收益	446	473	492	412	440	n.a.	8.2%	7.5%	n.a.
利润总额	2,881	2,925	2,967	3,232	3,481	n.a.	(10.9%)	(16.0%)	n.a.
所得税	(270)	(274)	(278)	(345)	(371)	n.a.	(21.7%)	(26.1%)	n.a.
归母净利润	2,598	2,637	2,675	2,872	3,094	n.a.	(9.5%)	(14.8%)	n.a.

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测。*管理费用中包含研发费用

图9: 同业比较

公司	代码	招商证券 评级	股价 (港元)	招商证券 目标价 (港元)	上涨 空间 (%)	市值 (百万美元)	EV/EBITDA (x)		市净率 (x)		市盈率 (x)		PEG (x)
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	
大型基建													
中国铁建	1186 HK	买入	8.1	11.8	44.6	18,073	4.8	4.4	0.4	0.4	4.7	4.4	0.3
中国中铁	390 HK	买入	3.8	5.7	47.4	17,553	6.0	5.7	0.3	0.3	4.4	4.1	0.5
中国交建	1800 HK	买入	5.3	7.1	34.9	16,993	7.3	6.8	0.3	0.3	3.7	3.5	0.5
行业平均							6.0	5.6	0.4	0.3	4.3	4.0	0.4
中型基建													
中建国际	3311 HK	买入	5.5	9.2	67.0	3,575	5.3	4.8	0.5	0.5	5.1	4.4	0.3
城建设计	1599 HK	买入	1.9	4.0	106.2	337	3.5	2.9	0.5	0.4	3.6	3.0	0.2
行业平均							4.4	3.8	0.5	0.5	4.4	3.7	0.2
铁路设备													
中国通号	3969 HK	买入	3.7	4.4	17.4	8,855	13.6	13.9	0.8	0.8	8.9	8.9	n.a.
时代电气	3898 HK	中性	23.4	22.0	-6.0	3,548	7.0	7.3	1.1	1.0	9.4	9.6	n.a.
行业平均							10.3	10.6	1.0	0.9	9.2	9.3	n.a.
工程机械													
中联重科	1157 HK	买入	5.9	8.2	40.0	6,541	11.1	10.1	1.0	0.9	10.2	8.0	0.1
中国龙工	3339 HK	中性	2.3	2.4	6.6	1,259	3.7	4.7	1.0	0.9	5.4	6.1	0.4
行业平均							7.4	7.4	1.0	0.9	7.8	7.1	0.3
矿山及港口设备													
三一国际	631 HK	买入	4.0	5.5	38.5	1,580	8.6	7.0	1.8	1.6	13.1	10.0	0.3

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测, 采用2020年3月27日收盘价

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	23,583	26,775	25,836	28,312	30,728
货币资金	4,394	4,302	3,524	5,127	6,942
应收账款及票据	9,994	10,140	10,030	10,642	11,064
预付款项及其他应收款	523	432	427	453	471
存货	3,114	3,768	3,727	3,955	4,111
其他流动资产	5,557	8,132	8,128	8,135	8,140
非流动资产	5,452	6,211	7,892	7,824	7,775
固定资产	2,742	2,983	4,528	4,348	4,205
在建工程	275	92	140	134	130
商誉及无形资产	1,151	1,163	1,371	1,411	1,455
长期股权投资	464	527	527	527	527
其他非流动资产	820	1,446	1,325	1,404	1,458
资产总计	29,035	32,986	33,728	36,136	38,504
流动负债	7,724	9,382	8,064	8,309	8,482
短期借款	168	168	168	168	168
应付账款及票据	5,535	6,674	5,576	5,773	5,932
合同负债	649	896	689	731	760
其他应付款	1,062	1,161	982	1,033	1,068
其他流动负债	309	483	648	604	555
非流动负债	1,187	1,407	1,385	1,417	1,449
长期借款	232	231	254	280	309
长期应付款	42	17	43	45	47
预计负债	374	450	450	450	450
其他非流动负债	540	710	638	641	643
负债合计	8,911	10,789	9,449	9,726	9,932
股本	1,175	1,175	1,176	1,176	1,176
储备	18,649	20,735	22,804	24,922	27,070
归属母公司股东权益	19,825	21,910	23,980	26,098	28,246
少数股东权益	299	286	299	312	326
股东权益合计	20,124	22,196	24,279	26,410	28,572
负债及股东权益总计	29,035	32,986	33,728	36,136	38,504

现金流量表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,651	2,658	2,611	2,651	2,689
折旧与摊销	419	475	385	526	511
财务费用	8	26	27	29	31
投资收益	(80)	(95)	(161)	(171)	(178)
营运资金变动	901	(1,491)	(1,085)	(609)	(396)
其他	(147)	60	85	63	73
经营活动现金流	3,759	1,838	1,861	2,488	2,730
资本支出	(671)	(751)	(2,076)	(392)	(416)
其他	(1,679)	(725)	0	0	0
投资活动现金流	(2,350)	(1,475)	(2,076)	(392)	(416)
借款增加	224	234	0	0	0
分配股利	(553)	(570)	(529)	(519)	(527)
其他	(122)	(245)	24	26	29
筹资活动现金流	(452)	(507)	(505)	(493)	(499)
汇率变动对现金的影响	2	8	0	0	0
现金流净增加额	959	(137)	(720)	1,603	1,815
期末现金及现金等价物余额	4,381	4,244	3,524	5,127	6,942

利润表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	15,658	16,304	16,127	17,111	17,789
营业成本	(9,790)	(9,966)	(9,935)	(10,671)	(11,168)
毛利	5,868	6,338	6,192	6,440	6,621
营业税金及附加	(131)	(151)	(149)	(158)	(164)
销售费用	(1,153)	(1,121)	(1,109)	(1,177)	(1,223)
管理费用	(2,224)	(2,456)	(2,509)	(2,662)	(2,768)
财务费用	25	(4)	(7)	(10)	(10)
投资净收益	80	95	91	91	91
其他收益	378	450	446	473	492
营业利润	2,943	2,901	2,855	2,897	2,937
营业外收入	26	33	33	35	36
营业外支出	(2)	(2)	(7)	(7)	(7)
税前利润	2,967	2,933	2,881	2,925	2,967
所得税	(317)	(275)	(270)	(274)	(278)
净利润	2,651	2,658	2,611	2,651	2,689
少数股东损益	38	(2)	13	13	13
归属于母公司净利润	2,612	2,659	2,598	2,637	2,675
每股收益(元)	2.22	2.26	2.21	2.24	2.27

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	3.4%	4.1%	(1.1%)	6.1%	4.0%
毛利润	4.5%	8.0%	(2.3%)	4.0%	2.8%
净利润	3.5%	1.8%	(2.3%)	1.5%	1.4%
获利能力					
毛利率	37.5%	38.9%	38.4%	37.6%	37.2%
净利率	16.7%	16.3%	16.1%	15.4%	15.0%
ROE	13.2%	12.0%	10.8%	10.0%	9.4%
ROA	9.1%	8.1%	7.7%	7.3%	7.0%
偿债能力					
资产负债率	31%	33%	28%	27%	26%
净负债比率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	3.05	2.85	3.20	3.41	3.62
速动比率	2.65	2.45	2.74	2.93	3.14
营运能力					
资产周转率	0.56	0.53	0.48	0.49	0.48
存货周转率	2.96	2.90	2.65	2.78	2.77
应收账款周转率	1.48	1.62	1.60	1.66	1.64
应付账款周转率	1.76	1.62	1.61	1.87	1.89
每股资料(元)					
每股收益	2.22	2.26	2.21	2.24	2.27
每股经营现金	3.20	1.56	1.58	2.11	2.32
每股净资产	17.12	18.88	20.64	22.45	24.29
每股股利	0.45	0.45	0.44	0.45	0.45
估值比率					
P/E	9.6	9.4	9.6	9.5	9.3
P/B	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9

资料来源: 公司报表, 招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券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。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到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业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828