



601766.SH

增持

市场价格：人民币 7.14

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(17.6)	2.9	(5.8)	(21.1)
相对上证指数	(40.0)	0.1	(6.4)	(39.4)

发行股数(百万)	28,699
流通股(%)	80
总市值(人民币 百万)	204,910
3个月日均交易额(人民币 百万)	223
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
中国中车集团有限公司	50

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年12月20日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备

陈祥
(8610)66229352
xiang.chen@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519040001

杨绍辉
(8621)20328569
shaohui.yang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514080001

中国中车

高端制造名片，货增行动贡献业绩增长

高端轨交装备龙头公司，掌握自主知识产权，具备全球竞争力。受益于国内“十三五”末期的高铁、普速、城际、和城轨的多制式轨交的集中通车，装备需求的增长，未来三年公司有望迎来新的增长周期。中车各项分产品需求呈向上趋势：机车+货车受益于“货增行动”而确定性增长，客车新线通车和更新换代需求，也从底部回升，城轨车辆伴随地铁通车里程逐年增加而稳定性增长，动车组需求具备托底需求，年交付量300-350组，相对稳定。此外海外业务也由地铁车辆逐步导入，全球竞争力明显，市场有待深入挖掘，打开更高市场天花板。

支撑评级的要点

- 稳经济，逆周期，轨交固定资产投资维持8,000亿高水平。轨交基建投资是逆周期调控的主要手段之一，2020年有望继续发力，全年固定资产投资额有提升空间。1) 2020年为“十三五”收官年份，“十三五”规划铁路总里程超过15万公里有望完成，目前仍有差距；2) 专项债加量加速发行，提供资金来源之一；3) 中西部地区项目陆续具备开工条件，投资额有望提升。
- “十三五”收官，高铁通车里程远超预期，动车组需求增长。高铁在2018年通车里程超预期，2019年有望超过3,600公里，2020年末通车总里程有望达到3.5万，超预期16.7%。随之动车组需求量有望维持高位，我们认为年需求在300-350组之间，相对稳定，安全边际高，贡献公司主要业绩。
- 城轨在“十三五”期间集中通车，需求量逐年递增。2019年城轨通车里程有望超过850公里，呈逐年递增的趋势。2019年城轨车辆订单量超过8,000组，交付量有望超过6,000组；预计几年新增车辆需求，预计保持年30%的增长速度。

估值

- 我们预计公司2019-2021年净利润依次为128/135/143亿元，对应2018-2021年的PE估值为15.8/15/14.2倍，重新首次覆盖，给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 国内铁路固定资产投资不及预期，海外中美贸易摩擦不确定性影响。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	211,013	219,083	240,402	262,949	273,784
变动(%)	(8)	4	10	9	4
净利润(人民币 百万)	9,009	11,305	12,791	13,516	14,288
全面摊薄每股收益(人民币)	0.376	0.394	0.451	0.475	0.502
变动(%)	(4.4)	4.7	14.5	5.4	5.6
全面摊薄市盈率(倍)	19.0	18.1	15.8	15.0	14.2
价格/每股现金流量(倍)	12.6	10.9	9.8	11.0	9.0
每股现金流量(人民币)	0.56	0.66	0.73	0.65	0.79
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.9	9.0	7.6	5.6	5.2
每股股息(人民币)	0.150	0.001	0.134	0.150	0.145
股息率(%)	2.1	0.0	1.9	2.1	2.0

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	211,013	219,083	240,402	262,949	273,784
销售成本	(165,26)	(172,56)	(186,54)	(202,48)	(211,18)
经营费用	(27,475)	(26,953)	(32,184)	(34,729)	(38,617)
息税折旧前利润	18,271	19,566	21,677	25,739	23,987
折旧及摊销	(6,428)	(6,529)	(6,535)	(6,570)	(7,090)
经营利润 (息税前利润)	11,843	13,037	15,142	19,169	16,897
净利息收入/(费用)	(1,254)	(1,279)	(1,407)	(1,548)	(1,703)
其他收益/(损失)	3,020	3,081	3,475	1,271	3,840
税前利润	13,610	14,839	17,209	18,892	19,034
所得税	(2,388)	(2,344)	(2,565)	(3,121)	(2,755)
少数股东权益	2,213	1,693	1,853	2,255	1,991
净利润	9,009	11,305	12,791	13,516	14,288
核心净利润	9,124	10,897	12,940	13,640	14,402
每股收益 (人民币)	0.376	0.394	0.451	0.475	0.502
核心每股收益 (人民币)	0.318	0.380	0.451	0.475	0.502
每股股息 (人民币)	0.150	0.001	0.134	0.150	0.145
收入增长(%)	(8)	4	10	9	4
息税前利润增长(%)	(18)	10	16	27	(12)
息税折旧前利润增长(%)	(13)	7	11	19	(7)
每股收益增长(%)	(4)	5	14	5	6
核心每股收益增长(%)	(21)	19	19	5	6

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	13,610	14,839	17,209	18,892	19,034
折旧与摊销	6,428	6,529	6,535	6,570	7,090
净利息费用	1,254	1,279	1,407	1,548	1,703
运营资本变动	(1,681)	(1,524)	8,668	414	1,278
税金	1,615	(147)	(2,565)	(3,121)	(2,755)
其他经营现金流	(5,016)	(2,106)	(10,337)	(5,691)	(3,595)
经营活动产生的现金流	16,209	18,869	20,918	18,612	22,755
购买固定资产净值	357	(1,083)	(364)	(396)	(378)
投资减少/增加	(3)	31	2,054	2,054	2,054
其他投资现金流	(3,329)	(3,282)	1,296	2,203	(487)
投资活动产生的现金流	(2,975)	(4,333)	2,986	3,861	1,189
净增权益	(4,305)	(32)	(3,837)	(4,296)	(4,157)
净增债务	7,592	(20,102)	58,931	(5,326)	(11,294)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	3,463	(11,857)	2,979	(1,680)	(3,296)
融资活动产生的现金流	6,749	(31,964)	58,126	(11,199)	(18,526)
现金变动	19,984	(17,428)	82,030	11,274	5,417
期初现金	45,595	60,886	38,171	120,201	131,474
公司自由现金流	13,234	14,536	23,904	22,473	23,943
权益自由现金流	22,080	(4,286)	84,242	18,695	14,352

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	81,574	80,596	161,718	172,290	178,478
应收帐款	107,997	82,596	104,383	107,437	114,632
库存	55,222	55,122	64,520	66,677	69,081
其他流动资产	10,678	9,199	11,288	13,104	11,212
流动资产总计	255,471	227,512	341,909	359,509	373,403
固定资产	65,918	65,489	59,451	53,343	46,734
无形资产	18,019	16,937	16,076	15,217	14,358
其他长期资产	29,904	44,768	44,768	44,768	44,768
长期资产总计	113,841	127,193	120,294	113,328	105,860
总资产	375,171	357,523	464,932	476,326	482,140
应付帐款	127,646	121,169	132,219	154,491	142,273
短期债务	32,429	8,634	50,289	50,729	57,654
其他流动负债	43,415	58,549	68,218	56,708	75,796
流动负债总计	203,490	188,351	250,726	261,927	275,724
长期借款	13,585	4,380	37,735	25,550	6,250
其他长期负债	16,226	15,107	15,713	15,682	15,501
股本	28,699	28,699	28,699	28,699	28,699
储备	92,494	100,024	108,978	119,133	128,640
股东权益	121,193	128,723	137,677	147,832	157,339
少数股东权益	20,311	21,227	23,080	25,335	27,326
总负债及权益	375,171	357,523	464,932	476,326	482,140
每股帐面价值 (人民币)	4.22	4.49	4.80	5.15	5.48
每股有形资产 (人民币)	3.60	3.90	4.24	4.62	4.98
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.84)	(1.00)	(1.39)	(2.16)	(2.75)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	8.7	8.9	9.0	9.8	8.8
息税前利润率 (%)	5.6	6.0	6.3	7.3	6.2
税前利润率 (%)	6.4	6.8	7.2	7.2	7.0
净利率 (%)	4.3	5.2	5.3	5.1	5.2
流动性					
流动比率 (倍)	1.3	1.2	1.4	1.4	1.4
利息覆盖率 (倍)	9.4	10.2	10.8	12.4	9.9
净权益负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率 (倍)	1.0	0.9	1.1	1.1	1.1
估值					
市盈率 (倍)	19.0	18.1	15.8	15.0	14.2
核心业务市盈率 (倍)	22.5	18.8	15.8	15.0	14.2
市净率 (倍)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
价格/现金流 (倍)	12.6	10.9	9.8	11.0	9.0
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	9.9	9.0	7.6	5.6	5.2
周转率					
存货周转天数	121.1	116.7	117.0	118.3	117.3
应收帐款周转天数	174.3	158.8	141.9	147.0	148.0
应付帐款周转天数	207.0	207.3	192.4	199.0	197.8
回报率					
股息支付率 (%)	47.8	0.3	30.0	31.8	29.1
净资产收益率 (%)	8.0	9.0	9.6	9.5	9.4
资产收益率 (%)	2.7	3.0	3.1	3.4	3.0
已运用资本收益率 (%)	1.6	1.6	1.6	1.4	1.4

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测