

**评级：买入（上调）**

市场价格：9.10

分析师：王华君

执业证书编号：S0740517020002

电话：010-59013814

Email: wanghj@r.qlzq.com.cn

分析师：于文博

Email: yuwb@r.qlzq.com.cn

执业证书编号：S0740518070012

### 基本状况

总股本(百万股)	28,699
流通股本(百万股)	22,918
市价(元)	9.10
市值(百万元)	261160.9
流通市值(百万元)	208553.8

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

行业深度：《轨交装备：2018-2020年景气向上》2017.9.17

深度报告：《中国中车(601766)深度报告：全球轨交装备龙头——具全球竞争力的“核心资产”》

2017.12.3

行业点评：《轨交装备：轨交装备：配置价值提升——基建加码、确定性提升》2018.11.26

深度报告：《中铁工业(600528)：盾构机及轨交高端装备龙头央企，业绩将快速增长》2017.7.10

### 公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	229,722	211,013	211,380	237,092	250,900
增长率 yoy%	-5.04%	-8.14%	0.17%	12.16%	5.82%
净利润	11,296	10,799	11,818	14,735	16,527
增长率 yoy%	-4.42%	-4.40%	9.44%	24.68%	12.16%
每股收益(元)	0.39	0.38	0.41	0.51	0.58
每股现金流量	0.73	0.56	0.87	0.42	1.24
净资产收益率	10.77%	8.88%	9.25%	10.93%	11.59%
P/E	23.12	24.18	22.10	17.72	15.80
PEG	2.73	1.59	65.79	2.09	1.04
P/B	2.49	2.15	2.04	1.94	1.83

### 投资要点

#### ■ 轨交装备行业投资机会：防御性+基建主题投资

轨交装备投资机会近期主要取决于策略配置：防御性+基建主题投资。宏观经济面临压力，铁路基建投资加码预期上升，轨交装备景气向上，防御价值提升。

#### ■ 中国中车：十年磨一剑，铸就全球轨交装备龙头

中国中车是全球规模最大轨道交通装备供应商。2007-2016年间，中国中车全球高铁车辆市占率从28%提升至69%；盈利能力、研发投入均远超竞争对手。

#### ■ 积极变化一：铁路基建投资加码，政策资金支持力度加大，轨交装备景气提升

(1) 轨道交通建设为重要的宏观经济对冲手段。2018年7月，国常会“积极财政”“稳增长”、中央政治局“补短板”，均为轨交建设加速提出要求。

(2) “专项债”集中发行，有望为国家铁路建设及城轨地铁建设提供资金支持。

(3) 行业政策落地加速：“高铁开工加速”+“公转铁”+“城轨恢复审批”

**高铁开工加速：**2018-2019年高铁拟新开工项目投资增速达13%、41%。“**公转铁：**国务院提出到2020年，全国铁路货运量较2017年增长30%，带来货车、机车大量需求。**城轨恢复审批：**2018年8月，吉林省长春市第三期城轨建设规划通过审核，暂停1年多的城轨项目审批重启。

#### ■ 积极变化二：车辆需求向上：预计2018-2020年复合增速14%，动力集中式动车组、动车高级修、货车、机车有望成为增长主力

(1) 动车组：动车组招标有望回升至350列/年（不包括动力集中式）；未来几年动力集中式新产品有望带来额外100列/年增量；动车5级修迎来高增长。

(2) 机车、货车：2018-2020年年采购额有望达456亿元，复合增速约35%。铁路运力与车辆保有量直接相关，叠加更新需求，车辆需求将大幅提升。

(3) 城轨地铁：车辆需求有望保持8000辆/年高位。

#### ■ 积极变化三：中国中车持续推进优化资源配置，盈利能力不断上升

(1) 毛利率具备提升空间：公司铁路装备业务毛利率最高，车辆需求向上，产品结构有望持续改善；同时公司产能利用率有望提升，毛利率具备提升空间。

(2) 减员增效，员工安置费有望下降：2017年净减员6307人；员工安置费用11.5亿元；有望逐步释放效益；减员高峰已过，员工安置费用有望下降。

(3) 研发支出有望显著下降：随着复兴号系列化逐步完成，研发支出（2017年达100亿元）有较大下降空间，带来一定的盈利弹性；公司费用率有望下降。

#### ■ 投资建议：预计2018-2020年公司净利润118/147/165亿元，PE为22/18/16倍；2019年业绩提速，具较好防御价值，结合基建主题，上调评级至“买入”。

#### ■ 风险提示：铁路投资低于预期；动车组招标低于预期；城轨地铁建设低于预期

## 内容目录

<b>一、十年磨一剑，铸就轨交装备全球龙头</b> .....	<b>- 3 -</b>
1.中国中车：全球轨交整车龙头，占据全球高铁车辆近7成份额.....	- 3 -
2.中国中车：营业收入、盈利能力、研发投入均远超全球其他竞争对手....	- 4 -
3.2018 前三季度业绩同比增长 11%，费用率有下降空间 .....	- 4 -
<b>二、轨交装备：政策加码，景气提升</b> .....	<b>- 6 -</b>
1. “稳增长” + “补短板” 提出上层要求 .....	- 6 -
2. “专项债” 集中发行，提供铁路基建资金支持.....	- 7 -
3. “高铁开工加速” + “公转铁” + “城轨恢复审批”，轨交装备景气全线提升-	- 7 -
<b>三、车辆需求：预计 2018-2020 年复合增速 14%</b> .....	<b>- 9 -</b>
1.车辆需求：到 2020 年需求总规模将达 1886 亿元 .....	- 9 -
2.动车组：“标准动车组” 350 列+ “动力集中式” 100 列.....	- 9 -
3.铁路机车、货车：预计 2018-2020 年，采购额复合增速有望达 35%....	- 11 -
4.城轨地铁：车辆需求有望保持 8000 辆/年高位.....	- 12 -
<b>四、管理优化、减费增效，盈利能力有望显著提升</b> .....	<b>- 14 -</b>
1. 管理优化、减费增效，费用率水平有较大下降空间 .....	- 14 -
2.产品结构改善，产能利用率提升，毛利率具备提升空间 .....	- 15 -
3. 公司 2018H1 杜邦分析：盈利能力有所提升 .....	- 15 -
<b>五、盈利预测：业绩拐点向上，上调至“买入”评级</b> .....	<b>- 16 -</b>
1.盈利预测 .....	- 16 -
2.投资建议 .....	- 16 -
<b>风险提示：</b> .....	<b>- 16 -</b>

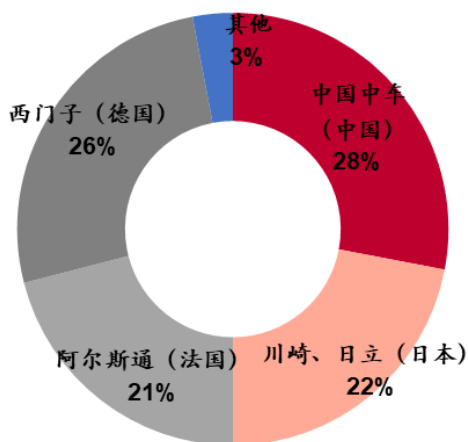
## 一、十年磨一剑，铸就轨交装备全球龙头

### 1. 中国中车：全球轨交整车龙头，占据全球高铁车辆近 7 成份额

- 自 2007 年“和谐号”投入使用，历经十年的技术积累和创新，到 2016 年，中国中车已经成长为全球轨交装备的绝对龙头，占据全球高铁车辆近 7 成份额。

**图表 1: 2007-2009 年中国中车全球高铁市场份额为 28%**

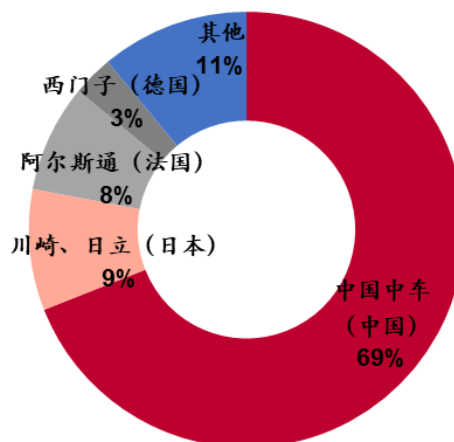
#### 2007-2009年中国中车全球高铁市场份额为**28%**



资料来源：高铁见闻，中泰证券研究所

**图表 2: 2016 年中国中车全球高铁市场份额为 69%**

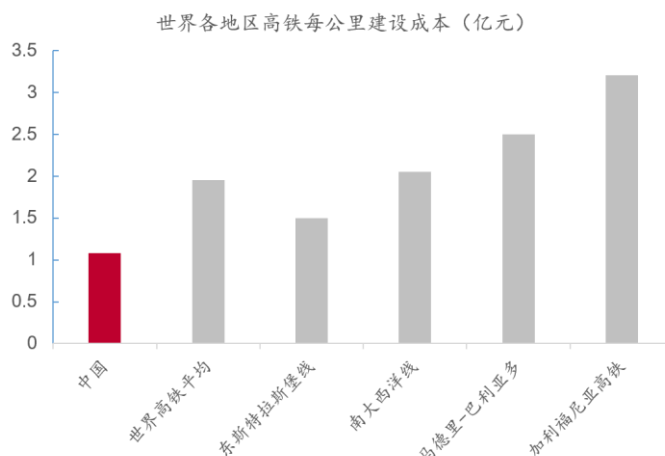
#### 2016年中国中车全球高铁市场份额为**69%**



资料来源：高铁见闻，中泰证券研究所

- 中国的高铁质优价廉，拥有国际竞争力：**中国拥有世界上运营线路最长的快速铁路网，运行的地质、天气情况最复杂，能够适应不同国家的地质气候条件。同时我国拥有丰富的高铁研制、运营经验，高铁技术世界领先水平，技术层次多样化。具备从工程设计、建造、设备制造及运营管理较为完善的系统工程。世界银行 2016 年 7 月发表的一份关于中国高铁建设成本的报告指出，中国高铁的加权平均单位成本：时速 350 公里项目为 1.29 亿元/公里；时速 250 公里项目为 0.87 亿元/公里，仅为欧美其他国家的 1/3 到 2/3，具有明显的成本优势。

**图表 3: 中国高铁成本优势明显**



资料来源：世界银行，中泰证券研究所整理

## 2. 中国中车：营业收入、盈利能力、研发投入均远超全球其他竞争对手

- 2017 年中国中车实现营业收入 2110 亿元，营业利润 163 亿元，研发投入 102 亿元，均远超全球其他竞争对手。

### 2017 年全球主要轨交车辆供应商业绩情况：中国中车遥遥领先

轨交收入全球排名	企业	市值 (亿元)	轨交业务收入	轨交业务营业利润	营业利润率	研发投入
1	中国中车	2500	2110 亿元	163 亿元	7.73%	102 亿元
2	西门子 (轨交)		630 亿元	57.8 亿元	9.17%	
3	庞巴迪	400	1134 亿元	32.9 亿元	2.90%	16.8 亿元
4	阿尔斯通	700	568 亿元	27.8 亿元	4.89%	13.6 亿元

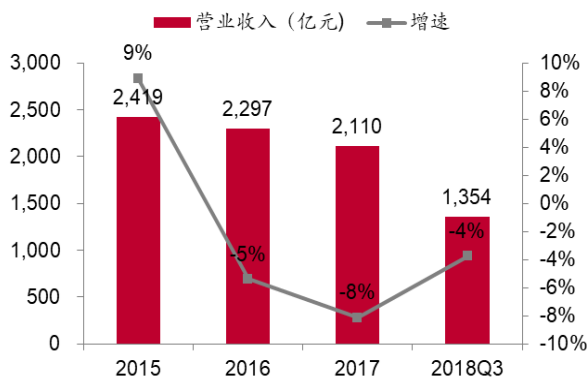
资料来源：庞巴迪、阿尔斯通、西门子，中泰证券研究所整理

注：中国中车轨交车辆收入收入利润占比约 60%；庞巴迪轨交业务收入占比约 50%。

## 3. 2018 前三季度业绩同比增长 11%，费用率有下降空间

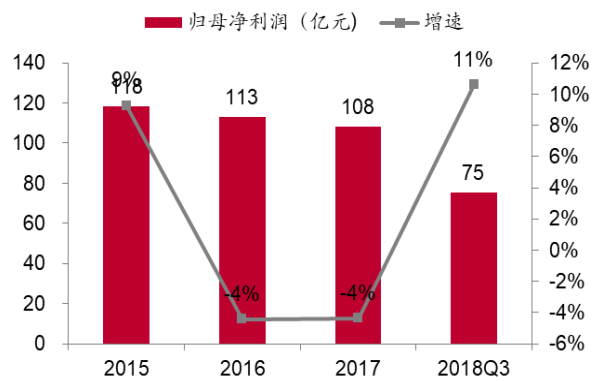
- 收入微降，业绩增长：2018Q3，公司实现营业收入 1354 亿元，同比下降 4%；实现归母净利润 75 亿元，同比增长 11%；扣非净利润 56 亿元，同比下降 6%；非经常性损益较上年主要变化为：新能源汽车整车业务向集团公司剥离。

图表 4: 营业收入: 受新能源整车业务剥离影响



资料来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: 归母净利润拐点向上



资料来源: wind, 中泰证券研究所

- **费用率有下降空间:** 2018Q3, 公司三费 (含研发费用) 合计 210 亿元, 三费率合计 15.49%, 同比上升 0.29%; 其中研发投入 64 亿元, 同比下降 7.5%。
- 我们认为与全球其他整车制造龙头相比, 中国中车研发费用仍处高位, 随着复兴号系列化逐步完成, 中车研发费用有下降空间。
- 除研发费用外, 管理费用主要构成包括职工薪酬、职工安置费、折旧摊销及其他。考虑中国中车持续推进减员增效, 职工薪酬有望保持相对稳定; 随着减员强度下降, 职工安置费用有望降低; 折旧摊销及其他预计保持稳定, 整体管理费用支出有望稳中有降, 随着中国中车收入向上, 管理费用率有较大下降空间。

图表 6: 受收入下滑影响, 期间费用率略增

↑ 期间费用率

单位: %	2018Q3	2017Q3
销售费用率 ↓	3.04	3.23
管理费用率 ↓	11.58	11.18
财务费用率 ↑	0.86	0.79
合计 ↓	15.49	15.20

变化: 销售费用率 -0.19pct, 管理费用率 +0.40pct, 财务费用率 +0.07pct, 合计 +0.29pct

资料来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 研发投入同比降低 7.5%, 仍处高位

↓ 研发投入

64 (亿元)

↑ -7.5%

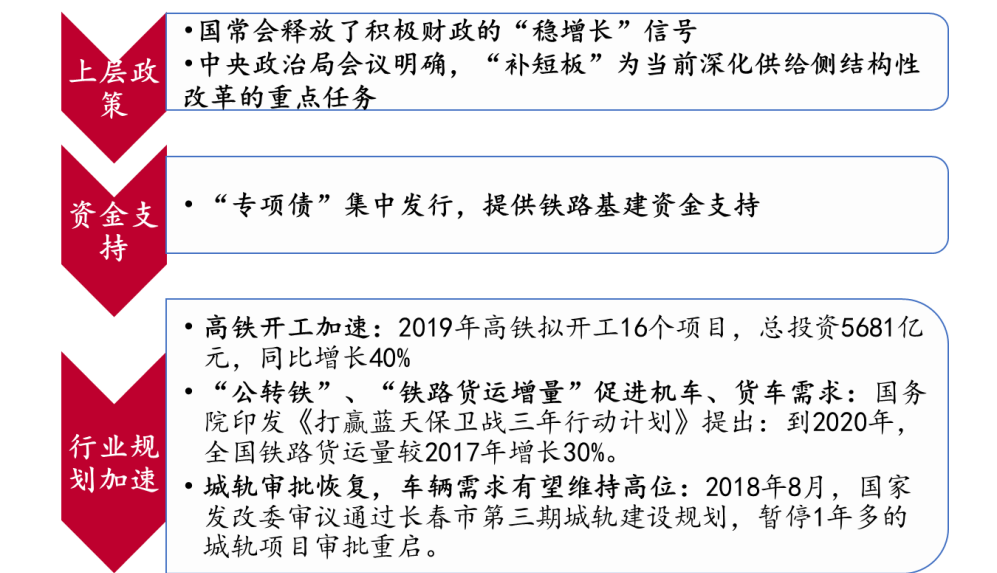
2017Q3: 67亿元

资料来源: wind, 中泰证券研究所

## 二、轨交装备：政策加码，景气提升

- 轨道交通是补短板、增后劲、惠民生的重要手段，同时也是基建投资、宏观经济对冲的重要方向之一。2018年下半年从上层财政政策，到资金支持，再到行业落地，从上至下打通了轨交建设加速政策传递链条。

图表 8：政策促进，从上至下打通轨交建设加速政策传递链条



资料来源：中泰证券研究所

### 1. “稳增长” + “补短板” 提出上层要求

- 国常会释放了积极财政的“稳增长”信号：  
财新网报道：2018年7月23日，总理主持召开国务院常务会议，会议部署更好发挥财政金融政策作用，支持扩内需调结构促进实体经济发展；积极财政政策要更加积极。
- “补短板”为当前深化供给侧结构性改革的重点任务  
“补短板”作为供给侧改革“三去、一降、一补”五大任务之一，早在2015年12月中央经济工作会议就曾提出。
- 进入2018年，8月中央政治局会议中进一步明确，“补短板”为当前深化供给侧结构性改革的重点任务。10月国务院办公厅印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》。
- 轨道交通是补短板、增后劲、惠民生的重要手段，同时也是基建投资、宏观经济对冲的重要方向之一。“稳增长” + “补短板”提出了轨交建设的上层要求。

图表 9：“补短板”为当前深化供给侧结构性改革的重点任务

时间	事件
2018年7月	总理考察西藏自治区川藏铁路拉林段施工现场，指出：我国目前发展不平衡，中西部基础设施建设滞后，要加快补齐这个短板，通过扩大有效投资，加快中西部基础设施建设，逐步缩小东中西部发展差距。
2018年7月	主席主持召开中央政治局会议，分析研究上半年经济形势，部署下半年经济工作。会议提出的一个重要思想和重大举措是：把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务。

国务院办公厅印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》。指出，聚焦关键领域和薄弱环节，保持基础设施领域补短板力度，进一步完善基础设施和公共服务，提升基础设施供给质量，更好发挥有效投资对优化供给结构的关键性作用，保持经济平稳健康发展。

来源：凤凰网、新华网，中泰证券研究所

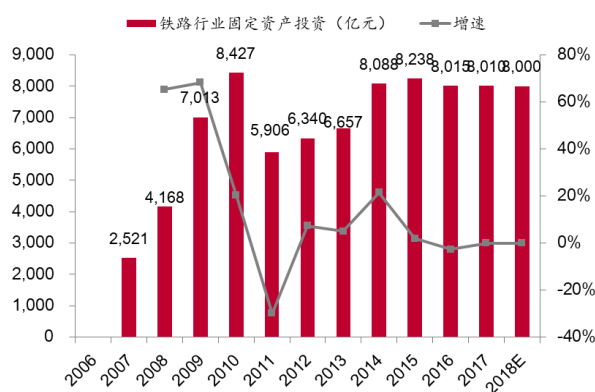
## 2. “专项债”集中发行，提供铁路基建资金支持

- 2018年8月，财政部发布72号文，敦促加快发行“专项债”发行进度，要求各地在9月前完成80%。根据经济观察网报道：2018年上半年发行3672亿元专项债(不到1.35万亿元地方政府专项债券额度的30%)，仅8月与9月，地方政府专项债券发行量总合超1万亿元(全年目标占比超过70%)。
- 专项债募集资金多用于市政建设、交通运输等基础设施建设领域，有望为铁路基建“补短板”提供有力资金源支持，促进铁路设备需求提升。

## 3. “高铁开工加速” + “公转铁” + “城轨恢复审批”，轨交装备景气全线提升

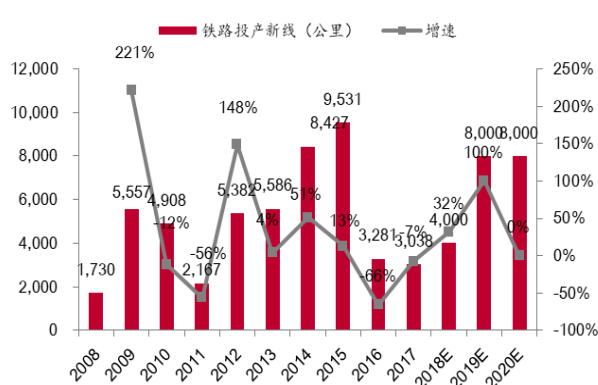
- 近期铁路基建工程项目推进加速，全年铁路固定资产投资有望重回8000亿水平，超出年初规划7320亿元。
- 2016年7月由国家发展改革委、交通运输部、铁路总公司联合编制的《中长期铁路网规划》发布，按照《规划》，到2020年，铁路网规模达到15万公里，其中高速铁路3万公里，到2025年，铁路网规模达到17.5万公里左右，其中高速铁路3.8万公里左右。按照《规划》2018-2020年年均需投产新线达8000公里。

图表 10: 铁路固定资产投资有望重回 8000 亿



资料来源：中国铁路总公司，中泰证券研究所

图表 11: 2019-2020 有望迎来新线投产高峰



资料来源：中国铁路总公司，中泰证券研究所

### (1) 2019 年高铁预计开工同比增长 40%，动车景气度有望穿越十三五：

- 2018 年全年新开工项目 23 个左右，总投资 4033 亿元，与 2017 年新增投资规模 3560 亿元相比有所上升(北京商报、人民网)；2019 年高铁拟开工 16 个项目，总投资 5681 亿元(上海证券报)，同比增长 40%，显著加速。高铁投资周期 3-5 年，动车装备景气度有望穿越十三五。

### (2) “铁路货运增量”目标提升 30%，促进机车、货车需求：

- 2018年7月，国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，提出：优化调整货物运输结构，大幅提升铁路货运比例，到2020年，全国铁路货运量较2017年增长30%。
- 2018年7月，中铁总推出《2018-2020年货运增量行动方案》，提出：到2020年，全国铁路货运量将达到47.9亿吨，较2017年增长30%。
- 机车、货车购置是铁路货运能力提升重要途径，截至2017年末，我国铁路机车、货车存量分别约为2.1万辆，71万辆。随着“公转铁”、“铁路货运增量”计划落地，有望带来货车、机车大量新增需求。

### **(3) 城轨地铁审批恢复，车辆需求有望维持高位：**

- 2018年8月，国家发改委审议通过吉林省长春市第三期城市轨道交通建设规划，暂停1年多的城轨项目审批重启。目前，全国已经有44座城市的轨道交通建设规划获得国家发改层面的批复，通车城市28座，另外还有80多座城市在开展轨道交通的前期研究工作。随着城轨审批恢复，城轨地铁建设有望保持趋势，车辆需求有望维持高位



### 三、车辆需求：预计 2018-2020 年复合增速 14%

#### 1. 车辆需求：到 2020 年需求总规模将达 1886 亿元

- 预计 2018-2020 国内铁路车辆国内需求复合增速达 14%，到 2020 年需求总规模将达 1886 亿元，其中**动力集中式、货车、机车**将成为增长主力。

**图表 12：2018-2020 年国内铁路车辆需求辆预测**

<b>动车组</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 标准动车组：招标有望回升至 350 列/年</li> <li>• 动力集中式：30、100、100 列</li> </ul>
<b>机车、货车</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 货车：4.1、7.0、9.0 万辆</li> <li>• 机车：800、1200、1400 台</li> </ul>
<b>城轨地铁</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 车辆需求有望保持 8000 辆/年高位</li> </ul>

资料来源：中国铁路建设投资公司，中国中车，中泰证券研究所

**2018-2020 年中国中车轨交车辆销售复合增速有望达 14%**

		2017	2018E	2019E	2020E
动车	车辆（标准列）	344	380	450	450
	销售额（亿元）	515	546	595	595
	维保（亿元）	60	90	108	119
	合计	575	636	703	714
货车	车辆（辆）	51473	45000	70000	90000
	销售额（亿元）	220	180	280	360
机车	车辆（台）	1531	1050	1450	1750
	销售额（亿元）	234	225	311	375
客车	车辆（台）	103			
	销售额（亿元）	52	10	10	10
城轨地铁	车辆（辆）	6298	7500	8000	8000
	销售额（亿元）	336	400	427	427
合计	销售额（亿元）	1417	1451	1731	1886
增速			2.40%	19.30%	8.95%

资料来源：中国中车，中泰证券研究所整理

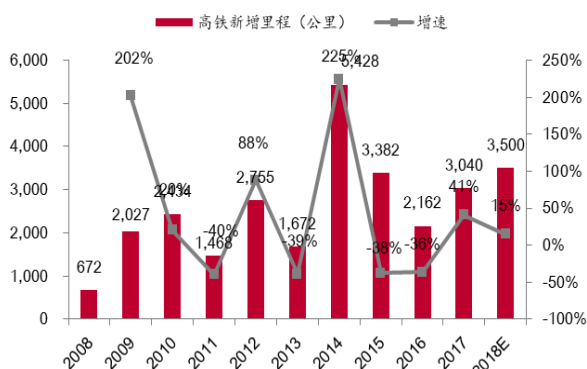
#### 2. 动车组：“标准动车组” 350 列+“动力集中式” 100 列

（1）动车组 2018-2020 年均招标有望稳定在 350 列左右：

- 动车组需求与高铁新增里程直接相关，2016-2017 年，受周期性影响，

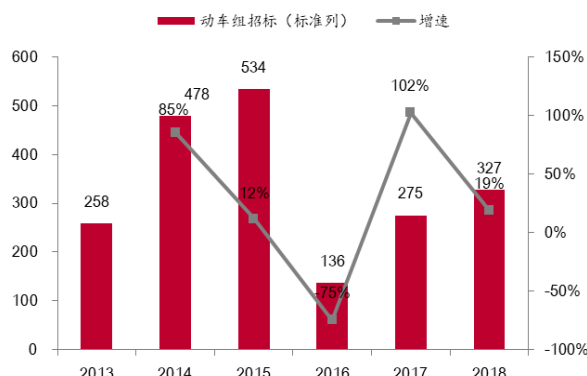
高铁投产新线进入低谷，动车招标大幅下滑。随着高铁投产新线触底反弹，2018-2020 年均招标有望稳定在 350 列左右。

**图表 13: 2018 年开始，高铁新增里程逐步恢复**



资料来源：中国铁路总公司，中泰证券研究所

**图表 14: 2018 年动车组招标显著恢复**



资料来源：中铁投，中泰证券研究所；注：2018 年为截至 10 月底招标数量

**(2) 动力集中式预计未来 2019-2020 年均采购 100 列左右:**

- 动力集中式动车组，指的是由一台动力机车牵引数个无动力车辆在轨道上行驶，和现有的动车组不同的是它只有机车头有动力，其他车厢不产生动力。
- 时速 160 公里动力集中动车组于 7 月底完成 20 万公里运营考核，最快有望于 2018 年年底获得国家铁路局生产许可证，该车全面将替代 25T 型客车，是中国下一代普速客车的主力车型。考虑目前客车更新替换需求，我们预计 2018-2020 年，动力集中式采购 30、100、100 列。
- 动力集中动车组融合了传统普速列车和新型高速列车的部分优点。随着新型集中式动车组的推广，普速铁路也能大量运营速度较高的动车组列车，有利于充分合理地使用现有运力资源，提高铁路运营效益，同时也能够方便广大旅客。

**(3) 动车五级修迎来高峰：年均将达到 250 列左右，较 2017 年翻倍**

- 预计 2018-2020 年，年均五级修将达到 250 列左右，较 2017 年实现翻倍。五级修每列价格有望达 4000 万元，约为新车单价的 1/4。
- 在全球轨交行业，维保市场占比约为一半左右，远远高于国内轨交维保市场占比。截至 2017 年底，我国动车保有量达到 2935 列，预计到 2020 年动车保有量有望将超过 4000 列。随着动车组保有量的持续增长，后市场空间不断扩大。动车高级修中三、四级修将有中国中车、中铁总合作完成（三级修中国中车与中铁总市场比例约为 4: 6），五级修将由中国中车完成。
- 以 CRH380 型动车组为例，全寿命周期 24 年左右，约需进行三级修 4 次、四级修 2 次、五级修 1 次。三级修费用 1400 万/列左右，四级修费用 2900 万/列左右，分别为动车组新车成本的 8%、15%，五级修我们预计为新车成本 23%左右。

**图表 15: 380 型车高级修情况费用成本**

运营周期/里程	维修等级	费用	费用/新车成本
3 年/120 万公里	三级修	1400 万	8%
6 年/240 万公里	四级修	2900 万	15%

9年/360万公里	三级修	1400万	8%
12年/480万公里	五级修	4000万	23%
15年/600万公里	三级修	1400万	8%
18年/720万公里	四级修	2900万	15%
21年/840万公里	三级修	1400万	8%
24年/960万公里	报废		
高级修费用合计		1.52亿元	85%
每年平摊		630万元	3.5%

资料来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

#### (4) 近2年，动车价格并无下调

- 近2年，国内动车价格并未实际下调，原和谐号动车组采购价格维持不变(时速350公里和谐号约1.78亿元/标列，时速250公里和谐号约1.4亿元/标列)。复兴号作为新产品，其价格为新订价格。考虑复兴号采用统一标准成本更低，定价较和谐号略低，但并非为降价(时速350公里复兴号1.72亿元/标列)。我们预计未来2年动车组价格也将保持稳定。

### 3. 铁路机车、货车：预计2018-2020年，采购额复合增速有望达35%

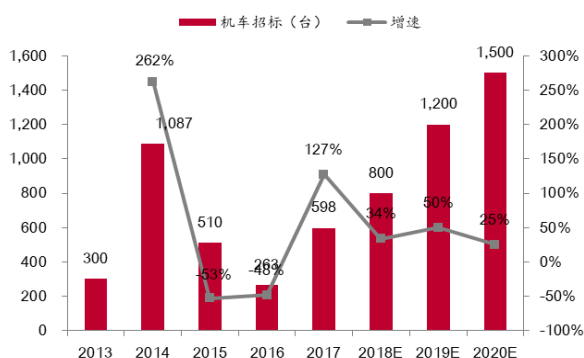
- 财新网报道，为配合三年货运增量行动，中铁总计划未来三年新购置货车21.6万辆、机车3756台。
- 铁路运力与车辆保有量直接相关。假设铁路货车、机车对运力弹性影响为0.5，2020年铁路运力提升30%，车辆保有量需提升15%。货车、机车寿命分别为20、25年左右，假设年均分别更新保有量的5%、4%。目前我国货车、机车保有量分别为71万辆、2.1万台，货车、机车寿命周期约为20年。考虑运力提升及更新需求，我们预计2018-2020年货车采购规模达4.1、7.0、9.0万辆，机车采购规模达800、1200、1500台。

图表 16: 2018-2020 年铁路机车、货车需求预测

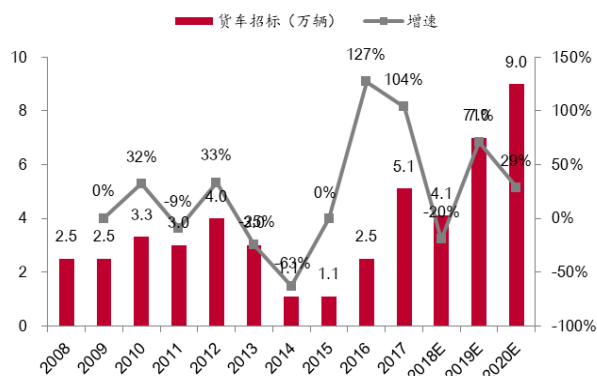
	2017 保有量	年均更新	2018E 需求	2019E 需求	2020E 需求	2020E 保有量
机车	2.1 万辆	840 台	800 台	1200 台	1500 台	2.2 万台
货车	71 万辆	3.5 万辆	4.5 万台	7 万辆	9 万辆	81 万辆

资料来源：铁路公报，中泰证券研究所整理

- 2017年中铁总货车招标5.1万台，机车招标598台(根据中车历史数据，货车均价约40万/辆；机车均价约1600万/台，考虑大功率电力机车占比提升，实际机车均价有望超出)，我们预计2018-2020采购额有望达，405、591、735亿元，复合增速有望达35%。

**图表 17: 到 2020 年铁路机车招标有望创 5 年新高**


资料来源: 中国铁路总公司, 中泰证券研究所

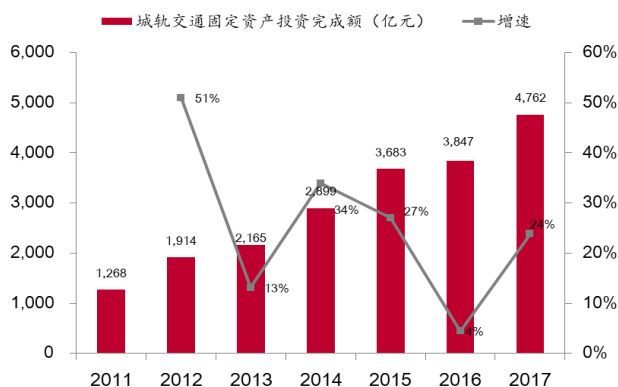
**图表 18: 未来 3 年铁路货车采购有望保持高景气**


资料来源: 中铁投, 中泰证券研究所;

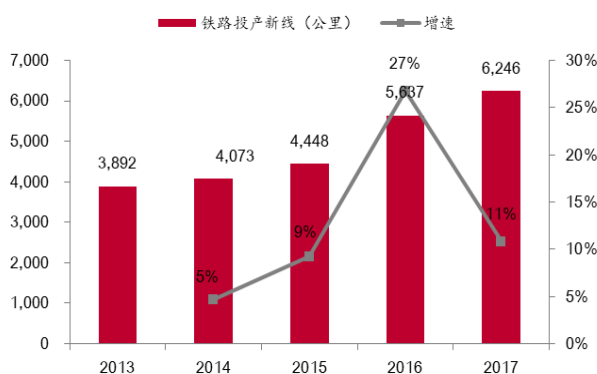
#### 4.城轨地铁: 车辆需求有望保持 8000 辆/年高位

##### (1) 城轨固定资产投资、在建里程持续增长

- 2017 年 2 月 3 日, 国务院印发的《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》提出, 到 2020 年, 城市轨道交通运营里程达到 6000 公里, 每年完成 600 公里以上。
- 截至 2017 年末, 我国内地共计有 34 个城市开通城市轨道交通, 开通线路 165 条, 运营里程 5033 公里; 在建线路 254 条, 在建里程 6246 公里, 较上年同期增加 10.8%; 在建线路累计可研批复投资达 3.88 万亿元。
- 我们预计“十三五”期间城市轨道交通建设速度有望超预期, 到 2020 年城市轨道交通实际新建里程有望达到 4000 公里, 年复合增速有望超过 13%。

**图表 19: 城轨固定资产投资持续提升**


资料来源: 中国城市轨道交通协会, 中泰证券研究所

**图表 20: 地铁在建里程保持增长趋势**


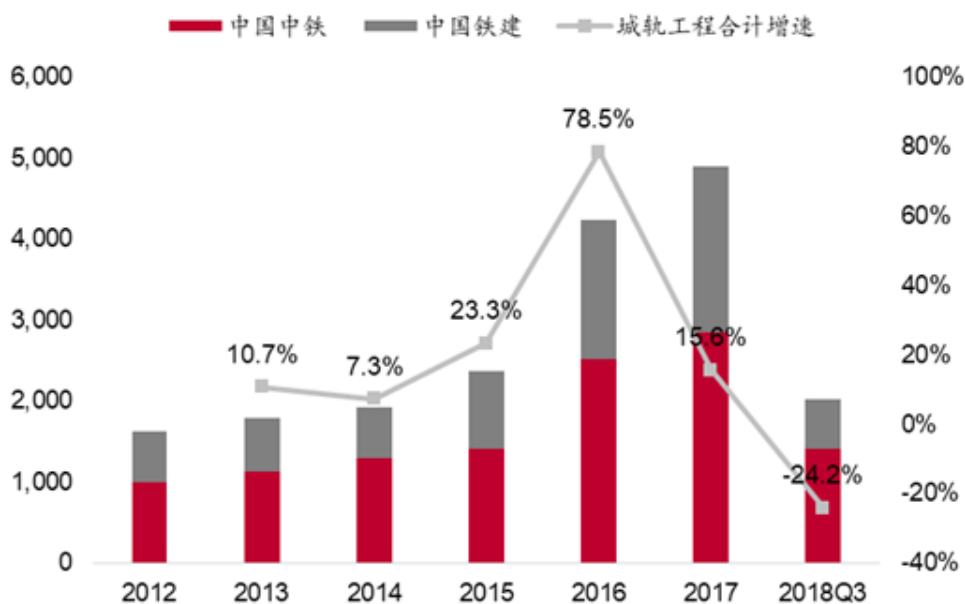
资料来源: 中国城市轨道交通协会, 中泰证券研究所;

##### (2) 从城轨基建订单看, 城轨地铁建设仍将保持高位

- 2013-2017 年中国中铁、中国铁建新签城轨地铁基建合同保持较高增速; 2018 年受城轨地铁审批暂停影响, 前三季度“两铁”城轨新签合同额出现下降。

- 我们认为城轨项目建设周期为 3-5 年，随着城轨地铁审批重启，基建项目订单有望恢复，预计未来 3 年，城轨地铁基建仍将保持高位。

**图表 21: 中国中铁、中国铁建城轨工程新签订单: 有望随城轨地铁审批重启逐步恢复**



来源: 中国城市轨道交通协会, 中泰证券研究所

### (3) 城轨地铁: 车辆需求有望保持 8000 辆/年高位

- 据中国城市轨道交通协会数据, 截止 2017 年末, 全国轨道交通累计配属车辆 4871 列。考虑城轨地铁建设周期为 3-5 年, 车辆需求滞后开工 2-3 年, 我们预计 2018-2020 年地铁招标有望保持 8000 辆左右高位, 按照每辆价格 540 万, 年均 432 亿元。

## 四、管理优化、减费增效，盈利能力有望显著提升

### 1. 管理优化、减费增效，费用率水平有较大下降空间

#### (1) 管理费用相对刚性，费用率有较大下降空间：

- 中国中车管理费用相对刚性，未来随着收入增长，费用率有较大下降空间。其中技术研发费、职工薪酬、职工安置费用稳中有降，保障整体费用水平保持稳定。

图表 22：管理费用相对刚性，随收入增长，费用率有较大下降空间

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
管理费用(亿元, 含研发费用)	223	218	239	225	230	230
营业总收入(亿元)	2419.13	2297.22	2110.13	2108.66	2370.93	2509.01
管理费用率	9.22%	9.49%	11.33%	10.67%	9.70%	9.17%

资料来源：wind，中泰证券研究所整理

图表 23：管理费用构成(含研发费用)：减员增效、研发下降，有望拉低费用水平

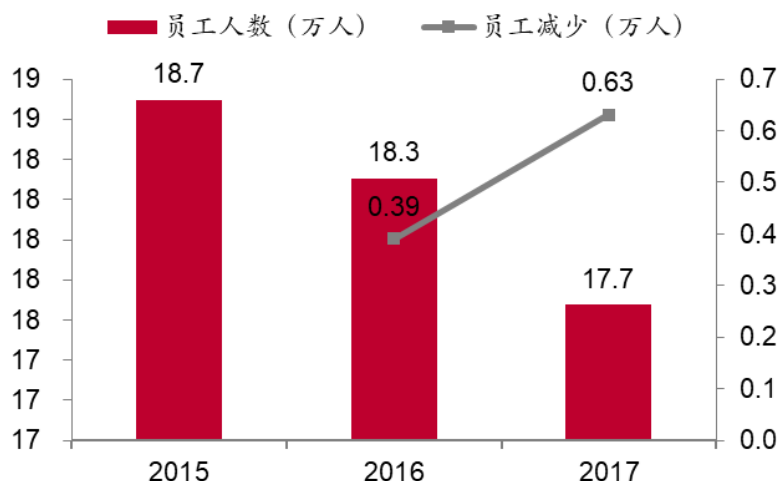
	2016	2017	2018H1	2018-2020 年预期变化
职工薪酬(亿元)	62.21	65.53	34.08	随着减员增效持续推进，职工薪酬预期增幅有限
职工安置费(亿元)	-	11.50	-	减员高峰期已过，职工安置费用预期低于 2017 年水平
技术研发费(亿元)	94.80	99.72	40.27	随着复兴号系列化逐步完成，研发费用有望逐步降低
折旧费(亿元)	70.06	79.62	4.02	考虑公司去产能推进，折旧增幅有限
无形资产摊销(亿元)	11.45	7.96	3.20	考虑公司去产能推进，摊销增幅有限
其他(亿元)	42.91	47.06	18.87	预期保持稳定
合计(亿元)	218.38	239.11	100.44	管理费用保持稳定，费用率下降

资料来源：wind，中泰证券研究所整理

#### (2) 减员增效优化效果有望逐步释放

- 自公司合并成立以来，持续推进过剩产能整合。公司仅 2017 年就净减员 6300 人；2017 年员工安置费用共 11.5 亿元。预计未来减员及员工安置费用有望减少，带来一定程度的盈利弹性。

图表 24：公司持续推进减员增效

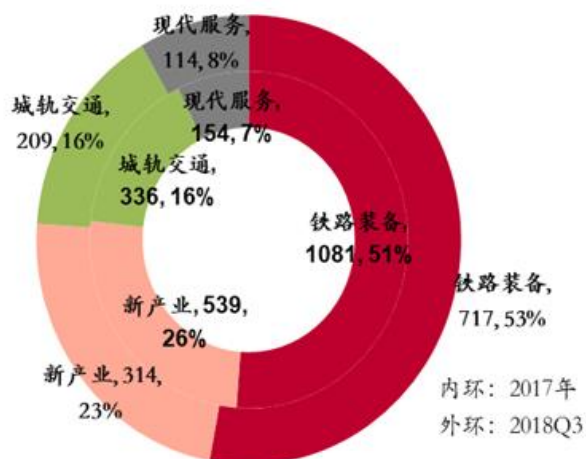


来源: wind, 中泰证券研究所

## 2. 产品结构改善, 产能利用率提升, 毛利率具备提升空间

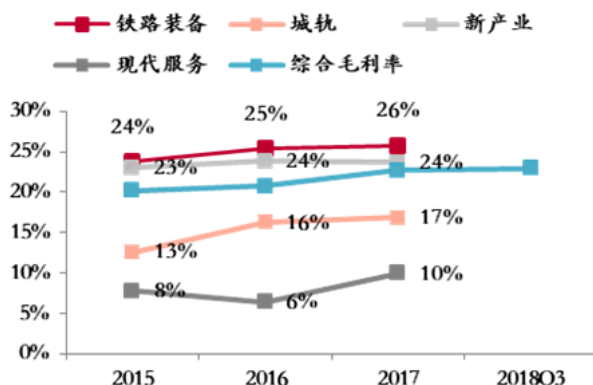
- 公司铁路装备为毛利率最高业务板块, 随着车辆需求增长, 产品结构有望持续改善; 同时公司产能利用率有望提升, 毛利率具备提升空间。

**图表 25: 分产品收入结构: 铁路装备占比有望持续提升**



资料来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 26: 毛利率: 综合毛利率持续提升, 铁路装备利润率最高**



资料来源: wind, 中泰证券研究所;

## 3. 公司 2018H1 杜邦分析: 盈利能力有所提升

**图表 27: 司 2018H1 杜邦分析: 盈利能力有所提升**



来源: wind, 中泰证券研究所

## 五、盈利预测：业绩拐点向上，上调至“买入”评级

### 1. 盈利预测

- 我们预计 2018-2020 年公司收入 211,380、237,092、250,900 亿元，同比增长 0.07%、12.44%、5.82%，归属母公司净利润 118/147/165 亿元。
- 假设一：国铁固定资产投资保持每年 8000 亿/年水平。
- 假设二：城轨地铁固定资产投资保持稳定。
- 对期间费用和所得税的假设：**
- 管理费用率：假设管理费用相对刚性，随收入增长，管理费用率有望显著下降。
- 研发费用率：随着复兴号系列化逐步完成，公司研发费用支出有望逐步缩减。
- 销售费用率、财务费用率：由于行业较为成熟，上下游关系较为稳定，我们假设公司销售费用率、财务费用率稳定。
- 所得税：我们假设公司所得税税率保持稳定。

图表 28：中国中车车辆销售收入拆分

项目	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	2,419.13	2,297.22	2,110.13	2,113.80	2,370.93	2,509.01
增速		-5.04%	-8.14%	0.17%	12.16%	5.82%
铁路装备	1,301.99	1,068.97	1,081.72	1,050.81	1,303.48	1,458.54
新产业	529.21	579.54	538.50	511.58	501.34	491.32
城轨与城市基础设施	246.13	271.41	335.77	405.00	427.00	427.00
现代服务	341.80	377.31	154.13	146.42	139.10	132.15
<b>毛利率(%)</b>	<b>20.21</b>	<b>20.79</b>	<b>22.68</b>	<b>23.27</b>	<b>23.49</b>	<b>23.63</b>
铁路装备(%)	23.80	25.34	25.80	27.56	27.06	26.68
新产业(%)	23.00	23.87	23.69	23.78	23.74	23.76
城轨与城市基础设施(%)	12.60	16.27	16.86	17.00	17.32	17.67
现代服务(%)	7.80	6.42	9.96	8.06	8.15	8.72
<b>毛利</b>	<b>489.26</b>	<b>477.59</b>	<b>478.62</b>	<b>491.91</b>	<b>556.95</b>	<b>592.82</b>
增速		-2.39%	0.21%	2.78%	13.22%	6.44%
铁路装备	309.87	270.88	279.08	289.60	352.67	389.11
新产业	121.72	138.34	127.57	121.65	118.99	116.72
城轨与城市基础设施	31.01	44.16	56.61	68.85	73.96	75.45
现代服务	26.66	24.22	15.35	11.80	11.33	11.53

资料来源：中国中车，中泰证券研究所

### 2. 投资建议

- 中国中车是全球规模最大、技术领先的轨道交通装备供应商。政策自上而下全面促进轨交建设加速，轨交装备景气向上。预计 2018-2020 年车辆需求复合增速达 14%。中车整合提效有望逐步释放成果，业绩有望超预期。预计公司 2018-2020 年净利润 118/147/165 亿元，PE 为 22/18/16 倍，上调至“买入”评级。

### 风险提示：

- **铁路投资低于预期：**铁路投资受中铁总及地方财政预算约束，政策性较强，存在低于预期风险。



- **动车组招标低于预期:** 中铁总对动车组招标有低于预期风险, 影响动车组采购。
- **铁路货运增量进展低于预期:** 铁路货运增量计划存在不达预期风险, 将直接影响对铁路机车和货车的采购
- **城轨地铁建设低于预期:** 城轨地铁建设受发改委审批限制, 存在审批暂停风险

图表 29: 中国中车三张表

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	229,722	211,013	210,865	237,092	250,900	货币资金	45,595	60,886	60,844	68,411	79,224
增长率	-5.0%	-8.1%	-0.1%	12.4%	5.8%	应收款项	93,573	107,997	74,928	141,152	82,008
营业成本	-181,965	-163,153	-161,762	-181,397	-191,619	存货	54,416	55,222	49,892	69,994	55,584
% 销售收入	79.2%	77.3%	76.7%	76.5%	76.4%	其他流动资产	27,005	31,366	25,564	31,362	28,536
毛利	47,757	47,860	49,103	55,695	59,282	流动资产	220,589	255,471	211,228	310,920	245,352
% 销售收入	20.8%	22.7%	23.3%	23.5%	23.6%	% 总资产	65.2%	68.1%	65.0%	74.2%	70.7%
营业税金及附加	-1,866	-2,114	-2,024	-2,252	-2,384	长期投资	14,242	16,476	16,708	17,105	17,145
% 销售收入	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	56,957	57,242	51,851	46,457	41,060
营业费用	-7,250	-7,218	-6,723	-7,480	-7,915	% 总资产	16.8%	15.3%	16.0%	11.1%	11.8%
% 销售收入	3.2%	3.4%	3.2%	3.2%	3.2%	无形资产	17,662	18,019	17,352	16,664	15,956
管理费用	-21,829	-23,911	-22,500	-23,946	-24,337	非流动资产	117,721	119,700	113,560	108,062	101,906
% 销售收入	9.5%	11.3%	10.7%	10.1%	9.7%	% 总资产	34.8%	31.9%	35.0%	25.8%	29.3%
息税前利润 (EBIT)	16,813	14,618	17,856	22,016	24,645	资产总计	338,311	375,171	324,788	418,982	347,258
% 销售收入	7.3%	6.9%	8.5%	9.3%	9.8%	短期借款	21,994	32,429	10,382	14,556	0
财务费用	-1,004	-1,254	-850	-942	-1,012	应付款项	145,574	156,502	122,348	202,272	134,520
% 销售收入	0.4%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动负债	16,659	14,560	16,762	15,993	15,772
资产减值损失	2,351	2,774	2,463	2,216	1,884	流动负债	184,227	203,490	149,492	232,822	150,292
公允价值变动收益	123	-331	-104	-104	-104	长期贷款	3,722	4,460	0	0	0
投资收益	1,613	2,694	1,703	1,788	1,591	其他长期负债	26,557	25,352	24,768	25,559	25,226
% 税前利润	7.5%	14.1%	7.7%	6.9%	5.7%	负债	214,506	233,301	174,260	258,380	175,518
营业利润	19,896	18,502	21,068	24,975	27,004	普通股股东权益	104,857	121,559	127,797	134,851	142,603
营业利润率	8.7%	8.8%	10.0%	10.5%	10.8%	少数股东权益	18,948	20,311	22,731	25,751	29,138
营业外收支	1,740	656	981	821	724	负债股东权益合计	338,311	375,171	324,788	418,982	347,258
税前利润	21,637	19,159	22,049	25,796	27,729						
利润率	9.4%	9.1%	10.5%	10.9%	11.1%						
所得税	-3,025	-2,388	-2,892	-3,608	-4,047						
所得税率	14.0%	12.5%	13.1%	14.0%	14.6%						
净利润	13,910	13,012	14,231	17,755	19,913						
少数股东损益	2,614	2,213	2,420	3,020	3,387						
归属于母公司的净利润	11,296	10,799	11,811	14,735	16,527						
净利率	4.9%	5.1%	5.6%	6.2%	6.6%						
现金流量表 (人民币百万元)						比率分析					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	13,910	13,012	14,231	17,755	19,913	每股指标					
加:折旧和摊销	6,505	6,495	6,447	6,469	6,491	每股收益(元)	0.39	0.38	0.41	0.51	0.58
资产减值准备	2,351	2,774	0	0	0	每股净资产(元)	3.65	4.24	4.45	4.70	4.97
公允价值变动损失	-123	331	-104	-104	-104	每股经营现金净流(元)	0.73	0.56	0.87	0.41	1.24
财务费用	535	1,625	850	942	1,012	每股股利(元)	0.21	0.21	0.20	0.27	0.30
投资收益	-1,613	-2,694	-1,703	-1,788	-1,591	回报率					
少数股东损益	2,614	2,213	2,420	3,020	3,387	净资产收益率	10.77%	8.88%	9.24%	10.93%	11.59%
营运资金的变动	-5,110	-1,076	5,168	-11,458	9,882	总资产收益率	4.11%	3.47%	4.38%	4.24%	5.73%
经营活动现金净流	20,986	16,209	24,889	11,816	35,604	投入资本收益率	17.72%	15.03%	15.15%	21.65%	22.97%
固定资本投资	-4,184	446	-60	-60	-50	增长率					
投资活动现金净流	-24,709	-2,975	6,551	-566	545	营业总收入增长率	-5.04%	-8.14%	-0.07%	12.44%	5.82%
股利分配	-6,027	-6,027	-5,661	-7,716	-8,600	EBIT增长率	-2.26%	-12.29%	19.60%	26.43%	12.87%
其他	7,333	12,776	-25,821	4,035	-16,737	净利润增长率	-4.42%	-4.40%	9.37%	24.76%	12.16%
筹资活动现金净流	1,306	6,749	-31,483	-3,681	-25,337	总资产增长率	8.54%	10.90%	-13.43%	29.00%	-17.12%
现金净流量	-2,416	19,984	-43	7,568	10,813	资产管理能力					
						应收账款周转天数	120.6	136.0	128.3	132.1	130.2
						存货周转天数	89.5	93.5	89.7	91.0	90.1
						应付账款周转天数	173.2	216.6	194.9	205.7	200.3
						固定资产周转天数	86.6	97.4	93.1	74.6	62.8
						偿债能力					
						净负债/股东权益	-13.19%	-7.27%	-28.55%	-30.40%	-43.45%
						EBIT利息保障倍数	16.1	11.3	20.0	22.8	24.0
						资产负债率	63.41%	62.19%	53.65%	61.67%	50.54%

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。