

**中铁工业(600528)/轨交设备**
**盾构机及轨交高端装备龙头央企  
受益城轨地铁高景气**
**评级：增持（首次）**

市场价格：14.49

目标价格：19

分析师：王华君

执业证书编号：S0740517020002

电话：010-59013814

Email: wanghj@r.qlzq.com.cn

联系人：于文博

Email: yuwb@r.qlzq.com.cn

联系人：范炜

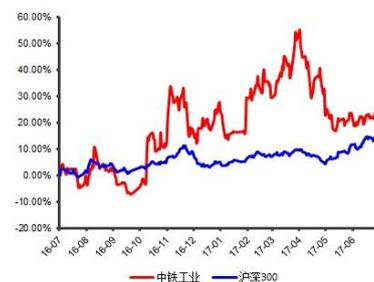
Email: fanwei@r.qlzq.com.cn

联系人：朱荣华

Email: zhurh@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	2222
流通股本(百万股)	1459
市价(元)	14.49
市值(百万元)	32190
流通市值(百万元)	21144

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

《轨交装备：受益一带一路、PPP；核心零部件自主化空间大》

2017.3.27

春晖股份(000976)深度报告：迈向国际一流轨交装备核心供应商

2017.3.6

康尼机电(603111)：“轨道交通+消费电子”：双引擎驱动业绩持续增长

2017.6.12

鼎胜技术(300011)：打造“国际一流轨交装备供应商”，业绩重回快车道

2017.6.1

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	57,787.44	51,241.57	15,364.37	17,825.27	20,920.52
增长率 yoy%	-19.19%	-11.33%	-70.02%	16.02%	17.36%
净利润	167.88	167.86	1,317.78	1,700.43	2,053.96
增长率 yoy%	-40.65%	-0.01%	685.03%	29.04%	20.79%
每股收益(元)	0.12	0.12	0.59	0.77	0.92
每股现金流量	-3.46	0.94	5.93	0.88	1.02
净资产收益率	2.72%	1.18%	6.29%	7.70%	8.71%
P/E	124.55	119.61	24.43	18.94	15.68
PEG	—	—	0.04	0.65	0.75
P/B	3.39	1.42	1.54	1.46	1.37

备注：2015-2016年为原中铁二局财务数据。

**投资要点**

- 前身为中铁二局，置入中国中铁高端装备业务，业绩承诺3年合计近40亿元。

公司前身是中铁二局，为央企中国中铁旗下。2017年1月公司实施重大资产重组，以中铁二局100%股权，与中国中铁持有的中铁山桥、中铁宝桥、中铁科工以及中铁装备的等值部分进行置换。置入资产为国内盾构机、道岔、钢结构领先企业，2016年度归母净利9.9亿元，同比增长32.5%；2017-2019年业绩承诺分别为11.14亿元、13.34亿元、15.04亿元，将显著改善盈利水平。

- 城轨地铁高景气，大幅拉动盾构机市场需求；未来几年盾构机需求快速增长

盾构机被称为“工程机械之王”，地铁工程占盾构机下游市场的70-80%。地铁持续高景气，大幅拉动盾构机市场需求，我们预计到2020年地铁盾构机市场空间达600亿元，年均155亿元左右；未来几年，盾构机需求快速增长。

- 中铁装备为国内盾构机龙头，积极推进“走出去”的国际化道路

子公司中铁装备为盾构机市场龙头，国内市场占比达40%，有望受益地铁快速发展带来的盾构机巨大市场。公司积极推进“走出去”，受益“一带一路”。

- 铁路道岔、钢结构龙头，受益轨交高景气、钢结构桥梁推广

公司为铁路道岔、钢结构桥梁行业龙头。“十三五”期间，轨交行业将保持较高景气度，铁路道岔稳健增长。我国近几年每年新增桥梁约2.8万座，钢结构桥梁占比仅为0.25%，随着政策支持，以及钢结构桥梁寿命、经济性、可循环利用优势不断显现，未来替代钢混、石砌桥梁市场空间较大。

- 盈利预测与估值：我们预计2017-2019年公司收153.6、178.3、209.2亿元，归属母公司净利润13.2、17.0、20.5亿元，对应EPS为0.59、0.77、0.92元。目前公司股价对应2017-2019年PE为24、19、16倍。

- 我们认为公司盾构机受益地铁高景气度，业绩有望超预期。轨交投资保持高位，保障铁路道岔市场稳健增长。受益钢结构桥梁推广，钢结构盈利能力有望持续提高。目前公司股价低于之前60亿元增发的增发价(15.85元)。我们给予公司2018年25倍PE，目标价19元。首次覆盖，给予“增持”评级。

- 风险提示：地铁建设不及预期，行业竞争加剧风险；原材料价格波动风险。

## 内容目录

<b>一、资产置换，注入中国中铁高端制造业板块</b> .....	<b>3</b>
(1) 公司前身为中铁二局，资产置换注入高端装备制造业板块 .....	3
(2) 置入资产业绩承诺3年近40亿，国内盾构机、道岔、钢结构领先...	4
(3) 募集配套资金拟投资TBM等高端制造项目 .....	5
<b>二、地铁高景气，大幅拉动盾构机市场需求</b> .....	<b>6</b>
(1) “工程机械之王”，下游市场中地铁工程占比70%~80% .....	6
(2) 引进消化吸收到再创新，国产盾构机打破国外垄断 .....	6
(3) 地铁持续高景气，到2020年新增运营里程有望达3514公里 .....	7
(4) 行业先行指标：“两铁”城轨地铁基建订单大幅增长 .....	8
(5) 预计到2020年地铁盾构机市场需求达1672台，市场空间达600亿 .....	9
(6) 综合管廊、市政水利等打开盾构机市场新空间 .....	10
<b>三、国内盾构机龙头，积极推进“走出去”的国际化道路</b> .....	<b>12</b>
(1) 中铁装备为中铁工业旗下盾构机制造企业 .....	12
(2) 盾构机市场龙头，市场占比达40% .....	12
(3) 收购德国维尔特TBM知识产权，占领世界掘进技术的最前沿 .....	13
(4) 受益“一带一路”，海外有望保持高速增长 .....	14
(5) 挖掘再制造市场，有望随存量增长快速发展 .....	14
(6) 研发、工程实例相结合，创新市场，引领需求 .....	15
<b>四、铁路道岔、钢结构龙头，受益轨交高景气、钢结构桥梁推广</b> .....	<b>16</b>
(1) 占据铁路道岔、钢结构桥梁行业领先地位 .....	16
(2) 铁路道岔为铁路轨道核心技术之一，我国高速道岔发展迅速 .....	19
(3) 铁路投资持续高位，保障铁路道岔市场稳健增长 .....	19
(4) 钢结构桥梁优势明显，政策支持有望大力推广 .....	21
<b>五、盈利预测与估值</b> .....	<b>23</b>
(1) 盈利预测 .....	23
(2) 投资建议 .....	24
(3) 风险提示 .....	24

## 一、资产置换，注入中国中铁高端制造业板块

### (1) 公司前身为中铁二局，资产置换注入高端装备制造制造业板块

- 公司前身为中铁二局，为央企中国中铁旗下。为彻底解决与股东中国中铁的同业竞争问题，2017年1月，公司实施了重大资产重组，以中铁二局持有的中铁二局工程有限公司100%股权，与中国中铁持有的中铁山桥100%股权、中铁宝桥100%股权、中铁科工100%股权以及中铁装备100%股权的等值部分进行置换，置入资产与置出资产差额由公司前身中铁二局以发行股份的方式向中国中铁购买。
- 本次重大资产重组中，公司发行股份募集配套资金60亿元，锁定期12个月，增发价为15.85元，目前股价倒挂。

**图表 1：资产置换及配套融资方案**

置入资产		置出资产	
置入资产	评估价值 (亿元)	置出资产	评估价值 (亿元)
中铁山桥 100% 股权	40.0	为中铁二局持有的二局有限 100% 股权	72.3
中铁宝桥 100% 股权	38.5		
中铁科工 100% 股权	8.9		
中铁装备 100% 股权	29.4		
合计	116.8		72.3

发行股份购买资产			
发行价格	置入、置出资产差额	发行股份 (亿股)	锁定期
11.62	44.6 亿元	3.84	36 个月

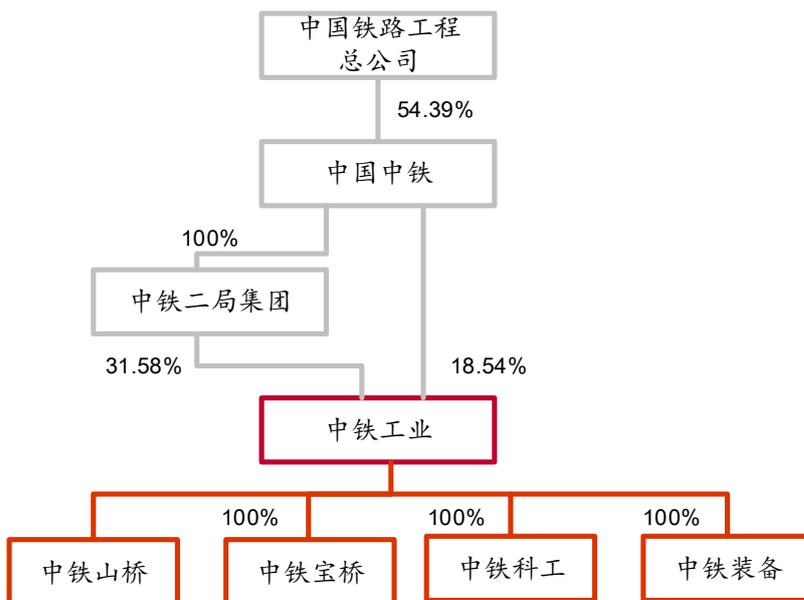
发行股份募集配套资金			
发行价格	募集资金	发行股份 (亿股)	锁定期
15.85	60 亿元	3.79	12 个月

方案完成前总股本	方案发行股份总额	方案完成后总股本
14.59 亿股	7.63 亿股	22.22 亿股

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：置入中铁山桥、中铁宝桥、中铁科工以及中铁装备



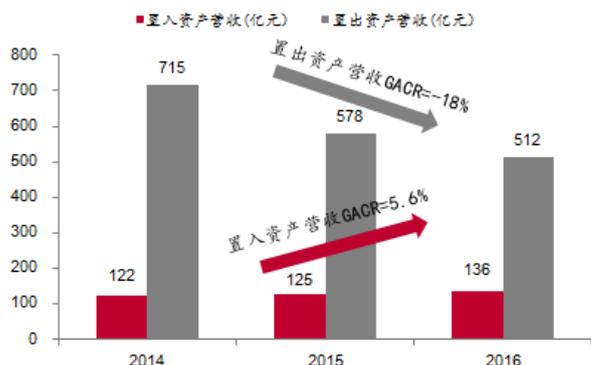
资料来源：Wind，中泰证券研究所

- 中国中铁是全球最具实力、最具规模的特大型多功能综合型建设集团之一，主营业务包括基建建设、勘察设计与咨询服务、工程设备和零部件制造、房地产开发以及其他业务五大领域。2016 年实现收入 6434 亿元，归母净利润 125 亿元。
- 置入标的公司中铁山桥、中铁宝桥、中铁科工及中铁装备均是中国中铁工业制造板块的核心企业，在业内拥有举足轻重的市场地位。完成资产置换后，公司主营业务将由建筑工程施工、房地产开发和物资销售变更为铁路道岔、盾构机、钢结构为主的高端装备制造业务。

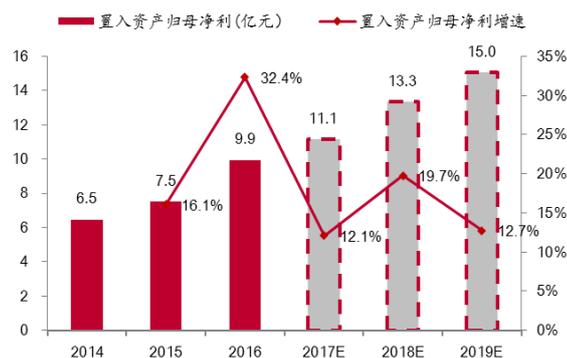
(2) 置入资产业绩承诺 3 年近 40 亿，国内盾构机、道岔、钢结构领先

- 置入资产处于国内盾构机、道岔、钢结构领先地位。根据公司公告，2016 年度实现营业收入 136.5 亿元，同比增长 9.3%；实现归属母公司净利润 9.9 亿元，同比大幅增长 32.5%。
- 2017 年 1-4 月份，公司累计新签合同额 74.42 亿元，同比增长 17.57%。2017 年 1 季度实现收入 34.27 亿元，同比增长 20.67%；归母净利润 2.79 亿元，同比增长 22.82%，保持较快增长的良好趋势。

图表 3：中铁工业：置入资产营收持续增长



图表 4：置入资产盈利能力大幅高于置出资产



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

资料来源：公司公告，中泰证券研究所注：2017-2019 年为业绩承诺值

**图表 5：中铁工业：2017-2019 年 3 年累计业绩承诺近 40 亿元**

企业名称	主营业务	承诺利润（亿元）		
		2017	2018	2019
中铁山桥	钢结构、铁路道岔、大型工程机械	3.89	4.96	5.82
中铁宝桥	钢结构、铁路道岔、大型工程机械	3.26	3.56	3.88
中铁科工	工程机械研究设计与制造、桥梁钢结构、工程施工	0.73	0.85	0.97
中铁装备	隧道掘进机及其配套产品	3.26	3.97	4.37
	合计	11.14	13.34	15.04

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

### （3）募集配套资金拟投资 TBM 等高端制造项目

- 募集配套资金不超过 60 亿元，其中公司拟将不超过 41.1 亿元用于投资智能制造信息化建设项目、超大直径系列盾构/TBM 研发项目、重载高锰钢辙叉生产基地建设项目、铁路建设施工装备及特种起重运输机械制造基地项目等。剩余募集资金用于补充流动资金及支付本次重组相关税费。

**图表 6：募集配套资金拟投资 TBM 等高端制造项目**

序号	项目名称	实施主体	投资总额（亿元）	拟使用募集资金金额（亿元）	使用募集资金占比
1	智能制造信息化建设项目	上市公司	3.80	3.80	100%
2	超大直径系列盾构/TBM 研发项目		5.60	5.60	100%
3	高端装备再制造中心项目	中铁装备	4.10	4.10	100%
4	TBM 私有云研发项目		3.07	3.00	97.72%
5	重载高锰钢辙叉生产基地建设项目		5.57	5.50	98.74%
6	城轨交通产业园升级建设项目	中铁宝桥	4.26	4.20	98.59%
7	中铁新型高速重载道岔研发中心项目		2.95	2.90	98.31%
8	铁路建设施工装备及特种起重运输机械制造基地项目		3.00	3.00	100%
9	钢梁架设技术及施工装备研制项目		2.00	2.00	100%
10	高端智能养老器械及通用机械制造基地改造升级项目	中铁科工	2.01	2.00	99.50%
11	科技创新研发基地能力提升建设项目		2.01	2.00	99.50%
12	海工产品开发和制造项目之年产升式移动平台 1 台项目	中铁山桥	4.00	3.00	75.00%
13	补充流动资金及支付本次重组相关税费	上市公司	18.90	18.90	100%
	合计		61.27	60.00	97.93%

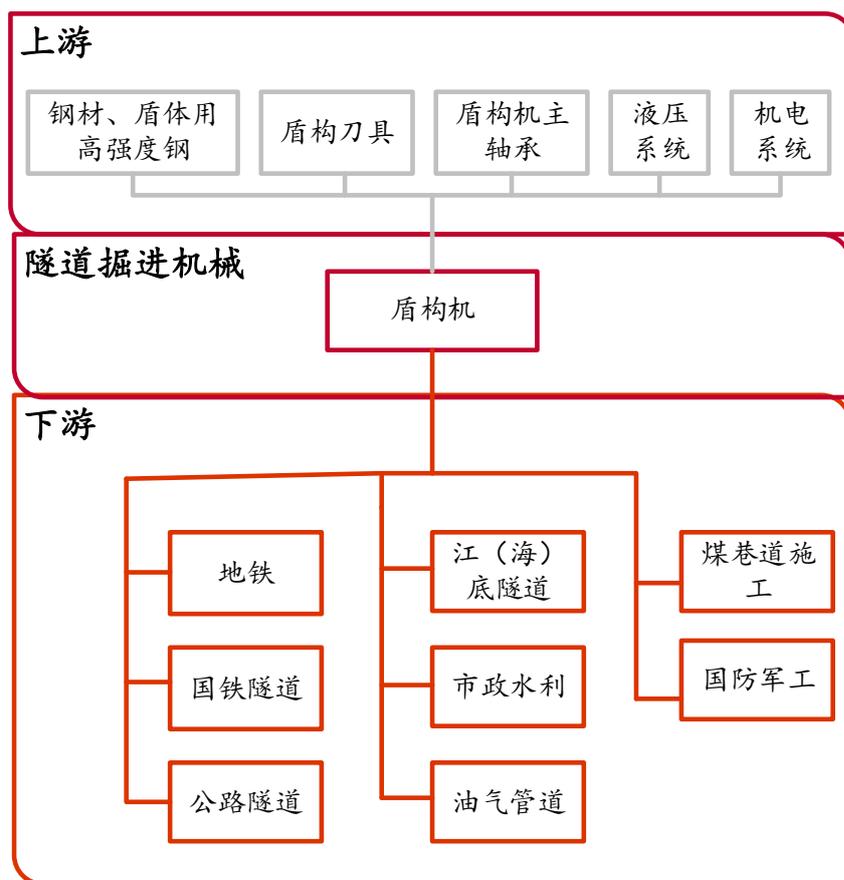
资料来源：公司公告，中泰证券研究所

## 二、地铁高景气，大幅拉动盾构机市场需求

### (1) “工程机械之王”，下游市场中地铁工程占比 70%~80%

- 盾构机全名叫盾构隧道掘进机，是一种自动化隧道掘进工程机械。在我国，习惯上将用于软土地层的隧道掘进机（TunnelBorer）称为盾构，将用于岩石地层的隧道掘进机称为 TBM（TunnelBoringMachine）或硬岩盾构；两者在掘进，平衡，支护系统都有所区别。
- 盾构机具有开挖切削土体、输送土碴、拼装隧道衬砌、同步注浆、测量导向纠偏等功能；集机、电、液、气、传感等于一体，零部件达上万个，被称为“工程机械之王”，是国家装备实力的重要体现。
- 用盾构机进行隧洞施工具有自动化程度高、节省人力、施工速度快、一次成洞、不受气候影响等特点，在隧洞洞线较长、埋深较大的情况下，用盾构机施工更为经济合理。基于其综合效率和安全性极高，现已广泛应用于铁路、公路隧道、城市轨道交通、城市下穿隧道、海底隧道、城市排水管道、油气管道、城市管廊、煤巷道施工、国防工程等数个领域，其中，最主要的领域是地铁工程，占比 70%~80%。

图表 7：盾构机上下游关系



资料来源：中泰证券研究所

### (2) 引进消化吸收到再创新，国产盾构机打破国外垄断

- 长期以来中国盾构技术一直被国外垄断，产品长期依赖进口，高昂的价格制约了盾构的应用，延缓了我国城市地铁的发展。本世纪初，我国科学界前辈钱伟长先生眼见国外盾构垄断国内市场，为此大声疾呼：“中国有着非常广大的隧道掘进机市场，但始终没有我国自己的隧道掘进机产业，我们要尽快结束这样尴尬的局面！”2001年，科技部将盾构关键技术研发列入“863”计划。瞄准世界隧道掘进机高新技术，从引进消化吸收到再创新，自主创新做盾构的征途从此展开
- 近年来，随着国内各装备制造企业开始进入盾构机制造领域，中国制造的盾构机凭借质优价廉，在市场上快速增长，同时产品国产化率不断提高，打破国外垄断的局面。2011年，国产盾构机已占当年新增盾构机的60%，2015年占国内新增市场的80%以上。

**图表 8：国内盾构机市场主要参与企业：国内企业通过引进-吸收-再创新打破国外垄断**

公司名称	国家	简介
海瑞克	德国	总部设在德国南部城市施瓦诺，公司员工分布于世界各地，已超过 1,400 人。设备尺寸完全，能适应各种地质状况，截至 2012 年，海瑞克集团已经在全世界范围内提供了超过 2500 台设备，年度总营业额也达到了 1110 百万欧元(约 110 亿人民币)。
中铁装备	中国	中铁工业（中国中铁）旗下公司，公司盾构年产能 100 台，2013 年中铁装备成功收购德国维尔特硬岩掘进机知识产权及品牌使用权，成为世界上具有自主知识产权、能独立生产硬岩掘进机、竖井钻进、扩孔机、斜井盾构的三大企业之一。
铁建重工	中国	中国铁建旗下公司，全球唯一同时具备盾构和矿山法隧道装备研制能力的专业企业，具备 18m 及以下盾构 TBM 自制关键零部件的下料、焊接、成形、机加工、热处理能力，盾构 TBM 年生产能力达到 120 台套。
上海隧道	中国	上海隧道是中国最早开始研制盾构设备的企业，1958 年开始研制生产隧道施工装备以来，具有 40 余年的地下施工装备制造和大型成套设备安装的辉煌业绩和经验。公司已具备地铁盾构年产量 40 台、大型或超大型盾构年产量 4-6 台的生产规模。
北方重工集团	中国	由沈阳重型机械集团和沈阳矿山机械合并重组基础上组建的国有独资公司，自 2007 年北方重工集团签署协议，绝对控股德国维尔特/法国 NFM 两家盾构机企业，其下属的盾构机分公司综合了维尔特和 NFM 公司的掘进机技术特点。
中交天和	中国	由中国交通建设的下属公司中交天津航道局、中和物产株式会社、中国交通建设合资成立。目前已建成约 6 万平方米的现代化厂房，具备年产 40 台大型盾构机、5 万吨大型钢结构的生产能力和直径 16 米超大型盾构机的设计、制造能力。
三三工业	中国	全资收购了世界 500 强、国际工程机械第一品牌卡特彼勒加拿大隧道设备有限公司的全部资产及全部知识产权。

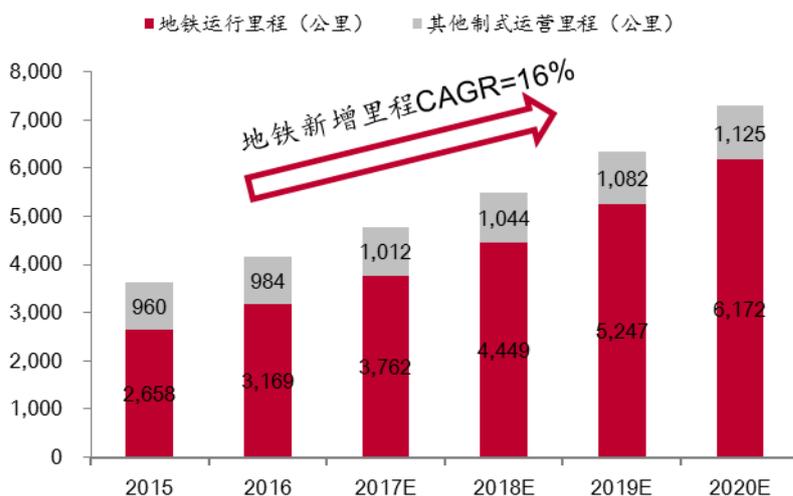
资料来源：中泰证券研究所

### (3) 地铁持续高景气，到 2020 年新增营运里程有望达 3514 公里

- 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。国家领导人在今年的政府工作报告中也强调要继续加强轨道交通等重大项目建设。
- 据中国城市轨道交通协会统计，截至 2016 年年底，全国城市轨道交通里程数达到 4153 公里，其中地铁 3169 公里，占比 76.3%；在建线路 5637 公里；截至 2016 年末，已有 58 个城市的轨道交通建设规划获得批复，规划总里程约 7305 公里。

- 2012年至2015年，城市轨道交通运营线路总长度增速分别为21.15%、17.01%、16.95%、13.47%，体现出稳步增长的态势。我们预计“十三五”期间城市轨道交通建设速度有望超预期，预计“十三五”期间我国城市轨道交通新增运营里程有望达到4300公里，其中地铁有望达3514公里，年复合增速超过16%

**图表 9：预计“十三五”期间我国城市轨道交通新增运营里程有望达到4300公里，其中地铁有望达3514公里，年复合增速超过16%**

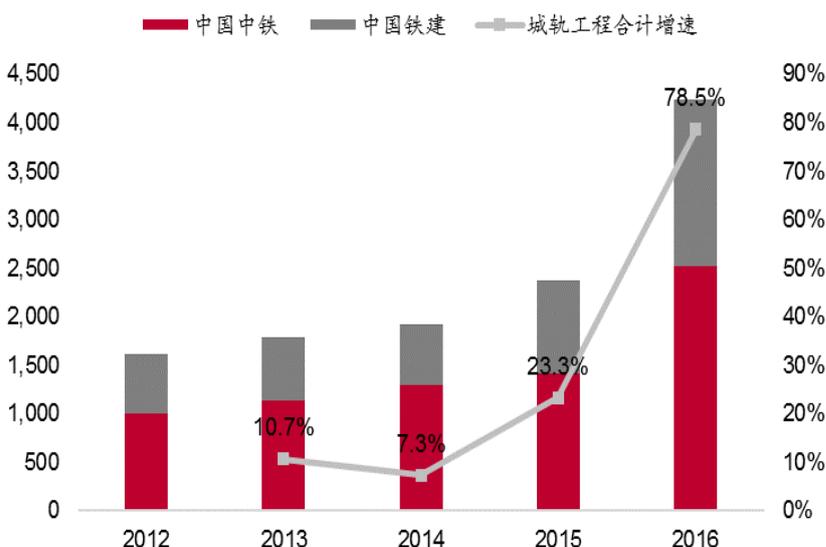


来源：中国铁路总公司，中泰证券研究所

#### (4) 行业先行指标：“两铁”城轨地铁基建订单大幅增长

- 2012-2015年，中国中铁和中国铁建合计新签铁路工程合同额呈现加速上升趋势，2016年新签城轨工程合同额4236亿元，同比大幅增长78.5%。我们认为城轨地铁未来5年有望逐步加速。

**图表 10：中国中铁、中国铁建城轨工程新签合同 (亿元) 增长加速**

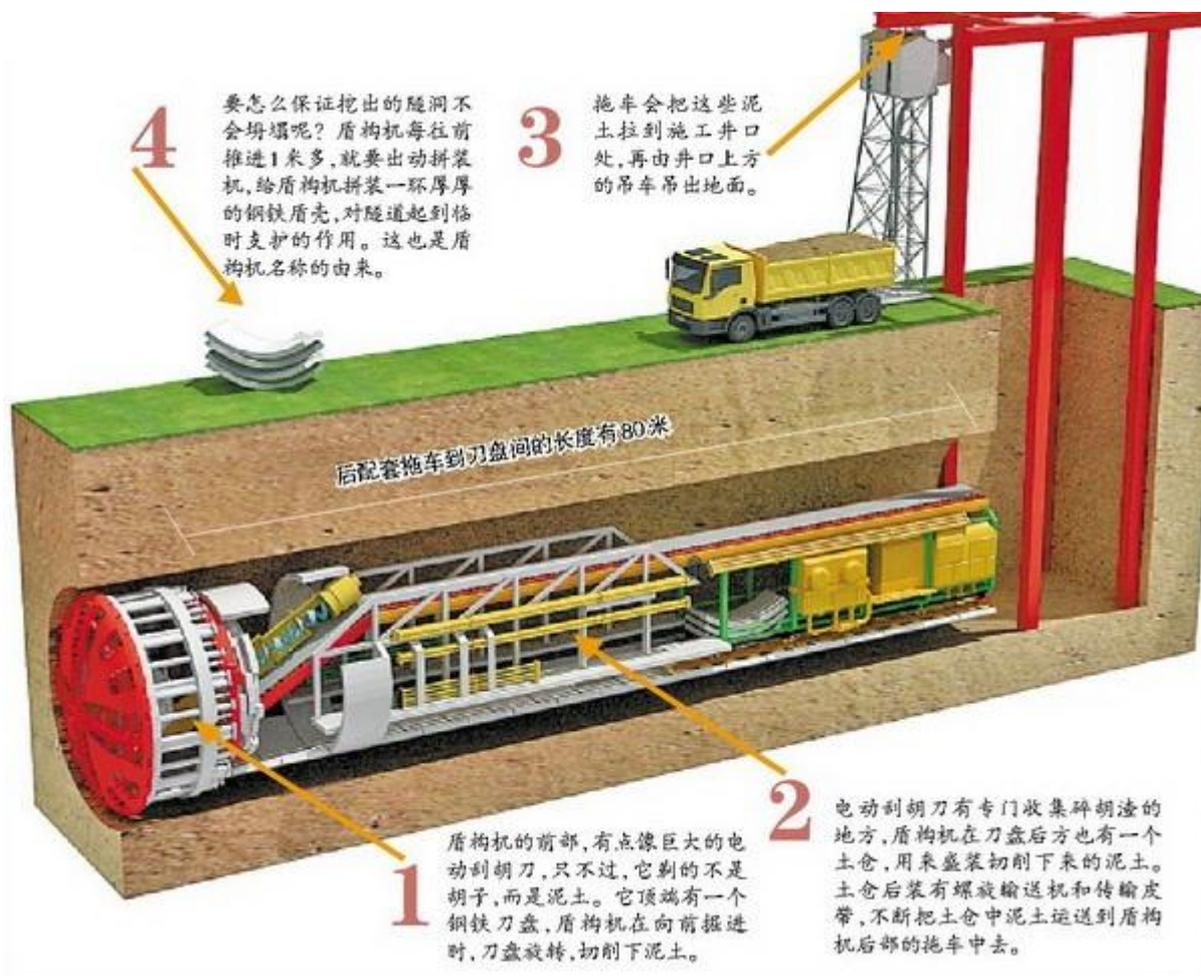


资料来源：中国中铁公告，中国铁建公告，中泰证券研究所

(5) 预计到 2020 年地铁盾构机市场需求达 1672 台，市场空间达 600 亿

- 在地铁隧道施工中，盾构机可将掘进综合功效提高 8 到 10 倍，且地面不用大面积拆迁，不阻断交通，施工无噪音，地面不沉降，不影响居民的正常生活。目前 95% 的地铁隧道使用盾构法挖掘。

图表 11：盾构法施工示意图



资料来源：厦门网，中泰证券研究所

- 地铁项目一般每 2-3 个站为一个施工标段，平均 2-3 公里配置一台盾构机，盾构机定制性强、通用性较差，一般需要与地铁隧道尺寸、地质条件相匹配。粗略调查，全世界再制造 TBM 应用比例为 70% 左右，平均寿命（新制造到再制造寿命）8-10 公里。
- 我们假设每 2.5 公里地铁配置一台盾构机，盾构机平均掘进速度为 13 米/天，仅需 3-4 个月即可完成挖掘工作。假设再制造盾构机比例逐步提升，再制造费用为新造成本 60%。我们预计到 2020 年地铁盾构机市场达 1672 台（新增+再制造），年均 418 台，按平均价格 3700 万/台计算，到 2020 年地铁盾构机市场空间达 600 亿，年均 155 亿。

图表 12：我们预计到 2020 年地铁盾构机市场需求达 1672 台，市场空间达 600 亿，年均 155 亿

年份	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
地铁新增通车里程	297	511	593	688	798	925
在建地铁里程	3790	4434	5543	6929	8176	9157

预计盾构机存量需求	910	1064	1330	1663	1962	2198
预计盾构机新增/再制造需求		173	319	399	424	530
市场空间 (亿元)		64	117	148	157	196

资料来源：公司公告，中泰证券研究所；注：2016 年在建地铁里程为估计值

**(6) 综合管廊、市政水利等打开盾构机市场新空间**

- 综合管廊，也称地下城市管道综合走廊，即在城市地下建造一个隧道空间，将电力、通讯，燃气、供热、给排水等各种工程管线集于一体，设有专门的检修口、吊装口和监测系统，实施统一规划、统一设计、统一建设和管理，是保障城市运行的重要基础设施和“生命线”。它是实施统一规划、设计、施工和维护，建于城市地下用于铺设市政公用管线的市政公用设施。地下综合管廊系统不仅解决城市交通拥堵问题，还极大方便了电力、通信、燃气、供排水等市政设施的维护和检修。此外，该系统还具有一定的防震减灾作用。

**图表 13：地下综合管廊示意图**



资料来源：长春晚报，中泰证券研究所

**图表 14：总长度 6.4KM 的上海世博源地下综合管廊**



资料来源：滕州市政府，中泰证券研究所

- 2015 年 8 月 10 日国务院办公厅公布了关于推进城市地下综合管廊建设的指导意见。提出到 2020 年，建成一批具有国际先进水平的地下综合管廊并投入运营，反复开挖地面的“马路拉链”问题明显改善，管线安全水平和防灾抗灾能力明显提升，逐步消除主要街道蜘蛛网式架空线，城市地面景观明显好转。同年，住建部会同财政部开展地下综合管廊试点工作，确定包头等 10 个城市为试点城市，总投资 351 亿元，2015 年共有 69 个城市启动地下综合管廊建设项目约 1300 公里，总投资约 880 亿元。
- 2016 年国家领导人在作政府工作报告中提出，2016 年将开工建设城市地下综合管廊 2000 公里以上，年度实际累计开工 2005 公里，增速超过 50%，并加入郑州、广州等 15 个试点城市。
- 我们认为地下管廊建设有望加速，盾构法挖掘有望在地下管廊建设中推广，为盾构机提供广阔市场。

**图表 15：近两年盾构法在综合管廊、市政水利中逐步推广**

时间	地点	盾构机应用
2015年11月	北京	“龙”号盾构机成为北京首台应用于市政给排水管线工程施工的特制盾构机
2016年9月	南京	南京市洪武路污水主干管项目
2016年	武昌	武昌污水深隧工程线路
2016年	重庆	重庆两江新区污水工程，果园污水处理工程 A 线干管项目

资料来源：中泰证券研究所

### 三、国内盾构机龙头，积极推进“走出去”的国际化道路

#### (1) 中铁装备为中铁工业旗下盾构机制造企业

- **中铁装备**是国内规模最大、技术领先的专业从事隧道掘进机全断面隧道掘进机及其配套产品研发制造和技术服务的高新技术企业，先后获得国家科技进步一等奖、国家火炬计划重点高新技术企业等，拥有郑州、新乡、成都三个制造季度，盾构年产能 100 台。目前为国内市场份额最高、全球第二的掘进机制造商。
- 中铁装备在专注于国内市场的同时，积极推进“走出去”的国际化道路。先后成立了香港公司、德国公司和新加坡、澳大利亚、巴西等代理机构，产品出口新加坡、马来西亚、埃塞俄比亚等国。

**图表 16：重庆地铁硬岩盾构（TBM）**



资料来源：中铁装备，中泰证券研究所

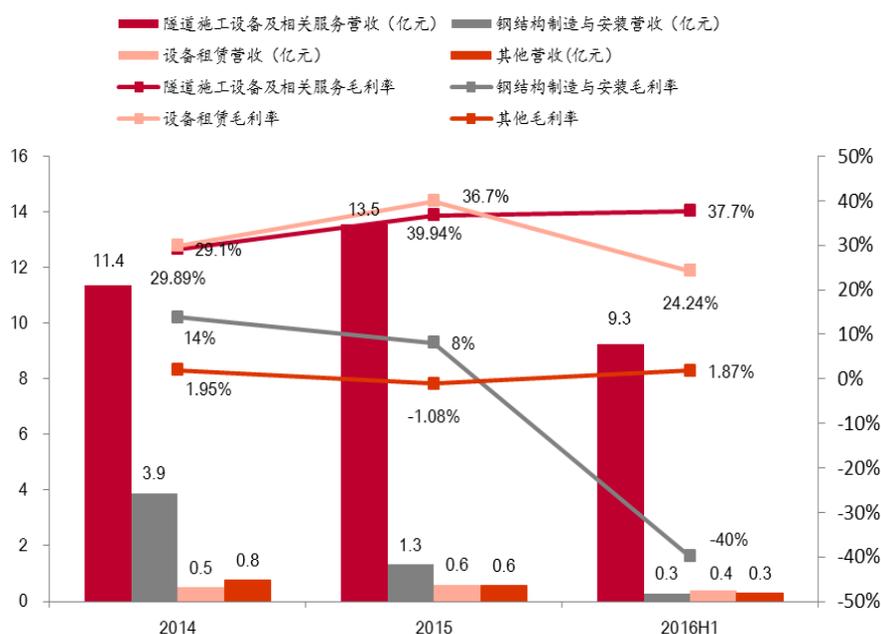
**图表 17：北京地铁卵石圆砾层盾构**



资料来源：中铁装备，中泰证券研究所

#### (2) 盾构机市场龙头，市场占比达 40%

- 中铁装备盾构机市场占有率已达 40%，为国内研发制造大型隧道掘进机的龙头企业，在土压平衡盾构市场连续三年占据国内市场销量第一，受益城轨地铁快速发展，公司盾构机收入持续较高增长。

**图表 18：中铁装备盾构机设备销售收入及毛利率呈持续上升趋势**


资料来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 19：2016 年 1-6 月中铁装备前五大客户情况：中国中铁下属集团占比大**

客户名称	销售金额 (万元)	占销售总额比例
中铁一局集团有限公司	14,494.89	14.07%
中铁四局集团有限公司	17,611.31	17.10%
中铁五局集团有限公司	10,860.14	10.55%
中铁信托有限责任公司	9,923.69	9.64%
中国建筑土木建设有限公司	7,179.49	6.97%

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- 2014 年、2015 年及 2016 年 1-6 月，中铁装备主要客户基本保持稳定，中铁装备向前五大客户合计的销售金额分别为 7.45 亿元、7.92 亿元和 6.01 亿元，占当期销售总额的比例分别为 45.05%、49.29%和 58.33%，不存在向单个客户销售金额占总销售金额比例超过 50%的情况及严重依赖个别客户的情况。

### (3) 收购德国维尔特 TBM 知识产权，占领世界掘进技术的最前沿

- 中铁装备成立于 2009 年 12 月，2011 年中铁装备研制出我国第一台硬岩盾构，2013 年 11 月，中铁装备成功收购德国维尔特硬岩掘进机知识产权及品牌使用权，成为世界上具有自主知识产权、能独立生产硬岩掘进机、竖井钻进、扩孔机、斜井盾构的三大企业之一，开启了国际化新征程。
- 中铁装备技术基础丰厚，占据世界掘进技术最前沿。中铁装备设计研究院成立有包括结构所、流体所、电气所、泥水盾构所、TBM 所、桩机所等全专业类别的研究所，拥有机械、电气、液压、工艺等各类设计人员近 200 人。公司以盾构国家重点实验室为依托，先后承担了 7 项国家

“863”和“973”隧道掘进科研项目。与国内知名高等院校（包括浙江大学、天津大学、中南大学、武汉大学、山东大学、郑州大学、河南科技大学等数十所高校）、施工企业（中铁隧道集团、厦门轨道交通集团有限公司等）建立了长期科技攻关和技术合作关系。截至 2016 年 9 月，中铁装备及其控股子公司共拥有专利 253 项，其中发明专利 41 项、实用新型专利 209 项、国际 PCT3 项。

**图表 20：中铁装备产品技术较为完善**

复合盾构机	土压平衡盾构机	泥水平衡盾构机
矩形盾构顶管机	硬岩盾构机	硬岩掘进机
系列顶管机	扩孔式 TBM	斜井 TBM
隧道配套编组列车	马蹄形盾构机	

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

#### （4）受益“一带一路”，海外有望保持高增长

- 中铁装备积极推进“走出去”的国际化道路，先后成立德国公司和新加坡分公司等海外机构，产品出口至马来西亚、新加坡、印度、中东等国家及地区。
- 中铁装备的海外业务新签合同主要为隧道掘进产品的出口销售，2014 年、2015 年及 2016 年 1-6 月，公司海外新签合同金额分别为 1.06/4.90/0.64 亿元，2015 年度较 2014 年度增长 362%。由于收入确认，安装调试及试掘进期间较长，因此 2014 年度、2015 年度新签合同的产品销售未有收入确认，2016 年 1-6 月确认收入 1.27 亿元。
- 我们认为中铁装备盾构产品性价比在全球市场具备较强竞争力，受益“一带一路”，海外市场将保持高速增长。

#### （5）挖掘再制造市场，有望随存量增长快速发展

- 盾构机再制造不仅符合资源高效循环利用、积极构建绿色制造体系的要求，而且与新机制造相比，还有较强的经济效益。二手盾构翻新改造后，销售价格优惠明显，且交货周期更短，设备功能与新机差距不大，实现买卖双方的互惠互利。
- 以 2016 年 3 月北京市第一台“再制造”盾构机 S-254 为例，据测算，这台再制造盾构机与购置一台同类型新盾构机相比，可节省资金 2000 余万元，节省钢材 200 余吨。据广东建设报报道：“目前仅北京 100 余台盾构机中有 30% 接近或超过设计寿命”，通过再制造可以节省资金余额 6 亿元。
- 2016 年 1 月，中铁装备在天津成立全球首个盾构机再制造基地和二手盾构机交易中心，为客户开展全方位再制造服务，被工信部列入全国机电产品再制造试点企业。此外，中铁装备还募集 4.10 亿元用于高端装备再制造中心项目，进一步提高再制造水平、开拓再制造市场。随着我国隧道掘进机制造业的不断成熟和关键部件的国产化，盾构机存量不断增加，盾构机再制造市场有望快速发展。

**图表 21: 中铁装备负责再制造的“中铁 R73 号”在越南 DongNai 省 BienHoa 市成功下线**



资料来源: 河南日报, 中泰证券研究所

**(6) 研发、工程实例相结合, 创新市场, 引领需求**

- 中铁装备通过把研发和工程实例结合起来, 以此创造出更多的市场, 引领市场需求, 未来将在城市综合管廊等地下空间开发, 大型公路、铁路山体隧道等扩展更多市场。

**图表 22: 中铁装备建设中国首个盾构法地下停车场/综合管廊示范工程**



资料来源: 央视网, 中泰证券研究所

**图表 23: 2016 年 7 月, 中铁装备研制的世界首创马蹄形盾构下线, 适用大型公路、铁路山体隧道**



资料来源: 中铁装备, 中泰证券研究所

## 四、铁路道岔、钢结构龙头，受益轨交高景气、钢结构桥梁推广

### (1) 占据铁路道岔、钢结构桥梁行业领先地位

- 中铁山桥、中铁宝桥在铁路道岔、钢结构桥梁行业均处于行业第一梯队，中铁科工为钢结构领先企业。三家企业整合到中铁工业后占据行业龙头位置。中铁山桥、中铁宝桥均有百余年历史，技术实力强、生产设备设施齐全，人力资源充沛，企业流动资金重组，生产规模大，综合实力强。
- **中铁山桥**（原山海关桥梁厂），始建于1894年，在123年的企业发展历程中，是中国钢梁钢结构、铁路道岔、大型工程机械等产品制造规模最大、实力最强、最具竞争力的企业之一。
- 中铁山桥拥有辉煌业绩：创造了生产制造中国第一座钢桥、第一组铁路道岔等数十项中国第一乃至世界第一，被誉为中国钢桥的摇篮、道岔的故乡；率先研制成功的时速350公里62号高速道岔达到世界先进水平，研发了国内第一组自主研发的现代有轨电车三开组合道岔；制造了世界第一高桥北盘江大桥、世界上跨度超千米的三座斜拉桥中的苏通长江大桥和香港昂船洲大桥。

**图表 24：我国第一组时速 350 公里客运专线铁路钢轨 62 号可动心轨单开道岔**



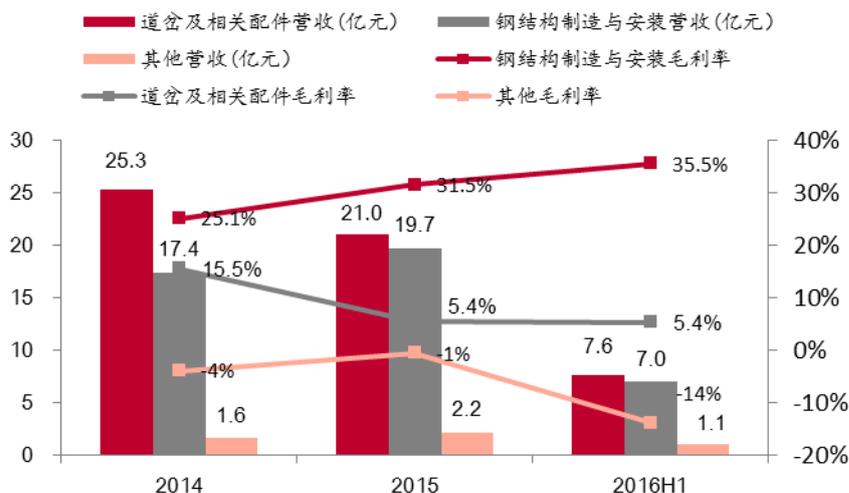
资料来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 25：全球跨度超千米三座大桥之一：苏通长江大桥**



资料来源：中国中铁，中泰证券研究所

**图表 26: 中铁山桥 2014-2016H1 收入及毛利率情况: 铁路道岔为主要利润贡献点, 受高速道岔占比提升, 毛利率持续向上。**



资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **中铁宝桥**是我国专业生产桥梁钢结构、建筑钢结构、铁路道岔及配件、高锰钢辙叉、城市轨道交通设备等产品的大型企业, 前身是铁道部宝鸡桥梁工厂, 始建于上个世纪 60 年代, 具备年生产钢结构 250000 吨、铁路道岔 10000 组、高锰钢辙叉和合金钢辙叉 20000 个、起重机械 50 台的能力。
- 中铁宝桥, 是“中国 100 家最大交通运输设备制造业企业”和“中国机械行业 500 强”企业, 被中国铁道工程建设协会确立为“铁道器材研究发展基地”。我国首组时速 250 公里客专道岔、350 公里高速道岔、提速道岔、重载道岔、减振道岔均率先生成在宝桥。

**图表 27: 高速磁悬浮轨道**



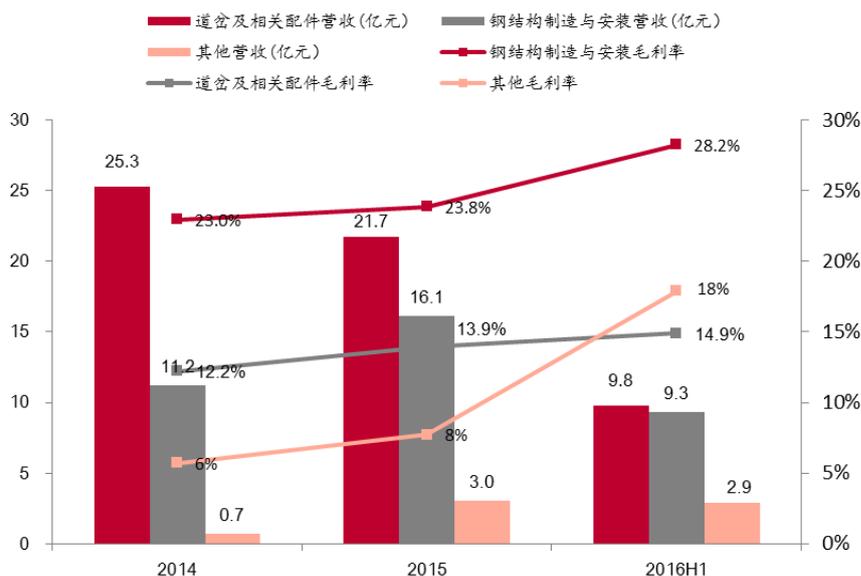
资料来源: 中铁宝桥, 中泰证券研究所

**图表 28: 南京大胜关大桥**



资料来源: 中国中铁, 中泰证券研究所

**图表 29：中铁宝桥 2014-2016H1 收入及毛利率情况：铁路道岔毛利率持续提升，钢结构营收、毛利率均持续向上。**



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

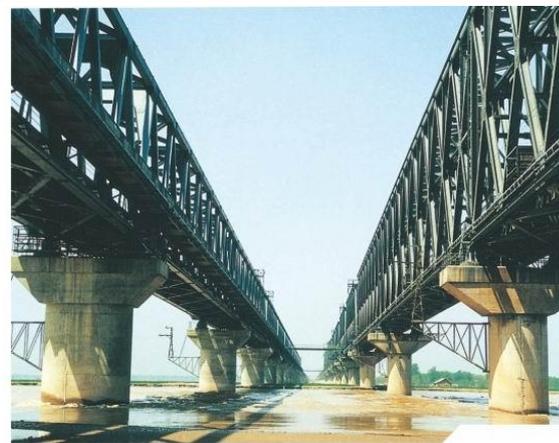
- 中铁科工前身为中铁工程机械研究设计院，集科研设计、工业制造与安装、工程施工、科技检测与监控四位一体；已形成包括工程机械研究设计与制造、钢梁钢结构制造与安装、工程施工三大业务板块。

**图表 30：印度喜马拉雅山皮帕克提水电工程引水隧洞施工硬岩掘进机 (TBM)**



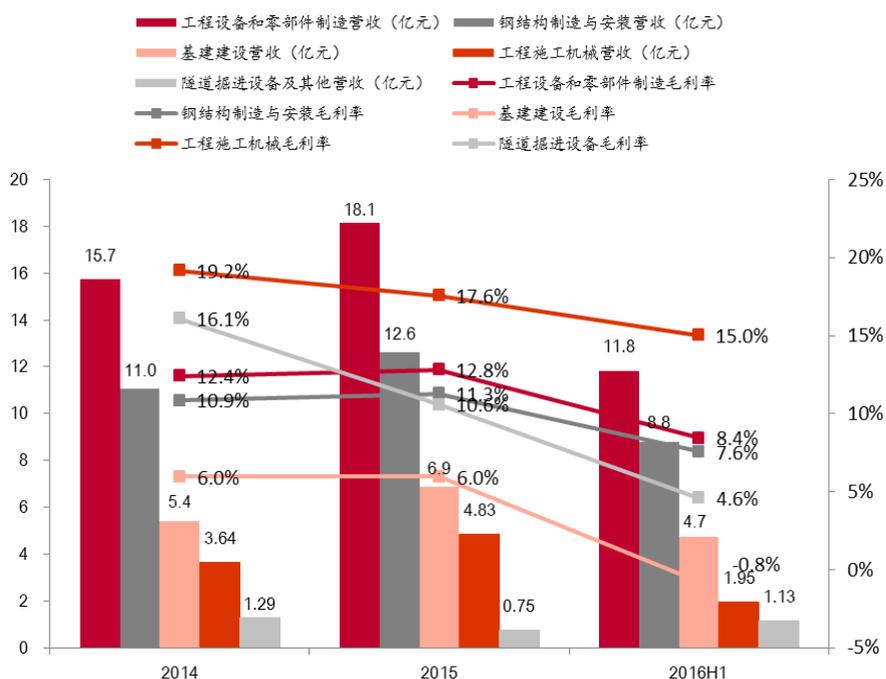
资料来源：中国工业报，中泰证券研究所

**图表 31：长江黄河二桥**



资料来源：中铁装备，中泰证券研究所

**图表 32：中铁科工 2014-2016H1 收入及毛利率情况**



资料来源：中铁装备，中泰证券研究所

## (2) 铁路道岔为铁路轨道核心技术之一，我国高速道岔发展迅速

- 道岔是列车实现转线和跨线运行的铁路设备，在铁路系统中起到的是多个线路的连接作用，列车在行驶过程中如果需要进行变道，只能通过道岔来实现。铁路道岔同时集中了轨道结构所有薄弱环节的结构特征和几何特征，其技术水平比较集中地反映了一个国家铁路轨道的技术水平。
- 铁路道岔分为普通道岔和高速道岔，二者工作原理不完全相同。高速道岔采用的是活动心轨道岔，辙叉部分和普通的道岔有着极大的区别。活动心轨最大的特点在于当列车高速运行中需要进行变轨时，活动心轨道岔能够更好的平稳住列车车体，减少对列车速度的限制，所以更适合在高速铁路中使用。
- 自 2005 年至今的十余年时间，我国铁路道岔工业抓住了高速铁路和重载铁路建设大发展的机遇，在道岔设计、制造、铺设和运营维护方面取得显著进步，完全实现了与铁路轨道的同步发展，总体达到国际先进水平。
- 至 2014 年底，我国高速铁路使用了自主研发的客专线道岔、技术引进的 CN 道岔和 CZ 道岔共三种道岔，其中自主研发的客专线道岔占 70% 以上我国自主研制的客专线系列道岔成功运用于多条高速铁路，至 2014 年底，客专线道岔铺设总数约 3000 组，成为世界上使用数量最多的高速道岔。

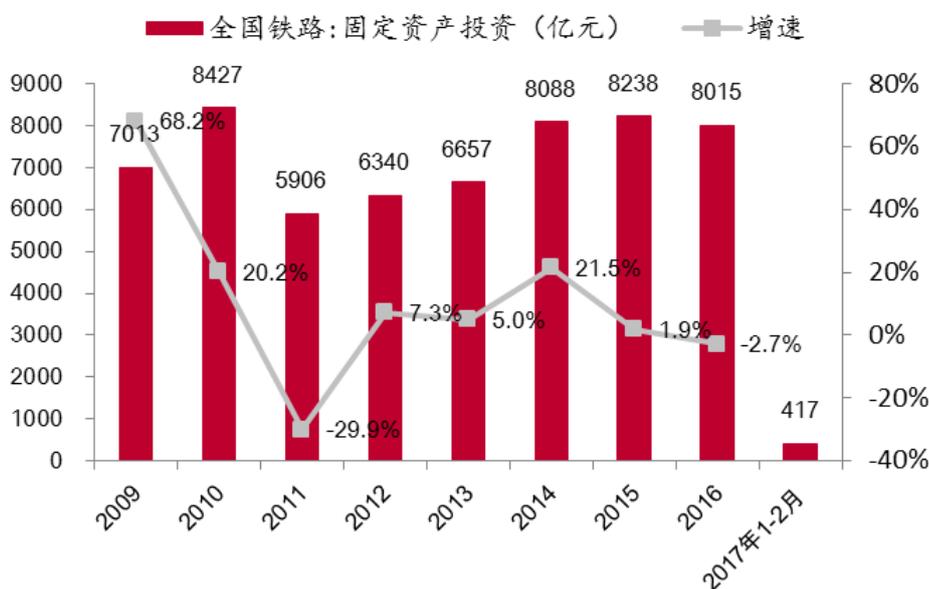
## (3) 铁路投资持续高位，保障铁路道岔市场稳健增长

### “十三五”铁路建设投资有望维持 8000 亿元/年高位

- 2016 年全国铁路固定资产投资为 8015.16 亿元，和 2014、2015 年基本

持平。2017年1-2月全国铁路固定资产投资为416.88亿元，比去年同期增长0.2%。

图表 1: 2016 年铁路投资总额与前两年基本持平



资料来源: 中国铁路总公司, 中泰证券研究所

- 2017年3月5日, 国家领导人在两会上做政府工作报告时也表示, 2017年将完成铁路建设投资8000亿元。2017年3月, 全国人大代表、中国工程院院士王梦恕在接受上证报记者采访时表示, “中国的铁路还少, 仍有很大的建设空间, 预计每年中国铁路投资保持8000亿的水平可以持续十年”。我们认为“十三五”期间, 铁路建设投资有望维持8000亿元/年较高水平, 轨交行业将保持较高景气度。

图表 1: 预计 2017 年铁路固定资产投资保持在 8000 亿元以上, 2017-2020 年年均投产新线 8000 公里

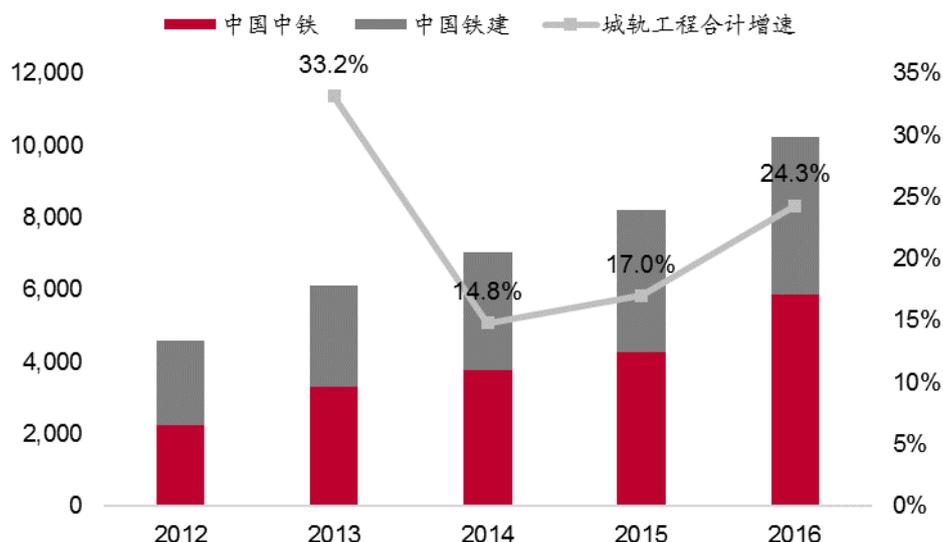
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
固定资产投资 (亿元)	2521	4168	7013	8427	5906	6340	6657	8088	8238	8015	8000	8000	8000	8000
基建投资 (亿元)	1772	3376	6006	7075	4611	5185	5328	6623	--	--	--	--	--	--
投产新线里程 (公里)	678	1730	5557	4908	2167	5382	5586	8427	9531	3281	2100	6000	8000	10000
新投产高铁 (公里)	--	1134	2319	1554	1421	2723	1672	5569	3306	1903	1365	1700	2400	2535
铁路营业里程 (万公里)	7.8	8	8.6	9.1	9.3	9.8	10.4	11.2	12.1	12.4	12.6	13.2	14.0	15.0
高铁营业里程 (公里)	--	672	2699	5133	6601	9356	11028	16456	19838	22000	23365	25065	27465	30000

资料来源: 中国铁路总公司, 中泰证券研究所

#### 先行指标——轨交基建新增订单: 保持快速增长趋势

- 2012-2016年, 中国中铁和中国铁建合计新签铁路及城轨工程合同额保持快速增长趋势, 2016年订单合计达10227亿元, 同比增长24.3%。

**图表 2：中国中铁、中国铁建铁路、城轨工程新签合同（亿元）快速增长**



资料来源：中国中铁公告，中国铁建公告，中泰证券研究所

**2018-2020 年均投产新线有望达 8000 公里；保障铁路道岔稳健增长**

- 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。2018-2020 铁路年均投产新线有望达 8000 公里，铁路投产持续高位保障铁路道岔稳健增长。

**(4) 钢结构桥梁优势明显，政策支持有望大力推广**

**我国钢结构桥梁数量占比仅为 0.25%**

- 据中国交通报 2016 年 7 月报道，目前我国公路桥梁主要包括钢筋混凝土桥梁、钢结构桥梁和砌石圪工结构桥梁等。截至 2015 年年底，我国已建成公路桥梁 78 万座、4593 万米，其中钢结构桥梁仅 1877 座、34.56 万米，分别占桥梁总数的 0.25%和总长度的 0.76%，其余绝大多数桥梁为钢筋混凝土结构和砌石结构桥梁。

**钢结构桥梁与混凝土结构桥梁相比，优势明显**

- 使用寿命方面，钢材结构自重小、材料效率高、质量易控制的特点，耐久性影响因素和退化机理简单。而混凝土结构现场工序较多，质量难以控制，其耐久性影响因素复杂、性能退化机理不明确。因此，钢结构桥梁的服役寿命更易于保障。
- 经济性能方面，虽然钢结构桥梁比钢筋混凝土桥梁建设成本高 10%左右，但后期养护成本低，钢结构桥梁比混凝土桥梁全寿命养护费用每平方米低 200 元左右。
- 可持续发展和环保方面，钢结构平均每年的碳排放以及每平方米的能耗均比混凝土结构低 8%左右。此外，混凝土结构拆除形成的建筑垃圾会对环境带来较大冲击，而钢结构可循环利用。

**政策支持有望加快钢结构桥梁推广，替代市场空间巨大**

- 2016 年 4 月，交通部公路局副局长周荣峰在江西省举行的“2016 年全国公路建设管理新标准规范技术研讨会”上表示：今年交通运输部公路局将加快推广钢结构在公路建设行业的应用。

- 2016年7月，交通部公布《关于推进公路钢结构桥梁建设的指导意见》，提出了加强方案比选、选型、构造设计等7条重点措施，推进钢结构桥梁建设，助推公路建设转型升级。
- 我国近几年每年新增桥梁约2.8万座，钢结构桥梁占比仅为0.25%，随着政策支持，以及钢结构桥梁寿命、经济性、可循环利用优势不断显现，未来替代钢混、石砌桥梁市场空间巨大。

## 五、盈利预测与估值

### (1) 盈利预测

- 我们预计 2017-2019 年公司收 153.6、177.8、207.0 亿元，归属母公司净利润 13.2、16.5、19.8 亿元，对应 EPS 为 0.59、0.74、0.89 元。目前公司股价对应 2017-2019 年 PE 为 24、19、16 倍。
  - 假设一：中铁装备盾构机市场占比维持稳定。
  - 假设二：中铁山桥、中铁宝桥铁路道岔业务收入规模维持稳定，毛利率随产品结构及折旧摊销下降维持小幅上升趋势。
  - 假设三：中铁山桥、中铁宝桥、中铁科工钢结构收入维持较快增长，同时毛利率随固定费用占比下降而小幅上升。
- 对期间费用和所得税的假设：**
- 销售费用率、管理费用率：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、管理费用率稳定。
  - 所得税：公司仅披露注入资产 2017 年 1 季度所得税数据，所得税税率为 18%，我们假设公司所得税税率保持 18%。

图表 2：中铁工业盈利分拆表

	2014A	2015A	2016H1	2016E	2017E	2018E	2019E
<b>中铁山桥</b>							
收入	4583.53	4290.00	1570.00	4461.60	4809.52	5410.71	6162.80
YOY		-6.4%		4.0%	11.0%	12.5%	13.9%
%总收入	37.2%	34.3%	21.1%	32.7%	31.3%	30.4%	29.5%
毛利	901.12	763.62	292.02	847.70	918.62	1038.86	1189.42
毛利率	19.7%	17.8%	18.6%	19.0%	19.1%	19.2%	19.3%
<b>中铁宝桥</b>							
收入	3942.00	4080.00	2000.00	4373.76	4926.60	5714.86	6686.38
YOY		3.5%		7.2%	15.0%	16.0%	17.0%
%总收入	32.0%	32.7%	26.9%	32.1%	23.6%	23.8%	24.0%
毛利	735.58	762.96	466.00	1027.83	1152.82	1342.99	1577.99
毛利率	18.7%	18.7%	23.3%	23.5%	23.4%	23.5%	23.6%
<b>中铁装备</b>							
收入	1653.00	1600.00	1030.00	1920.00	2380.80	3095.04	4178.30
YOY		-3.2%		20.0%	24.0%	30.0%	35.0%
%总收入	13.4%	12.8%	13.8%	14.1%	15.5%	17.4%	20.0%
毛利	402.51	523.20	384.19	729.60	885.66	1160.64	1575.22
毛利率	24.4%	32.7%	37.3%	38.0%	37.2%	37.5%	37.7%
<b>中铁科工</b>							
收入	2145.25	2520.92	2840.00	2873.85	3247.45	3604.67	3893.04
YOY		17.5%		14.0%	17.2%	11.0%	8.0%
%总收入	17.4%	20.2%	38.2%	21.1%	21.1%	20.2%	18.6%
毛利	248.63	279.82	195.96	304.63	376.70	421.75	459.38
毛利率	11.6%	11.1%	6.9%	10.6%	11.6%	11.7%	11.8%
<b>总计</b>							
收入	12323.78	12490.92	7440.00	13629.21	15364.37	17825.27	20920.52
YOY		1.4%		9.1%	12.7%	16.0%	17.4%
毛利	2287.84	2329.60	1338.17	2909.77	3333.80	3964.23	4802.01
毛利率	18.6%	18.7%	18.0%	21.3%	21.7%	22.2%	23.0%

资料来源：中铁工业，中泰证券研究所

## (2) 投资建议

- 我们预计 2017-2019 年公司收 153.6、178.3、209.2 亿元，归属母公司净利润 13.2、17.0、20.5 亿元，对应 EPS 为 0.59、0.77、0.92 元。目前公司股价对应 2017-2019 年 24、19、16 倍 PE。我们认为公司盾构机受益地铁高景气度，业绩有望超预期。轨交投资保持高位，保障铁路道岔市场稳健增长。受益钢结构桥梁推广，钢结构盈利能力有望持续提高。我们给予公司 2018 年 25 倍 PE，目标价 19 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 1：轨交设备公司估值比较：中铁工业估值相对偏低

上市公司	代码	股价	EPS (元)				PE (倍)			
			2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
中铁工业	600528	14.49	0.12	0.59	0.77	0.92	120	24	19	16
中国中车	601766	10.08	0.39	0.46	0.52	0.58	26	22	19	17
春晖股份	000976	8.74	0.02	0.29	0.37	0.47	452	30	24	18
鼎汉技术	300011	15.86	0.21	0.45	0.61	0.82	76	35	26	19
康尼机电	603111	11.71	0.32	0.38	0.42	0.55	37	31	28	21
平均							142	29	23	18

资料来源：中国铁路总公司，中泰证券研究所

## (3) 风险提示

- **地铁建设不及预期风险。**由于地铁项目受政府政策及宏观经济影响较大，未来政府对国家和地区经济增长水平的预测、基础设施的使用状况和未来扩张需求的预期，社会资本的投资预期及相关行业增长整体水平的预期等都可能对本公司业务构成重大不利影响。
- **行业竞争加剧风险。**道岔、钢结构、隧道掘进设备及大型工程施工机械面临激烈的市场竞争，主要市场竞争对手包括中央企业、地方国有企业、民营企业及跨国公司等。随着铁路建设投资放开、投资结构和模式不断创新，行业整合加速。如果公司不能持续提升市场竞争力、充分发挥公司的竞争优势并及时有效地应对市场和竞争态势变化，市场竞争的日益激烈将可能造成本公司市场份额降低，产品毛利率下降，并可能对本公司的经营业绩和财务状况构成不利影响。
- **原材料价格波动风险。**公司产品的主要原材料包括钢材、重轨以及部分外采核心零部件等。该等原材料价格的波动可能会带来公司成本波动的风险，对公司经营业绩和财务状况产生影响。

**图表 33： 中铁工业盈利预测**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	71,513	57,787	51,242	15,364	17,825	20,921	货币资金	6,550	5,804	8,370	11,824	12,684	11,943
增长率	-10.12%	-19.2%	-11.3%	-70.0%	16.0%	17.4%	应收账款	22,094	19,767	26,859	15,385	17,703	20,720
营业成本	-67,289	-53,704	-48,408	-12,031	-13,862	-16,119	存货	15,953	14,608	19,038	10,383	11,887	13,779
% 销售收入	94.1%	92.9%	94.5%	78.3%	77.8%	77.0%	其他流动资产	9,561	11,509	14,047	5,007	5,702	6,560
毛利	4,224	4,083	2,834	3,333	3,964	4,801	流动资产	54,157	51,688	68,314	42,599	47,976	53,002
% 销售收入	5.9%	7.1%	5.5%	21.7%	22.2%	23.0%	% 总资产	91.8%	91.6%	85.4%	80.1%	78.7%	78.1%
营业税金及附加	-1,793	-1,650	-431	-184	-214	-251	长期投资	765	764	1,867	1,867	1,867	1,867
% 销售收入	2.5%	2.9%	0.8%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	1,753	1,751	5,942	5,402	7,910	9,805
营业费用	-130	-115	-98	-415	-481	-565	% 总资产	3.0%	3.1%	7.4%	10.2%	13.0%	14.5%
% 销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	2.7%	2.7%	2.7%	无形资产	89	81	1,740	1,128	1,049	979
管理费用	-1,319	-1,263	-1,325	-1,076	-1,248	-1,464	非流动资产	-4,824	4,759	11,726	10,574	13,003	14,828
% 销售收入	1.8%	2.2%	2.6%	7.0%	7.0%	7.0%	% 总资产	8.2%	8.4%	14.6%	19.9%	21.3%	21.9%
息税前利润 (EBIT)	981	1,055	979	1,659	2,021	2,521	<b>资产总计</b>	<b>58,981</b>	<b>56,447</b>	<b>80,040</b>	<b>53,173</b>	<b>60,979</b>	<b>67,830</b>
% 销售收入	1.4%	1.8%	1.9%	10.8%	11.3%	12.1%	短期借款	8,940	10,117	14,481	2,535	2,535	2,535
财务费用	-425	-616	-780	-92	-17	-105	应付款项	38,730	30,075	43,995	25,206	29,010	33,725
% 销售收入	0.6%	1.1%	1.5%	0.6%	0.1%	0.5%	其他流动负债	1,361	4,358	1,286	2,402	2,689	3,048
资产减值损失	-318	-503	-332	0	0	0	流动负债	49,030	44,551	59,762	30,144	34,234	39,308
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	2,769	5,454	5,523	1,500	4,052	4,308
投资收益	178	156	182	10	20	30	其他长期负债	300	0	238	238	238	238
% 税前利润	33.1%	172.4%	168.8%	0.6%	1.0%	1.2%	<b>负债</b>	<b>52,099</b>	<b>50,005</b>	<b>65,522</b>	<b>31,882</b>	<b>38,524</b>	<b>43,853</b>
营业利润	416	93	49	1,577	2,024	2,446	<b>普通股股东权益</b>	<b>6,082</b>	<b>6,163</b>	<b>14,175</b>	<b>20,935</b>	<b>22,080</b>	<b>23,578</b>
营业利润率	0.6%	0.2%	0.1%	10.3%	11.4%	11.7%	少数股东权益	799	280	342	357	376	398
营业外收支	121	-3	59	48	73	87	<b>负债股东权益合计</b>	<b>58,981</b>	<b>56,447</b>	<b>80,040</b>	<b>53,173</b>	<b>60,979</b>	<b>67,830</b>
税前利润	537	91	108	1,625	2,097	2,533	<b>比率分析</b>						
利润率	0.8%	0.2%	0.2%	10.6%	11.8%	12.1%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-168	-188	-65	-292	-377	-456	<b>每股指标</b>						
所得税率	31.3%	207.1%	60.4%	18.0%	18.0%	18.0%	每股收益 (元)	0.194	0.115	0.115	0.593	0.765	0.924
净利润	369	-97	43	1,332	1,719	2,077	每股净资产 (元)	4.168	4.223	9.715	9.421	9.936	10.610
少数股东损益	86	-265	-125	15	19	23	每股经营现金流 (元)	1.028	-3.463	0.938	5.934	0.876	1.019
归属于母公司的净利润	283	168	168	1,318	1,700	2,054	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.023	0.250	0.250	0.250
净利率	0.4%	0.3%	0.3%	8.6%	9.5%	9.8%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	4.65%	2.72%	1.18%	6.29%	7.70%	8.71%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	0.48%	0.30%	0.21%	2.50%	2.81%	3.05%
净利润	369	-97	43	1,332	1,719	2,077	投入资本收益率	5.82%	-7.32%	1.59%	11.64%	11.39%	12.12%
少数股东损益	0	0	0	15	19	23	<b>增长率</b>						
非现金支出	698	796	637	612	571	731	营业总收入增长率	-10.12%	-19.19%	-11.33%	-70.02%	16.02%	17.36%
非经营收益	149	507	316	165	83	148	EBIT增长率	-6.87%	7.54%	-7.23%	69.42%	21.83%	24.76%
营运资金变动	283	-6,259	373	11,078	-428	-692	净利润增长率	-32.91%	-40.65%	-0.01%	685.03%	29.04%	20.79%
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,500</b>	<b>-5,053</b>	<b>1,368</b>	<b>13,202</b>	<b>1,965</b>	<b>2,287</b>	总资产增长率	15.32%	-4.30%	40.83%	-33.57%	14.68%	11.23%
资本开支	231	163	160	-588	2,927	2,469	<b>资产管理能力</b>						
投资	181	410	194	0	0	0	应收账款周转天数	84.2	107.0	131.1	283.0	280.0	279.0
其他	37	89	59	10	20	30	存货周转天数	85.3	103.9	126.9	315.0	313.0	312.0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-13</b>	<b>337</b>	<b>92</b>	<b>598</b>	<b>-2,907</b>	<b>-2,439</b>	应付账款周转天数	90.5	123.2	152.0	370.0	370.0	370.0
股权募资	0	0	102	5,997	0	0	固定资产周转天数	9.2	10.9	26.5	112.0	85.9	89.3
债权募资	766	6,589	-971	-15,968	2,552	255	<b>偿债能力</b>						
其他	-1,092	-935	-1,100	-359	-732	-821	净负债/股东权益	79.33%	151.62%	80.13%	-36.58%	-27.15%	-21.27%
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-326</b>	<b>5,654</b>	<b>-1,970</b>	<b>-10,330</b>	<b>1,820</b>	<b>-566</b>	EBIT利息保障倍数	2.3	1.7	1.3	18.1	119.0	23.9
现金净流量	1,161	937	510	3,469	878	-718	资产负债率	88.33%	88.59%	81.74%	59.54%	62.84%	64.37%

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。