

中铁工业 (600528)

公司研究/简评报告

受益盾构和道岔稳增长，中报业绩加速释放

简评报告/机械行业

2017 年 08 月 25 日

一、事件概述

公司发布 2017 年中报：报告期内，实现营收 75.67 亿元，其中扣除置出资产营收后的收入为 71.64 亿元，可比口径同比增 14.94%，实现归母净利润 6.47 亿元，受益于盈利能力提升因素，净利润增速略超预期。按照业务板块划分，道岔收入 21.88 亿元，同比增长 26.39%；钢结构制造与安装收入 29.74 亿元，同比增长 14.76%；隧道施工设备收入 12.77 亿元，同比增长 25.96%；工程施工机械收入 2.15 亿元，同比增长 12.37%。

二、分析与判断

➤ 受项目执行周期差异，道岔收入确认超出预期

公司项目施工周期在 3~4 年左右，业务施工顺序决定收入确认顺序有所不同，报告期内，公司在建项目多处于项目中后期，道岔收入超出市场预期，盾构市场平稳增长。据中报披露，公司整体收入稳定增长是因为哈尔滨至牡丹江高铁、呼和浩特至张家口高铁、天津至保定高铁、上海至昆明高铁等大型项目业务支撑以及盾构市场的拓展。

➤ 盾构机研发支出大增，公司盈利能力仍有提升

报告期内，受盾构机领域加大研发投入影响，公司合计研发支出 3.14 亿元，同比增长 58.39%，但受益于降本增效工作推进、募集资金利息收入因素，按可比口径算，公司毛利率由去年的 19.59% 提升至 21.01%，毛利率提升 1.42%，盈利能力显著增强。

➤ 盾构机和钢结构新签订单爆发性增长，支撑未来一年业绩稳步释放

据披露，2017 年上半年累计新签合同 123.05 亿元，同比增长 26.44%，公司预计全年实现新签合同额 242 亿元，实现营业总收入 145 亿元，完成年度计划。2017 年以来新投建的地铁和桥梁工程项目加快，上半年隧道掘进机、钢结构制造安装新签订单分别增长 58.02%、34.09%，明显高出上半年的收入增速，预计未来一年内将支撑公司业绩的释放。

➤ 盾构机处于加速导入期，地下空间作业渗透率逐步提升

公司在盾构、道岔、桥梁钢结构领域处于国内绝对领先地位，其中市占率分别+40%、+65%和 65%。盾构机是地下空间建设的“挖掘机”，主要用于地铁建设等领域，区别于其他工程机械的重要特点是该行业仍处于上升期，是较稀缺的工程机械品类。“十二五”期间受益地铁建设，销量持续保持两位数增长，规模翻番，国产化率达到 70%。预计“十三五”期间，受益轨交建设里程翻番和综合管廊实质性推进，盾构机在地下空间建设的渗透率逐步攀升，有望迎来十年黄金发展期，行业有望保持 30% 以上的复合增速。公司有望凭借高市占率优势，获得高于行业的平均增速。

三、盈利预测与投资建议

预计公司 2017~2019 年营业收入分别为 158.85 亿元、181.09 亿元和 193.76 亿元，归母净利润 12.43 亿元、19.15 亿元和 21.12 亿元，PE 分别为 23.1x、17.9x 和 15.1x，EPS 分别为 0.55 元、0.79 元和 0.90 元。

四、风险提示：

新进入者使盾构机市场竞争加剧；铁路建设投资趋缓。

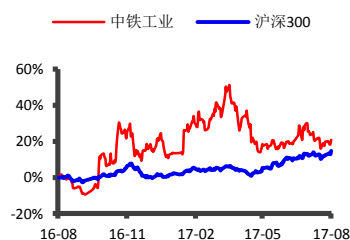
首次评级 首次评级

合理估值： 18—20 元

交易数据 2017-08-25

收盘价（元）	14.53
近 12 个月最高/最低	18.51/10.76
总股本（百万股）	2221.55
流通股本（百万股）	1459.20
流通股比例（%）	65.68%
总市值（亿元）	322.79
流通市值（亿元）	212.02

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院整理

分析师：刘振宇

执业证号： S0100115050027

电话： (8610)8512 7653

邮箱： liuzhenyu@mszq.com

研究助理：樊艳阳

执业证号： S0100116030013

电话： (8601)8512 7604

邮箱： fanyanyang@mszq.com

相关研究

一、中报业绩披露，道岔收入靛眼超出预期

报告期内，实现营收 75.67 亿元，其中扣除置出资产营收后的收入为 71.64 亿元，可比口径同比增 14.94%，实现归母净利润 6.47 亿元，受益于盈利能力提升因素，净利润增速略超预期。按照业务板块划分，道岔收入 21.88 亿元，同比增长 26.39%，超出市场预期；钢结构制造与安装收入 29.74 亿元，同比增长 14.76%，符合预期；隧道施工设备收入 12.77 亿元，同比增长 25.96%；工程施工机械收入 2.15 亿元，同比增长 12.37%，略超预期。公司收入稳定增长的原因：哈尔滨至牡丹江高铁、呼和浩特至张家口高铁、天津至保定高铁、上海至昆明高铁等大型项目业务支撑以及盾构市场的拓展，尤其道岔业务收入增长超出之前的预期。

毛利率提升 1.42%，盈利能力大幅提升。报告期内，虽然公司研发支出 3.14 亿元，同比增长 58.39%，但受益于降本增效工作推进、募集资金利息收入因素，按照置入资产可比口径计算，公司毛利率由去年的 19.59% 提升至 21.01%。

报告期内，公司完成资产置换及非公开发行股份募集资金工作。

(1) 资产置换完成，华丽转身成为中国中铁旗下高端制造平台：2016 年 4 月发布资产置换方案，9 月完成重大资产置换，2017 年 1 月，公司完成重组资产过户手续。公司采取置出资产（原中铁二局公司全部资产与负债，评估值 72.21 亿元）和发行股份方式进行置换。置入资产为中铁山桥、中铁宝桥、中铁科工、中铁装备 100% 股权，合计账面价值 72.21 亿元，作价 116.88 亿元，评估增值 61.86%。中铁二局更名为“中铁高新工业”，成为中国中铁集团的高端装备制造平台。

(2) 定增完成，股本增加，实际发行价远高于拟发行价：3 月份，公司完成资产重组非公开发行股份 3.79 亿股，股本增至 22.22 亿股，实际发行价 15.85 元/股，远高于拟发行价 11.62 元/股，表明市场对于公司发展前景的认可。

二、盾构机与道岔业务保持强劲增长

根据置入资产业绩承诺净利润，可比口径内，2017 年保底有 19% 左右的利润增幅，但从 2017 年上半年的收入及利润实现情况来看，这个承诺利润过于保守。

表 1：置入资产近年利润及利润承诺（单位：亿元）

置入资产	2014 年	2015 年	2016 中报	承诺利润		
				2017 年	2018 年	2019 年
中铁山桥	2.64	2.60	1.46	3.99	4.96	5.83
中铁宝桥	2.42	2.31	2.65	3.26	3.56	3.88
中铁科工	0.31	0.36	0.25	0.73	0.85	0.97
中铁装备	1.13	2.32	1.97	3.26	3.97	4.37
合计	6.50	7.59	6.32	11.24	13.34	15.05

资料来源：公司公告，民生证券研究院

道岔业务：新增市场需求仍将平稳增长，铁路成网及提速加大更新需求。

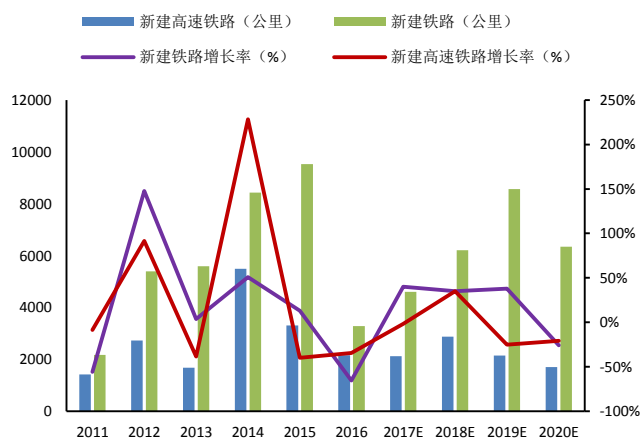
在稳增长预期下，“十三五”期间仍然是铁路建设的黄金机遇期，铁路及轨道交通建设投资仍将保持较快增长。根据每个五年规划期的分布规律、2016 年完成及 2017 年计划情况，我们给出了“十三五”期间的预期铁路建设预测。虽然“十三五”期间总体增量不如“十二五”，但是

由于 2016 年新建铁路与高速铁路下滑幅度较大（较 2015 年分别下降-65.58%和-34.60%），2017-2019 年预期新建铁路增长率分别为 40.20%、34.93%、38.04%。这一增速大概与 2014 年的增速相当。

假定存量更换需求维持稳定，辙叉每年需更换约 5.5 万个，仅考虑新增需求，预计未来三年增速应与 2014 年水平相近，大概 10%左右。道岔的主要结构包括转辙器、辙叉、护轨及连接部分和岔枕。一般而言，道岔较为薄弱也是安全隐患最大的地方为尖轨和辙叉，这两个部分也是需要定期维修更换从而带来存量市场机会的部分。草根调研显示，全国一共有 18 个铁路局，共 121 个工务段，每个工务段每年更换约 450 多个辙叉，加上高速铁路和重载铁路的加速损耗，辙叉每年需更换约 5.5 万个，较为稳定。

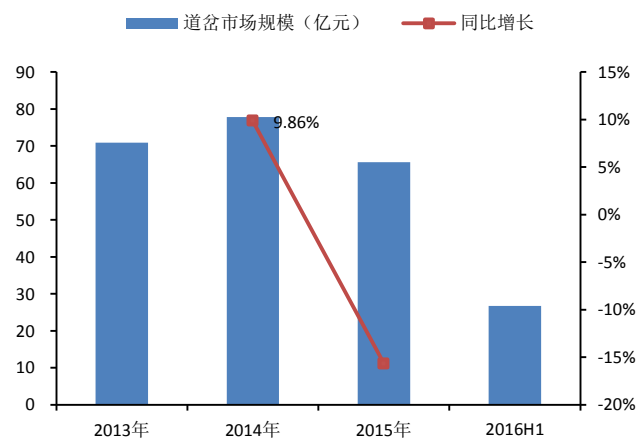
铁路成网及高铁提速趋势下，望推动道岔更新需求。铁路营业里程与路网密度存在一定的同向变动关系（比值稳定在 0.09599），预计“十三五”期间，路网密度将随营业里程的增加而增加，需要更多的铁路道岔。随着复兴号通车，高铁将迎来新一轮的提速期，若考虑铁路提速、重载化及铁路成网趋势，预计市场规模增速有望达到 15%左右。公司道岔市占率 65%，预计将超过行业平均增速。

图 1：新建铁路与高速公路里程与增长情况



资料来源：民生证券研究院整理

图 2：道岔市场规模 (亿元)



资料来源：民生证券研究院整理

根据半年报披露，今年上半年，公司为新开通运营的宝鸡至兰州高速铁路提供了单开道岔、交叉渡线道岔等 6 种型号的高速铁路道岔新产品，签订了商丘至合肥至杭州高速铁路高速道岔项目，为北京 S1 线中低速磁悬浮、深圳龙华现代有轨电车等城市轨道交通工程提供了适应性强、丰富多样的道岔产品。

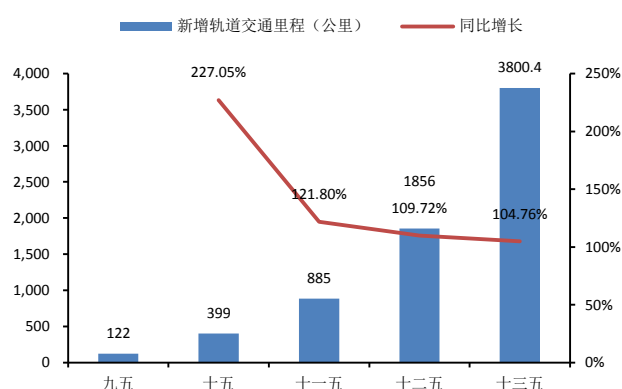
隧道施工设备：预计公司未来五年收入年复合增速有望达 30% 以上

“十三五”期间国内新增轨道交通运营里程有望翻番，即轨交领域的盾构需求有望翻番。根据规划，我们预计国内“十三五”期间新增城市轨道交通运营里程 3800 公里左右，同比将翻番，到 2021 年，城市轨道交通总里程将接近 9500 公里。《盾构机的研究现状及发展前景》中有专家提出，地铁等轨道交通项目占盾构机市场需求的 80% 左右。通过研究“十二五”期间轨交运营里程与盾

构机市场规模之间的关系，发现随着新增轨道交通运营里程的翻番，盾构机的销量也由 2011 年的 114 台，提高到 2015 年的 220 台，实现了翻番。因此，两者在增量上具有同向增长机制。

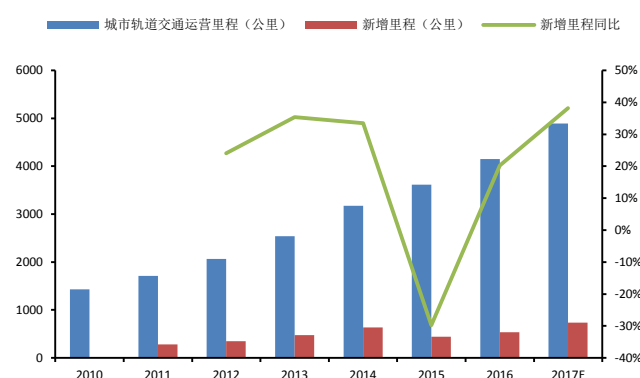
2016 年规划在建轨道交通运营里程同比增长 1.7 倍。2016 年是“十三五”开局之年，同时面临国内经济增速放缓压力，稳增长扩基建预期下，规划在建的城市轨道交通运营里程 1274 公里，同比增幅高达 170%。按照 3~4 年施工周期，预计 16 年计划投建的轨道交通里程数的爆发，将在 2017~2018 年为盾构机需求提供支撑。预计轨交用盾构机销量有望保持 20% 以上的年复合增速，且从增速特点来看，基本也会延续前高后低的特点。

图 3：十三五期间轨道交通运营里程将翻番



资料来源：中国城市轨道交通协会，民生证券研究院

图 4：预计 2017 年新增运营里程将提高三成



资料来源：中国城市轨道交通协会，民生证券研究院

根据半年报披露，今年上半年，公司自主研发的国内首创U型盾构机下线、国内最大直径复合土压平衡盾构机始发，国内首个采用盾构法施工的地下停车场试验项目实现首个单元结构顺利贯通，特别是公司自主研发并出口到以色列特拉维夫轻轨的首台土压平衡盾构机成功始发，世界最小硬岩掘进机在黎巴嫩贝鲁特引水工程3号隧洞完成隧道洞穿。目前，公司已有25台盾构设备出口到马来西亚、新加坡、黎巴嫩、以色列、印度、伊朗等9个国家。

三、盈利预测及风险提示

根据 2017 上半年业绩、公司的年度计划及上半年新签订单情况，我们预计公司全年收入基本可以锁定，但受益于毛利率提升，净利润有超预期的可能，预计全年实现营业收入 150~160 亿元，实现归母净利润 12~13 亿元。公司目前股价低于非公开发行股票价格，股价处于倒挂状态。

风险提示：新进入者使盾构机市场竞争加剧；铁路建设投资趋缓。

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业总收入	51242	15885	18109	19376
减：营业成本	48408	12342	13657	14387
营业税金及附加	431	138	165	196
销售费用	99	269	344	412
管理费用	1332	1219	1478	1678
财务费用	779.9	227.1	85.4	96.6
资产减值损失	45	167	156	145
加：投资收益	182	0	0	0
二、营业利润	49	1522.9	2223.6	2461.4
加：营业外收支净额	59	-34	36	38
三、利润总额	107.8	1488.9	2259.6	2499.4
减：所得税费用	65	246	345	387
四、净利润	42.73	15885	18109	19376
归属于母公司的利润	51242	1242.9	1914.6	2112.4
五、基本每股收益 (元)	0.12	0.55	0.79	0.90

主要财务指标				
项目 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	1311.5	2134.8	2386.9	2743.2
成长能力：				
营业收入同比	-11.33%	-69%	14%	7%
营业利润同比	-47.59%	3200%	46%	11%
净利润同比	-32.16%	2808%	54%	15%
营运能力：				
应收账款周转率	3.30	1.32	1.40	1.48
存货周转率	3.43	1.22	1.34	1.38
总资产周转率	3.67	0.35	0.36	0.38
盈利能力与收益质量：				
毛利率	5.53%	19.93%	20.12%	20.25%
净利率	0.08%	8.67%	8.73%	8.96%
总资产净利率 ROA	0.08	2.27	2.45	2.58
净资产收益率 ROE	2.71	3.34	3.56	3.87
资本结构与偿债能力：				
流动比率	1.17	1.45	1.45	1.45
资产负债率	88.45	53.79	53.79	53.79
速动比率	0.86	1.06	1.07	1.09
每股指标：				
每股收益	0.12	0.55	0.79	0.9
每股经营现金流量	0.94	1.34	1.56	1.62
每股净资产	4.28	6.30	6.42	6.46

资产负债表				
项目 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	5029.07	8094	9152	9478
应收票据	1446.91	1365	1498	1634
应收账款	15372.9	6132	6547	6981
预付账款	12583.4	5478	6002	6453
其他应收款	3197.5	342	789	892
存货	13600	4185	4896	5698
其他流动资产	334.20	134	167	178
流动资产合计	51564	23675	26736	28757
长期股权投资	236.45	236.5	236.5	236.5
固定资产	1763	4012	4034	4169
在建工程	0	348	348	348
无形资产	63.79	1179	1179	1179
其他非流动资产	1635.53	115	123	137
非流动资产合计	4582.39	7394	7561	7848
资产总计	56164.4	27834.5	29586	31356.6
短期借款	9681	2850	2850	2850
应付票据	8281.05	2030	2030	2030
应付账款	16976.2	6180	6180	6180
预收账款	3225.4	2365	2365	2365
其他应付款	2796.2	875	875	875
应交税费	602.47	266	369	458
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	44079.4	14235	16187	18155
长期借款	5523	3050	3050	3050
其他非流动负债	59.45	35	35	35
非流动负债合计	5582.46	3508	3508	3508
负债合计	49661.8	17743	19695	21663
股本	1459.2	2221.5	2221.5	2221.5
资本公积	1597.8	5302	5302	5302
留存收益	234	677	677	677
少数股东权益	241.77	340	340	340
所有者权益合计	6484.59	10091.5	9891	9693.6
负债和股东权益合计	56164.4	27834.5	29586	31356.6

现金流量表				
项目 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流量	1368.19	1750.16	1850.1	2020.25
投资活动现金流量	91.96	-359.67	-23.45	234
筹资活动现金流量	-1968.2	-2385	-3476	-5490
现金及等价物净增加	-509.72	347	438	512

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1：新建铁路与高速公路里程与增长情况.....	3
图 2：道岔市场规模（亿元）	3
图 3：十三五期间轨道交通运营里程将翻番.....	4
图 4：预计 2017 年新增运营里程将提高三成.....	4

表格目录

表 1：置入资产近年利润及利润承诺（单位：亿元）	2
--------------------------------	---

分析师与研究助理简介

刘振宇，大机械组组长，北京科技大学材料学本科及硕士，本科学习金属材料学，研究生开发杂散电流数据采集系统。在中国冶金科工集团从事投资管理五年，在北京市规划委系统从事项目管理两年，2015年加入民生证券。在机械装备和基础材料领域有扎实的理论基础和丰富的实业经验。

樊艳阳，机械行业研究助理，中国人民大学经济学院本科及硕士，3年财经媒体从业经验，主要跟踪新能源汽车产业链、机械行业，2016年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。