



Research and
Development Center

盾构机龙头，受益地铁地下管廊高速发展

—— 中铁工业（600528.SH）深度报告

2018年1月11日

范海波行业分析师

张熙行业分析师

杜煜明研究助理

盾构机龙头，受益地铁地下管廊高速发展

城轨地铁、地下管廊未来三年进入高峰期

2018年1月11日

本期内容提要：

- ◆ **资产置换转型高端装备制造，盈利能力显著提高：**2017年1月公司置出中铁二局100%股权，置入中国中铁持有的四大资产100%股权，转型高端装备制造企业，盈利能力获得显著提高。
- ◆ **国内盾构机龙头，受将充分受益于城轨、地下管廊发展和政策支持：**“十三五”期间，我国地铁建设持续高景气将推动盾构机市场高速发展，地下管廊建设有望成为盾构机市场的新增长点。“一带一路”战略推动下，盾构机海外需求将快速增长，公司在国内盾构机市占率超过30%，规模世界第二亚洲第一，盾构机业务有望受益。
- ◆ **桥梁钢结构、铁路道岔领域的领头羊，受益行业发展业务前景广阔：**“十三五”期间，国内铁路基础设施建设仍将保持高位运行，公司在国内道岔企业处于领先地位，道岔产品需求会不断增加。政府为加快推广钢结构桥梁的应用，公司钢结构业务有望得到快速发展。
- ◆ **高管增持彰显信心，新签订单维持高速增长：**2017年12月19日公司董事长、总经理等9名高管增持公司股份21.47万股，彰显管理层对公司的信心。2018年1月10日公司公告近期签订各产品线多项重大合同合计13.1亿元，2017年累计订单额250.4亿元，同比增长23.7%。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计2017-2019年公司营业收入为155.64、177.68、203.86亿元，归母净利润为11.94、14.59、17.50亿元，EPS为0.54、0.66、0.79元。2018年1月10日公司股票收盘价12.32元，对应2017-2019年的PE为23、19、16倍。考虑到公司是盾构机和高速道岔龙头，将受益于城轨、地下管廊发展和政策支持，首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**城轨交通的迅速发展；“一带一路”的政策红利；铁路网络建设的推进。
- ◆ **风险因素：**地铁和地下管廊建设不及预期；道岔需求不及预期；“一带一路”政策推进缓慢。

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	57,787.44	51,241.57	15,564.32	17,768.20	20,386.29
增长率 YoY%	-19.19%	-11.33%	-69.63%	14.16%	14.73%
归属母公司净利润(百万元)	167.88	167.86	1,194.12	1,459.33	1,749.99
增长率 YoY%	-40.65%	-0.01%	611.36%	22.21%	19.92%
毛利率%	7.07%	5.53%	20.38%	21.61%	22.84%
净资产收益率 ROE%	2.74%	2.71%	14.83%	13.78%	14.96%
每股收益 EPS(元)	0.08	0.08	0.54	0.66	0.79
市盈率 P/E(倍)	163	163	23	19	16

证券研究报告

公司研究——首次覆盖

中铁工业 (600528.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

中铁工业相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2018.01.10)

收盘价(元)	12.32
52周内股价波动区间(元)	11.46-18.51
最近一月涨跌幅(%)	4.53
总股本(亿股)	22.22
流通A股比例(%)	65.68
总市值(亿元)	273.70

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

范海波 行业分析师

执业编号：S1500510120021

联系电话：+86 10 83326800

邮箱：fanhaibo@cindasc.com

张熙 行业分析师

执业编号：S1500517100002

联系电话：+86 10 83326729

邮箱：zhangxi@cindasc.com

杜煜明 研究助理

联系电话：+86 10 83326727

邮箱：duyuming@cindasc.com

市净率 P/B(倍)	4.44	4.38	1.33	1.14	1.10
------------	------	------	------	------	------

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2018 年 1 月 10 日收盘价

目录

投资聚焦	2
完成重大资产置换，发展高端装备制造产业	4
置换中铁旗下优质资产，转型高端装备制造企业	4
置入资产处于行业领先地位，业绩增长构成较大利好	5
募集配套资金投入高端制造，盈利能力和持续经营能力增强	7
高管集体增持彰显信心，重大合同签订夯实业绩	8
中铁山桥：桥梁钢结构和铁路道岔行业领先	8
中铁宝桥：我国重要的桥梁钢结构及铁路道岔研发生产企业	10
中铁科工：聚焦铁路施工设备的研发型企业	12
中铁装备：国内掘进机研发制造的开拓者和领军者	13
地铁、地下管廊高速发展，盾构需求进入高峰期	15
盾构机：工程机械之王，迎来重大发展机遇	15
城市轨道交通快速发展，地铁工程带动盾构机需求	17
政策支持，地下城市管廊有望继地铁后成为盾构市场下一增长点	18
“一带一路”战略持续推进，公司海外业务有望持续扩张	19
高速道岔、钢结构龙头，竞争优势明显	22
普通道岔竞争加剧，高速道岔是高铁核心技术之一	22
铁路行业正处于高速发展阶段，带动高速道岔的稳定需求	23
铁路行业高投资为道岔打开市场空间	24
受益于行业发展，中铁工业道岔业务前景广阔	25
政策春风为钢结构打开广阔市场空间	25
盈利预测、估值与投资评级	26
盈利预测及假设	26
估值与投资评级	28
风险因素	28

表目录

表 1：中铁工业置入和置出资产	4
表 2：中铁工业置出和置入资产财务指标情况	6
表 3：中国中铁对公司的业绩承诺（亿元）	6
表 4：募集配套资金拟投资项目	7
表 5：中铁工业近期签约重大合同	8
表 6：近年来各大企业积极参与发展盾构机	16
表 8：地下综合管廊建设盾构机市场需求预测	19
表 9：“一带一路”重大事件	20
表 10：六大经济走廊建设	21
表 11：中铁装备海外业务情况	22
表 12：中国铁路投资预测表	24
表 13：道岔市场空间预测表	25
表 14：公司各项业务收入和毛利率预测	27
表 15：中铁工业可比公司估值参考	28

图目录

图 1：截至 2017 年第三季度末公司股权结构	5
图 2：原中铁二局营收情况	6
图 3：原中铁二局净利润情况	6
图 4：中铁工业置入资产盈利能力和业绩承诺情况	7
图 5：中铁山桥钢结构产品举例	9
图 6：中铁山桥铁路道岔产品举例	9
图 7：中铁山桥主营业务收入情况（亿元）	10
图 8：中铁山桥归母净利润（亿元）及毛利率情况	10
图 9：中铁宝桥钢结构产品举例	11
图 10：中铁宝桥时速 350 公里高速道岔项目	11
图 11：中铁宝桥主营业务收入情况（亿元）	12
图 12：中铁宝桥归母净利润（亿元）及毛利率情况	12
图 13：中铁科工产品箱梁架桥机	12
图 14：中铁科工产品机械式正铲挖掘机	12
图 15：中铁科工主营业务收入情况（亿元）	13
图 16：中铁科工：归母净利润（万元）及毛利率情况	13
图 17：中铁装备盾构机产品复合盾构机	14
图 18：中铁装备盾构机产品硬岩盾构机	14
图 19：中铁装备主营业务收入情况（亿元）	15
图 20：中铁装备归母净利润（亿元）及毛利率情况	15
图 21：地铁是城轨新增里程的最主要部分（公里）	16
图 22：过去三个五年新增城市轨道交通运营里程	17
图 23：2011-2015 年中国城市轨道交通累计运营里程及增速	17
图 24：“十三五”城市轨道交通新增里程有望超预期达 4000 公里	18
图 25：一带一路路线图	20
图 26：普通单开道岔	23
图 27：中铁宝桥投资 10 亿的高速道岔项目	23
图 28：2017 年铁路投资有望实现 8000 亿元	24

投资聚焦

核心观点/投资逻辑

资产置换转型高端装备制造，盈利能力显著提高。 中铁工业前身是中铁二局，近年来业绩连续下滑。公司于 2017 年 1 月实施重大资产重组，置出中铁二局 100% 股权，置入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四大优质资产的 100% 股权，转型高端装备制造企业，彻底解决与中国中铁的同业竞争问题。置入资产为国内盾构机、道岔、钢结构领先企业，盈利能力显著高于中铁二局原主营业务的资产。2015 年置入资产归母净利润 7.5 亿元，是原中铁二局净利润规模 4.5 倍；2016 年置入资产归母净利润 9.9 亿元，同比增长 32.5%。完成资产置换后，2017 年前三季度公司的营业收入为 114.67 亿元，归母净利润为 9.00 亿元，同比增长 2.41%。2017-2019 年四大资产业绩承诺分别为 11.24 亿元、13.34 亿元、15.05 亿元，将显著改善盈利水平。

国内盾构机龙头，受益十三五城轨地铁及地下管廊建设，“一带一路”发展战略公司助推海外业务扩张。 公司在国内盾构机市占率超过 30%，连续五年位居第一。盾构机下游市场主要以地铁工程为主，占比在 80% 左右。“十三五”期间城市轨道交通建设速度有望超预期，我们预计 2017-2020 年国内新增城市轨交里程 3157 公里左右，其中新增地铁里程有望达到 2367 公里，地铁建设盾构机需求估计为 592 台。“十三五”规划到 2020 年需建成综合管廊大约 1.2 万公里，我们预计 2017-2020 年间地下综合管廊盾构机需求为 353 台。子公司中铁装备盾构机产能世界第二，且产品性价比高，在海外市场具备较大竞争优势。随着“一带一路”战略持续推进，六大经济走廊建设激发轨道交通基建项目需求，并且近期开工的中泰铁路会对“一带一路”其他轨道交通建设项目起到一定示范作用，我们预计盾构机海外业务将持续扩张。

桥梁钢结构、铁路道岔领域的领头羊，受益行业发展业务前景广阔。 公司高速道岔（200 公里时速以上）市占率 65%，重载道岔 50% 以上，都已完全国产化，而且公司在高速道岔方面技术领先，高速道岔作为铁路三大核心技术之一，具有较大的技术壁垒。“十三五”期间，轨交行业将保持较高景气度，铁路及轨道交通建设投资保持较快增长，随着铁路网建设推进，铁路道岔的密度也将提升，道岔产品需求会不断增加。我们预计，2017-2020 年道岔需求整体市场空间在 427 亿元左右。在公司市占率不变的条件下，中铁工业高速道岔在 2017~2020 年将实现销售 1.53 万组，实现销售额 46.0 亿元。钢结构桥梁与混凝土结构桥梁相比，在成本、性能、节能环保等方面优势明显，但目前我国桥梁钢结构占比较低，提升空间较大。政府为化解我国钢铁产能过剩，加快推广钢结构桥梁的应用，公司业务有望得到快速发展。

公司新签订单维持高增长。 根据中铁工业 2018 年 1 月 10 日公司公告，近期公司签约了一系列重大合同，金额合计人民币 13.10 亿元，约占本公司重大资产置换置入资产 2016 年度备考合并口径营业收入的 9.6%。其中，隧道施工设备业务合同金额 2.28 亿元，道岔业务合同金额 4.94 亿元，钢结构制造与安装业务合同金额 3.05 亿元，海外重大合同金额 2.83 亿元。2017 年度，公司累计新签合同额 250.4 亿元，较 2016 年同期置入资产可比口径增长 23.7%。

与市场不同之处

市场担心我国铁路基础设施建设投资增速放缓，影响道岔需求。我们认为，十三五期间我国铁路和轨道交通建设的投资将加大，铁路建设仍将保持高位运行，未来 3 年铁路投资有望维持在每年 8000 亿元，到 2020 年铁路网规模将达到 15 万公里，其中高速铁路 3 万公里。且随着铁路网的建设，道岔的密度上升，将推动道岔需求增加。

市场担心“一带一路”推进轨道交通建设速度较慢。我们认为，随着“十九大”推进“一带一路”建设写入党章，“一带一路”进入新的战略高度。“一带一路”提出六大经济走廊建设，其交通项目重点是互联互通交通基础设施建设，轨道交通等基建项目有望率先成为突破口。中泰铁路是“泛亚铁路”构想的重要部分，随着近期中泰铁路的开工，“一带一路”倡议将逐步执行，基础设施建设项目将加速落地。

股价催化剂

城市轨道交通尤其是地铁工程和地下管廊的迅速发展。

“一带一路”的政策红利，中泰铁路开工推动构建“泛亚铁路”。

铁路及轨道交通建设投资较快增长，铁路网络建设的推进。

盈利预测与投资评级

我们预计 2017-2019 年公司营业收入为 155.64、177.68、203.86 亿元，归母净利润为 11.94、14.59、17.50 亿元，EPS 为 0.54、0.66、0.79 元。2018 年 1 月 10 日公司股票收盘价 12.32 元，对应 2017-2019 年的 PE 为 23、19、16 倍。考虑到公司是盾构机和高速道岔龙头，将受益于城轨、地下管廊发展和政策支持，首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素

1. 地铁、轨道交通和地下管廊建设不及预期；
2. 道岔需求不及预期；
3. “一带一路”政策推进缓慢。

完成重大资产置换，发展高端装备制造产业

置换中铁旗下优质资产，转型高端装备制造企业

资产置换解决了公司与中国中铁的同业竞争问题，公司主营业务转型为高端装备制造。中铁高新工业股份有限公司前身为中铁二局股份有限公司。本次资产置换前，中铁二局主营业务是建筑工程施工、房地产开发和物资销售，间接控股股东中国中铁的主营业务是建筑工程施工、勘察设计、房地产开发及工业制造。中铁二局与中国中铁在业务范围上存在一定同业竞争，不利于长远发展。为了彻底解决上市公司与中国中铁的同业竞争问题，公司于 2017 年 1 月完成重大资产重组，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。2017 年 1 月 5 日完成置出资产和置入资产的过户手续，并更改公司名称为中铁高新工业股份有限公司，公司主营业务变更为以隧道掘进设备、道岔、钢结构、工程机械等高端装备为主的研发、制造业务。

此次资产置换转让作价约为 116.88 亿元，其中置出资产的转让价格为 72.28 亿元。双方资产作价的差额部分，将由中铁二局向中国中铁非公开发行股份进行购买。中铁二局以 11.62 元/股的价格，向中国中铁非公开发行 3.8 亿股，公司总股本由 14.59 亿股变成 18.43 亿股。此外，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。

表 1: 中铁工业置入和置出资产

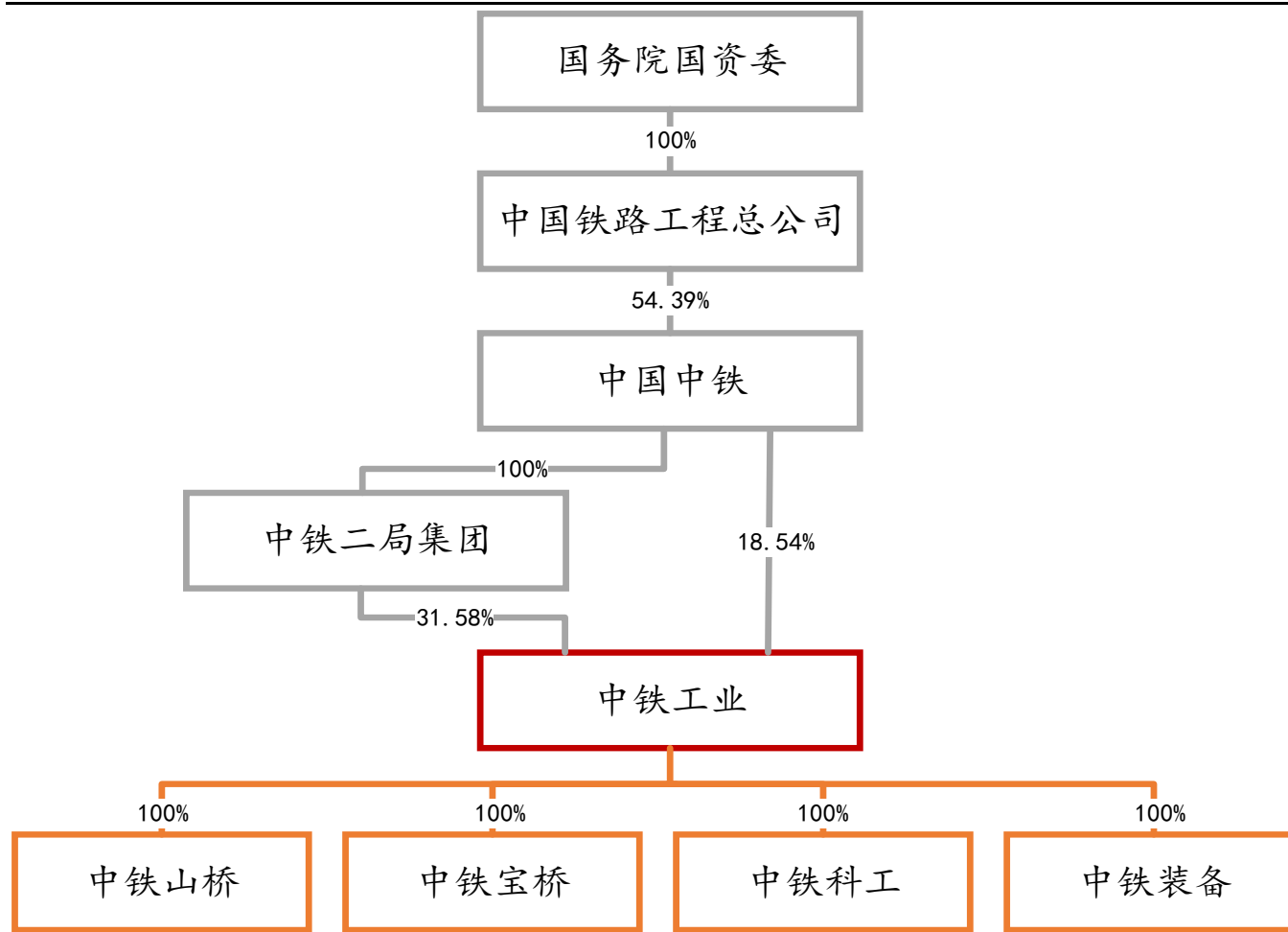
置入资产	评估价值 (亿元)	置出资产	评估价值 (亿元)
中铁山桥 100% 股权	40.04		
中铁宝桥 100% 股权	38.51	中铁二局持有的二局有限 100% 股权	72.28
中铁科工 100% 股权	8.92		
中铁装备 100% 股权	29.41		
合计	116.88	合计	72.28
发行股份购买资产			
发行价格 (元)	置入置出资产差额 (亿元)	发行股份 (亿股)	锁定期
11.62	44.60	3.84	36 个月
发行股份募集配套资金			
发行价格 (元)	募集资金 (亿元)	发行股份 (亿股)	锁定期
15.85	60	3.79	12 个月

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

间接控股股东中国中铁是国家实施“一带一路”战略及“高铁外交”战略的核心企业。本次重组的置入资产是中国中铁旗下承担轨道交通装备等高端装备制造业务的核心资产，代表着中国中铁工业制造业务的领先水平。本次重组后，中国中铁工业

制造板块成为独立的上市公司，品牌效应进一步增强，为公司广泛参与“一带一路”基础设施建设、大力拓展国际市场、积极参与全球制造产业再分工创造了契机，有利于公司实现“中铁制造”走出去的战略目标。2017年前三季度，中国中铁实现收入 4722.89 亿元，归母净利润为 110.36 亿元。

图 1: 截至 2017 年第三季度末公司股权结构



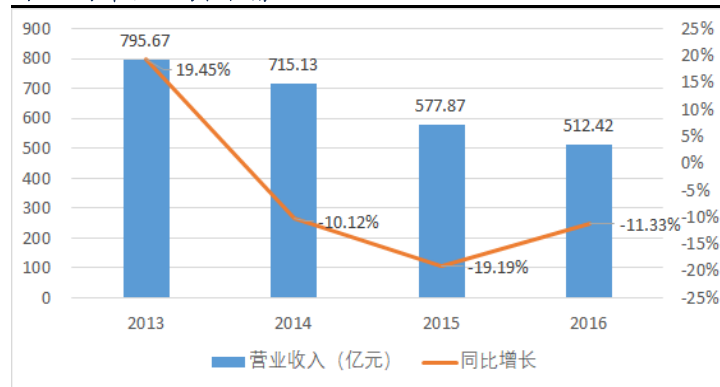
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

置入资产处于行业领先地位，业绩增长构成较大利好

原中铁二局业绩低迷，注入资产盈利能力强于原主营业务。根据中铁工业 2016 年年报显示，公司实现营业收入 512.42 亿元，

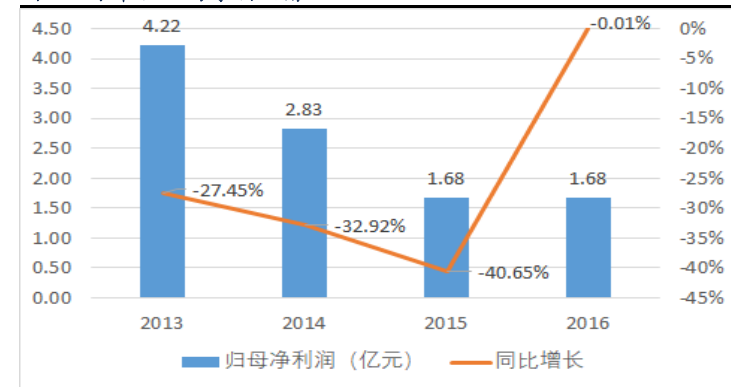
同比减少 11.33%；实现归母净利润 1.68 亿元，同比减少 0.01%，业绩下降趋势渐显。而注入的中铁山桥、中铁宝桥、中铁科工及中铁装备四家公司的净利润总额高于原有业务利润总额。资产置换后，资产负债率由 88.59% 降至 64.45%，每股收益由 0.12 元增至 0.41 元，业绩增长对公司构成较大利好。

图 2：原中铁二局营收情况



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：原中铁二局净利润情况



资料来源：万得，信达证券研发中心

表 2：中铁工业置出和置入资产财务指标情况

项目	置出资产			置入资产		
	2016H1	2015	2014	2016H1	2015	2014
基本每股收益 (元/股)	0.05	0.12	0.19	0.30	0.41	0.35
每股净资产 (元/股)	4.22	4.22	4.17	4.29	4.03	3.78
摊薄净资产收益率	1.24%	2.72%	4.65%	6.99%	10.11%	9.28%
资产负债率	88.51%	88.59%	88.33%	63.43%	64.45%	65.60%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

中国中铁对公司的未来业绩进行承诺，CAGR15.71%。中国中铁已对中铁高新工业下属中铁山桥、中铁宝桥、中铁装备和中铁科工的未来业绩进行承诺。2017-2019 年，中铁山桥承诺的业绩分别为 3.99、4.96、5.83 亿元，CAGR 为 20.88%；中铁宝桥承诺的业绩为 3.26、3.56、3.88 亿元，CAGR9.10%；中铁科工承诺的业绩分别为 0.73、0.85、0.97 亿元，CAGR15.27%；中铁装备承诺的业绩为 3.26、3.97、4.37 亿元，CAGR15.78%；四大资产 2017-2019 年承诺的业绩分别为 11.24、13.34、15.05 亿元，CAGR15.71%。若中铁山桥、中铁宝桥及中铁科工实际合并净利润数低于合并净利润承诺数，中国中铁将相应承担补偿责任。

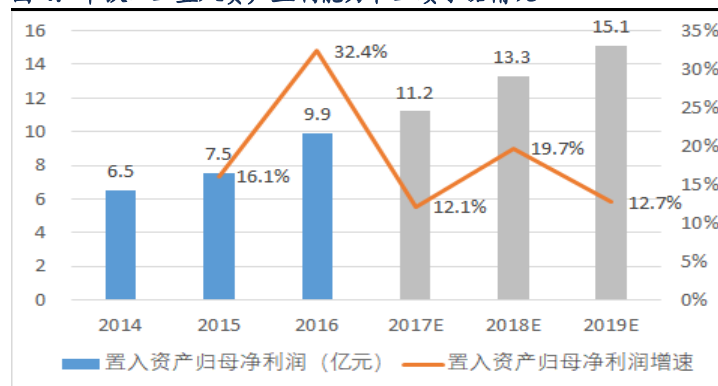
表 3：中国中铁对公司的业绩承诺 (亿元)

置入资产	主营业务	2015 年收入	2015 年净利润	承诺净利润数
------	------	----------	-----------	--------

				2017	2018	2019	合计
中铁山桥	桥梁钢结构和铁路道岔系列产品	43.30	2.59	3.99	4.96	5.83	14.78
中铁宝桥	桥梁钢结构、铁路道岔及配件、城市轨道交通设备等产品	41.06	2.31	3.26	3.56	3.88	10.70
中铁科工	研发、销售铁路施工设备	25.05	0.32	0.73	0.85	0.97	2.55
中铁装备	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	16.06	2.31	3.26	3.97	4.37	11.60
合计	-	125.47	7.53	11.24	13.34	15.05	39.63

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 4：中铁工业置入资产盈利能力和业绩承诺情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

募集配套资金投资高端制造，盈利能力和持续经营能力增强

募集配套资金有利于提高资产置换后整合绩效以及置换后上市公司的盈利能力和持续经营能力。根据 2017 年 3 月 29 日中铁工业公司公告，中铁工业完成重大资产置换并募集配套资金，并向 8 名符合条件的特定对象非公开发行股份募集配套资金共 60 亿元，拟用于满足募集资金投资项目需求、补充流动资金及支付本次重组相关税费等。扣除承销费用后，实际收到非公开发行股票募集资金人民币 59.1 亿元。其中，公司拟将不超过 41.10 亿元用于相关投资项目，包括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。

表 4：募集配套资金拟投资项目

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，信达证券研发中心

高管集体增持彰显信心，重大合同签订夯实业绩

公司高管集体增持股份，彰显对公司未来发展的信心。 中铁工业 2017 年 12 月 20 日发布的公告称，董事长易铁军、董事、总经理李建斌，副董事长黄振宇，监事会主席刘恩国等 9 名董事、监事、高管于 2017 年 12 月 19 日通过上海证券交易所交易系统二级市场增持公司 A 股股份合计 21.47 万股，此次增持基于管理层对公司未来发展前景的信心和对公司价值的认同。

新签订单维持业绩高速增长，2017 年公司累计新签合同同比增长 23.7%。 根据中铁工业 2018 年 1 月 10 日发布的重大合同签约公告，近期公司签约了一系列重大合同，金额合计人民币 13.10 亿元，约占本公司重大资产置换置入资产 2016 年度备考合并口径营业收入的 9.6%。其中，隧道施工设备业务合同金额 2.28 亿元，道岔业务合同金额 4.94 亿元，钢结构制造与安装业务合同金额 3.05 亿元。海外重大合同金额 2.83 亿元，其中和德国签订莱茵河大桥主桥钢箱梁制造合同金额为 2.08 亿元，和瑞典签订的斯鲁森桥项目钢结构制造合同金额为 0.75 亿元。2017 年度，公司累计新签合同额 250.4 亿元，较 2016 年同期置入资产可比口径增长 23.7%。

表 5：中铁工业近期签约重大合同

业务	合同金额（万元）	占比
隧道施工设备业务	22,812	17.41%
道岔业务	49,417	37.72%
钢结构制造与安装业务	30,490	23.27%
海外重大合同	28,288	21.59%
合计	131,007	100.00%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

中铁山桥：桥梁钢结构和铁路道岔行业领先

中铁山桥是集设计、制造、施工与服务一体化的综合型现代大型企业集团。 中铁山桥集团有限公司（原山海关桥梁厂），始建于 1894 年，迄今有 123 年的历史，是中国钢梁钢结构、铁路道岔、地铁道岔、有轨电车道岔、大型工程机械制造规模最大的企业之一。中铁山桥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，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。目前中铁山桥两大主业——桥梁钢结构和铁路道岔系列产品处于行业领先地位。

中铁山桥核心产品钢结构、高速道岔技术领先，在国内处于第一梯队。 中铁山桥已累计制造包括 33 座长江大桥、18 座黄河大桥以及 12 座跨海大桥在内的各种类型桥梁 3100 余座，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。同时，中铁山桥具有高致密度高锰钢辙叉、高锰钢辙叉与钢轨焊接、锰钢铸件硬化、钢轨热锻及精密加工等核心技术，拥有目前世界上用于锰钢铸件硬化最先进的技术和工艺，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。中铁山桥所生产的高速道岔系列产品、重载道岔系列产品大量应用于我国铁路客运、货运专线，为中国铁路提速改造做出了重大贡献。

图 5：中铁山桥钢结构产品举例



资料来源：中铁山桥官网，信达证券研发中心

图 6：中铁山桥铁路道岔产品举例



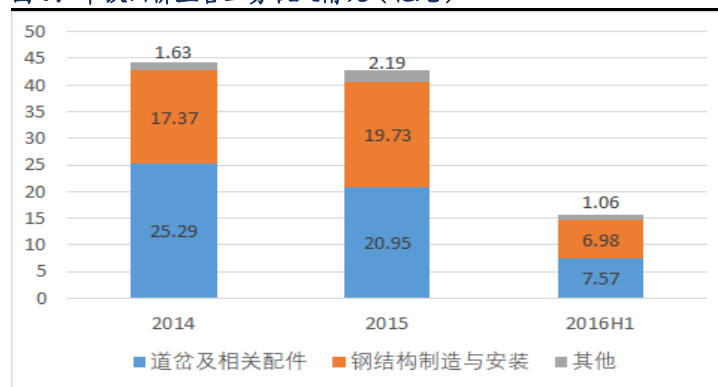
资料来源：中铁山桥官网，信达证券研发中心

中铁山桥盈利能力良好，主营业务收入主要来自于道岔及相关配件和钢结构制造与安装。 2014 年、2015 年及 2016 年 1-6 月，中铁山桥营业收入分别为 45.84 亿元、43.30 亿元和 15.79 亿元；同期归属于母公司所有者的净利润分别为 2.64 亿元、2.60 亿元和 1.46 亿元。2014 年主营业务收入为 44.29 亿元，道岔及相关配件实现收入 25.29 亿元，占比为 57.10%；钢结构制造与安装实现收入 17.37 亿元，占比为 39.21%；2015 年主营业务收入为 42.87 亿元，道岔及相关配件实现收入 20.95 亿元，占比 48.87%，钢结构制造与安装实现收入 16.15 亿元，占比为 39.50%；2016 年 1-6 月主营业务收入为 15.61 亿元，道岔及相关配件实现收入 7.57 亿元，占当期营业收入的 48.52%，钢结构制造与安装实现收入 6.98 亿元，占比为 44.69%。2015 年的主营业务收入有所下降，主要是由于道岔及相关配件业务收入下降所致。2015 年道岔及相关配件收入较 2014 年

降低 4.34 亿元，主要是由于 2015 年是“十二五”规划最后一年，许多铁路工程处于收尾阶段，对道岔需求量下降导致销售下降。

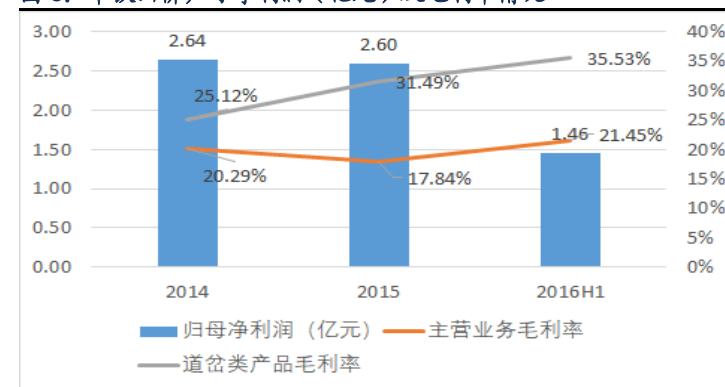
中铁山桥的高速道岔和提速道岔业务提升了综合毛利率。从毛利构成看，中铁山桥道岔及相关配件占公司总毛利约 70%-80%，2014 年、2015 年和 2016 年 1 月-6 月中铁山桥的综合毛利率分别为 20.29%、17.84% 和 21.45%。其中，中铁山桥道岔类制造业务的毛利率不断上升，分别为 25.12%、31.49% 和 35.53%，主要是由于道岔销售构成中，毛利率较高的高速道岔、提速道岔的销售比例不断提高，提升了整体收入毛利率所致。

图 7: 中铁山桥主营业务收入情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 8: 中铁山桥归母净利润 (亿元) 及毛利率情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

中铁宝桥: 我国重要的桥梁钢结构及铁路道岔研发生产企业

中铁宝桥是我国重要的桥梁钢结构及铁路道岔研发及生产企业。中铁宝桥集团有限公司成立于 2001 年 5 月，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，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”。

中铁宝桥主营业务为铁路道岔及配件制造与销售、桥梁钢结构、建筑钢结构产品的制造与安装。中铁宝桥的铁路道岔业务主要为道岔、辙叉及配件的研发、制造、安装铺设、销售、服务和技术咨询；铁路道岔及配件业务的核心产品为时速 200 公里道岔、高速（时速 250 公里、时速 350 公里）铁路道岔和重载（轴重 27 吨、30 吨）铁路道岔。中铁宝桥钢结构业务主要为桥梁钢结构、建筑钢结构的制造、运输、安装、检测、维护及技术咨询等；建筑钢结构产品主要包括超高层建筑、锅炉钢构架、石油钻井平台、轻型网架结构、大型展馆、船舶配套系统、桥梁维护设施等。

图 9：中铁宝桥钢结构产品举例

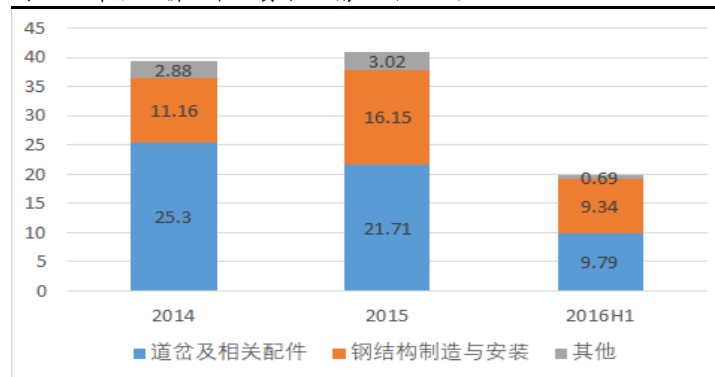

资料来源：中铁宝桥官网，信达证券研发中心

图 10：中铁宝桥时速 350 公里高速道岔项目

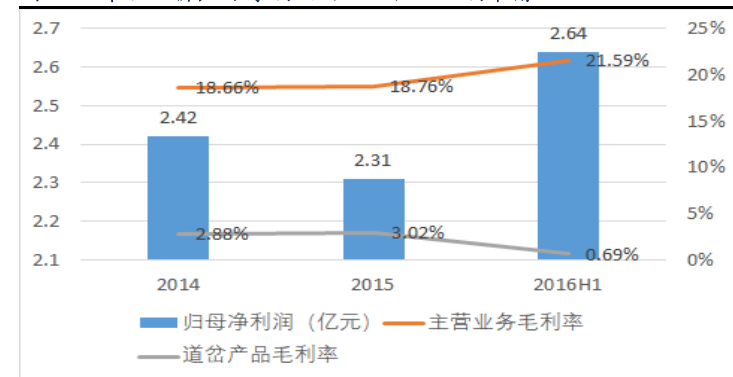

资料来源：中铁宝桥官网，信达证券研发中心

中铁宝桥营业收入稳中有升，盈利能力良好。2014 年、2015 年和 2016 年 1-6 月，中铁宝桥的营业收入分别为 39.42 亿元、41.06 亿元和 19.86 亿元。按产品的行业分类，中铁宝桥将主营业务收入分为道岔及相关配件、钢结构制造与安装及其他三类，主营业务收入主要来自于道岔及相关配件、钢结构制造与安装两类业务，两类业务营业收入之和占主营业务收入比重超过 90%，其他主要为城轨交通设备销售、大型起重机械制造与安装与房地产业务收入等。2014 年至 2016 年 1-6 月，公司归母净利润分别为 2.42 亿元、2.31 亿元、2.64 亿元。2016 年 1-6 月归属于净利润增加主要是由于当期完成转让其持有的中铁二局 1.93% 股权导致投资收益增加所致。中铁宝桥最近两年营业收入、利润总额及归属于母公司所有者净利润波动不大，盈利能力良好。

中铁宝桥毛利率受道岔产品影响较大，近年来呈上升趋势。从毛利构成看，中铁宝桥道岔产品占比最高，近年来对主营业务毛利率贡献率超过 64%。2014 年、2015 年和 2016 年 1-6 月中铁宝桥的主营业务毛利率分别为 18.63%、18.73% 和 21.59%。道岔及相关配件业务的毛利率较高且稳定在 20% 以上，钢结构制造与安装业务毛利率为 12% 至 15%。中铁宝桥的道岔产品具有定制化特点，单项产品售价自 10 万元至 400 万元不等，每年度产品销售结构对毛利影响较大。

图 11: 中铁宝桥主营业务收入情况 (亿元)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 12: 中铁宝桥归母净利润 (亿元) 及毛利率情况


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

中铁科工: 聚焦铁路施工设备的研发型企业

中铁科工是聚焦铁路施工设备的研发型企业。 中铁科工集团有限公司成立于 1994 年 1 月 14 日, 前身为中铁工程机械研究设计院。中铁科工在工程机械研究设计与制造领域, 特别是铁路施工装备研发与制造领域, 一直享有盛誉。中铁科工研发的“铁路施工专用特种设备”几乎覆盖了全国铁路运营线路和所有的施工单位, 研发的传统铁路铺轨机、架桥机曾在京九铁路、铁路大提速、青藏铁路等重点工程中发挥了重大作用, 完成了全国传统和提速铁路 70% 以上铁路轨道和桥梁的施工。目前中铁科工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 13: 中铁科工产品箱梁架桥机

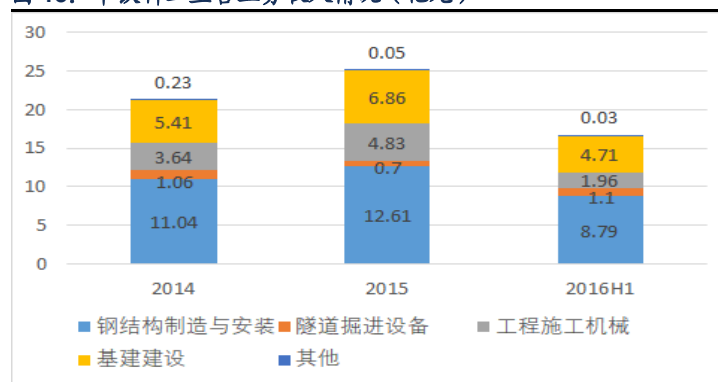

资料来源: 中铁科工官网, 信达证券研发中心

图 14: 中铁科工产品机械式正铲挖掘机


资料来源: 中铁科工官网, 信达证券研发中心

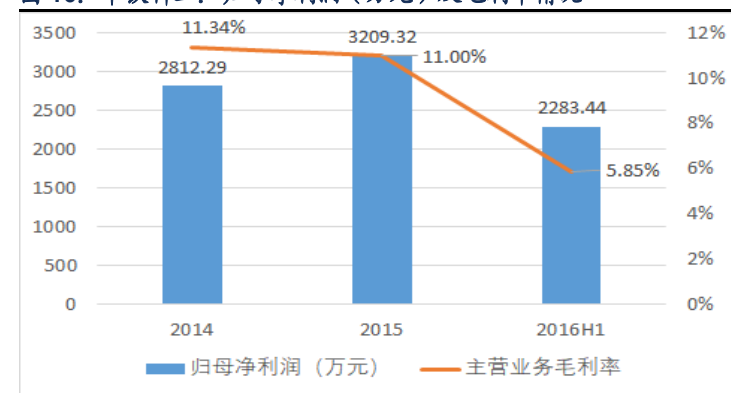
中铁科工的工程设备和零部件制造业务贡献稳定营业收入。2014年至2016年1-6月，中铁科工的营业收入分别为21.45亿元、25.21亿元及16.70亿元。从收入构成来看，中铁科工的工程设备和零部件制造业务收入占营业收入的比例分别为73.63%、72.42%和71.40%，其中主要为钢结构制造与安装收入和工程施工机械销售收入。2014年至2016年1-6月，中铁科工的基建建设业务收入占营业收入的比例分别为25.29%、27.38%、28.42%，根据资产置换完成后上市公司的发展规划，在现有合同履行完毕后，中铁科工将不再从事基建建设业务。同期中铁科工的归母净利润为2812.29万元、3209.32万元和2283.44万元。主要由于中铁科工主营业务与国家铁路建设密切相关，2014年、2015年受国内外高铁建设增速有所回升的影响，中铁科工2014年、2015年营业收入及归母净利润持续上升。

图 15: 中铁科工主营业务收入情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 16: 中铁科工: 归母净利润 (万元) 及毛利率情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

中铁装备: 国内掘进机研发制造的开拓者和领军者

中铁装备是国内掘进机研发制造的开拓者和领军者，目前，中铁装备为国内市场份额最高、全球第二的掘进机制造商。中铁工程装备集团有限公司原名为中铁隧道装备制造有限公司，成立于2009年12月22日。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，主营业务为盾构及系列隧道设备的设计、研发、制造、组装调试、维修改造、租赁、技术咨询服务、整机及配件销售、制造等。中铁装备始终坚持走“盾构产业化，一主多元化”的发展道路，以隧道及地下工程装备产业一体化发展为核心优势，构建了隧道掘进机、隧道机械化施工成套设备、钢结构三大产品系列，并不断延伸产业链条，在发展装备制造的同时，为全社会提供地下空间综合开发解决方案。公司在全国布局了多个生产基地，盾构年产能230台以上，产品的市场占有率连续五年保持国内第一。

图 17: 中铁装备盾构机产品复合盾构机



资料来源: 中铁装备官网, 信达证券研发中心

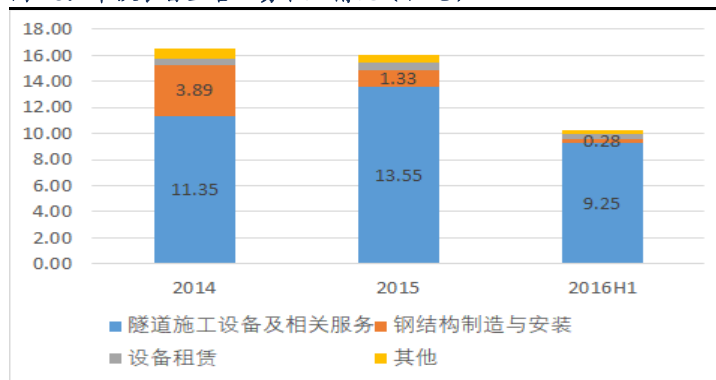
图 18: 中铁装备盾构机产品硬岩盾构机



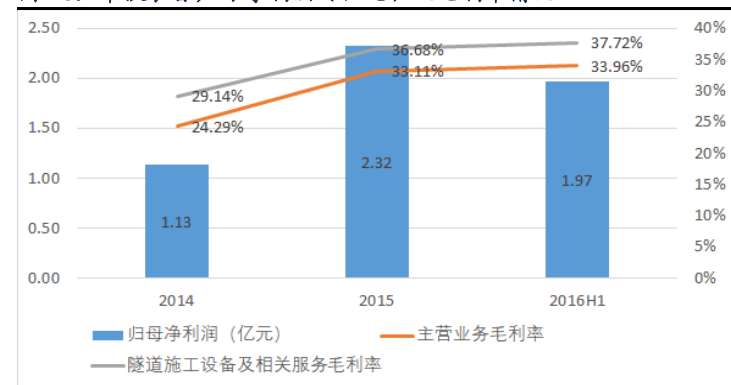
资料来源: 中铁装备官网, 信达证券研发中心

中铁装备核心业务为隧道施工设备及相关服务, 归母净利润爆发增长。2014 年至 2016 年 1-6 月, 中铁装备的营业收入分别为 16.54 亿元、16.06 亿元和 10.30 亿元。中铁装备的主营业务分为四类: 隧道施工设备及相关服务, 钢结构制造与安装, 设备租赁和其他类别。其中隧道施工设备及相关服务为核心业务, 营业收入不断上升。2016 年 1-6 月, 隧道施工设备及相关服务营业收入占主营业务收入的 90.24%。2014 年至 2016 年 1-6 月公司的归母净利润分别为 1.13 亿元、2.32 亿元和 1.97 亿元。2015 年净利润水平的显著提升主要由于产品结构调整、高毛利产品销售拓展带来的整体毛利水平提升。

中铁装备积极调整产业结构, 综合毛利率逐年提升。2014 年、2015 年和 2016 年 1-6 月中铁装备的综合毛利率分别为 24.29%、33.11%与 33.96%, 毛利率逐年提升, 主要是由于中铁装备的主要产品隧道施工设备报告期内毛利水平取得了较大改善。公司盾构机业务毛利率水平提升明显, 面对土压平衡盾构市场日益激烈的情况, 公司积极调整产品结构, 开拓了矩形盾构、泥水盾构与 TBM 等境内市场竞争力强、毛利率较高的相关业务; 同时, 销售的盾构产品的采购元器件更多地使用了日本及国产供应商, 成本较以往使用的德国供应商相比有所下降。

图 19: 中铁装备主营业务收入情况 (亿元)


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

图 20: 中铁装备归母净利润 (亿元) 及毛利率情况


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

作为盾构机龙头, 公司将深度受益于我国城轨地铁以及地下管廊的高速发展。公司盾构机市场份额已达 35-40%, 是国内研发制造盾构机的龙头企业。公司在全国布局了多个生产基地, 盾构年产能 230 台以上, 产品的市场占有率连续五年保持国内第一。目前, 中铁装备为国内市场份额最高、全球第二的掘进机制造商。随着城轨地铁以及地下管廊的高速发展, 公司盾构机有望实现持续高增长。

地铁、地下管廊高速发展, 盾构需求进入高峰期

盾构机: 工程机械之王, 迎来重大发展机遇

隧道掘进机是用于交通隧道、市政隧道、水工隧洞等地下工程施工的大型机械化施工设备。一般可以分为软土隧道掘进机, 俗称盾构机, 全名叫盾构隧道掘进机; 和硬岩隧道掘进机, 即全断面隧道掘进机或硬岩盾构 (TBM)。其中, 盾构机一般用于以土为围岩的隧道施工, 中大型盾构机主要适用于地铁等软岩隧道的施工, 小型盾构机主要用于市政水利隧道, 硬岩掘进机一般用于以岩石围岩的隧道工程施工, 主要适用于铁路山岭等硬岩隧道的掘进。

现代盾构掘进机集光、机、电、液、传感、信息技术于一体, 具有开挖切削土体、输送土碴、拼装隧道衬砌、测量导向纠偏等功能, 涉及地质、土木、机械、力学、电气等多门学科技术, 盾构掘进机已广泛用于地铁、铁路、公路、水电等隧道工程。由于采用隧道掘进机施工具有掘进速度快、隧道成型好、围岩扰动小、机械化程度高以及对周边环境影响小等优点, 因此成为隧道施工的主要方式, 广泛应用于世界各国的交通、城建、水利、能源等行业的地下工程建设。在发达国家, 使用隧道掘进机施工已占隧道总量的 90% 以上。

盾构机市场集中度高, 发展中国家用不起, 发达国家城市轨道交通建设基本结束导致需求低迷。盾构机主要生产厂商集中在日本

三菱重工、川崎重工、小松制作所、德国维尔特、德国海瑞克、加拿大罗法特、美国罗宾斯等。我国盾构技术 2004 年以前基本上依赖进口，2005 年后进入合资合作阶段，目前国内有近 30 家以上企业进入掘进机行业，形成两个阵营，一类是国内隧道施工企业外延扩展成立的装备公司或合资公司，典型代表是中铁隧道和上海隧道，具有稳定客户资源并熟悉工程建设，并具有自主知识产权。另一类是专业装备制造企业或与外资的合资公司，以北方工业等传统机械制造企业为代表，主要利用外资技术进行关联业务拓展。

国内通过引进技术打破国外垄断，国产化率逐步提升。 国家科技部于 2001 年将 6.3m 复合式盾构机研制列入“863”计划自动化领域机器人技术主题，拉开了我国盾构产业化的序幕。2011 年，国产盾构机已占当年新增盾构机的 60%。2015 年可占国内新增市场的 80%以上。德日产品在中国市场售价降低四分之一以上，订单继续剧减。

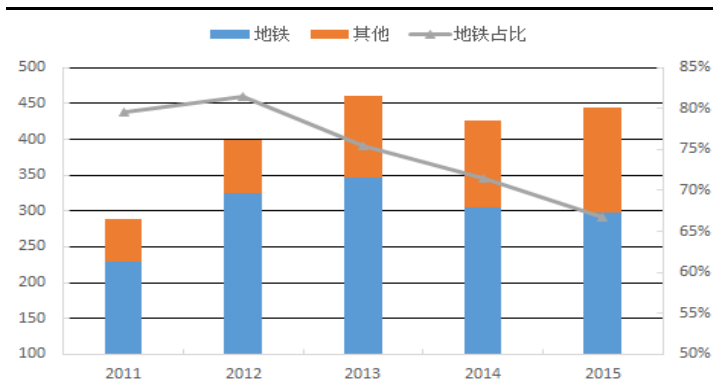
表 6: 近年来各大企业积极参与发展盾构机

时间	事件
2011 年 12 月 18 日	工程机械巨头徐工集团与江苏凯宫重工已经签订投资合作协议，进军隧道机械高端装备制造领域，双方合作生产盾构机等各类大型隧道机械设备。
2013 年 3 月	徐工凯宫重工首批盾构机在南京下线，并在 6 月份就有 116 台盾构机投入南京地铁建设。
2011 年 12 月 23 日	三一重工与北京市轨道交通建设管理有限公司、北京市政路桥控股、中铁五局、中建市政启动盾构机战略合作仪式。三一重工与北京市轨道交通建设两家企业联合研发的国内首台敞胸式盾构机。
2013 年 11 月 20 日	三一重工与北京市轨道交通建设合作产品正式下线。
2014 年 3 月 12 日	在北京地铁 6 号线正式开始灌注。这台盾构机所使用的零部件几乎全部实现了国产化，最核心的泵使用的是三一旗下普茨迈斯特公司的拳头产品
2012 年 9 月 8 日	厦工机械股份有限公司“牵手”中铁隧道装备制造有限公司，进入盾构加工制造领域。

资料来源：信达证券研发中心整理

盾构机下游工程以地铁工程为主，占比达到 80%左右。 盾构机具有快速、优质、安全、经济、有利于环境保护和劳动力保护等优点，对我国的现代化建设有很重要的意义。下游工程项目包含地铁、铁路隧道、公路隧道、市政水利、海底隧道、油气管道等等。其中，最主要的应用领域是地铁工程，占比 80%左右。

图 21: 地铁是城轨新增里程的最主要部分（公里）

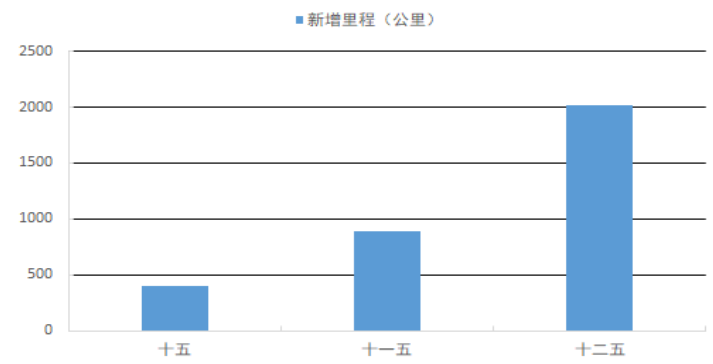


资料来源: 中国城市轨道交通协会, 信达证券研发中心

城市轨道快速发展, 地铁工程带动盾构机需求

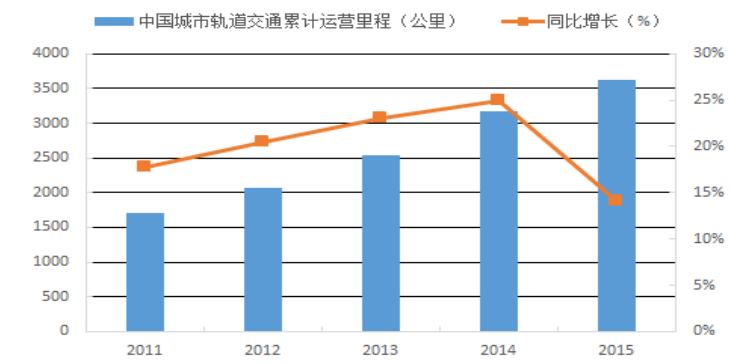
“十二五”期间城市轨道交通新增里程 2019 公里, 同比增长 128%; 累计运营里程达 3618 公里, 同比增长 14%。 根据中国城市轨道交通协会历年统计数据, 十五、十一五、十二五期间中国城市轨道交通运营里程分别新增 399、885 和 2019 公里, 十一五、十二五新增运营里程增速分别为 122%和 128%。2013 年 7 月国务院总理李克强主持召开国务院常务会议, 明确部署加强城市基础设施建设, 并将加强地铁等大容量交通系统建设列为国家重大项目建设, 优先安排发展基金。根据现有城市地铁建设规划的整理, “十二五”中国新增地铁里程 2019 公里, 主要集中在环渤海、长三角、珠三角等经济发达区域, 其中北京、上海、广州、深圳、南京等城市增量相对较大。

图 22: 过去三个五年新增城市轨道交通运营里程



资料来源: 中国城市轨道交通协会, 信达证券研发中心

图 23: 2011-2015 年中国城市轨道交通累计运营里程及增速



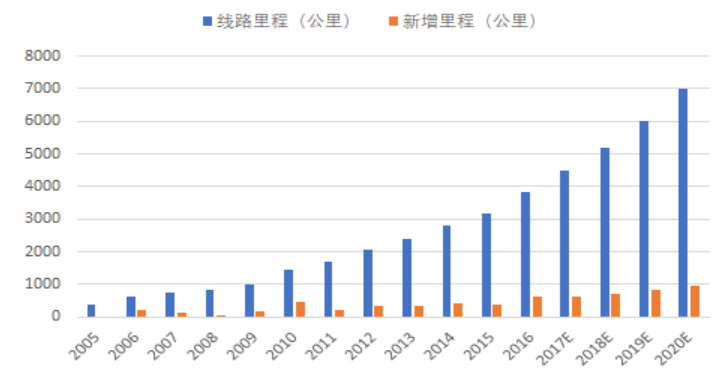
资料来源: 中国城市轨道交通协会, 信达证券研发中心

预计“十三五”期间城市轨道交通新增通车里程达到 4000 公里。 根据中国城市轨道交通协会统计, 截止 2016 年末, 中国大

陆地区共 30 个城市开通城市轨交运营，共 133 条线路，总长度达 4152.8 公里。其中地铁 3168.7 公里，占比 76.3%；其他制式城轨交通运营线路长度 984.1 公里，占 23.7%。2016 年，中国大陆地区城轨交通完成投资 3847 亿元，在建线路总长 5636.5 公里，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。

2017 年上半年，我国开通城轨交通运营线路的城市增加至 31 个，累计运营里程 4400 公里；全国在建城轨交通的城市增至 53 个，在建线路总规模 5770 公里。从我国国家和地方城市轨道交通规划来看，2016 年城轨新增里程 535 公里，预计 2017 年可达到 1000 公里，同比增长 87%。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。根据智研咨询的报告预计，“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 16%；城市轨道交通总里程将接近 7000 公里，2017-2020 年国内新增城市轨交里程将超过 3157 公里。

图 24：“十三五”城市轨道交通新增里程有望超预期达 4000 公里



资料来源：中国城市轨道交通协会，信达证券研发中心

地铁市场未来三到五年维持快速增长，地铁盾构领域近三年都是高峰期。根据中国城市轨道交通协会统计，平均有 75% 左右的运营线路为地铁，以现有规划来看，地铁行业作为盾构机下游占比不会出现大幅下滑，份额将保持在稳定水平。同时，未来新增需求有一部分来自于盾构直径的变化，盾构机市场整体未来呈现稳步上行状态。根据广东土木与建筑研究，2013 年 2 月第二期显示，盾构机的平均寿命为 10 公里左右，地铁盾构市场未来保有量在 3000 台左右，目前国内保有量 1300-1500 台。

政策支持，地下城市管廊有望继地铁后成为盾构市场下一增长点

城市地下管廊是城市化的必经之路。为满足我国城市化建设的发展需求，使城市地下的空间资源以充分利用，城市地下各种类的市政管网设施将逐渐转变为集中化、统一化的城市地下管道综合走廊。城市地下管道综合走廊又称综合管廊，即在城市

道路、厂区等地下建造一个隧道空间，将电力、通讯、燃气、供热、给排水等两种及两种以上的市政公用管线铺设在同一个构筑物内。国际方面，城市地下综合管廊已成为市政公用管线铺设的主流趋势和必要发展方向。巴黎、伦敦、东京等城市具有百年左右的地下管廊发展历史，目前巴黎已经建成总长度 100 公里地下管网，东京建成总长度 126 公里，主城区在建地下管廊 162 公里，日本是全球规模最大、技术最成熟的国家。

我国地下管廊建设正在追赶国际发达城市。从 2013 年开始，国家大力推进城市地下综合管廊的建设。2014 年 6 月，国务院办公厅下发了《关于加强城市地下管线建设管理的指导意见》，其中对推进城市地下综合管廊建设提出了指导性意见，据初步统计，2015 年全国共有 69 个城市启动地下综合管廊建设项目，总长度约 1000km，总投资约 880 亿元。同时于 2015、2016 年将 25 个城市作为综合管廊建设试点城市，并给予相关政策及资金支持。2016 年国务院总理李克强作政府工作报告，提出加强城市规划建设管理，2016 年开工建设城市地下综合管廊 2000 公里以上。截止 2016 年末，全国 147 个城市 28 个县已累计开工建设城市地下综合管廊 2005 公里。根据《全国城市市政基础设施建设“十三五规划”》重点工程计划中明确指出，“十三五”期间建设干线、支线地下管廊 8000 公里以上；全国已有 31 个省或直辖市公布了城市地下综合管廊的建设规划，合计拟建设城市地下综合管廊 12000 公里以上，远超基建十三五规划。我们测算 2017、2018、2019、2020 年，城市地下综合管廊开工里程数分别为 2406、2887、3465、4158 公里，在盾构机使用渗透率分别为 17%、20%、23%、25%，盾构机平均使用寿命为 8 公里情况下，**预计每年城市地下综合管廊盾构机需求分别为 51 台、72 台、100 台、130 台。**

表 7: 地下综合管廊建设盾构机市场需求预测

	线路里程 (公里)	盾构机渗透率	盾构机需求里程 (公里)	盾构机需求
2016	2005			
2017E	2406	17%	409.02	51
2018E	2887	20%	577.44	72
2019E	3465	23%	796.8672	100
2020E	4158	25%	1039.392	130
合计	14920	19%	2823	353

资料来源: 信达证券研发中心整理

“一带一路”战略持续推进，公司海外业务有望持续扩张

政策驱动金融助力，“一带一路”进入战略新高度。2013 年 9 月，习总书记出访中亚国家期间首次提出共建“丝绸之路经济带”，同年 10 月提出共建 21 世纪“海上丝绸之路”的战略构想，自此“一带一路”重大倡议正式形成。一带一路主要发展目标是围绕区域经济合作主线，贯穿欧亚大陆，东连亚太经济圈，西接欧洲经济圈。目前已有 100 多个国家和国际组织参与到“一带一路”建设中，我国同 30 多个沿线国家签署了共建合作协议、同 20 多个国家开展了国际产能合作。自“一带一路”构想提出，我国从国内政策到金融支持进行全面推动，2017 年“十九大”推进“一带一路”建设写入党章，更体现了“一带一路”进入战略新高度。根据普华永道 2016 年研究报告，2016 年“一带一路”沿线 66 个国家的核心基建项目及交易总

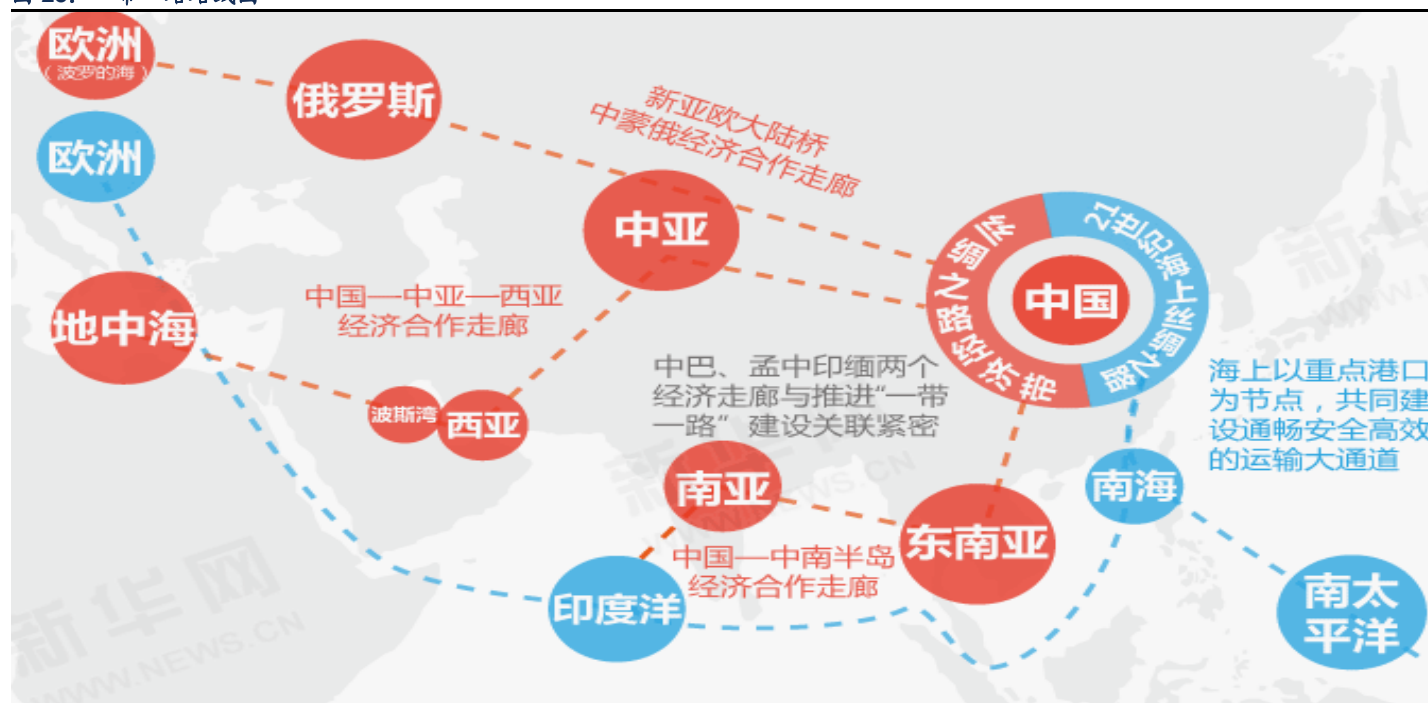
额超过 4930 亿美元，涉及公用事业、交通、电信、社会、建设、能源和环境等七大行业。其中，中国占投资总金额的三分之一。

表 8: “一带一路”重大事件

时间	“一带一路”重大事件
2013 年 9-10 月	习近平总书记在出访中亚和东南亚时提出“一带一路”概念
2014 年 12 月	习近平总书记在 APEC 工商领导人峰会提出建立丝路基金，以建设融资平台，打破亚洲互联互通瓶颈
2015 年 3 月	发展委、外交部、商务部联合发布《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，“一带一路”具体方案正式出炉
2015 年 11 月	中央全面深化改革领导小组提出，推进“一带一路”战略与沿线国家战略衔接
2015 年 12 月	成立亚洲基础设施投资银行，重点支持基础设施建设
2016 年 3 月	“一带一路”列入“十三五”规划，指出稳步推进“一带一路”建设合作是中国“十三五”规划的重要内容
2017 年 5 月	召开“一带一路”国际合作高峰论坛
2017 年 10 月	十九大通过了《中国共产党章程（修正案）》的决议，推进“一带一路”建设写入党章

资料来源：新闻整理，信达证券研发中心

图 25: 一带一路路线图



资料来源：新华网

“一带一路”战略持续推进，六大经济走廊建设激发轨道交通基建项目需求。“一带一路”沿线经过 60 多个国家，其中以发展中国家为主。沿线发展中国家人口基数大，总人口约 44 亿，占世界总人口的 63%，但经济规模仅为 21 万亿美元，仅占世界经济规模的 29%。这些国家一方面经济疲弱、基建落后，另一方面富含人口、资源等福利，其发展在一定程度上受制于基础设施建设，因此“一带一路”将带来沿线国家的基础设施建设增加。“一带一路”沿线和辐射的国家及地区，整体铁路建设处于相对落后的状态，有足够大的需求空间；同时“一带一路”战略是以沿线国家基础设施的互联互通为优先，将加速中亚、中东、南非、东南亚等地区对高速轨道交通建设需求。“一带一路”提出六大经济走廊建设，其交通项目重点是推进中老泰、中蒙、中俄、中巴、中吉乌、中哈、中塔阿伊、中印、中越等互联互通交通基础设施建设，其中轨道交通建设是重点。轨道交通等基建项目有望率先成为突破口。

表 9：六大经济走廊建设

经济走廊	涉及国家	合作内容
中巴经济走廊	中国和巴基斯坦	修建新疆喀什市到巴方西南港口瓜达尔港的公路、铁油气管道及光缆覆盖“四位一体”通道及光缆覆盖“四位一体”通道的远景规划
孟中印缅经济走廊	孟加拉、中国、印度和缅甸	做好铁路、产业园区等重点领域务实合作，打造旗舰项目推动双边贸易平衡
新亚欧大陆桥	中国、俄罗斯等 30 多个国家	从江苏省连云港市到荷兰鹿特丹港的国际化铁路交通干线，国内由陇海铁路和兰新铁路组成
中蒙俄经济走廊	中国、俄罗斯、蒙古	交通基础设施发展及互联互通、口岸建设和海关、产能与投资合作、经贸合作、人文交流合作、生态环保合作、地方及边境地区合作共七大方面
中国-中南半岛经济走廊	越南、老挝、柬埔寨、泰国、缅甸、马来西亚等	共同规划建设全方位交通运输网络和产业合作项目、打造融资合作的新模式、促进经济社会可持续和协调发展
中国-中亚-西亚经济走廊	涉及中亚五国（哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦、乌兹别克斯坦、土库曼斯坦）、伊朗、土耳其等国	构建中阿“1+2+3”合作格局，即以能源合作为主轴，以基础设施建设、贸易和投资便利化为两翼，以核能、航天卫星、新能源三大高新领域为新的突破口，全面加强中国同阿拉伯国家之间的合作

资料来源：信达证券研发中心整理

中泰铁路开工，“泛亚铁路”构想轮廓初现。泰国交通部部长阿空·丁披他耶拜实 2017 年 12 月 19 日宣布，中泰铁路廊开府-罗勇府的一期工程，将 12 月 21 日正式开工。中泰铁路是“泛亚铁路”构想的重要部分，该线路北部连接中老铁路（2016 年 12 月开工，由中国中铁、中水电、中国电建承建），经过老挝到达中国云南省磨憨市，可直达昆明；而向南则通向马来西亚东部沿海铁路（2017 年 8 月开工，中国交建承建）、新加坡。考虑到 2018 年马来西亚-新加坡高铁或有望招标，若取得此标，中方有望成为“泛亚铁路”构建的最终推动者和执行者，这一创举也将成为“一带一路”倡议的重要篇章。“一带一路”倡议将逐步执行，中泰铁路开工意义重大。

我国盾构机出口数量有望持续增加。随着“一带一路”进入战略新高度，以及中泰铁路开工对“一带一路”轨道交通项目的示范作用，我们预计今后海外的盾构机需求将会加大。以东南亚、南亚、南美、非洲为主的掘进机市场潜力很大，逐步打入欧美澳等发达地区的可能性也很大。中铁装备盾构机的市场占有率约为 35%，是国内市占率最高的盾构机企业。中国企业每年出口到印度、美国等国家有每年 30 台左右，2015 年中铁装备隧道掘进机市场已经签订了 10 台订单，根据目前中铁装备

海外订单的增长情况，中铁工业盾构机出口数量有望实现快速发展。

受益“一带一路”发展战略，中铁装备积极“走出去”，海外业务持续扩张。 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，并成功进入欧洲。目前德国海瑞克是世界最大的盾构机研发制造企业，从产能角度中铁装备世界第二位。从竞争优势上看，国外的盾构机在欧洲垄断，价格偏高，中铁装备盾构机性价比比较高。在国内一台德国海瑞克产品稍小型至少要 6000 多万人民币，同样规格的产品，中铁装备售价为 4000 多万，中铁装备盾构产品性价比在全球市场具备较强竞争力。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已成功始发，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。2014 年，中铁装备与新加坡签署了一台泥水盾构的销售合同；2015 年，在国家“一带一路”、“走出去”等政策红利的带动下，公司加强了对海外市场的业务拓展，与多国签订了包括土压平衡盾构、顶管机、硬岩 TBM 等产品在内的销售合同，合同总金额接近 5 亿元。中铁装备 2014 年、2015 年及 2016 年 1-6 月的海外新签合同金额分别为 1.06 亿元、4.90 亿元与 6373.94 万元，2015 年度较 2014 年度增长 3.84 亿元，增幅 361.81%。

表 10: 中铁装备海外业务情况

项目	海外新签合同额 (万元)			海外销售收入 (万元)
	2016 年 1-6 月	2015 年	2014 年	2016 年 1-6 月
泥水盾构	-	-	10,600.00	10,600.00
土压平衡盾构	4,652.93	37,472.35	-	1,811.22
顶管机	-	2,710.00	-	-
硬岩 TBM	-	8,512.00	-	-
延长管线	-	258.00	-	-
TBM 再制造	1,811.01	-	-	258.00
合计	6,373.94	48,952.35	10,600.00	12,669.22

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

高速道岔、钢结构龙头，竞争优势明显

普通道岔竞争加剧，高速道岔是高铁核心技术之一

道岔是一种使机车车辆从一股道转入另一股道的线路连接设备，也是轨道的薄弱环节之一，通常在车站、编组站大量铺设。 道岔主要由三部分组成，心轨、翼轨、转辙器组。有了道岔，可以充分发挥线路的通过能力。即使是单线铁路，铺设道岔，修筑一段大于列车长度的叉线，就可以对开列车。道岔在铁路线路上起到重要作用。我国道岔工业从无到有，从小到大，其发展基本同步或略滞后于轨道的发展。自 2005 年至今的 10 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。

铁路道岔可以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。

普通道岔的技术含量较低，行业竞争加剧。越来越多的企业进入该领域，加上各铁路局对所属道岔企业资源进行整合使得普通道岔产能不断提高，使得普通道岔的市场份额不断的分化，竞争激烈，利润率降低。

高速道岔与动车组和列控并列为高速铁路三大核心技术，具有较大技术壁垒。高速道岔进入壁垒高的原因主要是：要求具有高速度（与区间等速运行）、高安全性（直向预留 10%、侧向预留 10km/h 速度安全余量）、高平稳性（与区间相同舒适性）、高可靠性（白天行车时不上道处理故障）、高精度（0.2~1.0mm 的制造与组装误差）与高平顺性（不超过 1mm 的几何偏差）。

图 26: 普通单开道岔



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 27: 中铁宝桥投资 10 亿的高速道岔项目



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

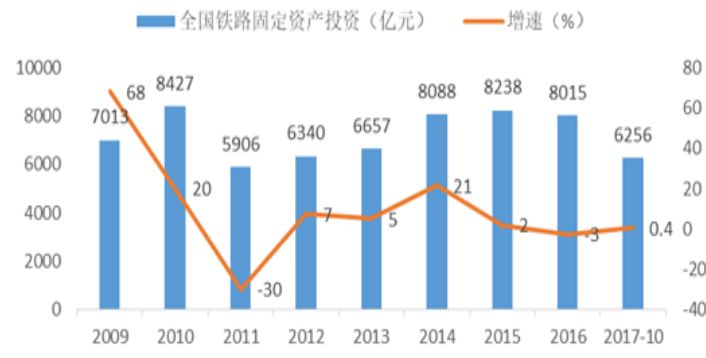
高速道岔有望随着高铁行业的发展，迎来新一轮的快速增长。长期以来，我国受到资金及技术条件的影响，铁路线路大多以单线运行为主，通过近年来的技术发展与交通需求的不断增长，单线铁路已经远远不能满足现代经济发展的需要，通过道岔施工，大大改善了单线铁路运行的不足。因此，随着铁路行业的发展，道岔将发挥的作用也将越来越重要，这意味着道岔业务将在未来的时期内迎来较快的发展。

铁路行业正处于高速发展阶段，带动高速道岔的稳定需求

未来 3 年铁路投资有望维持在每年 8000 亿元。2016 年，全国铁路行业固定资产投资完成 8015 亿元，投产新线 3281 公里，

新开工项目 46 个，新增投资规模 5500 亿元。到 2016 年底，全国铁路营业里程达 12.4 万公里，其中高速铁路 2.2 万公里以上，比上年增长 15.79%。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 1-10 月全国铁路固定资产投资为 6256 亿元，比上一年同期增长 0.4%。

图 28: 2017 年铁路投资有望实现 8000 亿元



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

2016 年 7 月，发改委印发了《中长期铁路网规划》(以下简称《规划》)。规划期为 2016-2025，远期展望到 2030 年。到 2020 年，一批重大标志性项目建成投产，铁路网规模达到 15 万公里，其中高速铁路 3 万公里，覆盖 80% 以上的大城市。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。展望到 2030 年，基本实现内外互联互通、区际多路畅通、省会高铁连通、地市快速通达、县域基本覆盖。

根据《规划》，我们预计未来几年中国铁路固定资产投资将维持在 8000 亿元以上。2017 至 2020 年，投产新线分别为 4300、5200、6500、7000 公里，高铁新投产分别为 1500、2000、2200、2400 公里。

表 11: 中国铁路投资预测表

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
固定资产投资 (亿元)	7,013	8,427	5,906	6,340	6,657	8,088	8,238	8,015	7800	8,000	8150	8,250
基本建设投资 (亿元)	6,006	7,075	4,611	5,185	5,328	6,623						
投产新线 (公里)	5,557	4,908	2,167	5,382	5,586	8,427	9,531	3,281	4,300	5,200	6,500	7000
高铁新投产 (公里)		1,554	1,421	2,723	1,672	5,491	3,306	1,903	1500	2,000	2200	2400
新开工项目数		97	15	22	49	66	61	46	55	60	65	65

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

铁路行业高投资为道岔打开市场空间

到 2016 年底，全国铁路营业里程达 12.4 万公里，其中高速铁路 2.2 万公里以上。根据《规划》，我们估算 2017-2020 年每年新增铁路公里数约 6000-7000 公里，其中高铁 1500-2000 公里。而且 2021 年至 2025 年全国每年铁路新增里程数可能会略微下降，平均每年 4000-6000 公里，其中高铁 1200-1600 公里。

铁路线路上，平均每公里就有 1.2~1.5 组道岔，而且道岔密度每年都在提升。普通道岔与高速道岔之间的价格相差很大，高速道岔平均每组价格在 200~250 万之间，普通道岔大约每组 30 万左右。我们预计 2017~2020 年道岔需求量为 1.08、1.03、0.90、0.93 万组，整体市场空间在 427 亿元左右。

表 12: 道岔市场空间预测表

项目	高铁				铁路（不含高铁）				道岔需求量（万组）	道岔市场空间（亿元）
	新增里程（公里）	道岔密度（组/公里）	新增道岔数量（万组）	道岔市场空间（亿元）	新增里程（公里）	道岔密度（组/公里）	新增道岔数量（万组）	道岔市场空间（亿元）		
2017E	3000	1.6	0.48	108	4000	1.5	0.6	18	1.08	126
2018E	2500	1.65	0.41	93	4000	1.55	0.62	19	1.03	111
2019E	2000	1.7	0.34	77	3500	1.6	0.56	17	0.90	93
2020E	2000	1.75	0.35	79	3500	1.65	0.58	17	0.93	96
合计	9500	1.68	1.58	356	15000	1.58	2.36	71	3.94	427

资料来源：万得，信达证券研发中心

受益于行业发展，中铁工业道岔业务前景广阔

中铁山桥和中铁宝桥是我国钢梁钢结构、铁路道岔领域的领头羊，也是我国高速铁路道岔的摇篮。 中铁山桥和中铁宝桥研发及生产的道岔产品是发展轨道交通业务的关键设备，且道岔产品（尤其时速 200 公里以上的道岔）具备技术含量高、构造复杂、使用寿命长、行车安全性高等特点。两家公司在高速铁路道岔制造方面的技术实力、产品质量及研发成果均处在国内领先水平，其研制的道岔产品拥有多项关键技术，包括高速道岔系列产品的道岔刚度均匀化、道岔无缝线路适应性、高速道岔加工制造等技术，新型重载道岔系列产品的尖轨加厚技术、爆炸预硬化高锰钢组合辙叉、预埋铁座式扣件系统等技术，上述核心技术获得了多项发明及实用新型专利。

中铁工业高速道岔（200 公里时速以上）市占率 65%-70%，重载道岔 50%以上，都已经实现完全国产化。 高市场占有率和高技术壁垒使得中铁工业在道岔领域有着绝对的竞争优势。2017 年整体订单平稳，其中，很多产品实现了出口，北美地区有产期稳定客户。随着中国经济的发展，高速铁路投资的提升，高速道岔领域的领头羊将直接受益。

政策春风为钢结构打开广阔市场空间

钢结构性能上与混凝土桥梁相比优势明显。 钢材与其它材料相比具有可塑性强和韧性好的特点，基于钢材性能的这些优点，也提升了钢结构桥梁的抗震性能。当地震发生时，由于钢材具有较好的塑性和韧性，因此可以通过形变吸收大量的能量，避

免了桥梁在地震中由于桥梁材料性能较差而发生坍塌，造成灾难。特别是在地震发生比较频繁并且震级通常比较大的地区，钢结构桥梁更是发挥着巨大作用。1) 钢材在抗拉、抗压能力及抗剪强度比其他材料好，并且构件断面小、自身重量轻，可应用于建设负载量比较大的桥梁，同时可以减少辅助材料的投入，降低工程成本。2) 钢结构桥梁不受气候条件限制，即使是遇到恶劣天气，也可以在工厂内将构件制作完成后再运到施工现场进行安装。3) 如果发现钢结构桥梁在投入使用后有缺陷，可以比较容易地进行拆装改造；从桥梁上拆卸下来的钢材部件可以通过熔炉后二次利用，有效地节约了能源。4) 施工工期短。钢结构加工工艺比较简单，在建筑材料运输方面比较专一，并且部分的小型部件可以在施工现场制作，节省了运输时间，缩短了工期。

钢结构目前在我国占比较低，具有较大的提升空间。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。法国、日本、美国等国家的钢结构桥梁占比分别为 85%、41%和 35%，我国受经济社会发展水平和钢材产能制约，钢结构桥梁主要用于特大跨径桥梁。与西方国家相比，我国桥梁钢结构占比相对较低，随着中国经济不断发展，产业结构优化升级，桥梁钢结构有很大的发展空间。

国家政策支持钢结构桥梁应用，有望快速发展。政府加快推广钢结构桥梁在公路建设行业的应用，以化解我国钢铁产能过剩的问题。2016 年 7 月 13 日，为推进钢结构桥梁建设，交通运输部发布了《关于推进公路钢结构桥梁建设的指导意见》（交公路发〔2016〕115 号，以下简称《指导意见》）。《指导意见》指出到“十三五”时期末，公路行业钢结构桥梁设计、制造、施工、养护技术成熟，技术标准体系完备，专业化队伍和技术装备满足钢结构桥梁建设养护需要。新建大跨、特大跨径桥梁以钢结构为主，新改建其他桥梁钢结构比例明显提高。

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

所在行业具有广阔市场前景。我国是盾构机第一大市场，国内在政策上有大力支持，未来高铁复合增长 8%，出口市场逐步放量，包含中老铁路、马来西亚南部铁路、匈塞铁路、印尼雅万高铁、俄罗斯莫喀高铁、马新高铁、中泰铁路等。此外，目前新建众多基建项目，钢结构市场具有较大潜力，我们预计 2020 年国内钢结构产量比 2015 年翻倍，全球基础设施建设持续增长将持续推动公司服务市场。

公司是高端装备领域稀缺标的，具有较强行业市场地位。中铁工业在各个业务领域具有较强竞争优势，有道岔全球技术先进产能 22 万组/年，且产业链全。公司 200 公里以上产品具有明显竞争优势，市场份额 50%以上，高速道岔市占率 60%。在钢结构制造方面国内很多大项目首创，桥梁钢结构制造达国际先进水平，特大型钢结构市场占有率达 60%。盾构机方面，2008 年公司生产第一台国产设备至今共销售了 500 多台盾构机设备，基本覆盖所有地铁城市，盾构市场占有率达 30-40%，盾构机出口量正在逐步提升，已出口至马来西亚、印度、以色列、越南、黎巴嫩等国家。随着过江过海大型隧道的泥质盾构

隧道数量增加、地下管廊等异形盾构需求增长，以及硬岩用 TBM 快速增长，公司盾构机业务将会较快发展。

从公司各业务来看：

(1) 盾构机：盾构机是中铁装备的核心产品，公司基本覆盖所有地铁城市，盾构市场占有率达 30-40%。“十三五”过半，城市轨道交通建设和地下综合管廊建设进入高峰期，十九大后轨交成为“一带一路”突破口的趋势明显，从目前各领域项目开展和设备订单的情况来看，上游行业景气度提升导致盾构机需求将维持旺盛。我们预计 2017-2019 年公司隧道施工设备产品的收入增长率在 35-40%，毛利率预计维持在 39%左右。

(2) 道岔及相关配件：道岔为中铁山桥和中铁宝桥的核心产品之一，“十三五”期间铁路投资有望维持在每年 8000 亿元，带动道岔新增需求提升，我们预计 2017-2019 年道岔产品的收入增速有望维持 10%左右；道岔产品毛利率有望高速道岔占比提升而稳步上升，预计 2017-2019 年公司道岔产品的毛利率为 28%、29%、30%。

(3) 钢结构：国内钢结构桥梁占比和发达国家相比过低，有较大的提升空间，目前政府加快推广钢结构桥梁在公路建设行业的应用，预计“十三五”期间钢结构占比有望加速提升，行业龙头将率先受益。中铁山桥和中铁宝桥是行业龙头，桥梁钢结构、钢索塔产品制造达国际水平，预计订单稳定增长，2017-2019 年收入增速为 10%左右。

表 13：公司各项业务收入和毛利率预测

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
道岔及相关配件						
收入（百万元）	5058.63	4266.63	3780.00	4158.00	4532.22	4940.12
收入增长率		-15.66%	-11.41%	10.00%	9.00%	9.00%
毛利率	24.03%	27.60%	27.00%	28.00%	29.00%	30.00%
成本	3842.79	3089.18	2759.40	2993.76	3217.88	3458.08
隧道施工设备						
收入（百万元）	1240.96	1425.11	2288.00	3088.80	4169.88	5629.34
收入增长率		14.84%	60.55%	35.00%	35.00%	35.00%
毛利率	27.14%	35.27%	38.50%	38.50%	39.00%	39.00%
成本	904.21	922.53	1407.12	1899.61	2543.63	3433.90
钢结构						
收入（百万元）	4346.68	4981.48	5439.00	5982.90	6521.36	7043.07
收入增长率		14.60%	9.18%	10.00%	9.00%	8.00%
毛利率	13.34%	13.08%	13.30%	13.30%	13.40%	13.50%
成本	3766.88	4329.65	4715.61	5187.17	5647.50	6092.26
其他						
收入（百万元）		1811.93	2141.86	2334.62	2544.74	2773.77

收入增长率		18.21%	9.00%	9.00%	9.00%
毛利率	0.79%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
成本	1797.61	2120.44	2311.28	2519.29	2746.03
总计:					
营业收入	12485.15	13648.86	15564.32	17768.20	20386.29
营业收入增长率		9.32%	14.03%	14.16%	14.73%
综合毛利率	18.79%	19.39%	20.48%	21.93%	22.84%
营业成本	10138.97	11002.57	12377.31	13871.85	15730.26
营业毛利	0.00	2346.18	2646.29	3187.01	4656.03
毛利增长率		12.79%	20.43%	22.26%	21.25%

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

估值与投资评级

按照公司现有股本, 我们预计 2017-2019 年公司营业收入为 155.64、177.68、203.86 亿元, 归母净利润为 11.94、14.59、17.50 亿元, EPS 为 0.54、0.66、0.79 元。2018 年 1 月 10 日公司股票收盘价 12.32 元, 对应 2017-2019 年的 PE 为 23、19、16 倍。

我们选择上市公司中经营类似业务的中国中车、华铁股份、康尼机电公司进行对比分析, 采用市盈率法对公司进行估值, 考虑到公司作为我国隧道掘进设备和高速道岔的龙头, 将充分受益轨道交通和地下管廊建设的高景气度, 同时受益于“一带一路”战略推进和中泰铁路开工影响, 盾构机和道岔业绩有望超预期; 受益于支持钢结构桥梁应用的国家政策, 桥梁钢结构盈利能力有望持续提高。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 14: 中铁工业可比公司估值参考

上市公司	股票代码	股价(元)	总市值(亿元)	每股盈利预测(元)			市盈率预测(倍)		
				2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
中国中车	601766	12.24	3,275.48	0.41	0.40	0.47	31.10	30.82	25.97
华铁股份	000976	8.19	130.69	0.02	0.27	0.35	423.57	30.27	23.33
康尼机电	603111	13.26	118.77	0.33	0.40	0.61	49.50	32.95	21.59
平均							168.06	31.35	23.63
中铁工业	600528	12.32	273.70	0.08	0.54	0.66	163	23	19

资料来源: 万得, 信达证券研发中心 (注: 除中铁工业为信达预测外, 其余为万得一预测)

风险因素

1. 地铁、轨道交通和地下管廊建设不及预期;
2. 道岔需求不及预期;
3. “一带一路”政策推进缓慢。

利润表			单位:百万元		
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	57,787.44	51,241.57	15,564.32	17,768.20	20,386.29
营业成本	53,704.30	48,407.82	12,391.82	13,928.29	15,730.26
营业税金及附加	1,650.28	430.89	155.64	177.68	203.86
营业费用	114.93	98.46	108.95	124.38	203.86
管理费用	1,262.58	1,325.40	1,089.50	1,030.56	1,223.18
财务费用	615.66	779.89	128.05	162.30	223.05
资产减值损失	502.84	332.29	186.47	496.08	560.06
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	156.37	182.04	80.70	90.71	86.72
营业利润	93.23	48.86	1,584.59	1,939.63	2,328.74
营业外收入	63.48	100.56	14.04	14.04	14.04
营业外支出	65.98	41.58	0.07	0.07	0.09
利润总额	90.72	107.85	1,598.55	1,953.59	2,342.69
所得税	187.85	65.12	399.64	488.40	585.67
净利润	-97.13	42.73	1,198.91	1,465.19	1,757.01
少数股东损益	-265.01	-125.14	4.80	5.86	7.03
归属母公司净利润	167.88	167.86	1,194.12	1,459.33	1,749.99
EBITDA	988.12	1,060.81	2,283.77	3,082.49	3,661.47
EPS	0.12	0.12	0.54	0.66	0.79

资料来源: 信达证券研发中心 (注: 由于公司资产置换, 无法制作完整的资产负债表和现金流量表)

研究团队简介

范海波，CFA，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management ,Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

张熙，机械行业研究员。加拿大多伦多大学工学硕士。2012 年加入中国银河证券研究所，所在团队曾获第十一届新财富最佳分析师汽车行业第三名、第十届第二名，第六届水晶球汽车行业第二名、第七届第二名。2017 年 8 月加入信达证券研发中心，从事机械行业研究。

杜煜明，研究助理。中国人民大学国际贸易学硕士，大连理工大学化工机械专业学士。2016 年 7 月加入信达证券研发中心，从事机械军工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。