

中铁工业（600528）公司点评

盾构机高端装备龙头，2017 年归母净利润同比增长 35%

增持（维持）

投资要点

■ 按置入资产可比数据，2017 年度实现营业收入 158.85 亿，同比+16.39%，实现归母净利润 13.40 亿，同比+34.74%。净利增速高于营收增速，发展势头良好。综合毛利率为 20.26%，同比+2.23pct，三项费用率为 10.56%，同比+0.02pct。2017 年新签合同额 250.4 亿元，同口径数据同比+23.7%。**分业务看**，专用机械+交运设备两大板块，道岔+钢结构+隧道施工设备+工程机械四大业务共同驱动业绩成长。专用工程机械装备及相关服务实现营收 36.82 亿，同比+29.18%，毛利率 28.77%，同比+1.88pct，其中隧道施工设备及相关服务业务营收 28.49 亿元，同比+25.25%，工程施工机械业务营收 8.33 亿元，同比+44.65%；**交通运输装备及相关服务**实现营收 105.46 亿元，同比+14.42%，毛利率 19.22%，同比+2.04pct，其中钢结构制造与安装业务营收 61.50 亿元，同比+13.47%，道岔业务营收 43.96 亿元，同比+15.77%。**分地区看**，公司国内营收为 149.49 亿，同比+17.75%，占比为 94.77%，毛利率 20.26%，同比+1.72pct，海外营收为 8.25 亿，同比-3.78%，占比为 5.23%，毛利率 20.17%，同比+9.84pct。总体看，公司交运设备及服务板块为创收主要来源，占营收 66.9%，而专用机械装备及服务板块的收入弹性大，增速较前者快 14.76pct，毛利率高出 9.55pct。

■ 十三五铁路通车里程有超预期可能，道岔业务有望平稳增长。2018 年铁总计划安排铁路固定资产投资 7320 亿元，投产新线 4000 公里，其中高铁 3500 公里。根据铁路“十三五”规划，2020 年国内铁路运营总里程达到 15 万公里，其中高铁通车里程达 3 万公里，而截至 2017 年我国高铁里程已达 2.5 万公里，仅剩余 5000 公里即可达成目标，然而，我们数据库显示，2018-2020 年全国新增高铁里程有望接近 1 万公里，有超额完成目标可能性。2017 年公司道岔业务占营收比为 28%，生产道岔 29533 组，累计制造钢结构产品 90.3 万吨，同比增长 64.5%，创造公司钢结构产量的历史新高。道岔市场技术壁垒高，公司在 250 公里/小时道岔市场占有率约 65%，重载道岔市场占有率 50%以上，已实现完全国产化，基本无进口，生产的 350 公里/小时高速铁路道岔是国内目前技术含量最高的道岔产品，未来三年道岔业务业绩有望随规划完成而逐步释放。

■ 隧道掘进业务高速发展+国产盾构机绝对龙头，城市轨道交通+地下综合管廊促使高增长。我国城轨发展迅猛，2017 年全国轨道交通新增运营里程 868.9 公里，同比+62.5%达新高；2017 年全国拟在建地下综合管廊达 6500 公里。公司作为国内盾构机龙头，技术领先，市占率达 30%以上；2017 年生产隧道施工设备 309 台，同比增长 64.4%，创历史新高。我们预测 2018-2020 年国内新增地铁里程有望达 3000 公里左右，假设平均每 3 公里需求一台盾构，则对应需求 1000 台；假设 2018-2020 年新建综合管廊 4000 公里，盾构渗透率 15%，则对应 600 台需求，加总估算 533 台/年，若单台平均造价 2000 万元，则国内年均 107 亿元以上市场空间。另外，公司准备布局整车车辆研发制造，拓展产业链上下游；据公告，从技术角度来看，公司合作方目前拥有跨座式单轨、悬挂式单轨、地铁、轻轨、有轨电车、智轨、APM 等多种制式的整车设计能力和图纸，研发实力较强。

■ 盈利预测与投资评级：“十三五”高铁开通里程有望超预期，城轨及地下综合管廊发展迅速，公司产业链上下游逐渐拓展，预测公司 2018-2020 年 EPS 为 0.70/0.87/1.00 元，对应 PE 16/13/11X，维持“增持”评级。

■ 风险提示：地铁+综合管廊投资低于预期，“一带一路”推进缓慢

2018 年 3 月 28 日

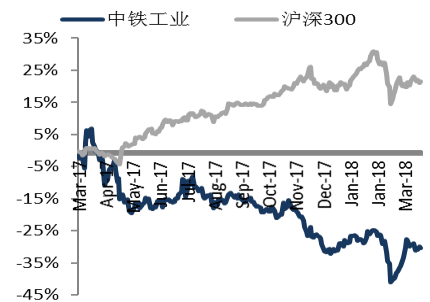
证券分析师 陈显帆

执业证书编号：S0600515090001
021-60199769
chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 王皓

执业证书编号：S0600518030001
wangh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	11.35
一年最低/最高价	9.92/18.51
市净率（倍）	1.7
流通 A 股市值（百万元）	20858.4

基础数据

每股净资产（元）	6.58
资本负债率（%）	53.25
总股本（百万股）	2221.55
流通 A 股（百万股）	1837.75

相关研究

1. 公司点评：年度业绩 12.7 亿超预期，轨交高端装备制造进入成长快车道 2018.1.30
2. 公司点评：新签合同额快速增长，道岔+钢结构+隧道施工设备+工程机械齐发力 2017.8.27
3. 公司深度：华丽转型盾构机等高端装备制造，轨道交通+地下综合管廊助其腾飞 2017.4.18

中铁工业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	24084.0	27041.0	31808.1	36373.5	营业收入	15885.6	18268.4	22104.8	25420.5
现金	6847.8	7219.3	7823.9	8791.7	营业成本	12650.7	14548.3	17603.5	20244.0
应收款项	7896.3	9080.8	10987.7	12635.9	营业税金及附加	145.0	166.8	201.8	232.0
存货	7545.2	8677.0	10499.2	12074.1	营业费用	324.3	373.0	331.6	381.3
其他	1794.7	2063.9	2497.3	2871.9	管理费用	1336.9	1583.1	1931.6	2215.4
非流动资产	7552.3	8059.5	8396.8	8665.8	财务费用	47.9	-109.8	-120.8	-138.6
长期股权投资	668.6	668.6	668.6	668.6	投资净收益	180.0	150.0	150.0	150.0
固定资产	4528.6	5075.3	5452.0	5760.4	其他	-21.3	-67.0	-67.0	-67.0
无形资产	1182.7	1143.3	1103.9	1064.5	营业利润	1539.5	1790.0	2240.2	2569.3
其他	1172.3	1172.3	1172.3	1172.3	营业外净收支	23.6	15.0	15.0	15.0
资产总计	31636.3	35100.5	40205.0	45039.4	利润总额	1563.0	1805.0	2255.2	2584.3
流动负债	16367.2	18719.3	22434.3	25676.5	所得税费用	198.2	228.9	286.0	327.7
短期借款	819.9	819.9	819.9	819.9	少数股东损益	25.5	29.4	36.7	42.1
应付账款	8982.6	10330.0	12499.3	14374.2	归属母公司净利润	1339.4	1546.7	1932.5	2214.5
其他	6564.7	7569.4	9115.1	10482.3	EBIT	1461.0	1636.7	2075.8	2387.2
非流动负债	479.3	479.3	479.3	479.3	EBITDA	1910.9	2136.3	2666.3	3066.5
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标				
其他	479.3	479.3	479.3	479.3		2017	2018E	2019E	2020E
负债总计	16846.5	19198.6	22913.6	26155.7	每股收益(元)	0.60	0.70	0.87	1.00
少数股东权益	173.3	202.7	239.5	281.6	每股净资产(元)	6.58	7.07	7.68	8.37
归属母公司股东权益	14616.5	15699.2	17051.9	18602.1	发行在外股份(百万股)	2222	2222	2222	2222
负债和股东权益总计	31636.3	35100.5	40205.0	45039.4	ROIC(%)	6.6%	11.5%	17.7%	19.1%
现金流量表 (百万元)					ROE(%)	9.2%	9.9%	11.3%	11.9%
	2017	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%
经营活动现金流	610.3	1842.4	2218.6	2686.9	EBIT Margin(%)	9.2%	9.0%	9.4%	9.4%
投资活动现金流	-695.9	-1006.8	-1034.3	-1054.8	销售净利率(%)	8.4%	8.5%	8.7%	8.7%
筹资活动现金流	-478.6	-464.0	-579.7	-664.4	资产负债率(%)	53.3%	54.7%	57.0%	58.1%
现金净增加额	-569.8	371.5	604.6	967.8	收入增长率(%)	-69.0%	15.0%	21.0%	15.0%
折旧和摊销	449.9	499.6	590.5	679.3	净利润增长率(%)	697.9%	15.5%	24.9%	14.6%
资本开支	-2850.9	-1006.8	-1034.3	-1054.8	P/E	18.8	16.3	13.0	11.4
营运资本变动	14384.8	-339.8	-447.6	-355.5	P/B	1.7	1.6	1.5	1.4
企业自由现金流	13431.5	582.1	921.3	1353.6	EV/EBITDA	22.0	20.8	18.1	16.8

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>