

中铁工业 (600528.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

盾构机龙头，下游多领域拓展顺利

投资逻辑：

- **轨交及地下掘进高端装备龙头，营收、净利长期稳定增长。**
公司为国内高端交通工程装备领域头部企业，产品主要包括隧道施工设备、道岔等。近年来，高铁、隧道等下游基础设施建设投资稳步增长，公司作为行业龙头，营收、归母净利从17年的158.9、13.4亿元提升到21年的271.6、18.6亿元，期间CAGR达到11.3%、6.8%，长期增长稳定。22年公司新签订单达514.4亿元，同比+9.9%，在手订单充足支撑业绩长期释放。
- **盾构机领域双寡头之一，新领域拓展顺利有望打开第二增长极。**
我们根据盾构机下游主要需求领域进行测算，22-24年中国盾构机的需求为578、648、728台，对应市场规模为276、326、400亿元。根据中国工程机械工业协会数据，21年公司在盾构机领域市场份额达到34%，市占率稳居第一，有望充分受益下游需求稳定增长。新领域拓展顺利，打开第二成长曲线：根据公告，22年公司盾构机在水利工程、抽水储能、矿山等新领域屡获大单，在上述三个领域的市占率分别达到60%、80%、40%；随着公司的盾构机产品在新领域顺利拓展，我们预计23-24年公司专用工程机械装备及相关服务领域实现收入为95.2、107.3亿元，同比+13.5%、12.7%。
- **顺国企改革之风，公司有望提升核心竞争力。**
23年新一轮国企改革正式开启，23年1月，国资委对于央企提出“一增一稳四提升”的考核指标，新增ROE、现金流的考核，有望全面提高公司盈利质量。当前公司估值处于历史估值低位，随着新一轮国企改革顺利推进，公司关键财务指标有望优化，迎来估值修复。

盈利预测、估值和评级

- 我们预计公司22-24实现营业收入为278.60/305.23/336.46亿元，归母净利润为18.65/20.73/23.47亿元，对应PE分别为11/10/9倍。考虑新一轮央企改革有望提升公司盈利质量，给予公司23年15倍PE，对应目标价13.95元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 下游基建投资不及预期、盾构机下游新领域拓展不及预期、原材料价格上涨风险。

机械组

分析师：满在朋 (执业 S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：9.10 元

目标价 (人民币)：13.95 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	24,292	27,157	27,860	30,523	33,646
营业收入增长率	18.06%	11.80%	2.59%	9.56%	10.23%
归母净利润(百万元)	1,826	1,856	1,865	2,073	2,347
归母净利润增长率	12.26%	1.66%	0.44%	11.19%	13.19%
摊薄每股收益(元)	0.822	0.836	0.839	0.933	1.056
每股经营性现金流净额	0.46	0.40	0.40	1.55	1.76
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.57%	8.18%	7.84%	8.28%	8.87%
P/E	10.63	9.83	10.84	9.75	8.62
P/B	0.91	0.80	0.85	0.81	0.76

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

1. 轨道交通及地下掘进高端装备龙头，新签订单稳定增长.....	4
1.1 公司产品结构丰富，大股东背景雄厚.....	4
1.2 营收、净利稳步增长，费用控制良好.....	4
1.3 新签订单充裕，支撑业绩长期稳定增长.....	6
1.4 进军海外顺利，22 年公司海外新签订单高速增长.....	7
2. 盾构机：公司为全球盾构机龙头，新领域拓展顺利.....	7
2.1 盾构机被誉为“工程机械之王”，下游应用领域拓宽.....	7
2.2 盾构机下游需求稳定，24 年行业市场空间达 400 亿元.....	8
2.3 格局：公司为行业双寡头之一，新领域拓展顺利.....	9
3. 道岔：铁路道岔龙头，充分受益铁路扩张.....	10
3.1 道岔是转线和转向的关键设备，技术难度大.....	10
3.2 铁路建设带动道岔需求增长，预计 25 年道岔总铺设量将达 29 万组.....	11
3.3 道岔领域龙头，充分受益市场扩张.....	12
4. 国企改革政策频出，公司竞争力有望进一步提升.....	13
4.1 政策端：新一轮改革开启，有望全面提高公司盈利质量.....	13
4.2 估值端：公司估值处于历史低位.....	15
5. 盈利预测与投资建议.....	16
5.1 收入、毛利率预测.....	16
5.2 投资建议.....	16
6. 风险提示.....	17

图表目录

图表 1： 公司主要产品包括盾构机/TBM、工程施工机械、道岔、钢结构.....	4
图表 2： 公司大股东为中国中铁.....	4
图表 3： 2017-2022 前三季度营业收入及增速.....	5
图表 4： 2017-2022 前三季度归母净利润及增速.....	5
图表 5： 公司分业务收入结构.....	5
图表 6： 近两年公司各业务毛利率保持稳定.....	5
图表 7： 公司销售费率低于可比公司.....	6
图表 8： 公司管理费费率低于可比公司.....	6
图表 9： 2018-2022 年主营业务新签订单金额稳步增长.....	6
图表 10： 2018-2022 核心主业新签订单增速.....	6
图表 11： 隧道施工设备新签订单金额及增速.....	6

图表 12: 工程施工机械新签订单金额及增速	6
图表 13: 道岔业务新签订单金额及增速	7
图表 14: 钢结构新签订单金额及增速	7
图表 15: 2022 年海外新签订单 28.4 亿元	7
图表 16: 盾构机工作示意图	8
图表 17: 盾构机上下游产业链	8
图表 18: 23-25 年地铁领域对于盾构机的需求量为 328、364、404 台	8
图表 19: 中国盾构机需求量有望在 24 年超过 720 台	8
图表 20: 中国盾构机市场规模有望在 24 年达 400 亿元	8
图表 21: 近年来盾构机在地铁领域应用占比呈现下降趋势	9
图表 22: 中铁工业与铁建重工形成在盾构机行业双寡头垄断格局	9
图表 23: TBM 挖掘抽水蓄能排水廊道示意图	10
图表 24: 滇中引水以 TBM 挖掘隧洞示意图	10
图表 25: 公司在矿山/抽水蓄能/引调水工程/铁路领域盾构机市占率 (%)	10
图表 26: 道岔产品图	11
图表 27: 历年铁路固定资产投资额及同比增速	11
图表 28: 高铁营运里程占比持续提升	11
图表 29: 2025 年全国道岔总铺设量将达 29 万组	12
图表 30: 公司道岔产品种类丰富	12
图表 31: 公司是国内道岔领域龙头	13
图表 32: 公司道岔新签订单金额 (亿元)	13
图表 33: 近期国企改革政策频出	14
图表 34: 国企考核指标体系更加注重国企的盈利质量	14
图表 35: 两家公司的营业现金比率基本持平	15
图表 36: 17-21 年公司 ROE 低于三一重工	15
图表 37: 公司研发费用率维持 5% 左右	15
图表 38: 公司的人均创收与三一重工存在差距	15
图表 39: 公司估值水平 (PE-TTM) 低于可比公司	15
图表 40: 公司营业收入拆分及预测	16
图表 41: 可比公司估值	17

1. 轨道交通及地下掘进高端装备龙头，新签订单稳定增长

1.1 公司产品结构丰富，大股东背景雄厚

公司是国内交通工程装备领域的头部企业，于 2017 年资产重组实现战略转型，转型后的主要业务范围涵盖隧道施工设备、工程施工机械、道岔、钢结构制造与安装等，在多个领域市占率领先。

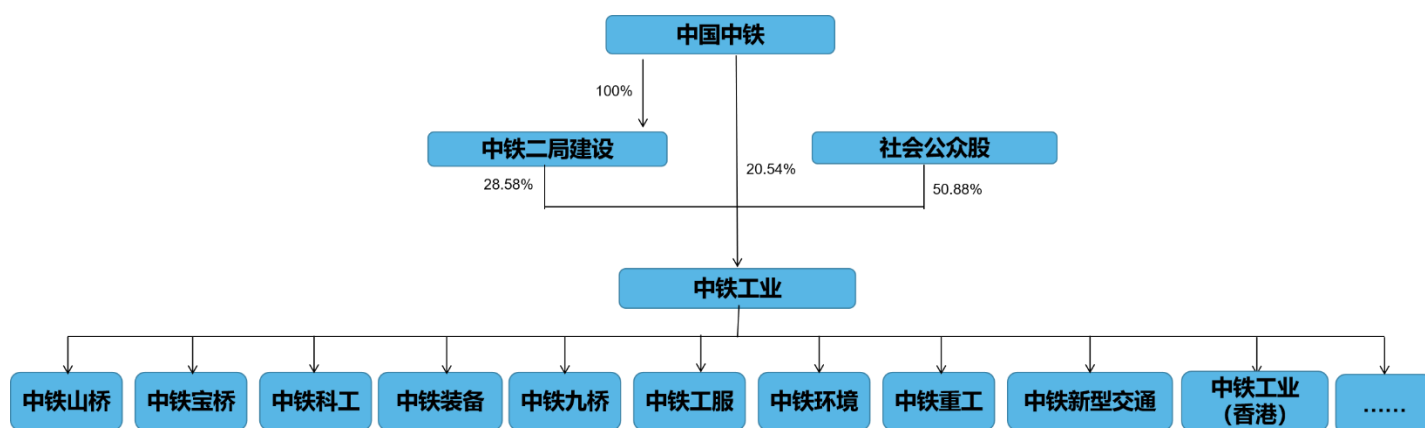
图表1：公司主要产品包括盾构机/TBM、工程施工机械、道岔、钢结构

专用工程机械装备及相关服务		交通运输装备及相关服务	
隧道施工设备	工程施工机械	道岔	钢结构制造与安装
盾构/TBM及系列隧道施工设备 隧道掘进机产销量已连续十年保持国内第一、连续五年保持世界第一。  中国首台最大直径15.8米级泥水平衡盾构机春风号	铁路与轨道交通工程的起重、搬运梁及铺轨和架设装备 始终保持着在铁路施工搬运运架铺设备研制方面的龙头地位。  世界首台40米跨1000吨架运设备	铁路道岔、高铁钢撤叉、合金钢撤叉 高速道岔、重载道岔市场占有率均超过 50%，在普速道岔市场占有率超过 45%，在城轨交通道岔市场占有率超过 70%。  350公里62号道岔	桥梁、建筑钢结构 大型钢结构桥梁的市场占有率超过 60%。  港珠澳大桥

来源：公司官网，国金证券研究所

背靠中国中铁，大股东背景实力强，有望受益大股东赋能。中国中铁通过直接或间接持有公司 49.12%的股份。公司借助中国中铁在海内外市场的战略布局，有望提升高端装备制造产品质量和客户服务能力。

图表2：公司大股东为中国中铁

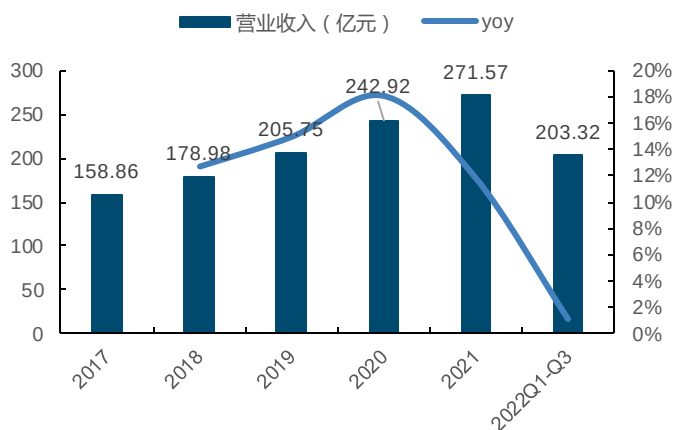


来源：Wind，国金证券研究所（截止至 2023 年 3 月 10 日）

1.2 营收、净利稳步增长，费用控制良好

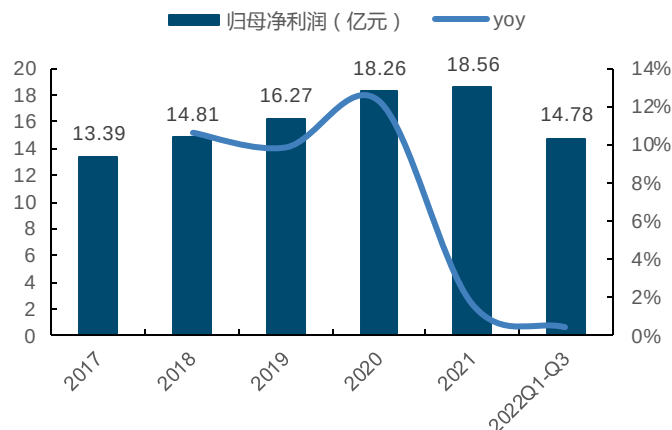
公司营收、归母净利润从 2017 年的 158.86、13.39 亿元提升到 2021 年的 271.57、18.56 亿元，复合增速分别为 11.32%、6.75%。2022 年前三季度公司实现营业收入 203.32 亿元（同比+1.12%）、归母净利润 14.78 亿元（同比+0.44%）；收入、归母净利润长期呈现上升趋势。

图表3: 2017-2022 前三季度营业收入及增速



来源: Wind, 国金证券研究所

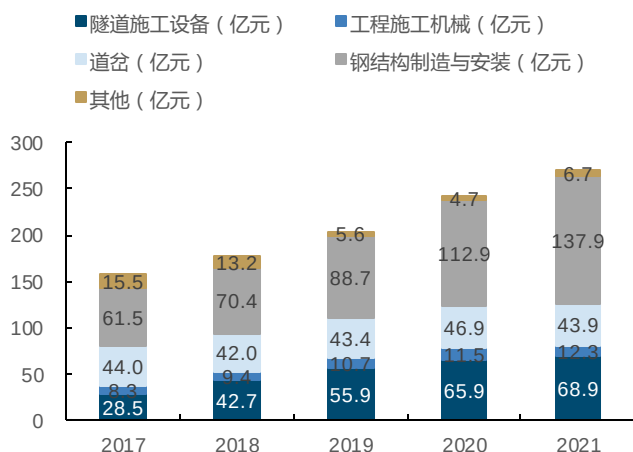
图表4: 2017-2022 前三季度归母净利润及增速



来源: Wind, 国金证券研究所

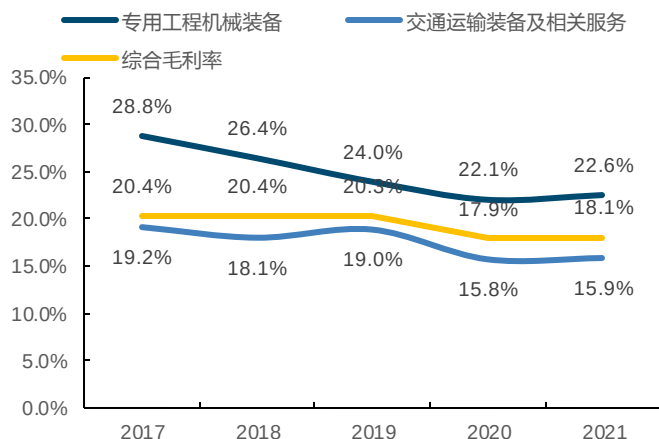
核心主业稳步增长、盈利能力稳定。从业务结构来看, 2021 年专用工程机械装备及相关服务(主要包括隧道、工程施工机械设备)实现营业收入 81.2 亿元, 占收入比重接近 30%; 交通运输装备及相关服务业务(包括钢结构制造和道岔)实现营业收入 181.9 亿元, 占收入比重达 67%。从盈利能力来看, 21 年专用工程机械装备与交通运输装备的毛利率分别为 22.59%/15.92%, 盈利能力长期稳定。

图表5: 公司分业务收入结构



来源: 公司年报, 国金证券研究所

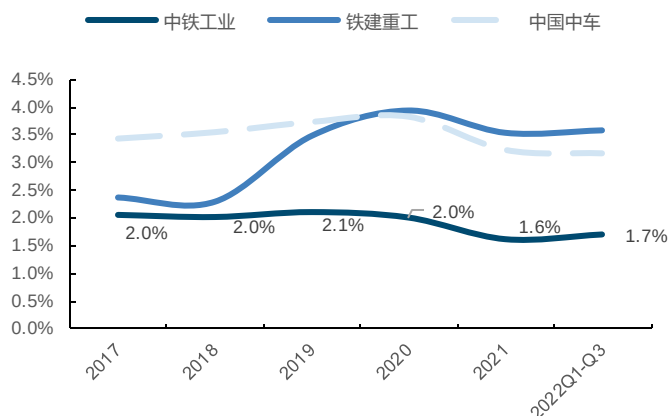
图表6: 近两年公司各业务毛利率保持稳定



来源: Wind, 国金证券研究所

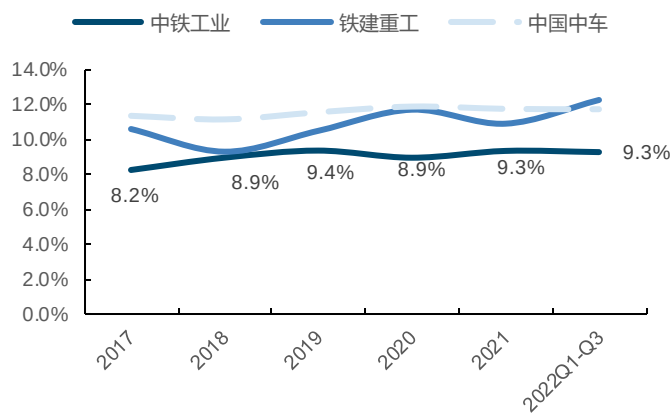
期间费用率长期处于可比公司低位。2017-2021 年公司销售费率、管理费率维持在 2%、9% 左右, 长期低于可比公司, 费用长期管控良好。

图表7：公司销售费率低于可比公司



来源：Wind，国金证券研究所

图表8：公司管理费率低于可比公司

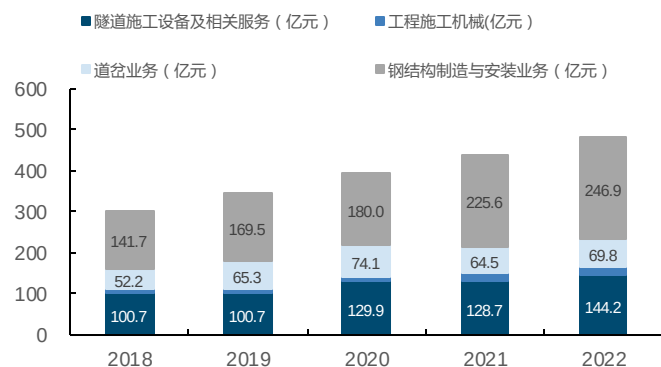


来源：Wind，国金证券研究所

1.3 新签订单充裕，支撑业绩长期稳定增长

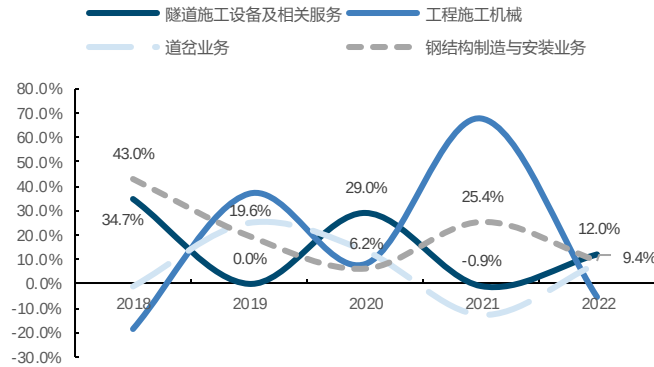
2022 年新签订单金额为 514.4 亿元，同比增长 9.89%。其中，隧道加工设备新签订单金额为 144.2 亿元，同比增长 12.03%；道岔业务新签订单金额为 69.8 亿元，同比增长 8.25%；钢结构制造与安装业务新签订单金额为 246.92 亿元，同比增长 9.45%。

图表9：2018-2022 年主营业务新签订单金额稳步增长



来源：Wind，国金证券研究所

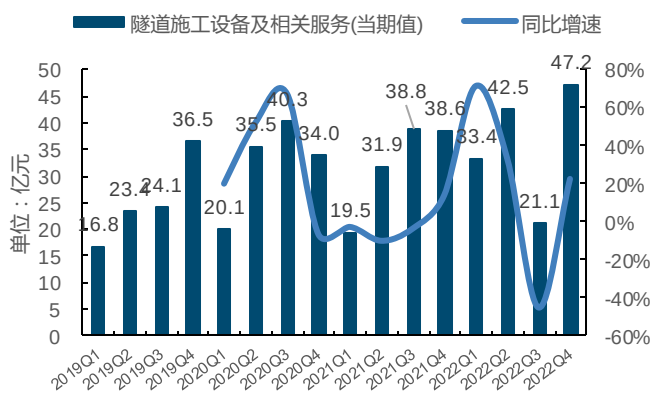
图表10：2018-2022 核心主业新签订单增速



来源：Wind，国金证券研究所

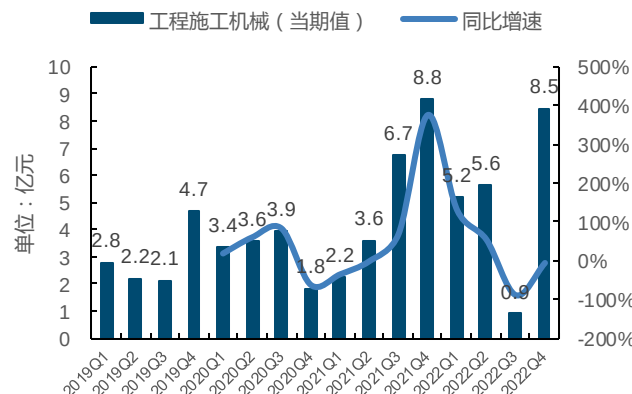
核心主业新签订单呈现波动上行趋势。受益于核心产品盾构机下游不断拓展、城市轨交运行里程稳步增长，公司订单长期呈现上升趋势。

图表11：隧道施工设备新签订单金额及增速



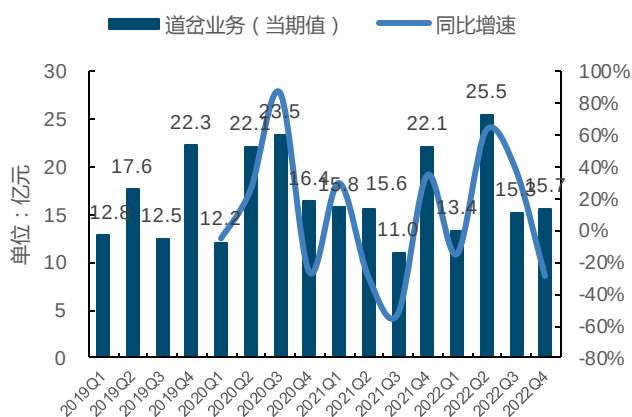
来源：公司公告，国金证券研究所

图表12：工程施工机械新签订单金额及增速



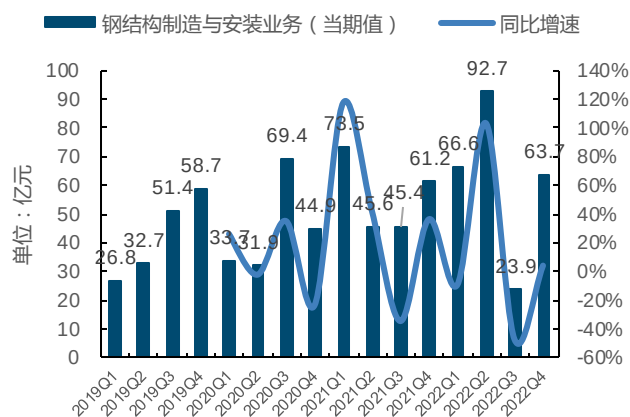
来源：公司公告，国金证券研究所

图表13: 道岔业务新签订单金额及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表14: 钢结构新签订单金额及增速

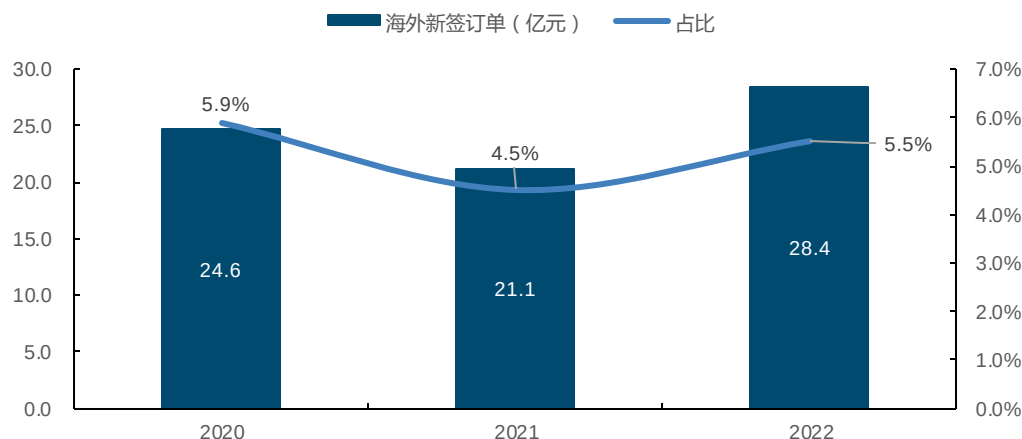


来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.4 进军海外顺利, 22 年公司海外新签订单高速增长

2022 年海外新签订单 28.4 亿元, 同比增长 34.2%。根据公告, 2022 年盾构机/TBM 产品新进入菲律宾、俄罗斯、巴西市场, 目前已累计出口至德国、法国、意大利、新加坡、韩国等 30 多个国家和地区, 实现了五大洲全覆盖。

图表15: 2022 年海外新签订单 28.4 亿元



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.盾构机: 公司为全球盾构机龙头, 新领域拓展顺利

2.1 盾构机被誉为“工程机械之王”, 下游应用领域拓宽

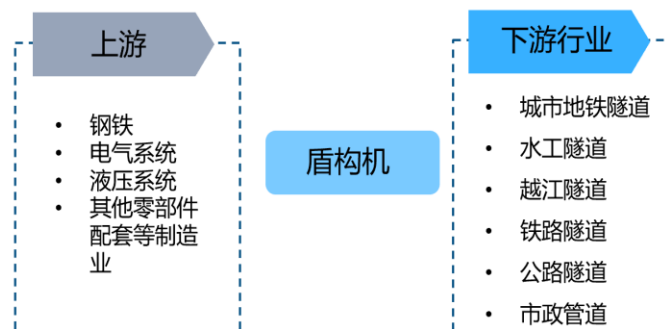
盾构机是一种使用盾构法的隧道掘进机。在中国, 根据应用地质层面的不同分为盾构机和 TBM, 其中用于软土地的隧道掘进机称为盾构机、用于岩石地层的隧道掘进机称为 TBM。从下游应用来看, 盾构机从城市轨道交通逐步向铁路、水利水电、公路、矿山等领域拓展, 应用场景持续拓宽。

图表16: 盾构机工作示意图



来源: 钻机商图, 国金证券研究所

图表17: 盾构机上下游产业链



来源: 华经情报网, 国金证券研究所

2.2 盾构机下游需求稳定, 24 年行业市场空间达 400 亿元

地铁: 预计 23-25 年我国地铁领域对于盾构机的需求为 328、364、404 台。地铁建设是盾构机的主要需求领域, 2022 年全国内地城市轨道交通运营长度达到 10291.95 公里 (同比+12%)。随着新增城轨运营路线长度不断提升, 我们预计 23-25 年地铁领域对于盾构机的需求量有望稳定增长。

图表18: 23-25 年地铁领域对于盾构机的需求量为 328、364、404 台

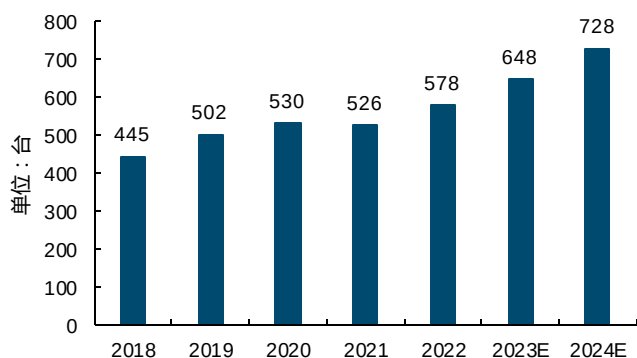
	城市轨道交通运营长度 (公里)	YOY (%)	地铁运营里程 (公里)	地铁里程占比 (%)	新建轨交里程 (公里)	新增地铁里程 (公里)	新增地铁占比 (%)	盾构需求 (台)
2018	5,762		4511	78.3%				259
2019	6,730	16.8%	5181	77.0%	969	669.7	69.1%	247
2020	7,970	18.4%	6281	78.8%	1239	1099.8	88.7%	276
2021	9,193	15.3%	7254	78.9%	1223	972.9	79.6%	268
2022	10,292	12.0%	8013	77.9%	1099	759.1	69.1%	295
2023E	11,424	11.0%	8911	78.0%	1132	897.9	79.3%	328
2024E	12,681	11.0%	9891	78.0%	1257	980.2	78.0%	364
2025E	14,076	11.0%	10979	78.0%	1395	1088.0	78.0%	404

来源: 中国城市轨道交通协会, 国金证券研究所测算

注: 考虑到修建工期, 我们假设 t 年盾构机的需求对应 t+2 年地铁新增里程数

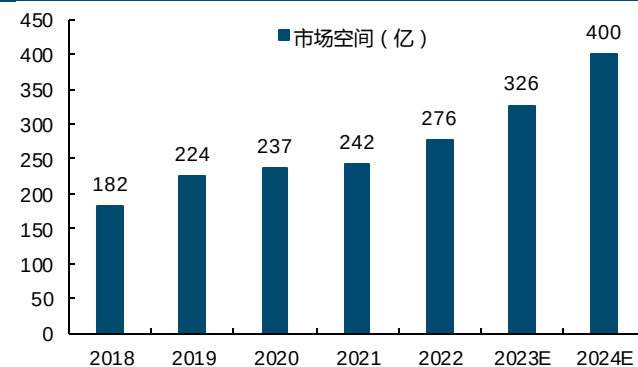
2024 年预计我国盾构机的需求量有超 720 台, 对应市场规模达 400 亿元。综合考虑地铁、隧道、其他领域等需求后, 我们测算 22-24 年中国盾构机的需求 578、648、728 台, 对应市场空间为 276、326、400 亿元。

图表19: 中国盾构机需求量有望在 24 年超过 720 台



来源: 中国工程机械工业协会, 国金证券研究所测算

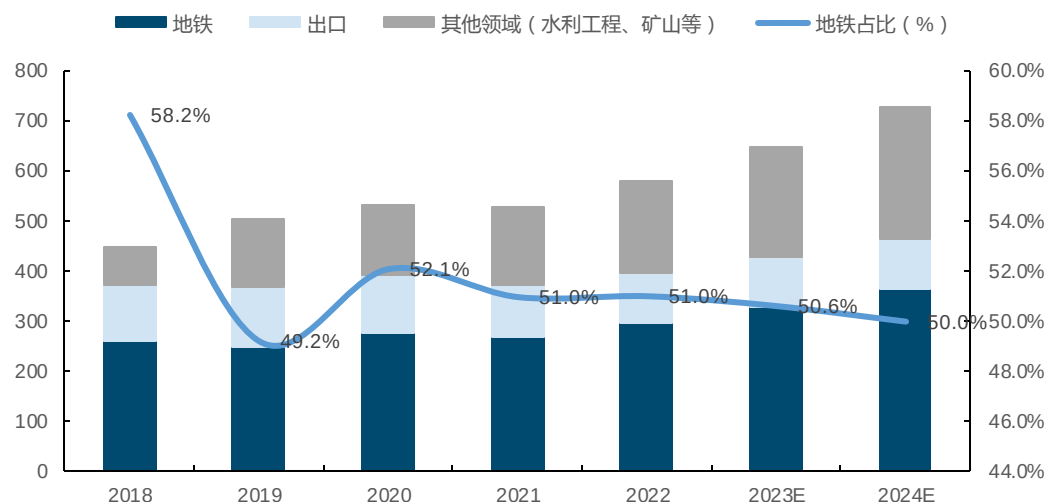
图表20: 中国盾构机市场规模有望在 24 年达 400 亿元



来源: 中国工程机械工业协会, 国金证券研究所测算

水利水电、矿山等领域推进顺利，其他新领域盾构机需求占比有望在 24 年超过 35%。随着盾构机在水利水电、矿山等新领域不断拓展，我们预计我国地铁领域盾构需求量占比有望从 18 年的 58%降低到 24 年的 50%，其他新领域盾构机的需求量有望在 24 年超过 35%。

图表21：近年来盾构机在地铁领域应用占比呈现下降趋势

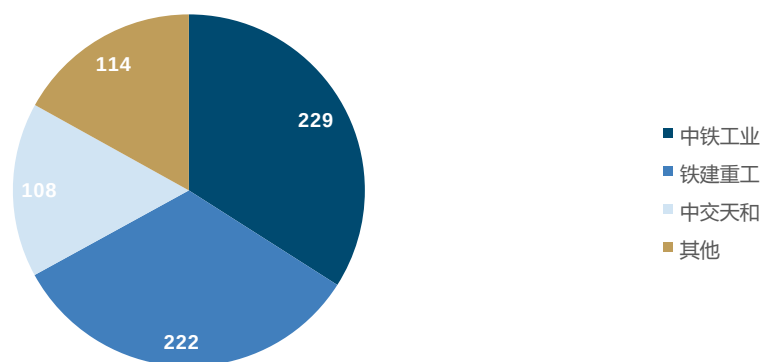


来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所测算

2.3 格局：公司为行业双寡头之一，新领域拓展顺利

公司为行业双寡头之一，2021 年市占率为 34%。根据中国工程机械工业协会数据，2021 年公司与铁建重工分别销售隧道掘进机 229/222 台，CR2 达 67%，形成双寡头格局。

图表22：中铁工业与铁建重工形成在盾构机行业双寡头垄断格局



来源：《中国全断面隧道掘进机制造行业 2021 年度数据统计》，国金证券研究所

公司积极在新领域如矿山、抽水蓄能、引调水领域拓展盾构机应用：

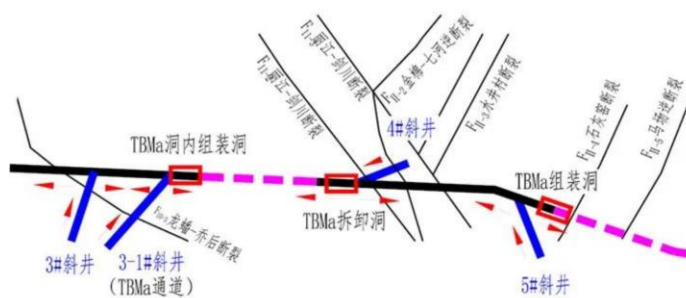
- 矿山能源：公司成功研制矿用 TBM 和掘锚一体机，受客户广泛认可，22 年中标三山岛金矿、汾西煤矿等多个项目的订单。
- 抽水蓄能：公司 TBM 覆盖排水廊道、自流排水洞、排风竖井等全部抽水蓄能应用领域，率先填补国产 TBM 在抽水蓄能行业应用的空白。22 年中标广西、浙江、福建、河北等地抽水蓄能电站 TBM 订单。
- 引调水工程：目前公司盾构机/TBM 成功配套珠三角水资源配置、滇中引水等引调水工程。随着我国跨区域调水、引江补汉、引大济岷等工程陆续落地，将进一步带动水利盾构机需求。

图表23: TBM 挖掘抽水蓄能排水廊道示意图



来源：抽水蓄能行业分会，国金证券研究所

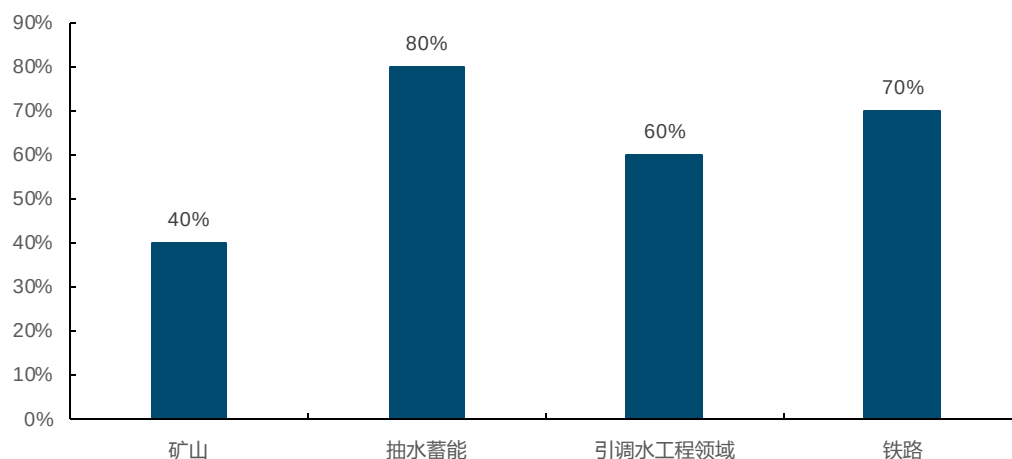
图表24: 滇中引水以 TBM 挖掘隧洞示意图



来源：岩土新鲜事，国金证券研究所

新领域拓展顺利，具有先发优势。公司在维持铁路市场份额同时拓展新领域，新领域推进顺利，根据公司公告，22 年公司在矿山/抽水蓄能/引调水工程盾构机市占率分别达 40%/80%/60%，随着抽水蓄能、引调水工程新项目陆续落地，预计公司在新领域收入有望逐步释放，带动盾构机业务收入上行。

图表25: 2022 年公司在矿山/抽水蓄能/引调水工程/铁路领域盾构机市占率 (%)



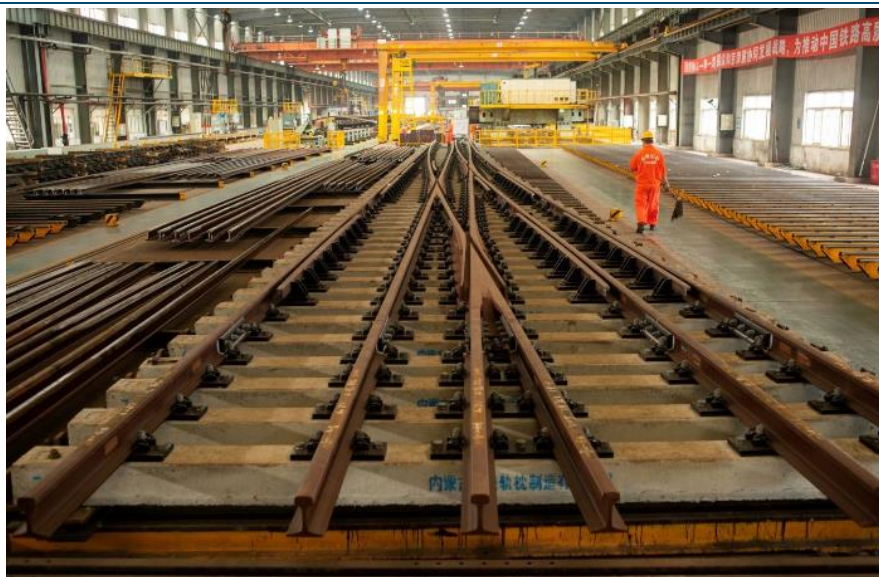
来源：公司公告，国金证券研究所

3.道岔：铁路道岔龙头，充分受益铁路扩张

3.1 道岔是转线和转向的关键设备，技术难度大

铁路道岔是使铁路机车从一股道转入另一股道的线路连接设备，是保障铁路稳定、安全运行的基础设施。其制造难度高于普通铁轨：1) 道岔区轨道的竖向和横向刚度变化远远高于普通轨道；2) 机车车辆在通过道岔时，轮轨间的作用力比普通线路高很多。

图表26: 道岔产品图



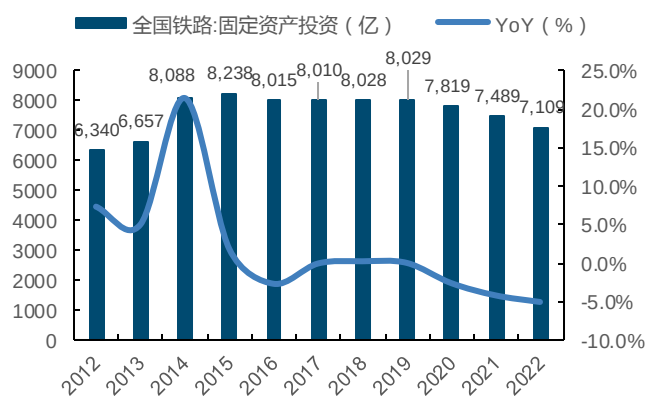
来源: 公司官网, 国金证券研究所

3.2 铁路建设带动道岔需求增长, 预计 25 年道岔总铺设量将达 29 万组

2022 年我国铁路固定资产投资额为 7109 亿元, 同比降低 5.1%, 系疫情影响基建开工放缓。根据已制定的《中长期铁路网规划》, 至 2025 年铁路网规模达到 17.5 万公里左右, 考虑到疫情扰动减弱, 预计未来我国铁路固定资产投资或将维持高位。

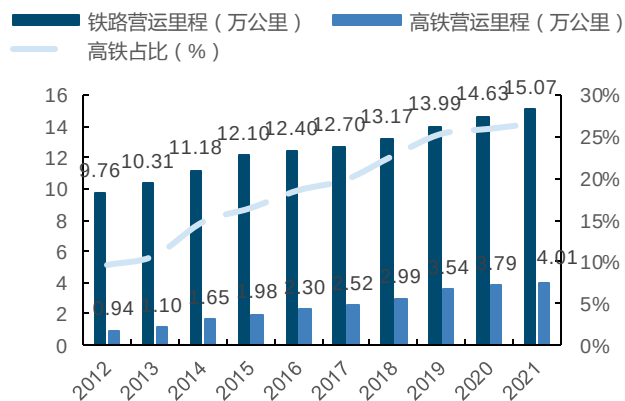
21 年我国铁路运营里程达 15.07 万公里, 其中高铁里程达 4.01 万公里, 占比 27%。高铁里程增速高于整体增速, 预计高铁道岔规模增速更高。

图表27: 历年铁路固定资产投资额及同比增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表28: 高铁运营里程占比持续提升



来源: Wind, 国金证券研究所

进一步完善“十纵十横”交通网路, 铁路建设持续推进。根据《中长期铁路网规划》, 至 2025 年铁路网规模有望达到 17.5 万公里, 我国铁路建设将持续推进。随着“十四五”规划提出完善“十纵十横”综合运输大通道, 预计未来每公里道岔需求量会增加, 我们假设未来几年道岔配置密度逐年增长, 预计 2025 年道岔总铺设量为 29 万组, 新增道岔需求为 1.51 万组。

图表29：2025 年全国道岔总铺设量将达 29 万组

	全国铁路投产新线（公里）	累计投产里程（万公里）	道岔配置密度（组/公里）	道岔总量（万组）	新增道岔需求（万组）
2018	4,683	13.18	1.47	19.38	1.34
2019	8,140	13.99	1.48	20.77	1.38
2020	6,400	14.63	1.51	22.13	1.36
2021	4,400	15.07	1.56	23.47	1.34
2022E	6,000	15.67	1.59	24.87	1.40
2023E	6,000	16.27	1.62	26.31	1.44
2024E	6,000	16.87	1.65	27.79	1.48
2025E	6,000	17.47	1.68	29.30	1.51

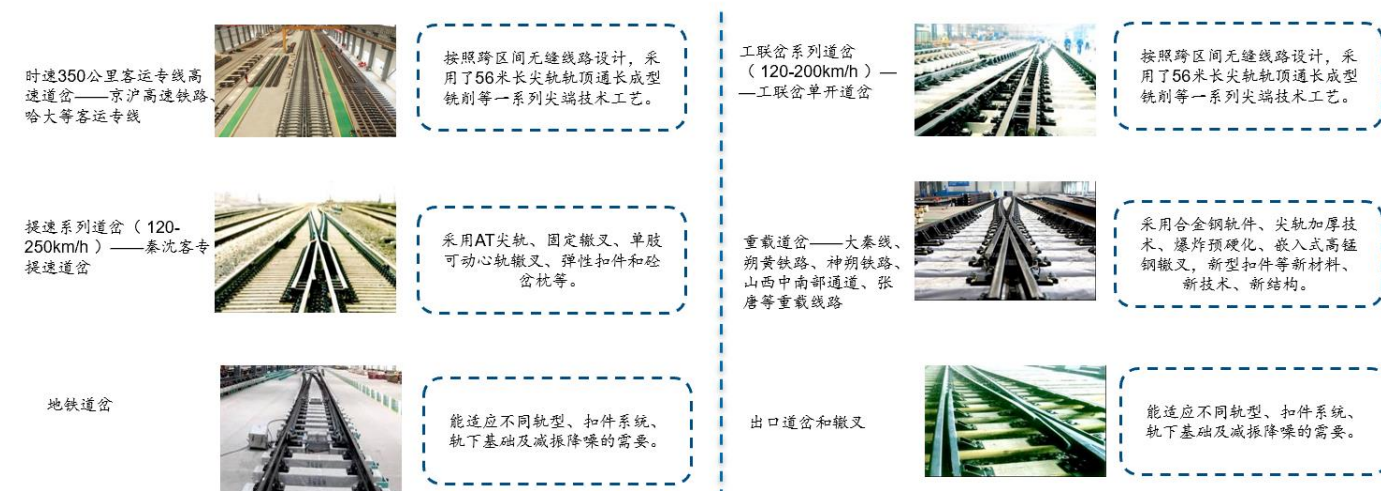
来源：Wind，交通部，国金证券研究所

注：2022-2025 年新增铁路的投产线规划根据《中长期铁路网规划》进行测算

3.3 道岔领域龙头，充分受益市场扩张

深耕道岔多年，公司道岔产品覆盖较全。公司研制的普速道岔、高速道岔和重载道岔先后为京沪铁路、哈大客专、京石客专、兰渝铁路等客专项目和高铁项目提供了高质量、高技术含量的道岔产品，参与了我国历次铁路大提速，是中国道岔技术创新的“领跑者”。

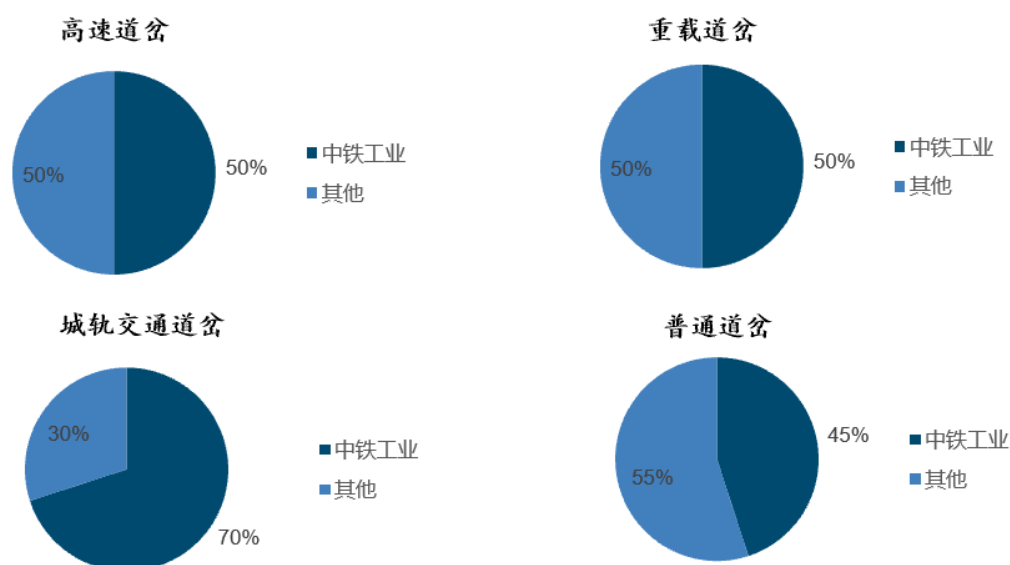
图表30：公司道岔产品种类丰富



来源：公司官网，国金证券研究所

公司是我国最早、全球最大的道岔制造企业。根据公司公告，国内市场中，2021 年公司在高速道岔（250 公里/小时以上）、重载道岔市场占有率均超过 50%，在普速道岔市场占有率超过 45%，在城轨交通道岔市场占有率超过 70%，市占率领先竞争对手。

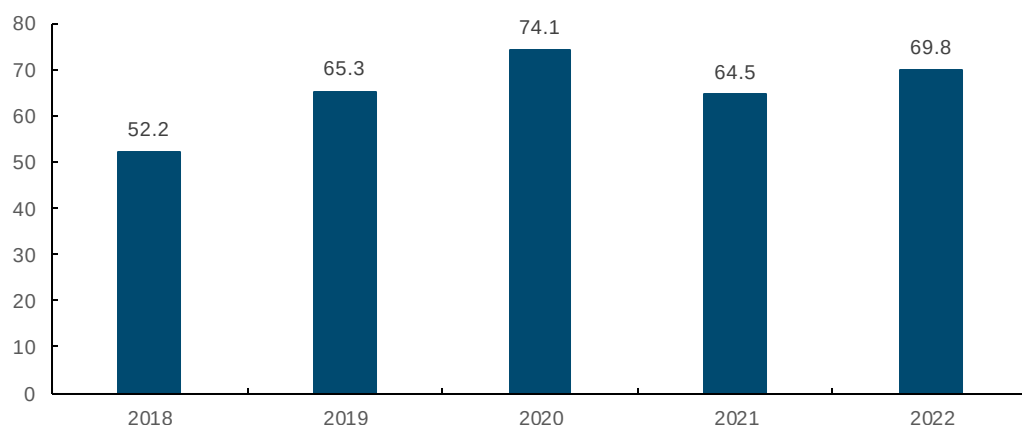
图表31：公司是国内道岔领域龙头



来源：公司公告，国金证券研究所

技术实力强，市占率高，新签订单维持高位。2022年新签订单达69.8亿元，随着铁路里程增长，公司作为道岔龙头，将充分受益下游需求增长，新签订单有望维持高位。

图表32：公司道岔新签订单金额（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

4. 国企改革政策频出，公司竞争力有望进一步提升

4.1 政策端：新一轮改革开启，有望全面提高公司盈利质量

2020-2022年国企改革三年行动收官，23年新一轮国企改革开启，推动国企高质量发展。1) 23年1月，国资委提出23年央企目标定位“一增一稳四提升”，全面提高国有企业盈利质量；2) 23年3月，国资委召开会议提出对国有企业对标世界一流企业价值创造行动进行动员部署。

图表33：近期国企改革政策频出

时间	部门	观点	主要内容
23. 01	国资委	央企考核指标“一增一稳四提升”	1) “一增”：确保利润总额增速高于全国 GDP 增速； 2) “一稳”：资产负债率总体保持稳定； 3) “四提升”：净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标进一步提升。
23. 03	国资委	国有企业对标开展世界一流企业价值	1) 要突出效益效率，加快转变发展方式； 2) 突出创新驱动，提升基础研究能力； 3) 突出产业优化升级，加快布局价值创造的新领域新赛道； 4) 突出服务大局，积极对接区域重大战略和区域协调发展战略。

来源：中国政府网，国资委，国金证券研究所

央企改革考核指标持续优化，新一轮改革更加重视盈利质量、抗风险能力。新一轮央企考核中将央企“一利五率”提出要求，即“一增一稳四提升”，“一增”，即确保利润总额增速高于全国 GDP 增速，增大国资央企稳定宏观经济大盘的分量；“一稳”，即资产负债率总体保持稳定；“四提升”，即净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标进一步提升，新一轮央企改革新增了 ROE 和现金流的考核，以净资产收益率（ROE）来替代营收利润率，有望提升央企的核心竞争力。

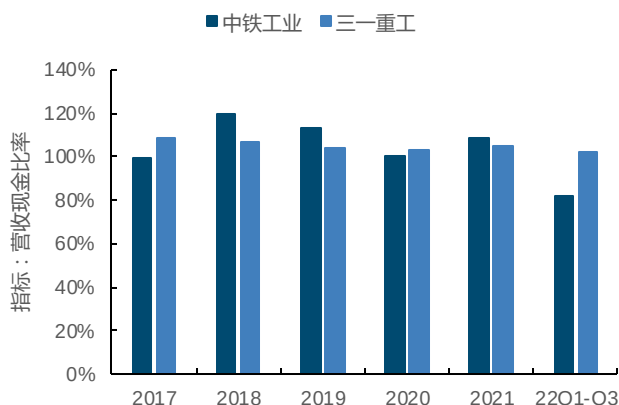
图表34：国企考核指标体系更加注重国企的盈利质量

时间	考核指标体系	内容
2020	“两利三率”	考核净利润、利润总额、营业收入利润率、资产负债率和研发经费投入强度
2021	“两利四率”	增加全员劳动生产率指标
2022	“两利四率”努力实现“两增一控三提高”	1) “两增”即利润总额和净利润增速高于国民经济增速； 2) “一控”即控制资产负债率低于 65%； 3) “三提高”即营业收入利润率要再提高 0.1 个百分点、全员劳动生产率再提高 5%、研发经费投入要进一步提高。
2023	“一利五率”：利润总额、资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、净资产收益率（替换净利润）、营业现金比率（替换营收利润率）	“一增一稳四提升”： 1) “一增”：确保利润总额增速高于全国 GDP 增速； 2) “一稳”：资产负债率总体保持稳定； 3) “四提升”：净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标进一步提升

来源：国务院，新华网，人民网，国金证券研究所

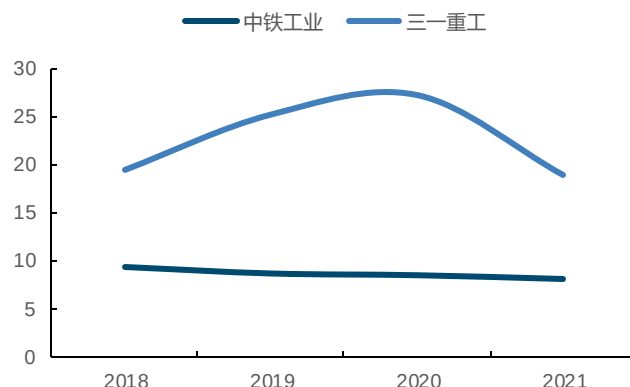
从本次国企改革重点考核的财务指标来看，我们将公司重点财务指标与三一重工进行对比，公司在营业现金比率、研发费用率水平与三一重工相近；但在 ROE、人均创收两大指标存在一定差距。随着公司对于新一轮国企考核重视程度不断提升，未来公司整体 ROE 和人均创收水平有望进一步提升。

图表35：两家公司的营业现金比率基本持平



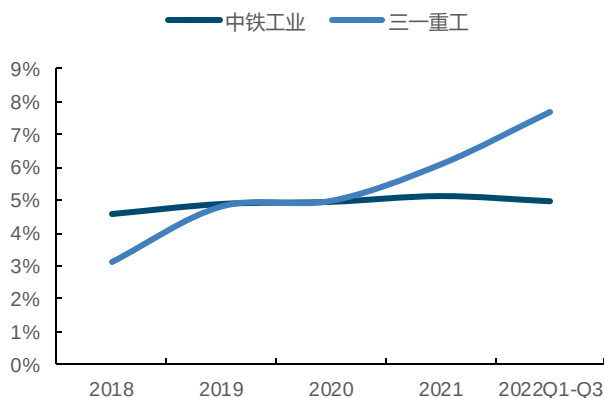
来源：Wind，国金证券研究所

图表36：17-21 年公司 ROE 低于三一重工



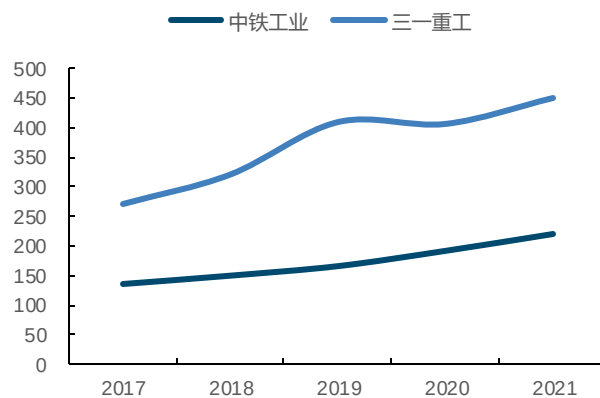
来源：Wind，国金证券研究所

图表37：公司研发费用率维持 5% 左右



来源：Wind，国金证券研究所

图表38：公司的人均创收与三一重工存在差距

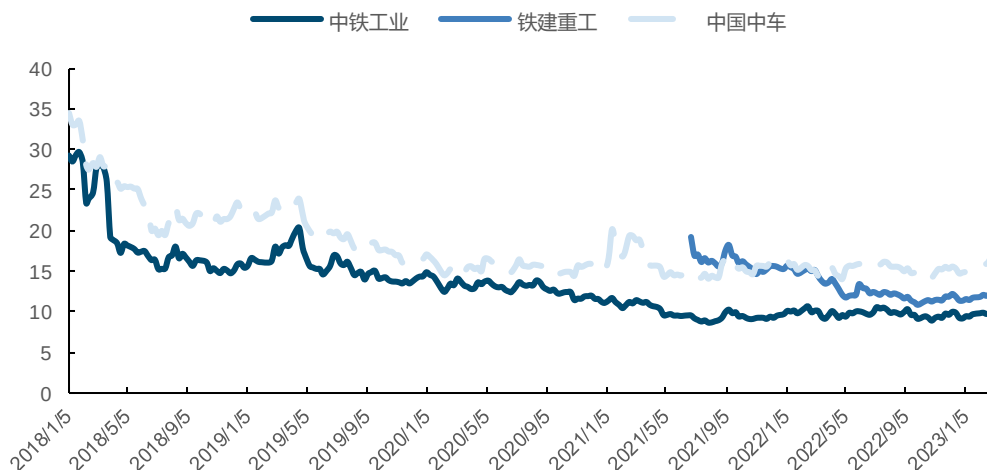


来源：Wind，国金证券研究所

4.2 估值端：公司估值处于历史低位

截至 2023.3.10，公司估值水平（PE-TTM）仅为 10.85，处于历史低位，且低于可比公司铁建重工、中国中车。我们认为本轮国企改革更注重盈利质量、现金流的考核，公司盈利质量有望优化。

图表39：公司估值水平（PE-TTM）低于可比公司



来源：Wind，国金证券研究所 注：截至日期为 2023 年 3 月 10 日

5.盈利预测与投资建议

我们预计 22-24 年公司的营业收入为 278.60/305.23/336.46 亿元，同比增长 2.59%/9.56%/10.23%；归母净利为 18.65/20.73/23.47 亿元，同比增长 0.4%/11.2%/13.2%，对应 EPS 为 0.84/0.93/1.06 元。

5.1 收入、毛利率、费率预测

1、专用工程机械装备及相关服务：

- 1) 隧道施工设备及相关服务：随着盾构机、TBM 等产品在抽水储能、水利工程、矿山等领域不断拓展，预计公司该业务有望稳定增长，预计 22-24 年收入 72.6/83.3/95.0 亿元。毛利率：该行业处于寡头垄断格局，竞争格局稳定，预计 22-24 年该业务毛利率有望维持在 26.5%。
- 2) 工程施工机械：根据 22 年中报，公司产品屡次中标 1000 吨过隧运架设备、1700 吨架梁起重机设计制造等大型项目，预计 22-24 年该业务收入有望稳定增长，预计实现 11.3/11.9/12.4 亿元；毛利率预计维持在 3.5%。

2、交通运输装备及相关服务：

- 1) 道岔及相关配件：公司道岔产品市占率稳居国内第一，随着铁路建设持续推进叠加“十纵十横”综合运输通道的规划提出，预计未来铁路道岔的需求将稳步增长，公司作为国内道岔龙头，有望充分受益行业需求提升，预计 22-24 年该业务收入 44.8/48.1/53.6 亿元；考虑到公司在道岔领域的龙头地位，预计该业务毛利率维持在 26%。
- 2) 钢结构：公司是全球钢桥梁制造安装的龙头企业，在国内大型钢桥梁的市场占有率超过 60%；随着中国基建投资规模持续增长及钢结构的应用日趋广泛，公司钢结构有望持续获取新订单，保证收入稳定增长，预计 22-24 年该业务 140.9/151.4/163.3 亿元。毛利率：公司在钢结构产品领域处于龙头地位，竞争格局良好，预计 22-24 年毛利率维持在 13%。

图表40：公司营业收入拆分及预测

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	15774.0	17761.4	20429.1	24292.0	27158.0	27860.0	30523.1	33645.7
yoy		12.6%	15.0%	18.9%	11.8%	2.6%	9.6%	10.2%
毛利率	20.3%	20.3%	20.2%	17.9%	18.1%	18.2%	18.3%	18.5%
隧道施工设备及相关服务(百万元)	2849.0	5068.0	5587.0	6591.0	6888.0	7262.3	8332.9	9495.0
yoy		77.89%	10.24%	17.97%	4.51%	5.43%	14.74%	13.95%
毛利率	35.79%	29.23%	27.91%	26.00%	26.00%	26.50%	26.50%	26.50%
工程施工机械(百万元)	833.0	943.5	1070.0	1146.0	1229.0	1129.1	1191.3	1239.5
yoy		13.3%	13.4%	7.1%	7.2%	-8.13%	5.51%	4.04%
毛利率	4.8%	4.0%	3.5%	3.2%	3.5%	3.50%	3.50%	3.50%
道岔及相关配件(百万元)	4396.0	4196.8	4342.0	4685.0	4394.0	4475.9	4807.7	5361.7
yoy		-4.53%	3.46%	7.90%	-6.21%	1.86%	7.41%	11.52%
毛利率	27.50%	26.90%	28.85%	25.00%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%
钢结构(百万元)	6150.0	7035.3	8868.0	11290.0	13793.0	14089.9	15138.1	16334.9
yoy		14.40%	26.05%	27.31%	22.17%	2.15%	7.44%	7.91%
毛利率	13.35%	12.84%	14.12%	12.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

3、费用率预测：

销售、管理费率：1) 销售费率、管理费率：考虑到公司收入增长较为稳健，且费用管控规范，预计 22-24 年公司销售费率、管理费率维持不变，分别保持在 1.5%、4.0%。3) 研发费率：考虑到公司新领域产品需要投入研发，预计 22-24 年研发费率维持在 5%。

5.2 投资建议

预计公司 2022-2024 年归母净利润为 18.65/20.73/23.47 亿元，对应 PE 分别为 11/10/9

倍。我们选取铁建重工、中国中车、三一重工作为可比公司。考虑到新一轮国企改革政策顺利推进后，公司盈利质量有望提升，并参考可比公司估值，给予公司 2023 年 15 倍 PE，合理估值为 310.95 亿元、对应股价 13.95 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表41：可比公司估值

股票名称	股价（元）	EPS					PE				
		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
铁建重工	5.07	0.41	0.33	N/A	0.45	0.55	12.37	15.36	N/A	11.27	9.22
中国中车	6.10	0.39	0.36	0.31	0.34	0.39	15.64	16.94	19.86	17.77	15.79
三一重工	17.78	1.84	1.43	0.59	0.82	1.10	9.66	12.44	30.12	21.70	16.20
平均		0.88	0.71	0.45	0.54	0.68	12.56	14.92	24.99	16.91	13.74
中铁工业	9.10	0.79	0.78	0.84	0.93	1.06	11.52	11.67	10.84	9.75	8.62

来源：Wind，国金证券研究所 注：数据截止日期为 2023.03.11，可比公司盈利预测均采用 Wind 一致预期

6.风险提示

6.1 下游基建投资不及预期。公司核心主业与高铁、隧道、轨交等基建投资相关性较高，若下游基建投资不及预期，可能会对公司业绩产生不利影响。

6.2 下游新领域拓展不及预期。公司的核心产品盾构机开始在抽水储能、水利水电等行业拓展，若新领域应用不及预期，可能对公司业绩产生不利影响。

6.3 原材料价格上涨风险。公司原材料为钢材等大宗商品，若原材料价格大幅上涨，可能影响公司盈利水平。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	20,575	24,292	27,157	27,860	30,523	33,646
增长率		18.1%	11.8%	2.6%	9.6%	10.2%
主营业务成本	-16,401	-19,942	-22,250	-22,790	-24,924	-27,432
%销售收入	79.7%	82.1%	81.9%	81.8%	81.7%	81.5%
毛利	4,174	4,350	4,908	5,070	5,599	6,213
%销售收入	20.3%	17.9%	18.1%	18.2%	18.3%	18.5%
营业税金及附加	-142	-152	-173	-167	-183	-202
%销售收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-430	-485	-443	-418	-458	-505
%销售收入	2.1%	2.0%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-923	-969	-1,141	-1,114	-1,221	-1,346
%销售收入	4.5%	4.0%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用	-1,004	-1,203	-1,397	-1,393	-1,526	-1,682
%销售收入	4.9%	5.0%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	1,676	1,540	1,753	1,978	2,211	2,479
%销售收入	8.1%	6.3%	6.5%	7.1%	7.2%	7.4%
财务费用	-29	-4	84	-24	-24	15
%销售收入	0.1%	0.0%	-0.3%	0.1%	0.1%	0.0%
资产减值损失	28	15	-33	-20	-20	-20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	133	159	148	145	145	145
%税前利润	7.2%	7.8%	7.1%	6.9%	6.2%	5.5%
营业利润	1,864	2,057	2,068	2,079	2,312	2,618
营业利润率	9.1%	8.5%	7.6%	7.5%	7.6%	7.8%
营业外收支	-1	-26	11	10	10	10
税前利润	1,863	2,031	2,080	2,089	2,322	2,628
利润率	9.1%	8.4%	7.7%	7.5%	7.6%	7.8%
所得税	-226	-206	-221	-221	-246	-279
所得税率	12.2%	10.1%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%
净利润	1,636	1,825	1,859	1,868	2,076	2,350
少数股东损益	10	-1	2	3	3	3
归属于母公司的净利润	1,627	1,826	1,856	1,865	2,073	2,347
净利率	7.9%	7.5%	6.8%	6.7%	6.8%	7.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,636	1,825	1,859	1,868	2,076	2,350
少数股东损益	10	-1	2	3	3	3
非现金支出	573	536	701	676	735	789
非经营收益	-39	-284	-104	20	18	19
营运资金变动	-1,213	-1,051	-1,564	-1,675	610	753
经营活动现金净流	958	1,027	892	888	3,439	3,910
资本开支	-956	-788	-1,507	-1,119	-872	-872
投资	-193	-138	-56	0	0	0
其他	134	95	92	145	145	145
投资活动现金净流	-1,016	-831	-1,472	-974	-727	-727
股权募资	25	289	8	-12	0	0
债权募资	19	230	6	-130	6	-19
其他	-546	-626	-435	-913	-1,003	-1,112
筹资活动现金净流	-502	-106	-420	-1,055	-997	-1,132
现金净流量	-559	82	-956	-1,141	1,716	2,051

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	6,442	7,785	7,511	6,367	8,080	10,129
应收款项	6,581	8,626	10,690	12,402	13,169	14,055
存货	12,049	12,736	14,801	16,234	17,071	18,038
其他流动资产	2,980	3,336	3,175	3,943	4,263	4,639
流动资产	28,052	32,482	36,178	38,946	42,583	46,861
%总资产	72.1%	73.5%	73.6%	74.3%	75.8%	77.4%
长期投资	1,481	1,673	1,735	1,735	1,735	1,735
固定资产	5,416	5,589	6,336	6,719	6,892	7,010
%总资产	13.9%	12.6%	12.9%	12.8%	12.3%	11.6%
无形资产	1,930	1,949	2,252	2,110	2,103	2,096
非流动资产	10,832	11,708	12,999	13,437	13,584	13,677
%总资产	27.9%	26.5%	26.4%	25.7%	24.2%	22.6%
资产总计	38,884	44,190	49,177	52,383	56,167	60,538
短期借款	383	620	588	427	466	446
应付款项	11,198	12,774	15,373	18,361	20,080	22,102
其他流动负债	7,490	8,095	9,221	8,477	9,291	10,251
流动负债	19,071	21,489	25,182	27,264	29,837	32,799
长期贷款	125	136	117	117	117	117
其他长期负债	793	676	617	630	595	593
负债	19,990	22,301	25,916	28,012	30,550	33,510
普通股股东权益	18,593	21,310	22,684	23,791	25,035	26,443
其中：股本	2,222	2,222	2,222	2,222	2,222	2,222
未分配利润	8,605	10,031	11,429	12,547	13,791	15,199
少数股东权益	300	580	577	580	583	586
负债股东权益合计	38,884	44,190	49,177	52,383	56,167	60,538

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.732	0.822	0.836	0.839	0.933	1.056
每股净资产	8.370	9.592	10.211	10.709	11.269	11.903
每股经营现金净流	0.431	0.462	0.401	0.400	1.548	1.760
每股股利	0.110	0.126	0.140	0.336	0.373	0.423
回报率						
净资产收益率	8.75%	8.57%	8.18%	7.84%	8.28%	8.87%
总资产收益率	4.18%	4.13%	3.77%	3.56%	3.69%	3.88%
投入资本收益率	7.57%	6.10%	6.52%	7.08%	7.53%	8.01%
增长率						
主营业务收入增长率	14.96%	18.06%	11.80%	2.59%	9.56%	10.23%
EBIT 增长率	11.67%	-8.08%	13.80%	12.82%	11.81%	12.09%
净利润增长率	9.84%	12.26%	1.66%	0.44%	11.19%	13.19%
总资产增长率	14.74%	13.65%	11.28%	6.52%	7.22%	7.78%
资产管理能力						
应收账款周转天数	109.8	104.6	119.5	150.0	145.0	140.0
存货周转天数	242.2	226.8	225.9	260.0	250.0	240.0
应付账款周转天数	141.8	123.7	144.6	200.0	200.0	200.0
固定资产周转天数	84.7	74.3	68.9	67.2	59.4	51.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-31.40%	-32.11%	-29.26%	-23.89%	-29.26%	-35.39%
EBIT 利息保障倍数	58.0	364.0	-20.8	84.1	92.7	-169.7
资产负债率	51.41%	50.47%	52.70%	53.48%	54.39%	55.35%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

投资评级的说明:

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1.00=买入; 1.01~2.0=增持; 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402