

设备央企国企，吹响集结号

➤ **央国企估值重构是中国特色估值体系题中应有之义。**2022金融街论坛年会，证监会主席易会满首提“中国特色估值体系”。在近期正在进行的两会中，两会代表也就“中国特色估值体系”有多项阐述。建立中国特色估值体系的本质是引导资本市场在企业盈利和股东回报之外，结合政策导向、社会责任、国家战略等外部因素进行综合考量。央国企是政策执行的先锋，然而从估值角度，国企与央企的PE中位数位于中下水准；从盈利角度，自20年国企改革开始后，21年以来地方国企ROE显著高于民营企业；21年下半年，中央企业ROE同样超过了民营企业；央国企估值提升的速度大幅慢于其盈利增长的速度，有估值修复的内在动力。

➤ **央国企接力资产负债表扩张，合理释放流动性。**2008年之后我国资产负债表扩张的主体主要是地方政府与居民部门。当下由于房地产与地方政府债务的限制，我国加杠杆主体面临缺失风险。面对资产负债表可能的收缩，国企作为过去资产增长较快的部门，有能力也有责任承担起新一轮资产负债表扩张的任务。而国企明显是有扩张空间和能力的：(1)2023年国资委将国企“资产负债率控制在65%以下”的表述调整为了“稳定在65%左右”。(2)地方国企的货币资金/总资产的平均值较A股上市公司平均水平高4.3pct，因此，面对时代的呼唤与要求时，国企正好可以盘活冗余资金，接力资产负债表扩张。(3)央国企上缴利润也是中央财政收入的组成部分。在税收、土地收入等收入来源受限的情况下，提升央国企经营能力，也是增加政府非税收入的有效手段。此外，央国企是不折不扣的政策执行者，社融M2增速差值表明资金空转现象可能存在，制造业央国企在政策推动下有望促使流动性进入实体经济。

➤ **四条思路掘金设备央国企。**机械设备行业中，央国企达到40家，占到板块标的的6.9%。国资委提出的“一利五率”考核指标关注企业的投入产出情况、现金流情况、研发投入及资产负债率，未来，通过国企改革不断深化，再融资、资产配置优化、设置利润考核指标等多种方式，国、央企将体现业绩稳增长、研发强度逐步提升、风险平衡等特性，投资中应对标的有所筛选。我们提供了四条思路，作为标的筛选的参考。

- 1) 思路一：经营水平较高，盈利能力强的公司，成长加速时市场认可度提升，估值应有所修复；
- 2) 思路二：原材料成本占比较高、费用管控能力有优化空间的公司，由于宏观不确定性因素趋于改善，利润弹性有望释放；
- 3) 思路三：大股东为集团公司，体系内优质资产较多，未来有望注入的，有望显著改善公司的经营能力、资金状况；
- 4) 思路四：央国企资产负债表扩张空间大，有望通过再融资优化现有业务及组织架构，改善经营，有助于央国企实现价值重估。

➤ **核心标的：**结合上述分析，我们筛选出以下标的：盈利能力强、成长提速的建议关注铁建重工、天地科技；行业景气度回升，利润弹性大的建议关注铁科轨道、一拖股份、中国船舶。有潜在资产注入基础的建议关注一拖股份。扩表能力强，再融资建议关注天地科技、一拖股份。

➤ **风险提示：**1) 宏观经济复苏不及预期风险。2) 政策发展不及预期风险。

推荐

维持评级

分析师 李哲

执业证书：S0100521110006
电话：13681805643
邮箱：lizhe_yj@mszq.com

相关研究

- 1.一周解惑系列：掘进机装备行业及产业链梳理-2023/03/13
- 2.一周解惑系列：钙钛矿电池技术中激光设备应用梳理-2023/03/05
- 3.一周解惑系列：叉车国内需求改善，锂电化加速全球竞争力-2023/02/26
- 4.一周解惑系列：钙钛矿晶硅叠层电池的发展路径-2023/02/19
- 5.一周解惑系列：换电行业及产业链梳理-2023/02/12

目录

1 央国企吹响集结号.....	3
1.1 中国特色估值体系中的重要一环	3
1.2 接力资产负债表扩张的下一主体	5
1.3 流动性流向实体经济的有效手段	6
1.4 整体估值偏低，有估值修复的内在动力	7
2 机械行业央国企布局四条思路	9
2.1 投资逻辑一：经营质量较高，估值有望重估.....	10
2.2 投资逻辑二：成本项改善带来业绩弹性.....	10
2.3 投资逻辑三：有优质资产注入可能性	12
2.4 投资逻辑四：央国企有望成为“再加杠杆”主力	15
3 投资建议	17
3.1 铁建重工	17
3.2 天地科技	18
3.3 铁科轨道	19
3.4 中国船舶	22
3.5 一拖股份	24
4 风险提示	26
附录 机械行业国央名单.....	32
插图目录	33
表格目录	33

1 央国企吹响集结号

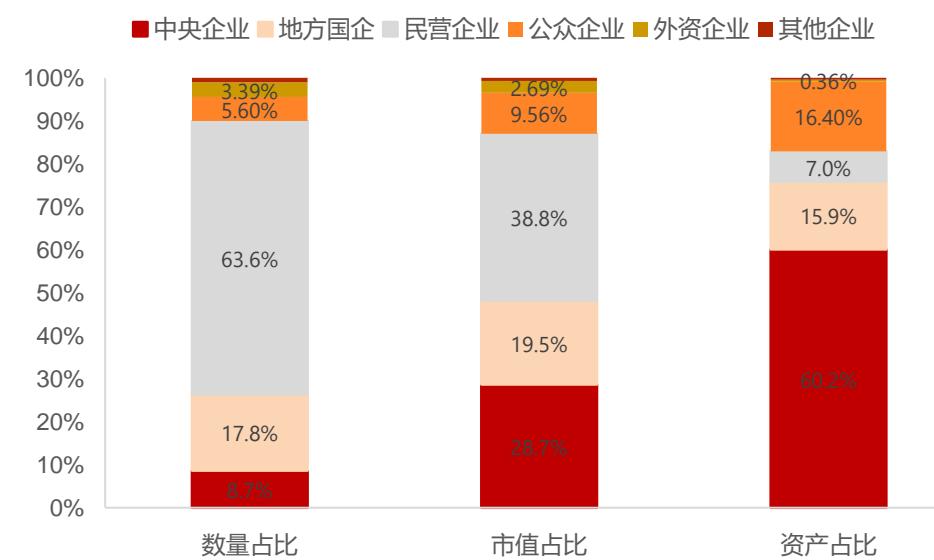
1.1 中国特色估值体系中的重要一环

党的二十大报告提出，要以中国式现代化全面推进中华民族伟大复兴。学习贯彻党的二十大精神，对中国资本市场而言，建设中国特色现代资本市场，就是新征程上的使命任务。2022年11月21日，在金融街论坛年会上，证监会主席易会满就如何建设好、发展好中国特色现代资本市场做了阐释，首次提出中国特色估值体系，并指出“探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥”是建设中国特色现代资本市场的过程之一。

中国特色资本市场的建立、中国特色估值体系的探索离不开央国企的参与。A股上市公司主要由民营企业、央企、国企等构成。改革开放以来，央国企担当了国民经济的重要支柱，在稳定经济大盘中发挥着“稳定器”“压舱石”作用。

截至2023年3月5日，从上市公司数量考虑，央企、国企占A股上市公司总数的26.51%；从市值角度考虑，央企、国企占A股上市公司总市值的48.21%；从资产角度考虑，截至2022年6月30日，央企、国企占A股上市公司总资产的76.06%。这些数据无不体现了央国企作为国民经济重要支柱的地位，也充分说明了在中国特色估值体系与中国特色资本市场中，央国企是不容忽视的一环。

图1：A股市场各类型公司数量、市值及资产占比



资料来源：wind，民生证券研究院（注：市值截至2023年3月5日；资产截至22年半年报）

央国企是政策执行的标杆，有望受益于中国特色估值体系的建立。新中国成立初期在“聚精会神办大事”的理念下央国企应运而生，央国企作为中国特色社会主义经济发展的“顶梁柱”，不仅为中国经济稳定发展提供了必要的支撑，同时也是政策执行的标杆。不论是“脱贫攻坚”、“节能减排”又或是“一带一路”，央国企都身先士卒，不折不扣的配合国家政策的执行。例如，在脱贫攻坚下，中央企业先

后承担了 11000 多项各类结对帮扶任务，同时还结对帮扶了 246 个国家扶贫开发工作重点县，约占总数的 42%。

建立中国特色估值体系的本质就是引导资本市场在企业盈利和股东回报之外，结合政策导向、社会责任、国家战略等外部因素进行综合考量。因而，央企、国企的社会责任意识有望受益于中国特色估值体系，实现估值重估。

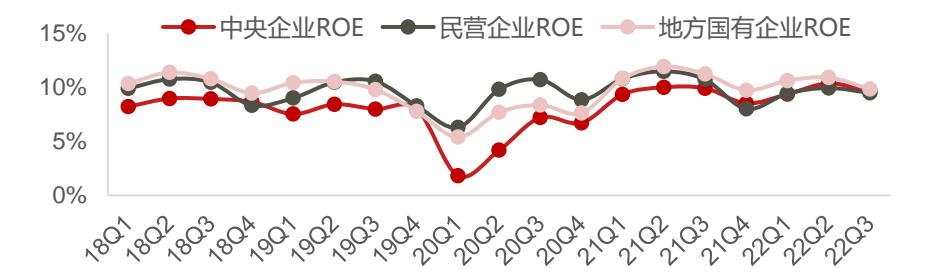
表1：央国企是政策执行标杆

政策	公司	主要措施
脱贫攻坚	中国铁建	依托甘德县境内丰富的草地资源、旅游资源、畜牧业资源，推进产业扶贫，协助地方招商引资工作，首次参与“青洽会”即成功签约 3 个项目，总签约额 1.95 亿元。
	中国能建	在西林县和陕西镇巴县先后实施了通村公路硬化、拓宽、饮水、整村环境综合整治等基础设施建设，助力两县决胜脱贫攻坚。
	航天科技	立足陕西省洋县、太白县和河北省涞源县实际情况，向 3 个定点扶贫县累计投入近 1.2 亿元帮扶资金，帮助 3 县都实现脱贫摘帽。
节能低碳	中国海油	“十三五”期间，中国海油实现节能量 132 万吨标准煤，二氧化碳减排量 317 万吨；2021 年累计投入资金 4.5 亿元，实施节能降碳项目 105 个。
	中国石化	截至 2021 年底，中国石化累计实施“能效提升”项目近 4000 项，实现节能约 650 万吨标煤。
	中国石油	2021 年，中国石油温室气体排放量、甲烷排放强度分别同比下降 4.38% 和 8.9%，全年节能 74 万吨标准煤。
一带一路	中国中铁	与一众企业共同建设雅加达至万隆高铁，计划于今年年中建成通车，可实现实现资源互通，带动沿线地区打造“高铁经济带”，激发印尼的经济发展活力。
	云天化	云天化天驰物流在中老铁路的物流发运量占比云南省发运量的 50%，成为中老铁路跨境货物运输的重要货源组织者和发运者，建立起链接东南亚、南亚、中东、澳新、美洲、欧洲和非洲等地区 40 多个国家和地区的国际营销网络。
	中国电建	在 48 个“一带一路”沿线国家和地区开展业务，在建工程承包和投资运营项目合同 1866 个，2021 年签署的海外新能源业务，占到央企国际新能源新签合同总额的 50% 以上。

资料来源：国务院国有资产监督管理委员会，民生证券研究院

三年改革下，央国企经营质量改善。2020 年 6 月 30 日，中央深改委第十四次会议审议通过了《国企改革三年行动方案（2020 - 2022 年）》，发出了深化国企改革的动员令。三年行动启动以来，各部门、各地区、各国有企业推动各项举措精准落地，形成新一轮国企改革热潮，完成了行动主要目标任务。**从盈利能力来看，自 20 年国企改革开始后，21 年以来地方国企自 ROE 显著高于民营企业；21 年下半年，中央企业 ROE 同样超过了民营企业。**

图2：A 股市场各类型公司 ROE 趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 接力资产负债表扩张的下一主体

居民因房地产的下行周期，中断加杠杆趋势。资产负债表扩张的主体可以分为非金融企业、政府部门以及居民部门。2008年金融危机爆发以后，基建与地产投资成为我国经济增长的主要驱动力，住房也成为了居民资产的重要一部分。但由于2020年后国内房地产行业进入下行周期叠加2022年地产行业自身运行出现风险，例如“保交楼”事件，使得购房者逐步认清市场风险，加杠杆趋于谨慎。

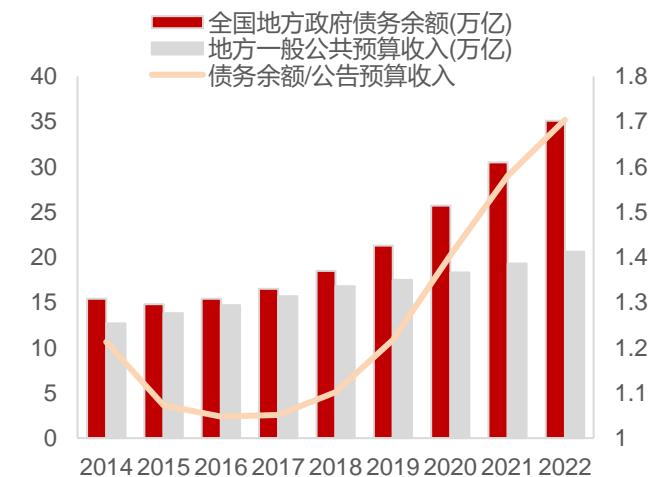
地方政府接力资产负债表扩张，但债收比现已攀至高点。2020年后疫情袭来，对全球经济发展造成较大冲击，导致了非金融企业对未来经济的较低预期，因而其加杠杆意愿也较低，2020年Q1-2022Q4非金融企业杠杆率下滑1.2pct。地方政府在此情况下接力资产负债表扩张，2020Q1-2022Q4地方政府杠杆率上升9.8pct。与之而来的是地方政府债收比达到了2014年以来的最高点1.7。

图3：居民部门杠杆率与地产投资完成额累计同比



资料来源：wind, 民生证券研究院

图4：地方政府债务余额占比持续升高



资料来源：wind, 民生证券研究院

央企、国企有望成为下一资产负债表扩张的主体。随着疫情影响逐渐褪去，宏观经济呈现向好趋势，我们认为非金融企业有望接力资产负债表扩张，央企、国企有望成为资产负债扩张中的主体。主要原因由三点：

(1) 首先，国有企业，尤其是中央企业构成了中国特色社会主义制度的经济基础，是政府调控经济和社会发展的战略工具。在资产负债表面临无扩张主体时，央国企更可能身先士卒的接力资产负债表的扩张。而央国企上缴利润也是中央财政收入的组成部分。在税收、土地收入等收入来源受限的情况下，提升央国企经营能力，也是增加政府非税收入的有效手段。

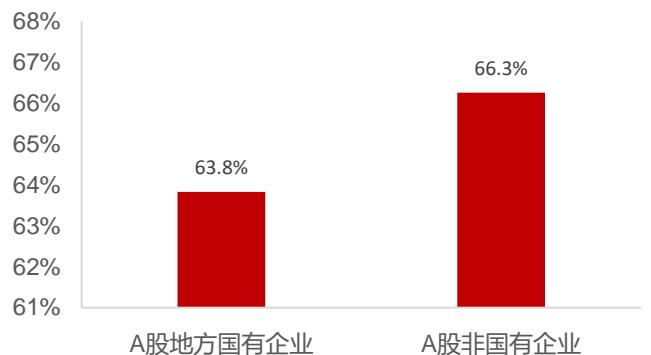
(2) 其次，从政策端考虑，2023年对国企的资产负债率要求有所放宽，将资产负债率控制在65%以下”的表述调整为了“稳定在65%左右”。而且以2023年3月5日各上市公司最新披露数据计算，非金融企业中，A股地方国有企业的资产负债率较非国有企业资产负债率低2.5pct，表明地方国有企业较非国有企业

存在更高的加杠杆空间。

(3) 最后，从能力端考虑，通过计算 A 股非金融企业中地方国企与非国有企业的货币资金与企业总资产的比值，我们发现地方国企的平均货币资金比率较非国有企业平均水平高 4.3pct，表明地方国企货币资金闲置率较高，可支配现金流较为充裕。

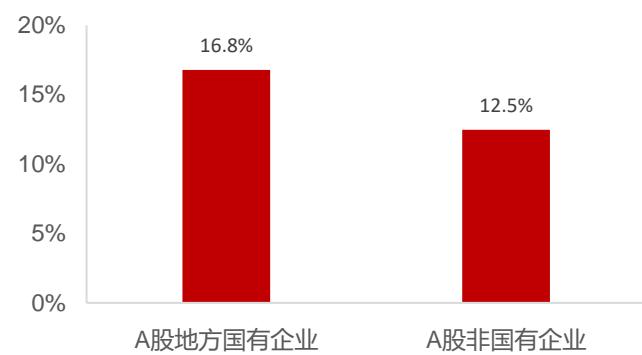
因此，无论从企业意愿、可扩张空间还是扩张能力角度考虑，央国企都有望接
力资产负债表，成为支撑其扩张的主体。

图5：A股地方国有企业资产负债率较低



资料来源: wind, 民生证券研究院 (注: 截至 2023 年 3 月 5 日最新一期)

图6：A股地方国企货币资金占总资产比率较高



资料来源: wind, 民生证券研究院 (注: 截至 2023 年 3 月 5 日最新一期)

1.3 流动性流向实体经济的有效手段

货币资金空转现象仍存。自 21 年 4 月起社会融资规模存量增速与 M2 增速的差值呈现下降趋势，且在 22 年 5 月之后开始倒挂，反映了大部分投放的基础货币仍停留在金融体系内，并未流入实体经济，实体经济获取资金成本仍较高。10 年期国债收益率也侧面印证了这一现象，若信贷传导通畅，投放的基础货币更易进入实体经济，指标上社会融资规模存量增速与 M2 增速的差值将扩大，资金在债市加杠杆动能衰减，表现为无风险利率上行。而 21 年 4 月开始，10 年期国债收益率进入了下行轨道，表明资金仍较多停留于金融系统内。

图7：社融 M2 增速差值与 10 年国债收益率



资料来源: wind, 民生证券研究院

政策推动制造业发展，合理释放流动性。在十四届全国人大上，国务院总理李克强在政府工作报告中指出，加快建设现代化产业体系。围绕制造业重点产业链，集中优质资源合力推进关键核心技术攻关。制造业是一个国家的核心竞争力，中国拥有全球规模最大、门类最全、配套最完备的制造业体系，拥有完善的基础设施。但中国存在明显的资金空转难以进入制造业的情况，制造业的发展和整合往往都是在金融的支持下实现的。比如融资租赁可以解决设备闲置问题，兼并重组可以解决价值链再造问题，专利银行制度可以解决科技研发与转化的信息不对称问题等。
在国家政策的推动下，央国企有望率先在金融的支持下进一步发展，提升政府的非税收入。

表2：制造业发展相关政策法规

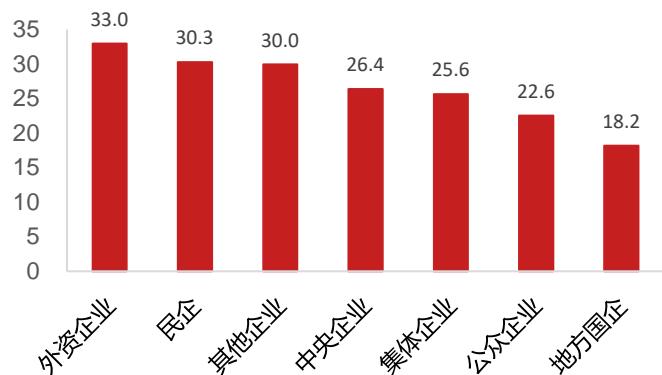
政策	时间	内容
关于完善制造业创新体系，推进制造业创新中心建设的指导意见	2016	围绕重点行业转型升级和新一代信息技术、智能制造、增材制造、新材料、生物医药等领域创新发展的重大共性需求，建设一批制造业创新中心。
增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018-2020年）	2017	在轨道交通装备、高端船舶和海洋工程装备、智能机器人、智能汽车、现代农业机械、高端医疗器械和药品、新材料、制造业智能化、重大技术装备等重点领域，组织实施关键技术产业化专项。
制造业设计能力提升专项行动（2019-2022）	2019	在高档数控机床、工业机器人、汽车、电力装备、石化装备、重型机械等行业实现原创设计突破。
十四五规划和2035年远景目标纲要	2021	深入实施制造强国战略，提升高端新材料，重大技术装备、智能制造与机器人技术等领域的核心竞争力。
中国共产党第二十次全国代表大会报告	2022	实施产业基础再造工程和重大技术装备攻关工程，支持专精特新企业发展，推动制造业高端化、智能化、绿色化发展。
十四届全国人大政府工作报告	2023	加快建设现代化产业体系。围绕制造业重点产业链，集中优质资源合力推进关键核心技术攻关。

资料来源：各政府官网，民生证券研究院

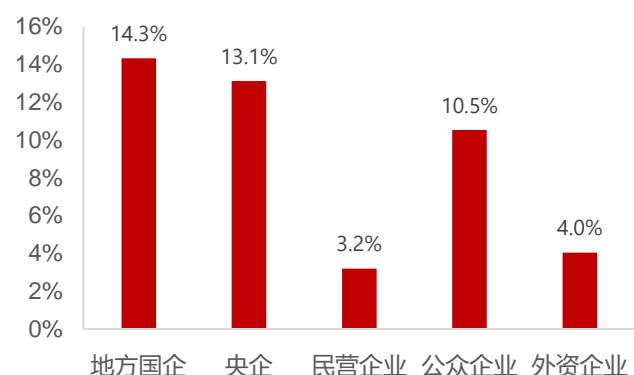
1.4 整体估值偏低，有估值修复的内在动力

央国企整体估值偏低。对不同公司属性A股上市公司相关数据进行梳理，国企、央企的滚动市盈率处在中下游水平。同时，国企与央企破净率在各类A股上市公司中属较高水平。我们认为这可能跟其投资者关系管理存在一定联系。

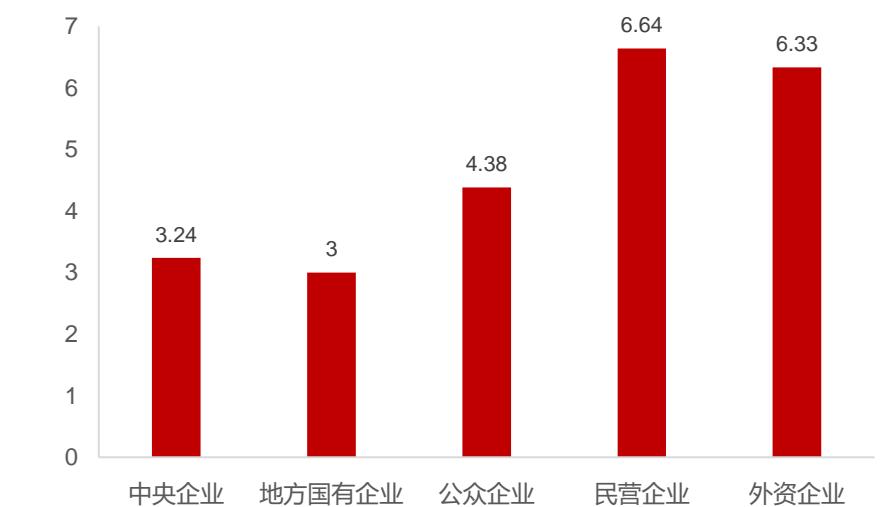
具体而言，通过计算过去一年不同公司属性A股上市公司与投资者、投资机构的沟通交流次数，**我们发现民营企业和外资企业同投资者、投资机构进行交流沟通的次数远远高于中央企业与地方国有企业。**该现象表明了投资者、投资机构往往较难获得与央企、国企的交流机会，无法快速获取公司治理、业务经营相关的信息，因而影响了市场对央国企的估值水平。

图8：各类A股上市公司的PE(TTM)中位数


资料来源：wind，民生证券研究院（注：截至2023年3月5日收盘价）

图9：各类A股上市公司破净率


资料来源：wind，民生证券研究院（注：市值截至2023年3月5日收盘价，净资产为截至2023年3月5日的最新报告期披露数据）

图10：各类A股上市公司过去一年平均被调研次数


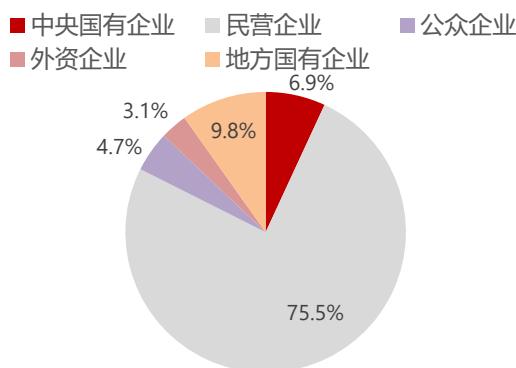
资料来源：wind，民生证券研究院（注：统计日期为2022年3月6日-2023年3月5日）

2 机械行业央国企布局四条思路

机械行业央国企中，央企市值更高。机械行业中央企业有 40 家，占机械板块的 6.9%，地方国企共有 57 家，占机械板块的 9.8%。进一步细究其市值，中央企业中市值 50 亿以下有 13 家，50-200 亿有 17 家，200 亿及以上有 10 家。地方国企中市值 50 亿以下有 30 家，50-200 亿有 25 家，200 亿及以上有 2 家。

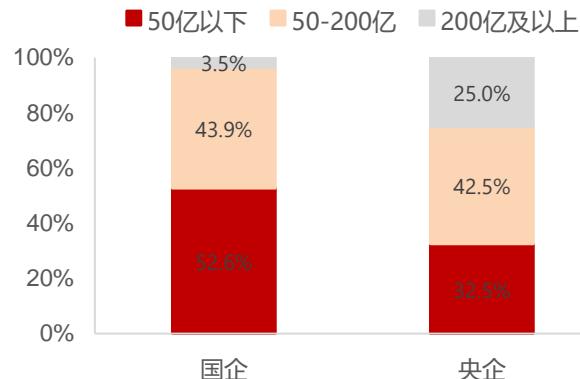
机械行业央国企以传统行业为主。机械行业内 47.5% 的央企主要从事轨交、冶金、能源行业的设备生产、销售，10% 的央企主要从事基础零部件的生产、销售。与之不同，21.1% 的机械行业国企主要从事金属零部件生产、销售，15.8% 的国企主要从事工程机械的生产、销售，10.5% 的国企主要从事流体机械的生产、销售。

图11：机械行业各类型企业分布



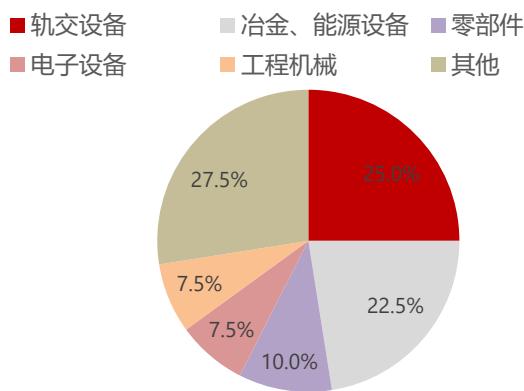
资料来源：wind，民生证券研究院（注：截至 2023 年 3 月 5 日）

图12：央企及地方国企市值分布



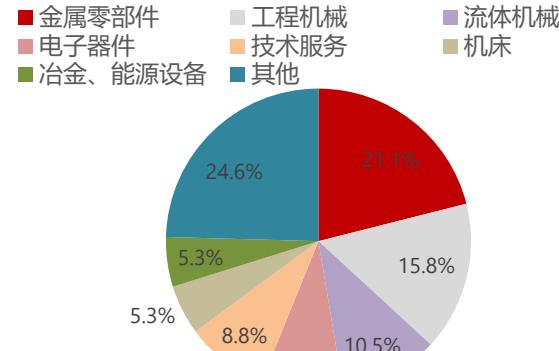
资料来源：wind，民生证券研究院（注：截至 2023 年 3 月 5 日）

图13：央企行业分布



资料来源：wind，民生证券研究院（注：截至 2023 年 3 月 5 日）

图14：国企行业分布



资料来源：wind，民生证券研究院（注：截至 2023 年 3 月 5 日）

在众多央国企中，应如何筛选投资机会。我们认为应抓住四条主线展开布局：

- 1) 公司自身经营质量较高，由于行业相对传统，估值长期处于低位，但近期行业有边际变化的；
- 2) 公司原材料成本占比较高，利润率低，有望管理改善的；

- 3) 公司控股股东是集团企业，有望注入优质资产的；
- 4) 公司杠杆率较低，有加杠杆空间的。

2.1 投资逻辑一：经营质量较高，估值有望重估

由于央国企普遍分布在关系国计民生的成熟行业，行业爆发力不足，且与市场沟通不充分，市场长期对于这些央国企给予较低的估值水平。但部分央国企长期经营质量高，财务报表优质，由于行业需求周期性恢复，或公司自身能力强，提升市占率或开拓新市场，增速有所提升的，应赋予更高估值。

我们用以下指标衡量央国企的盈利能力：过去3年的ROE均值、过去3年的ROIC均值、过去三年销售毛利率的均值、过去三年销售净利率的均值，并在机械行业上市公司中分别筛选出5支高盈利能力央企、国企。

表3：高盈利能力央国企

企业类型	企业名称	近三年 ROE 平均	近三年 ROIC 平均	近三年销售毛利率平均	近三年销售净利率平均
中央企业	高铁电气	18.27%	14.96%	23.42%	11.23%
中央企业	铁建重工	17.55%	12.75%	33.30%	19.95%
中央企业	国检集团	16.44%	17.07%	45.24%	18.90%
中央企业	锐科激光	13.84%	14.38%	29.07%	15.02%
中央企业	中金辐照	10.09%	10.30%	58.17%	25.79%
地方国企	密封科技	20.32%	20.85%	43.12%	19.73%
地方国企	国缆检测	18.94%	19.38%	60.22%	32.57%
地方国企	开普检测	14.21%	16.20%	72.55%	47.62%
地方国企	苏轴股份	13.87%	15.16%	33.52%	13.96%
地方国企	宁波精达	13.11%	11.99%	40.13%	16.32%

资料来源：Wind，民生证券研究院（注：文中近三年为2019-2021年）

从上表看，央国企中不乏盈利能力强的企业，尤其检测、高铁行业表现突出。典型如开普检测、国缆检测近三年平均的毛利率能达到73%、60%，净利润率达到48%、33%。但它们近三年净利润平均增长率仅为-14%、10%，成长能力偏弱可能是其估值表现不佳的原因。如后续成长加速，估值有望提升。

2.2 投资逻辑二：成本项改善带来业绩弹性

宏观不利因素影响减弱，业绩修复弹性大。近三年疫情、运价、原材料、汇率等宏观因素轮番影响企业经营，对中游的设备制造业造成较大影响。随着宏观因素趋于正常化，海运价格逐步回落，钢材等大宗原材料价格逐步回落，设备企业经营情况有望改善。尤其原材料成本占比较高的企业，恢复弹性更大。

图15：波罗的海运费指数逐步回落


资料来源：wind，民生证券研究院

图16：钢材价格指数相比高峰期有所回落


资料来源：wind，民生证券研究院

原材料、运费等成本在收入中占比较高的企业盈利情况有望迎来大幅改善。从2021年净利率为正的公司排序来看，中国船舶、冀东装备、石化机械、大连重工2021年净利率水平较低且在2022Q1-Q3净利率水平实现了一定提升，上述公司成本-收入占比普遍在75%以上，净利率水平提升可能由于行业景气度回升，规模效应带来费用进一步摊薄，原材料、运费价格逐步回落带来成本端改善。

表4：成本占比较高且净利率水平较低的国企、央企

股票代码	企业简称	销售净利率			成本-收入占比		
		2020	2021	2022Q1-Q3	2020	2021	2022Q1-Q3
600150.SH	中国船舶	0.46%	0.39%	3.88%	89.29%	89.40%	89.97%
000856.SZ	冀东装备	-0.41%	0.50%	0.70%	95.12%	94.01%	93.45%
601106.SH	中国一重	0.66%	0.58%	0.37%	90.03%	91.14%	92.74%
000852.SZ	石化机械	0.49%	0.86%	1.12%	79.94%	83.00%	86.13%
600495.SH	晋西车轴	1.78%	0.90%	0.17%	83.91%	87.28%	88.06%
002204.SZ	大连重工	0.60%	1.08%	3.04%	76.33%	78.49%	79.93%
600992.SH	贵绳股份	1.42%	1.23%	0.64%	86.35%	89.21%	91.80%
002686.SZ	亿利达	2.08%	1.59%	4.31%	76.49%	80.28%	80.23%
002552.SZ	宝鼎科技	2.07%	1.80%	1.68%	84.27%	86.78%	86.99%
600320.SH	振华重工	1.84%	2.03%	1.19%	85.69%	90.45%	88.53%
600169.SH	太原重工	0.37%	2.09%	1.63%	81.01%	79.41%	81.48%
000680.SZ	山推股份	1.48%	2.30%	7.51%	86.27%	85.65%	85.14%
002097.SZ	山河智能	6.15%	2.82%	-1.95%	72.36%	76.81%	78.44%
601608.SH	中信重工	3.17%	2.95%	3.02%	75.87%	79.06%	83.96%
603169.SH	兰石重装	-9.30%	3.30%	4.95%	89.40%	83.17%	85.00%
600072.SH	中船科技	7.45%	3.34%	2.67%	85.91%	85.96%	89.36%

资料来源：wind，民生证券研究院

此外，部分央国企在费用管控上有较大优化空间，三费占比高、净利率较低的企业也有望获得更大的业绩改善弹性。其中，国瑞科技、神州高铁、宝塔实业、钢研纳克2022Q1-Q3期间费用率水平较高，且销售净利率水平较低，2022Q1-Q3净利率水平相较于2021年有大幅改善。

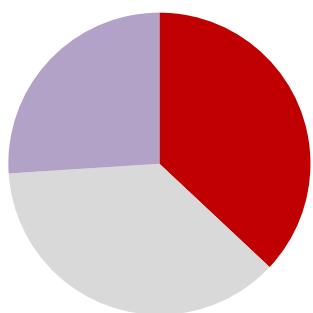
表5：期间费用率占比较高净利率有望改善的公司

股票代码	公司简称	期间费用率			销售净利率		
		2020	2021	2022Q1-Q3	2020	2021	2022Q1-Q3
300600.SZ	国瑞科技	24.76%	44.16%	53.99%	17.73%	-122.32%	-27.14%
000008.SZ	神州高铁	48.69%	43.98%	67.08%	-46.52%	-62.25%	-18.13%
000595.SZ	宝塔实业	61.20%	43.08%	24.37%	6.56%	-101.12%	-24.00%
300797.SZ	钢研纳克	32.40%	36.02%	35.26%	13.18%	12.00%	13.85%
002480.SZ	新筑股份	22.35%	35.43%	44.97%	2.78%	-9.86%	-14.62%
000410.SZ	*ST 沈机	46.20%	34.52%	18.31%	-54.66%	-55.38%	0.18%
688165.SH	埃夫特	29.42%	34.06%	27.92%	-15.04%	-16.81%	-9.47%
002366.SZ	*ST 海核	76.54%	33.74%	18.81%	-345.60%	-211.09%	-39.13%
002967.SZ	广电计量	32.81%	31.93%	35.22%	13.21%	8.57%	4.37%
300173.SZ	福能东方	33.73%	29.85%	22.25%	3.25%	-27.87%	1.18%
300145.SZ	中金环境	27.24%	27.24%	27.61%	-46.03%	-14.71%	3.94%
603060.SH	国检集团	24.84%	26.96%	33.43%	19.45%	15.83%	6.52%

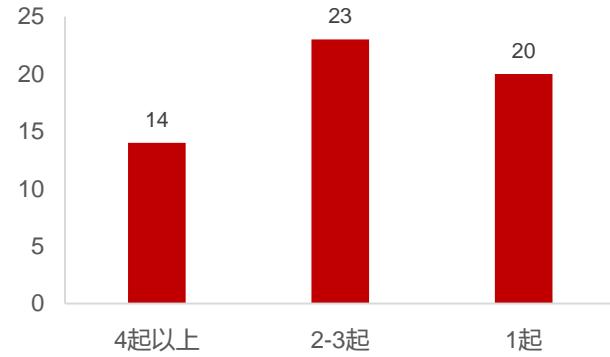
资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 投资逻辑三：有优质资产注入可能性

部分央国企大股东为集团公司，集团其它资产优质，如果注入也将增强公司市场竞争力。注入优质资产是提高央企控股上市公司质量的重要举措，通过专业化的并购重组能够对央企内部产业结构、团队和技术平台架构优化，降低边际成本，提高市场份额，提升核心竞争力，从而打造出一批具有强竞争力的旗舰型上市公司。

图17：2018-2023.3 国企、央企资产注入事件(起)
■ 地市国资控股 ■ 省属国资控股 ■ 央企国资控股


资料来源：wind，民生证券研究院

图18：2018-2023.3 国、央企单个企业累计股权注入 (起)


资料来源：wind，民生证券研究院

从 2018-2023 年 3 月机械行业的国企、央企资产注入事件数量来看，央企、省属、地级市国资控股资产注入事件分别为 54, 54, 38 起，其中多家公司在期间获得多次资产注入，且以股权资产注入占绝大多数。从股权注入情况来看，单个企业累计股权注入数量在 4 起以上的有 14 家，2-3 起事件的公司有 23 家，1 起事件的公司有 20 家。

对于具备国资背景、集团资源的企业，可以发挥“集中力量办大事”的优势，从而实现快速发展。公司核心大股东具备着资源再整合，提升集团运营效率的能力，

对于这类公司可以予以一定溢价。溢价来源于：

(1) 协同效应：公司核心大股东在行业内居于龙头地位，具备产业链的协同效应，可以有效节约交易成本，如果大股东有未上市的优质资产，通过资产注入后可以提升该项业务的资源利用效率。

(2)“造血”能力：大股东具备强企业孵化能力，包含资金、技术等优势，能够持续响应行业发展趋势，对新兴领域市场需求持续投入，从而打造具有高增长潜能的子公司再注入上市公司做进一步发展。从 2018-2023.3 的资产注入情况来看，背靠大型国企集团的公司具备多次资产注入的可能性。

表6：2018 年-2023 年 3 月资产注入情况列表

代码	公司简称	资产注入 (起)	企业类型	第一大股东	股东类型
300145.SZ	中金环境	4	地方国有企业	无锡市市政公用产业集团有限公司	国有法人
002204.SZ	大连重工	3	地方国有企业	大连重工装备集团有限公司	国有法人
002046.SZ	国机精工	3	中央国有企业	中国机械工业集团有限公司	国有法人
300557.SZ	理工光科	3	中央国有企业	武汉光谷烽火科技创业投资有限公司	国有法人
000528.SZ	柳工	3	地方国有企业	广西柳工集团有限公司	国有法人
002097.SZ	山河智能	3	地方国有企业	广州万力投资控股有限公司	国有法人
000680.SZ	山推股份	3	地方国有企业	山东重工集团有限公司	国有法人
002686.SZ	亿利达	3	地方国有企业	浙江省浙商资产管理有限公司	国有法人
601608.SH	中信重工	3	中央国有企业	中国中信有限公司	国有法人
600558.SH	大西洋	2	地方国有企业	四川大西洋集团有限责任公司	国有法人
000856.SZ	冀东装备	2	地方国有企业	冀东发展集团有限责任公司	国有法人
000837.SZ	秦川机床	2	地方国有企业	陕西法士特汽车传动集团有限责任公司	国有法人
300747.SZ	锐科激光	2	中央国有企业	中国航天三江集团有限公司	国有法人
600835.SH	上海机电	2	地方国有企业	上海电气集团股份有限公司	国有法人
600894.SH	广日股份	1	地方国有企业	广州智能装备产业集团有限公司	国有法人
300024.SZ	机器人	1	中央国有企业	中国科学院沈阳自动化研究所	国有法人
601798.SH	蓝科高新	1	中央国有企业	中国能源工程集团有限公司	国有法人
600815.SH	厦工股份	1	地方国有企业	厦门海翼集团有限公司	国有法人
000852.SZ	石化机械	1	中央国有企业	中国石油化工集团有限公司	国有法人
002523.SZ	天桥起重	1	地方国有企业	株洲市国有资产投资控股集团有限公司	国有法人
000425.SZ	徐工机械	1	地方国有企业	徐州工程机械集团有限公司	国有法人
601038.SH	一拖股份	1	中央国有企业	中国一拖集团有限公司	国有法人
601106.SH	中国一重	1	中央国有企业	中国一重集团有限公司	国有法人

资料来源：Wind，民生证券研究院

通过优质资产注入，可以实现显著改善公司的经营能力、资金状况。以秦川机床为例，秦川机床 2018 年和 2019 年净利润分别为 -2.8 亿和 -3.17 亿元，即将面临退市风险。根据秦川机床《收购报告书》，2020 年 3 月，控股股东省国资委将持有的秦川机床 1.1 亿股股份无偿划转至法士特集团。2020 年 6 月 9 日，秦川机床以现金方式收购法士特集团旗下的沃克齿轮 100% 股权，沃克齿轮作为汽车、工程机械变速器齿轮等零配件制造商，秦川机床可获取到其人才资源、技术能力、供

应链条价值及稳定的客户关系等，产生协同效应，进一步提升秦川机床的盈利能力。2021年秦川机床营收同比+50.52%，归母净利润同比+83.86%，实现了业绩发展的扭转。

2023年3月1日，公司向特定对象发行股票获深交所受理，定增募资不超过12.3亿元，募集资金净额将用于高档工业母机创新基地项目(一期)、新能源汽车领域滚动功能部件研发与产业化建设项目、新能源乘用车零部件建设项目、复杂刀具产业链强链补链赋能提升技术改造项目。通过大股东资产注入以及后续的资源扶持，公司实现了治理水平和资源配置效率的进一步优化，从而促进估值回到合理区间。

表7：大股东高资本实力央国企

证券代码	证券简称	公司属性	第1大股东	第1大股东性质	第2大股东	第2大股东性质
601399.SH	国机重装	中央国有企业	中国机械工业集团有限公司	国有法人	中国第二重型机械集团有限公司	国有法人
600815.SH	厦工股份	地方国有企业	厦门海翼集团有限公司	国有法人	中国进出口银行厦门分行	国有法人
600072.SH	中船科技	中央国有企业	中国船舶工业集团有限公司	国有法人	江南造船(集团)有限责任公司	国有法人
002046.SZ	国机精工	中央国有企业	中国机械工业集团有限公司	国有法人	长城国泰	其他
601798.SH	蓝科高新	中央国有企业	中国能源工程集团有限公司	国有法人	中国机械工业集团有限公司	国有法人
000837.SZ	秦川机床	地方国有企业	陕西法士特汽车传动集团有限公司	国有法人	陕西省产业投资有限公司	国有法人
601608.SH	中信重工	中央国有企业	中国中信有限公司	国有法人	中信投资控股有限公司	国有法人
000425.SZ	徐工机械	地方国有企业	徐州工程机械集团有限公司	国有法人	天津茂信企业管理合伙企业(有限合伙)	境内非国有法人
600582.SH	天地科技	中央国有企业	中国煤炭科工集团有限公司	国有法人	北京诚通金控投资有限公司	国有法人
000680.SZ	山推股份	地方国有企业	山东重工集团有限公司	国有法人	潍柴动力股份有限公司	国有法人
002204.SZ	大连重工	地方国有企业	大连重工装备集团有限公司	国有法人		

资料来源：Wind，民生证券研究院

上表可见，机械板块上市公司较多、集团资产雄厚的集团主要有：**国机集团**：2018年，国机集团将优质资产注入二重重装，国机集团旗下的上市公司包括苏美达、中工国际、国机重装、一拖股份、中国电研、林海股份、国机精工、经纬纺机、国机汽车、国机通用、蓝科高新等，后续有望进行下一步整合。**南北船重组**：2019年，南北船实施联合重组，相关的股票包括中国船舶、中国重工、中船防务、中国海防、中船应急、中船科技、中国动力、久之洋等，重组后的资产运作也有望加速，中船科技等旗下子公司或将受益。

当前，山推股份、厦工股份、大连重工、国机精工均有资产注入项目进行中。

2.4 投资逻辑四：央国企有望成为“再加杠杆”主力

央国企重估，降低股权融资成本，有助于进行股权融资，再加杠杆空间逐步体现。（1）**央企、国企再融资活动活跃：**从历史上央企再融资预案公告后股价变动情况来看，大多数低杠杆率公司具有较大的加杠杆空间，部分企业已经发布再融资计划，融资项目投向各类高端制造领域，助力中国制造业转型升级，包括核电风机、高端数控机床、特材装备的领域，响应国家大力发展战略新兴产业号召。（2）**政策端压力减小，弹性有望体现：**2023年国资委将国企“资产负债率控制在65%以下”的表述调整为了“稳定在65%左右”，当前国企杠杆率为64.40%；相比于民企杠杆率处于历史较高水平，信用水平更高，融资更易的国企相较于民企有较大的加杠杆空间。2021年，国企的总负债规模约为197.9万亿元，杠杆率为64.2%，仍有一定的加杠杆空间，假设总资产规模保持不变，资产负债率提升至65%，对应负债规模将扩大2.5万亿元。

从再融资规模来看，徐工机械、柳工、中联重科、振华重工、天地科技再融资规模较为居前，其中，中联重科、天地科技、秦川机床、东方中科当前资产负债率也较低，相对融资空间较大。

表8：再融资规模居前的国企、央企

证券代码	公司简称	再融资金额合计 (亿元)	2022Q1-Q3 资产负债率	企业性质
000425.SZ	徐工机械	544.9	69.1%	地市国资控股
000528.SZ	柳工	116.0	60.3%	省属国资控股
000157.SZ	中联重科	107.7	56.3%	省属国资控股
600320.SH	振华重工	85.3	77.7%	央企国资控股
600582.SH	天地科技	82.9	45.9%	央企国资控股
600579.SH	克劳斯	74.0	74.7%	央企国资控股
002204.SZ	大连重工	54.4	69.1%	地市国资控股
600169.SH	太原重工	46.0	81.4%	省属国资控股
600984.SH	建设机械	45.7	66.9%	省属国资控股
000837.SZ	秦川机床	39.2	51.1%	省属国资控股
002819.SZ	东方中科	37.2	18.1%	央企国资控股
002097.SZ	山河智能	32.4	72.8%	地市国资控股
000988.SZ	华工科技	30.1	50.3%	地市国资控股
300024.SZ	机器人	30.0	64.5%	央企国资控股

资料来源：wind，民生证券研究院（再融资金额为除上市发行外全部再融资金额合计）

随着国内经济逐步复苏，企业为应对需求回升提前进行资本开支，过去疫情期间的现金资产将逐步转化为投资，特别是杠杆率显著低于历史水平的公司。首先，选取近期有再融资事件的公司，以历史最高杠杆率和当前杠杆率（2022年三季报数据）的差作为公司潜在杠杆率提升空间，筛选潜在提升空间较大的公司。从“再加杠杆空间”维度考虑，中铁工业、哈铁科技、鲁信创投、物产金轮等公司居前。

表9：进行再融资空间较大的央国企

证券代码	证券简称	流动比率均值	再融资事件	历史最高杠杆率	当前杠杆率	再加杠杆空间
600528.SH	中铁工业	1.5	是	0.89	0.54	0.35
688459.SH	哈铁科技	3.3	是	0.40	0.09	0.32
600783.SH	鲁信创投	5.1	是	0.70	0.49	0.22
002722.SZ	物产金轮	2.0	是	0.53	0.31	0.22
600072.SH	中船科技	1.8	是	0.66	0.44	0.21
601766.SH	中国中车	1.3	是	0.80	0.60	0.21
300486.SZ	东杰智能	1.4	是	0.66	0.49	0.17
301311.SZ	昆船智能	1.2	是	0.84	0.75	0.09
600761.SH	安徽合力	2.1	是	0.52	0.43	0.09
000425.SZ	徐工机械	1.5	是	0.76	0.69	0.07
000410.SZ	*ST 沈机	0.9	是	1.19	1.16	0.03
300145.SZ	中金环境	1.1	是	0.73	0.72	0.01
002552.SZ	宝鼎科技	5.9	是	0.48	0.48	0.00

资料来源：wind，民生证券研究院（当前杠杆率为 2022 年三季报披露的资产负债率，流动比率均值为 2019-2021 年年报数据均值）

3 投资建议

3.1 铁建重工

国内掘进机装备龙头厂商，下游基建高景气度。公司打造了“地下开采装备、冷开挖装备、露天开采装备”3大矿山装备产品线；研制了全球首台煤矿护盾式快速掘锚装备，2022年上半年，公司矿用TBM、矿用掘锚一体机市场占有率均超过50%，行业龙头地位进一步凸显。城市轨交是“新基建”七大领域之一，轨道交通设备市场建设及更新需求增速稳定。业务分为：隧道掘进机（约占52%）、轨交设备（约占24.4%）、特种设备（约占24%），下游以基建为主，具有全球竞争力。

受益于盾构替代钻爆渗透率提升，新应用拓展，公司具备良好成长空间。盾构机可将岩巷掘进单进和生产效率提高5倍至10倍，并提升施工环境的安全性。目前盾构法施工在公路隧道、铁路隧道、城市地下综合管廊、引水隧洞工程、输油气管线等工程施工建设领域的渗透率依然非常低。随着盾构法的渗透率的持续增加和现代化城市基础建设不断完善，未来工程破岩工具市场将保持稳定增长态势，市场需求规模会不断加大。根据立鼎产业研究院预测，按3500万/台均价测算，2022-2024年轨交地铁建设等稳增长工程带来的盾构机需求分别为608、713以及800台，将带来2022-2024年盾构机市场空间约为213亿、250亿以及280亿元，行业需求未来三年复合增长率约达10%。

公司盈利能力领先，在手订单饱满，全球化带来机遇。公司2022Q3毛利率为33.8%，相比于2021年全年提升了1.41pct，净利率为17.96%。随着下游需求回暖，根据公司公告，2022年公司新签订单合计近160亿元（同比+16.2%），将为公司盈利提升打开更大空间。出口业务有望快速提升。得益于“一带一路”战略和出口业务回暖，公司海外市场拓展顺利，轨交装备突破乌干达、埃及市场，掘进机在智利、印度等市场表现突出，2022年海外市场实现营收同比+512.04%，新签合同订单同比+75%。

掘进机装备业务：2023年，公司全球首套40平方米级超大断面巷道快速掘锚成套装备成功应用。城轨建设在城镇化需求下有望保持在较高水平，同时地下综合管廊建设等新应用将为掘进设备拓展市场空间。从市场竞争格局来看，公司市占率位居行业前两位，市场格局相对稳定。公司募投项目聚焦地下工程智能装备研发与应用项目和地下工程装备再制造关键技术研发与应用项目，产品能力有望增强，2022年公司掘进机新签订单规模同比+24.1%，公司产品有望随着水利、铁路、矿山等应用领域需求持续增长，我们预计2022-2024年公司掘进机装备业务营收增速为5.0%/25.0%/18.0%。随着公司新品推出，零部件逐步实现自研和国产替代，毛利率有望提升，后期保持稳定，预计公司毛利率2022-2024年分别为41.5%/41%/41%。

轨道交通设备业务：根据《国家综合立体交通网规划纲要》，到2035年我国

高铁网规模将达 7 万公里左右 (含部分城际铁路)，根据国家铁路局预估，2020 年底我国高铁营业里程约为 3.8 万公里，新增需求叠加更替需求将驱动整体轨交设备市场稳定增长。预计公司轨交产品市场份额保持行业领先地位。我们预计 2022-2024 年公司轨道交通设备业务营收增速为 1.0%/7.4%/7.5%。公司在轨交设备领域同类竞争者较多，产品较为成熟，预计毛利率相较于 2021 年略有下降后保持稳定，2022-2024 年保持在 30%。

特种专业装备业务：川藏铁路雅安至林芝段正式兴建，桥隧比达到 95%，带来大量钻爆法设备需求，同时煤炭掘进机械化不断提高，高端农业机械设备国产替代，均带来大量市场需求。公司在钻爆法施工设备领域市占率较高，据公司招股说明书，2018-2020 年，公司凿岩台车、湿喷台车市占率分别为 63.67%、23.08%，我们预计 2022-2024 年公司特种专业装备业务营收增速为 57.3%/35.0%/30.0%。公司特种装备涉及产品较多，具备一定竞争优势，随着原材料等价格逐步回落，后续毛利率预计有所提升，2022-2024 年分别为 21.5%/22%/22%。

表10：铁建重工收入拆分与预测

细分业务	单位: 亿元	2021A	2022E	2023E	2024E
掘进机装备业务	收入	38.28	40.19	50.24	59.29
	YOY	18.80%	5.00%	25.00%	18.00%
	成本	24.46	23.51	29.64	34.98
	毛利率	36.10%	41.50%	41.00%	41.00%
轨道交通设备业务	收入	25.93	26.19	28.13	30.24
	YOY	12.80%	1.00%	7.40%	7.50%
	成本	17.53	18.33	19.69	21.17
	毛利率	32.40%	30.00%	30.00%	30.00%
特种专业装备业务	收入	21.56	33.91	45.78	59.52
	YOY	35.80%	57.30%	35.00%	30.00%
	成本	16.67	26.62	35.71	46.42
	毛利率	22.70%	21.50%	22.00%	22.00%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

投资建议：预计公司 2022/23/24 年实现归母净利润 17.2/21.1/24.7 亿元，对应 EPS 预测为 0.3/0.4/0.5 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：海外市场拓展风险、技术升级迭代风险、原材料价格波动风险。

表11：铁建重工盈利预测与估值表

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	9,517	10,102	12,486	14,975
增长率 (%)	25.1	6.1	23.6	19.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,735	1,717	2,105	2,473
增长率 (%)	10.7	-1.0	22.6	17.5
每股收益 (元)	0.33	0.32	0.39	0.46
PE	17	17	14	12
PB	2.0	1.9	1.7	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 3 月 13 日收盘价)

3.2 天地科技

煤机智能化龙头，业务涵盖煤炭全生命周期，公司技术实力强大，煤机实现进口替代，未来有望建立柔性生产供给体系。

煤炭供不应求带动煤价上涨，全国煤矿智能化、无人化加速发展。通过人工智能、物联网、云计算、5G 网络与智能装备结合，能够实现人机分离，无人矿山建设初具雏形，逐步实现“少人、无人、以机械换人”的安全高效开采。2020 年以来，全国煤矿智能化采掘工作面从 494 个增加到 1019 个，智能化煤矿由 242 处增加到 572 处、产能由 8.5 亿吨增至 19.36 亿吨。

政策引领+安全生产+效率提升，三重动力驱动煤矿智能化需求提升。2023 年年初以来，多起煤矿安全生产事件引发关注，煤矿智能化是提升供给能力的重要助推力量。2021 年以来，智能化煤矿累计释放先进产能近 6 亿吨，为保障国家能源安全供应作出了重要贡献。截至 2023 年 3 月，已有 25 个省份出台了财税等支持保障措施，多地规划在 2023-2025 年内全面完成矿山智能化改造。

国资背景煤机智能化核心标的，产业布局完善，服务于煤炭全生命周期。天地科技成立之初由煤炭科学研究院、兖矿集团、中科院广州能源研究所等发起，被纳入中证国新央企现代能源指数和中证国新央企股东回报指数。(1) 公司技术实力强大，推出国内首台具备自主知识产权的全断面矩形快速掘进机，实现煤巷全断面掘进技术突破。(2) 煤炭生产：公司还有煤炭资源储备，天地王坡是公司产煤基地，也是公司智能煤矿装备的试验基地，产能 300 万吨/年，也将受益于煤价上涨。

(3) 无人化智能开采：子公司天玛智控分拆上市，天玛产品涵盖 SAM 型综采自动化控制系统、SAC 型液压支架电液控制系统、SAP 型智能集成供液系统等三大系统，市占率行业领先。

投资建议：预计公司 22-25 年归母净利分别为 20.8/24.8/28.4 亿元，对应 EPS 为 0.50/0.60/0.69 元，维持“推荐”评级。

风险提示：下游资本开支不及预期的风险、研发不及预期风险。

表12：天地科技盈利预测与估值表

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	23,571	27,597	32,425	36,895
增长率（%）	14.7	17.1	17.5	13.8
归属母公司股东净利润（百万元）	1,620	2,081	2,481	2,840
增长率（%）	18.7	28.5	19.2	14.5
每股收益（元）	0.39	0.50	0.60	0.69
PE（现价）	14	11	9	8
PB	1.2	1.1	1.0	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 3 月 13 日收盘价)

3.3 铁科轨道

公司是专注于以高铁扣件为核心的高铁工务工程产品制造商。目前主要产品包括重载扣件、高铁扣件、预应力钢丝及锚固板、铁路桥梁支座、工程材料等，广

泛应用于轨道、桥梁和隧道等高铁工务工程领域。

立足高铁扣件产品，拓展业务边界。公司坚持科技创新为导向，已建立了高效的研发体系，针对我国高寒、高温、潮湿、多山等特殊环境，有效地解决了不同应用场景下高铁工务工程产品耐疲劳性、稳定性、耐腐蚀性、绿色环保处理等方面需求。公司是目前国内市场上唯一一家高铁特殊调整扣件系统供应商。丰富的产品结构，使得公司产品覆盖领域广，应用场景多，更能满足客户多样化的需求。此外，公司建立了扣件弹条全自动化生产线，自主研发了弹条定尺模具、弹条成型模具、扣件系统试验装备、扣件系统快速检验方法及检验装备，并运用生产管理系统、质量在线检测系统等信息化管理手段，实现了对产品生产的全生命周期智能化管理。作为高铁工务工程产品供应商，经过十余年的发展，公司形成了以高铁扣件系统为核心，同时包括预应力钢丝及锚固板、铁路桥梁支座和工程材料等多种高铁工务工程产品布局，产品市场占有率达到行业领先地位。公司 2022 年全年新签合同金额为 176,979.14 万元，截至 2022 年底，公司在手未执行订单金额为 249,057.99 万元。

北京三方会议中国和平方案大获成功，铁科轨道高铁产品有望突破。中国、沙特、伊朗 10 日在北京发表联合声明。三国宣布，沙特和伊朗达成一份协议，包括同意恢复双方外交关系，重开双方使馆和代表机构。在过往国家逆周期调节兴修高铁地铁城铁和“一带一路”客货运发展的背景下，雅万高铁全线高铁扣件产品由公司提供，同时，公司还向雅万高铁、中老铁路供应桥梁支座产品。伊朗和沙特阿拉伯都是中国“一带一路”倡议的成员，因此沙特和伊朗之间的关系对“一带一路”的发展具有重要的意义。随着沙特与伊朗的和解，有望促使“一带一路”客货运进一步发展；此外，2020 年交通运输业受到疫情的较大冲击，随疫情消退，国内宏观经济趋势向好，迎来固定资产投入改善趋势。预计随着国内交通运输业的持续复苏与北京三方会议影响下“一带一路”政策加速发展，公司轨交产品有望充分受益于国内外铁路轨道的建设，迎来营收利润双突破。

盈利预测：我们将公司核心业务按照轨道扣件、铁路桥梁支座、工务工程材料、轨道板预应力体系、其他业务预测未来业绩，核心假设如下：

(1) 轨道扣件：轨道扣件产品主要用于铁路建设，国内下游应用场景受到国家大力促进高铁建设与老旧扣件更换维修需求增高影响下，保证了国内扣件市场。海外市场中“一带一路”倡议为中国铁路产业“走出去”起到了“牵线搭桥”的作用。因此，收入端：我们预计公司 2023-2025 年轨道扣件实现营收 10.60/11.34/12.14 亿元。利润端：我们预计随着原材料价格趋于稳定，公司经营质量提高，毛利率有望逐步提升，2023-2025 年分别为 41.00%/42.00%/43.00%。

(2) 铁路桥梁支座：桥梁支座是连接桥梁和桥墩的关键部件，是桥梁安全运营的关键部件。公司首创智能测力桥梁支座具有自主知识产权，填补了桥梁荷载测试的空白。同时，公司铁路桥梁支座有望与轨道扣件业务发挥协同效应，实现营收

增长。因此，收入端：我们预计公司 2023-2025 年铁路桥梁支座实现营收 1.07/1.17/1.27 亿元。利润端：我们预计随着公司经营质量提高，规模效应逐渐显现，毛利率有望提高，2023-2025 年分别为 22.00%/26.00%/ 30.00%。

(3) 工务工程材料：公司工务工程材料主要包括轨道板用复合掺合料、粘度改性材料、铁路隧道防水用止水带、铁路混凝土桥梁梁端弹性体防水装置等，有望与公司内其他业务形成协同效应，实现营收的增加。因此，收入端：我们预计公司 2023-2025 年工务工程材料实现营收 1.51/1.60/1.69 亿元。利润端：我们预计随着公司经营质量提高，毛利率有望企稳，2023-2025 年分别为 25.00%/28.00%/30.00%。

(4) 轨道板预应力体系：公司轨道板预应力体系产品主要包括预应力钢丝及锚固板等。公司具有我国自主知识产权的 CRTSIII 型无砟轨道板采用了双向先张预应力体系技术，可有效提高轨道板的耐久性，有望与公司内其他业务形成协同效应，实现营收的增加。因此，收入端：我们预计公司 2023-2025 年轨道板预应力体系实现营收 1.08/1.19/1.30 亿元。利润端：我们预计随着公司经营质量提高，规模效应逐渐显现，毛利率有望提高，2023-2025 年分别为 30.00%/ 33.00%/36.00%。

表13：铁科轨道收入拆分与预测

细分业务	单位: 亿元	2022A	2023E	2024E	2025E
轨道扣件	收入	9.91	10.60	11.34	12.14
	YOY	8.22%	7.00%	7.00%	7.00%
	成本	5.95	6.25	6.58	6.92
	毛利率	39.97%	41.00%	42.00%	43.00%
铁路桥梁支座	收入	0.98	1.07	1.17	1.27
	YOY	-32.05%	9.00%	9.00%	9.00%
	成本	0.51	0.84	0.86	0.89
	毛利率	10.46%	22.00%	26.00%	30.00%
工务工程材料	收入	1.42	1.51	1.60	1.69
	YOY	-2.52%	6.00%	6.00%	6.00%
	成本	1.14	1.13	1.15	1.18
	毛利率	19.79%	25.00%	28.00%	30.00%
轨道板预应力体系	收入	0.98	1.08	1.19	1.31
	YOY	-0.29%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	0.73	0.76	0.80	0.84
	毛利率	21.62%	30.00%	33.00%	36.00%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

投资建议：预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 2.51、2.90、3.33 亿元，对应 EPS 分别为 1.19、1.38、1.58 元/股，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：“一带一路”进展不及预期风险、铁路产品认证风险、原材料价格波动风险。

表14：铁科轨道盈利预测与估值表

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,340	1,506	1,614	1,728
增长率（%）	-0.8	12.4	7.1	7.1
归属母公司股东净利润（百万元）	237	251	290	333
增长率（%）	41.0	6.0	15.7	14.8
每股收益（元）	1.12	1.19	1.38	1.58
PE（现价）	24	23	20	17
PB	2.3	2.1	2.0	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年3月16日收盘价）

3.4 中国船舶

公司是国内规模最大、技术最先进、产品结构最全的造船旗舰上市公司之一，主要业务包括造船业务（军、民）、修船业务、动力业务、海洋工程及机电设备等，在技术品牌、业务规模和协同、产品结构等方面有明显优势。

深耕船舶工业，持续引领船舶工业高精尖技术发展。公司秉承“高质量发展”战略，推进中国船舶集团“海洋防务装备产业、船舶海工装备产业、海洋科技创新应用产业、船舶海工服务业”四大产业布局，以强大的科研创新实力、先进的管理水平和精湛的制造工艺，不断推出一系列大型绿色环保船型和船机新产品。2022年11月16日，中国船舶集团旗下江南造船0号船台迎来了年度收官之作——40000立方米中型液化石油气船（MGC）顺利下水。该船是江南造船与日本KUMIAI的首次合作，也是江南造船建造的第一艘MGC船，实现了我国在该船型上“零”的突破。此外，62000吨重吊船和26000吨自卸船取得阶段性成果，沥青船、冷藏集装箱等各类高端船舶顺利交付，江南造船23000TEU系列产品圆满收官，98000VLEC系列首制船等超大型液化气船接连交付，86000VLGC系列首次实现“双试合一”并成功推广，液化气船国际领先地位进一步提升。

疫情消退叠加军费预算提高，公司业绩有望上行。中国在2022年12月发布了新冠疫情“新十条”防控优化措施，并于2022年12月7日宣布疫情全面放开。至此，三年疫情宣告进入新阶段，受疫情扰动而导致的原材料大宗商品价格上涨有望回落，各行各业经营情况逐渐好转，宏观经济持续向好，航运订单增加，船舶行业有望呈上行趋势。此外，十四大公布中国2023年军费预算为1万5537亿元人民币，同比增长7.2%，增幅比去年上调0.1个百分点，公司旗下子公司江南造船是我国历史最悠久、军品结构最齐全、造船效率最高的军工造船企业，也是我国技术最先进、规模最大的军船生产基地，有望充分受益。公司在军民两端共同发力下，公司业绩有望上行。

盈利预测：我们将公司核心业务按照船舶造修、动力装备、机电设备、其他业务预测未来业绩，核心假设如下：

（1）船舶造修：疫情影响渐消，民用海运船舶订单进入上行通道叠加国内军费预算上调，公司船舶造修业务有望充分受益。因此，收入端：我们预计公司2022-

2024 年船舶造修实现营收 514.42/645.60/765.03 亿元。利润端：我们预计随着海运景气度上行，公司经营质量提高，毛利率有望逐步提升，2022-2024 年分别为 8.90%/13.15%/13.15%。

(2) 动力装备：动力装备是船舶的核心零部件之一，公司动力装备业务主要包括大功率中、低速柴油机动力等，已形成持续领先的行业地位，多项世界首型机均顺利交付，各式自主研发机型获市场高度认可，产品结构优势明显。因此，收入端：我们预计公司 2022-2024 年动力装备实现营收 55.19/52.01/59.81 亿元。利润端：我们预计随着海运景气度上行，公司经营质量提高，毛利率有望提高，2022-2024 年分别为 14.50%/28.06%/ 28.06%。

(3) 机电设备：公司机电设备主要包括风电、脱硫塔、地铁盾构、核电设备、大型钢结构、港口机械、电梯等，应用场景广泛。截至 2022 年 6 月 30 日公司累计手持订单 15.03 亿元，在手订单充足，有望与公司其他业务形成协同效应。因此，收入端：我们预计公司 2022-2024 年机电设备实现营收 46.38/61.22/72.24 亿元。利润端：我们预计随着公司经营质量提高，高毛利新产品销量的提升，毛利率有望提高，2022-2024 年分别为 10.00%/ 22.02%/22.02%。

表15：中国船舶收入拆分与预测

细分业务	单位: 亿元	2021A	2022E	2023E	2024E
船舶造修业务	收入	500.89	514.42	645.60	765.03
	YOY	6.29%	2.70%	25.50%	18.50%
	成本	45,588	46,863	56,069	66,442
	毛利率	8.99%	8.90%	13.15%	13.15%
动力装备业务	收入	61.47	64.55	72.29	83.14
	YOY	9.51%	5.00%	12.00%	15.00%
	成本	5,181	5,519	5,201	5,981
	毛利率	15.72%	14.50%	28.06%	28.06%
机电设备业务	收入	40.76	46.38	61.22	72.24
	YOY	32.52%	13.80%	32.00%	18.00%
	成本	3,619	4,174	4,774	5,633
	毛利率	11.20%	10.00%	22.02%	22.02%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

投资建议：预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 13.76、28.22、39.65 亿元，对应 EPS 分别为 0.31、0.63、0.89 元/股，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：市场竞争加剧风险，宏观经济些下滑风险，技术研发或市场推广不及预期风险。

表16：中国船舶盈利预测与估值表

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	59,740	61,998	77,395	91,509
增长率（%）	8.1	3.8	24.8	18.2
归属母公司股东净利润（百万元）	214	1,376	2,822	3,965
增长率（%）	-30.1	543.8	105.0	40.5
每股收益（元）	0.05	0.31	0.63	0.89
PE（现价）	539	84	41	29
PB	2.5	2.4	2.3	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年3月13日收盘价）

3.5 一拖股份

政策支持农业机械化水平提升，国内拖拉机行业需求持续提升。我国农业装备的数字化、信息化、智能化尚处于起步阶段，与发达国家相比还有不小差距。目前我国智能化高端农机不到农机总体规模的10%，而且主要依靠进口；许多前沿技术还只限于局部点状应用；中低端产能过剩，机具的可靠性、适用性有待提升。《2021-2023年农机购置补贴实施指导意见》对于粮食生产薄弱环节所需机具引导农民购置使用高端、智能农机产品，补贴额测算比例提高至35%，政策支持能进一步助力高端设备供应商成长。受国家持续重视三农工作、国内粮食价格上涨、非道路柴油机“国四”排放切换等因素影响，国内拖拉机行业2022年继续保持增长。

公司产品、技术实力强，“国四”标准切换有望提升公司市场份额。国四标准的实施，将对出厂设备要求更为严格，公司作为农机行业龙头，在产品设计、研发上处于优势地位，更加有利于抢占市场份额。一拖股份主营农业机械，具备关键零部件自主研发能力，从整机到核心零部件制造体系完善。**国机集团为公司最大股东**，一拖股份大股东为中国一拖集团有限公司，而一拖集团的大股东为中国机械工业集团有限公司和洛阳市国资国有资产经营有限公司，两公司分别持有中国一拖87.9%和12.1%股份（根据工商注册信息）。所属拖研所公司是国内规模最大、技术最强的拖拉机专业研发单位。

公司收入实现快速增长，盈利能力有望进一步改善。公司通过强化价值链成本管控，实现提质增效。2022年，公司产品竞争优势持续提升，渠道建设不断改善，全年公司大中型拖拉机产品销量同比增长约27.58%，柴油机产品销量同比增长约9.16%。农业机械业务受原材料等因素影响较大，随着大宗原材料价格有所回落，公司规模效应不断增强，公司盈利能力有望进一步改善。

农业机械业务：公司技术实力强，客户积累深厚，品牌影响力高，随着“国四”标准实施将促进市场购机需求前移，预计2022年增速较高，2023、2024年市场将逐步回归正常，预计2022/23/24年该业务营收增速约为25%/10%/10%，营收达到105.8/116.4/128.0亿元。原材料等因素对农机产品

毛利率影响较大，随着大宗原材料价格趋于常态，预计2022年公司毛利率将呈现较好状态，2023年新机型需符合“国四”标准，故生产成本将有所上升，但随着公司降本增效能力提升，毛利总体保持平稳，预计2022/23/24年该业务毛利率分别为14%/14%/ 14%。

动力机械业务：将随着农机市场总规模的扩张以及公司现有农机存量的增加而增长，且动力机械核心部件有望向新兴领域拓展，预计2022/23/24年该业务营收增速约为18%/10%/10%。动力机械业务规模效应将逐步显现，预计毛利率将逐步提升至13%，后续保持稳定，2022-2024年分别为12.6%/13%/13%。

其他业务营收占比较小，对总营收影响较小，预计2022/23/24年该业务营收增速约为20%/10%/10%，营收达到27.3/30.1/33.1亿元。

内部抵消项：随公司总体业务规模的扩大而增长，预计2022/23/24年该业务营收增速约为20%/20%/10%。

表17：一拖股份收入拆分与预测

细分业务	单位: 亿元	2021A	2022E	2023E	2024E
农业机械业务	收入	8462	10578	11636	12800
	YOY	24.64%	25.00%	10.00%	10.00%
	成本	7254	9097	10007	11008
	毛利率	14.28%	14.00%	14.00%	14.00%
动力机械业务	收入	2277	2687	2956	3252
	YOY	19.48%	18.00%	10.00%	10.00%
	成本	1990	2349	2572	2829
	毛利率	12.64%	12.60%	13.00%	13.00%
内部抵消项	收入	-1531	-1837	-2204	-2425
	YOY	26.02%	20.00%	20.00%	10.00%
	成本	-1531	-1837	-2204	-2425
	毛利率	-	-	-	-

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

投资建议：预计公司2022/23/24年实现归母净利润7.7/9.5/10.5亿元，对应EPS预测为0.7/0.9/0.9元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：农机购置补贴政策调整风险、研发不及预期风险。

表18：一拖股份盈利预测与估值表

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	9,334	11,519	12,388	13,626
增长率（%）	23.1	23.4	7.5	10.0
归属母公司股东净利润（百万元）	438	765	952	1,048
增长率（%）	56.4	74.7	24.4	10.0
每股收益（元）	0.39	0.68	0.85	0.93
PE（现价）	31	18	14	13
PB	2.5	2.4	2.1	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2023年3月13日收盘价)

4 风险提示

1) 宏观经济复苏不及预期风险。疫情消退宏观经济趋势向好，若宏观经济复苏不及预期，行业需求仍无法复苏，则相关制造业公司将受影响。

2) 政策发展不及预期风险。政策端推动制造业发展动力若不足，资金空转现象仍可能延续，制造业央国企无法有效扩张。

表19：铁建重工财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	9,517	10,102	12,486	14,975	成长能力 (%)				
营业成本	6,435	6,869	8,526	10,278	营业收入增长率	25.05	6.14	23.61	19.93
营业税金及附加	67	71	88	105	EBIT 增长率	20.70	-4.13	21.55	17.40
销售费用	338	358	443	531	净利润增长率	10.74	-1.04	22.40	17.53
管理费用	358	354	437	524	盈利能力 (%)				
研发费用	678	828	1,024	1,228	毛利率	32.38	32.00	31.72	31.36
EBIT	1,802	1,727	2,099	2,464	净利润率	18.24	17.00	16.84	16.50
财务费用	64	15	6	10	总资产收益率 ROA	7.66	7.04	7.70	7.96
资产减值损失	0	0	0	0	净资产收益率 ROE	12.25	11.18	12.40	13.15
投资收益	188	199	246	295	偿债能力				
营业利润	1,925	1,912	2,340	2,750	流动比率	2.03	2.00	1.99	1.97
营业外收支	7	0	0	0	速动比率	1.51	1.50	1.47	1.44
利润总额	1,932	1,912	2,340	2,750	现金比率	0.37	0.40	0.31	0.29
所得税	196	194	237	279	资产负债率 (%)	37.38	36.93	37.86	39.38
净利润	1,736	1,718	2,102	2,471	经营效率				
归属于母公司净利润	1,735	1,717	2,102	2,471	应收账款周转天数	284.94	284.94	284.94	284.94
EBITDA	2,388	2,375	2,819	3,252	存货周转天数	197.59	197.59	197.59	197.59
资产负债表 (百万元)									
货币资金	2,606	3,123	2,790	3,156	总资产周转率	0.48	0.43	0.48	0.51
应收账款及票据	7,914	8,384	10,363	12,429	每股指标 (元)				
预付款项	137	146	182	219	每股收益	0.33	0.32	0.39	0.46
存货	3,484	3,718	4,615	5,564	每股净资产	2.66	2.88	3.18	3.52
其他流动资产	195	188	231	275	每股经营现金流	-0.28	0.37	0.27	0.33
流动资产合计	14,336	15,561	18,181	21,643	每股股利	0.10	0.10	0.12	0.14
长期股权投资	1,756	2,106	2,352	2,647	估值分析				
固定资产	5,215	5,301	5,280	5,258	PE	17	17	14	12
无形资产	991	1,000	1,004	1,002	PB	2.0	1.9	1.7	1.5
非流动资产合计	8,330	8,830	9,128	9,382	EV/EBITDA	11.50	11.40	9.56	8.18
资产合计	22,666	24,390	27,309	31,026	股息收益率 (%)	1.82	1.80	2.20	2.59
短期借款	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)				
应付账款及票据	5,598	5,975	7,416	8,941	净利润	1,736	1,718	2,102	2,471
其他流动负债	1,472	1,809	1,702	2,051	折旧和摊销	586	648	720	788
流动负债合计	7,070	7,784	9,119	10,992	营运资金变动	-3,725	-260	-1,202	-1,246
长期借款	1,131	1,000	1,000	1,000	经营活动现金流	-1,484	1,972	1,437	1,784
其他长期负债	272	222	221	227	资本开支	-476	-783	-766	-740
非流动负债合计	1,403	1,222	1,221	1,227	投资	0	-150	0	0
负债合计	8,473	9,006	10,340	12,219	投资活动现金流	-414	-945	-766	-740
股本	5,333	5,333	5,333	5,333	股权募资	4,174	0	0	0
少数股东权益	21	21	22	22	债务募资	-890	118	-437	0
股东权益合计	14,193	15,384	16,969	18,807	筹资活动现金流	3,190	-509	-1,005	-678
负债和股东权益合计	22,666	24,390	27,309	31,026	现金净流量	1,294	517	-333	366

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

表20：天地科技财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	23,571	27,597	32,425	36,895	成长能力 (%)				
营业成本	16,522	19,663	23,070	26,247	营业收入增长率	14.69	17.08	17.49	13.78
营业税金及附加	375	417	490	558	EBIT 增长率	14.10	8.61	18.88	13.89
销售费用	907	1,062	1,248	1,420	净利润增长率	18.73	28.49	19.18	14.48
管理费用	1,976	2,263	2,659	3,025	盈利能力 (%)				
研发费用	1,488	1,794	2,108	2,398	毛利率	29.91	28.75	28.85	28.86
EBIT	2,208	2,398	2,850	3,246	净利润率	8.35	9.20	9.33	9.39
财务费用	-73	-59	-85	-108	总资产收益率 ROA	3.84	4.50	4.81	4.97
资产减值损失	-119	-30	-25	-26	净资产收益率 ROE	8.53	10.23	11.24	11.75
投资收益	107	114	133	152	偿债能力				
营业利润	2,281	2,960	3,536	4,041	流动比率	1.96	1.93	1.89	1.90
营业外收支	51	12	9	24	速动比率	1.53	1.52	1.46	1.46
利润总额	2,332	2,972	3,545	4,065	现金比率	0.63	0.61	0.55	0.55
所得税	363	434	520	601	资产负债率 (%)	43.97	45.07	46.28	46.77
净利润	1,969	2,538	3,025	3,463	经营效率				
归属于母公司净利润	1,620	2,081	2,481	2,840	应收账款周转天数	130.58	130.00	130.00	130.00
EBITDA	3,010	3,203	3,721	4,179	存货周转天数	98.33	90.00	95.00	95.00
<hr/>									
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产周转率	0.56	0.60	0.63	0.65
货币资金	10,001	11,220	11,690	13,251	每股指标 (元)				
应收账款及票据	9,789	11,265	13,237	15,061	每股收益	0.39	0.50	0.60	0.69
预付款项	1,011	1,180	1,384	1,575	每股净资产	4.59	4.91	5.33	5.84
存货	4,451	4,848	6,005	6,831	每股经营现金流	1.03	0.71	0.52	0.77
其他流动资产	6,112	6,710	8,000	9,055	每股股利	0.18	0.18	0.18	0.18
流动资产合计	31,364	35,224	40,315	45,773	估值分析				
长期股权投资	811	895	990	1,085	PE	14	11	9	8
固定资产	4,898	5,213	5,471	5,666	PB	1.2	1.1	1.0	1.0
无形资产	1,830	1,709	1,591	1,474	EV/EBITDA	4.51	3.86	3.21	2.50
非流动资产合计	10,794	11,042	11,240	11,362	股息收益率 (%)	3.24	3.24	3.24	3.24
资产合计	42,158	46,266	51,556	57,135	<hr/>				
短期借款	192	200	250	300	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
应付账款及票据	8,078	9,492	11,132	12,695	净利润	1,969	2,538	3,025	3,463
其他流动负债	7,699	8,592	9,912	11,160	折旧和摊销	803	805	870	933
流动负债合计	15,969	18,284	21,294	24,154	营运资金变动	1,007	-334	-1,662	-1,086
长期借款	82	82	82	82	经营活动现金流	4,250	2,938	2,143	3,190
其他长期负债	2,486	2,486	2,486	2,486	资本开支	-310	-982	-986	-955
非流动负债合计	2,567	2,567	2,567	2,567	投资	99	-84	-93	-94
负债合计	18,537	20,851	23,861	26,722	投资活动现金流	-189	-953	-945	-897
股本	4,139	4,139	4,139	4,139	股权募资	20	0	0	0
少数股东权益	4,621	5,078	5,622	6,246	债务募资	-126	8	50	50
股东权益合计	23,621	25,415	27,695	30,413	筹资活动现金流	-1,036	-767	-727	-732
负债和股东权益合计	42,158	46,266	51,556	57,135	现金净流量	3,024	1,219	470	1,561

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

表21：铁科轨道财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,340	1,506	1,614	1,728	成长能力 (%)				
营业成本	855	946	991	1,037	营业收入增长率	-0.78	12.40	7.13	7.10
营业税金及附加	8	10	10	11	EBIT 增长率	39.66	9.33	16.10	15.13
销售费用	50	56	56	60	净利润增长率	41.01	5.97	15.66	14.77
管理费用	92	98	102	104	盈利能力 (%)				
研发费用	76	81	87	93	毛利率	36.22	37.21	38.57	39.97
EBIT	289	316	367	422	净利润率	17.68	16.67	17.99	19.28
财务费用	-18	-14	-15	-16	总资产收益率 ROA	6.81	6.76	7.26	7.71
资产减值损失	-7	-4	-4	-4	净资产收益率 ROE	9.45	9.36	10.03	10.62
投资收益	6	6	7	7	偿债能力				
营业利润	313	332	384	441	流动比率	4.34	4.59	4.68	4.74
营业外收支	0	0	0	0	速动比率	3.51	3.72	3.80	3.86
利润总额	314	332	384	441	现金比率	2.04	2.22	2.26	2.28
所得税	37	39	45	52	资产负债率 (%)	17.97	17.28	16.61	15.99
净利润	277	293	339	389	经营效率				
归属于母公司净利润	237	251	290	333	应收账款周转天数	208.24	185.00	185.00	185.00
EBITDA	342	377	442	517	存货周转天数	200.70	190.00	190.00	190.00
<hr/>									
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产周转率	0.40	0.42	0.42	0.42
货币资金	1,236	1,342	1,416	1,494	每股指标 (元)				
应收账款及票据	851	857	918	983	每股收益	1.12	1.19	1.38	1.58
预付款项	24	26	28	29	每股净资产	11.90	12.74	13.74	14.89
存货	470	489	512	536	每股经营现金流	0.77	1.48	1.65	1.96
其他流动资产	51	57	61	64	每股股利	0.00	0.37	0.43	0.50
流动资产合计	2,632	2,771	2,935	3,106	估值分析				
长期股权投资	49	56	63	70	PE	24	23	20	17
固定资产	389	436	476	607	PB	2.3	2.1	2.0	1.8
无形资产	130	130	130	129	EV/EBITDA	13.09	11.65	9.74	8.17
非流动资产合计	849	945	1,064	1,219	股息收益率 (%)	0.00	1.38	1.60	1.84
资产合计	3,481	3,716	3,999	4,325	<hr/>				
短期借款	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
应付账款及票据	498	497	521	546	净利润	277	293	339	389
其他流动负债	109	106	106	110	折旧和摊销	53	61	75	95
流动负债合计	606	604	628	656	营运资金变动	-136	-45	-71	-76
长期借款	0	0	0	0	经营活动现金流	163	313	348	413
其他长期负债	19	39	37	36	资本开支	-197	-122	-179	-232
非流动负债合计	19	39	37	36	投资	0	0	0	0
负债合计	625	642	664	692	投资活动现金流	-197	-122	-179	-232
股本	211	211	211	211	股权募资	0	0	0	0
少数股东权益	349	391	440	496	债务募资	-40	0	-4	0
股东权益合计	2,855	3,074	3,335	3,633	筹资活动现金流	-102	-84	-95	-104
负债和股东权益合计	3,481	3,716	3,999	4,325	现金净流量	-136	106	74	77

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

表22：中国船舶财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	59,740	61,998	77,395	91,509	成长能力 (%)				
营业成本	53,409	55,600	65,000	76,955	营业收入增长率	8.14	3.78	24.83	18.24
营业税金及附加	195	202	252	298	EBIT 增长率	-19.60	-12.98	586.62	7.61
销售费用	616	564	704	832	净利润增长率	-30.08	543.78	104.99	40.53
管理费用	2,769	4,402	3,560	4,209	盈利能力 (%)				
研发费用	3,121	3,239	4,044	5,216	毛利率	10.60	10.32	16.02	15.90
EBIT	-918	-1,037	5,048	5,432	净利润率	0.36	2.22	3.65	4.33
财务费用	-759	-1,138	-488	-519	总资产收益率 ROA	0.13	0.80	1.54	1.95
资产减值损失	-1,485	-23	-1,239	-32	净资产收益率 ROE	0.46	2.92	5.74	7.72
投资收益	23	2,542	30	183	偿债能力				
营业利润	250	2,623	4,332	6,108	流动比率	1.27	1.22	1.23	1.22
营业外收支	79	0	0	0	速动比率	0.66	0.66	0.64	0.60
利润总额	328	2,623	4,332	6,108	现金比率	0.57	0.57	0.54	0.51
所得税	96	1,131	1,272	1,808	资产负债率 (%)	66.89	68.44	69.04	70.90
净利润	232	1,493	3,060	4,300	经营效率				
归属于母公司净利润	214	1,376	2,822	3,965	应收账款周转天数	23.39	23.39	23.39	23.39
EBITDA	1,247	1,383	7,957	8,881	存货周转天数	223.39	223.39	223.39	223.39
<hr/>									
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产周转率	0.38	0.37	0.44	0.47
货币资金	52,864	57,344	58,768	64,732	每股指标 (元)				
应收账款及票据	5,017	5,248	6,551	7,745	每股收益	0.05	0.31	0.63	0.89
预付款项	14,614	15,214	17,786	21,057	每股净资产	10.29	10.55	10.99	11.48
存货	32,687	34,005	38,542	47,066	每股经营现金流	0.45	1.09	2.46	2.67
其他流动资产	13,298	11,734	12,294	13,577	每股股利	0.03	0.19	0.40	0.56
流动资产合计	118,481	123,544	133,941	154,177	估值分析				
长期股权投资	3,749	10,664	10,694	10,877	PE	539	84	41	29
固定资产	23,506	24,339	24,965	25,543	PB	2.5	2.4	2.3	2.2
无形资产	4,183	4,221	4,248	4,274	EV/EBITDA	65.03	62.21	9.91	8.22
非流动资产合计	41,921	48,779	48,812	48,947	股息收益率 (%)	0.12	0.75	1.54	2.16
资产合计	160,402	172,322	182,752	203,124	<hr/>				
短期借款	6,268	10,584	10,584	10,584	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
应付账款及票据	29,711	30,930	36,160	42,810	净利润	232	1,493	3,060	4,300
其他流动负债	57,138	59,396	62,321	73,434	折旧和摊销	2,166	2,421	2,909	3,448
流动负债合计	93,117	100,910	109,065	126,828	营运资金变动	-812	1,400	2,989	3,519
长期借款	7,932	11,394	11,394	11,394	经营活动现金流	2,024	4,883	10,999	11,942
其他长期负债	6,249	5,636	5,715	5,794	资本开支	-1,154	-2,499	-2,747	-3,213
非流动负债合计	14,181	17,030	17,109	17,188	投资	-1,480	-4,373	0	0
负债合计	107,298	117,941	126,175	144,016	投资活动现金流	-4,558	-6,865	-1,908	-3,213
股本	4,472	4,472	4,472	4,472	股权募资	0	0	0	0
少数股东权益	7,063	7,180	7,418	7,753	债务募资	944	9,060	-5,834	0
股东权益合计	53,104	54,382	56,578	59,107	筹资活动现金流	676	6,461	-7,667	-2,765
负债和股东权益合计	160,402	172,322	182,752	203,124	现金净流量	-1,708	4,479	1,425	5,964

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

表23：一拖股份财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	9,334	11,519	12,388	13,626	成长能力 (%)				
营业成本	7,735	9,609	10,374	11,412	营业收入增长率	23.10	23.41	7.55	10.00
营业税金及附加	43	54	58	64	EBIT 增长率	545.18	128.92	19.57	10.00
销售费用	204	207	248	273	净利润增长率	56.42	74.67	24.42	10.02
管理费用	363	299	285	313	盈利能力 (%)				
研发费用	415	380	409	450	毛利率	16.25	16.58	16.25	16.25
EBIT	361	826	988	1,087	净利润率	4.76	6.65	7.69	7.69
财务费用	51	56	59	63	总资产收益率 ROA	3.55	5.79	6.57	6.57
资产减值损失	-588	-10	-11	-12	净资产收益率 ROE	8.11	13.42	14.82	14.57
投资收益	639	46	87	95	偿债能力				
营业利润	427	805	1,005	1,106	流动比率	1.31	1.35	1.42	1.47
营业外收支	33	10	10	10	速动比率	0.83	0.96	1.03	1.08
利润总额	460	815	1,015	1,116	现金比率	0.55	0.70	0.76	0.83
所得税	27	48	59	65	资产负债率 (%)	51.52	52.45	51.59	51.20
净利润	433	768	955	1,051	经营效率				
归属于母公司净利润	438	765	952	1,048	应收账款周转天数	11.96	15.00	15.00	15.00
EBITDA	719	1,177	1,351	1,483	存货周转天数	79.22	79.22	79.22	79.22
<hr/>									
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产周转率	0.75	0.90	0.89	0.90
货币资金	3,243	4,599	5,418	6,468	每股指标 (元)				
应收账款及票据	364	386	543	597	每股收益	0.39	0.68	0.85	0.93
预付款项	243	302	326	359	每股净资产	4.81	5.08	5.72	6.40
存货	1,674	2,075	2,240	2,464	每股经营现金流	0.52	1.60	1.16	1.44
其他流动资产	2,171	1,557	1,579	1,612	每股股利	0.12	0.20	0.25	0.28
流动资产合计	7,696	8,919	10,107	11,500	估值分析				
长期股权投资	127	733	820	915	PE	31	18	14	13
固定资产	2,466	2,390	2,393	2,393	PB	2.5	2.4	2.1	1.9
无形资产	751	720	718	715	EV/EBITDA	14.74	7.85	6.32	5.11
非流动资产合计	4,644	4,304	4,379	4,440	股息收益率 (%)	0.98	1.71	2.12	2.34
资产合计	12,340	13,223	14,486	15,940	<hr/>				
短期借款	270	370	470	570	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
应付账款及票据	3,435	4,280	4,621	5,083	净利润	433	768	955	1,051
其他流动负债	2,186	1,960	2,042	2,171	折旧和摊销	358	351	363	396
流动负债合计	5,891	6,610	7,133	7,824	营运资金变动	-383	552	5	179
长期借款	110	21	21	21	经营活动现金流	582	1,797	1,309	1,614
其他长期负债	356	305	319	318	资本开支	-47	-295	-326	-351
非流动负债合计	466	326	340	339	投资	304	-470	0	0
负债合计	6,357	6,936	7,473	8,162	投资活动现金流	273	72	-326	-351
股本	1,124	1,124	1,124	1,124	股权募资	698	0	0	0
少数股东权益	580	582	585	588	债务募资	-550	-10	88	100
股东权益合计	5,982	6,287	7,013	7,778	筹资活动现金流	-120	-514	-164	-214
负债和股东权益合计	12,340	13,223	14,486	15,940	现金净流量	730	1,356	819	1,050

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

附录 机械行业国央名单

表24：机械行业的央企

企业简称	市值 (亿元)	企业简称	市值 (亿元)	企业简称	市值 (亿元)	企业简称	市值 (亿元)
中国中车	1799.42	中国铁物	189.38	中国电研	87.29	哈铁科技	45.26
中国船舶	1179.38	中信重工	171.41	神州高铁	70.35	铁科轨道	41.96
时代电气	765.33	机器人	165.25	国机精工	67.09	银宝山新	40.94
中国通号	583.5	锐科激光	164.81	石化机械	61.92	克劳斯	34.55
铁建重工	267.74	一拖股份	139.11	北化股份	61.44	高铁电气	33.53
国机重装	236.6	*ST 沈机	123.06	金鹰重工	54.93	北方股份	31.82
天地科技	227.62	中船科技	108.67	昆船智能	50.42	蓝科高新	31.34
中国一重	222.19	国检集团	99.03	晋西车轴	48.57	哈焊华通	28.82
振华重工	219.16	东方中科	95.41	中金辐照	45.86	金自天正	26.68
中铁工业	204.16	航天工程	87.8	钢研纳克	45.47	理工光科	25.02

资料来源：wind，民生证券研究院（注：截至 2023 年 3 月 5 日）

表25：机械行业的国企

企业简称	市值 (亿元)	企业简称	市值 (亿元)	企业简称	市值 (亿元)	企业简称	市值 (亿元)
徐工机械	869.67	太原重工	88.68	博深股份	43.19	物产金轮	31.44
杭氧股份	370.68	宝塔实业	78.68	新筑股份	42.3	大西洋	31.24
陕鼓动力	198.16	山推股份	75.06	亿利达	41.85	密封科技	29.84
安徽合力	140.56	山河智能	72.08	山东章鼓	41.5	南风股份	28.56
柳工	135.03	宝鼎科技	69.57	宝色股份	40.6	国缆检测	27.64
上海机电	132.04	广日股份	62.52	宁波精达	38.68	国瑞科技	27.13
赢合科技	125.3	中南文化	59.31	苏常柴 A	38.6	金明精机	23.33
广电计量	121.14	贵绳股份	57.23	山东墨龙	37.98	开普检测	22.72
恒润股份	117.31	惠博普	55.76	杭齿前进	37.17	冀东装备	21.68
大连重工	110.86	润邦股份	55.6	正业科技	36.84	标准股份	19.96
*ST 海核	104.67	厦工股份	53.93	东杰智能	36.26	ST 中捷	13.41
鲁信创投	103.17	中金环境	53.65	潍柴重机	35.39	苏轴股份	10.5
秦川机床	94.52	埃夫特-U	48.26	福能东方	34.68	-	-
兰石重装	91.83	天桥起重	46.32	龙溪股份	32.56	-	-
建设机械	89.38	天沃科技	44.75	赛福天	31.8	-	-

资料来源：wind，民生证券研究院（注：截至 2023 年 3 月 5 日）

插图目录

图 1: A 股市场各类型公司数量、市值及资产占比.....	3
图 2: A 股市场各类型公司 ROE 趋势.....	4
图 3: 居民部门杠杆率与地产投资完成额累计同比.....	5
图 4: 地方政府债务余额占比持续升高.....	5
图 5: A 股地方国有企业资产负债率较低.....	6
图 6: A 股地方国企货币资金占总资产比率较高.....	6
图 7: 社融 M2 增速差值与 10 年国债收益率.....	6
图 8: 各类 A 股上市公司的 PE (TTM) 中位数.....	8
图 9: 各类 A 股上市公司破净率	8
图 10: 各类 A 股上市公司过去一年平均被调研次数	8
图 11: 机械行业各类型企业分布.....	9
图 12: 央企及地方国企市值分布.....	9
图 13: 央企行业分布	9
图 14: 国企行业分布	9
图 15: 波罗的海运费指数逐步回落	11
图 16: 钢材价格指数相比于高峰期有所回落.....	11
图 17: 2018-2023.3 国企、央企资产注入事件 (起)	12
图 18: 2018-2023.3 国、央企单个企业累计股权注入 (起)	12

表格目录

表 1: 央国企是政策执行标杆	4
表 2: 制造业发展相关政策法规	7
表 3: 高盈利能力央国企.....	10
表 4: 成本占比较高且净利率水平较低的国企、央企	11
表 5: 期间费用率占比较高净利率有望改善的公司	12
表 6: 2018 年-2023 年 3 月资产注入情况列表	13
表 7: 大股东高资本实力央国企	14
表 8: 再融资规模居前的国企、央企	15
表 9: 进行再融资空间较大的央国企	16
表 10: 铁建重工收入拆分与预测	18
表 11: 铁建重工盈利预测与估值表	18
表 12: 天地科技盈利预测与估值表	19
表 13: 铁科轨道收入拆分与预测	21
表 14: 铁科轨道盈利预测与估值表	22
表 15: 中国船舶收入拆分与预测	23
表 16: 中国船舶盈利预测与估值表	24
表 17: 一拖股份收入拆分与预测	25
表 18: 一拖股份盈利预测与估值表	25
表 19: 铁建重工财务报表数据预测汇总	27
表 20: 天地科技财务报表数据预测汇总	28
表 21: 铁科轨道财务报表数据预测汇总	29
表 22: 中国船舶财务报表数据预测汇总	30
表 23: 一拖股份财务报表数据预测汇总	31
表 24: 机械行业的央企	32
表 25: 机械行业的国企	32

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026