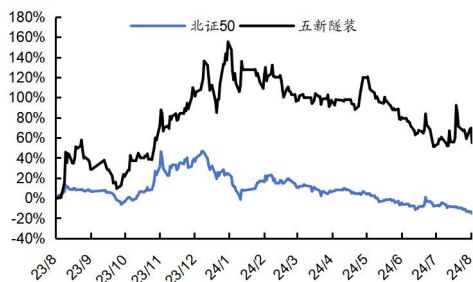


研究所：
 证券分析师： 罗琨 S0350522110003
 luok@ghzq.com.cn

2024H1 盈利能力提升，水利水电、矿山等增量市场取得突破

——五新隧装（835174）2024年半年报点评

最近一年走势



相对北证 50 表现		2024/8/28		
表现	1M	3M	12M	
五新隧装	2.02%	-28.78%	57.01%	
北证 50	-8.66%	-18.66%	-15.04%	

市场数据		2024/08/28
当前价格（元）		15.12
52 周价格区间（元）		14.38-19.98
总市值（百万）		1,360.93
流通市值（百万）		778.34
总股本（万股）		9,000.87
流通股本（万股）		5,147.76
日均成交额（百万）		19.09
近一月换手（%）		100.28

相关报告

《五新隧装（835174.BJ）深度报告：隧道钻爆法设备小巨人，铁公路/水利/矿山领域齐发力（买入）*工程机械*罗琨》——2024-07-16

事件：

2024年8月26日，五新隧装发布2024年半年度报告：公司2024年H1实现营业收入4.05亿元，同比-7.02%，实现归母净利润0.70亿元，同比-3.53%，实现扣非归母净利润0.68亿元，同比+1.30%；2024H1综合毛利率37.22%，同比+2.67pct。

投资要点：

- 2024H1 营收整体小幅下滑，但水利、矿山等增量市场取得较大突破。** 据公司2024年半年度报告，公司2024H1营收和归母净利润同比小幅下滑，主要系铁路市场业务收入下降，2024H1铁路市场实现收入2.30亿元，同比降低了17.50%；但公路、水利水电和矿山开采三大市场业务均实现了正增长，其中公路市场实现收入1.37亿元，同比增加4.45%，水利水电市场实现翻倍式增长，收入0.18亿元，同比增加99.90%，矿山开采市场收入0.16亿元，同比增加25.91%。分产品类别来看，公司2024H1主机市场收入3.68亿元，同比下降10.63%，后市场收入0.25亿元，同比增加153.35%，主要系公司扩展维修保养、再制造整机大修、配件销售等后市场业务，凭借优质的售后服务和良好的市场口碑获得大量的订单。公司抓住行业机遇，取得了水利水电、矿山和后市场三大业务的增量突破。
- 公司盈利能力稳步提升，资产结构稳健。** 2024H1公司实现综合毛利率37.22%，同比增加2.67pct。分产品来看，主机产品毛利率35.85%，后市场产品毛利率44.48%，公司2024年上半年后市场业务收入增加、占比提高，拉动了整体毛利率的上升；公司扣非后净利润达0.68亿元，同比增加1.30%，盈利能力稳步提升。截至2024年6月30日，公司资产负债率为34.18%，具有稳健的资产结构。
- 铁路基建恢复稳定发力，水利水电、矿山和海外市场打开增量空间。**
 - 1) 铁公路市场：**据公司2024年半年度报告，国家铁路局提出“到2025年技术装备更加先进适用”、明确将“研制隧道钻爆法施工作业装备；开展智能化掘进、架桥、养护机器人关键技术研发”列入技术装备重点任务，而公司产品是钻爆法的主要设备之一；同时据人民日报报导，国铁集团将确保完成国家铁路投资任务，今年力争

投产新线 1000 公里以上，随着固定资产投资释放，将有利于下游工程建设起量和工程机械上游投资，工程项目新增量与开工率的提升将促进公司铁路市场业务恢复。2) 水利水电市场：《抽水蓄能中长期发展规划(2021—2035 年)》指出到 2025 年，我国抽水蓄能投产总规模较“十三五”期间翻一番，到 2030 年，抽水蓄能投产总规模较“十四五”期间再翻一番。抽水蓄能电站地下平洞数量众多，目前钻爆法仍是主要施工方法，而传统施工机械无法满足隧洞群施工需求，公司陆续推出的隧洞群成套智能施工设备，可覆盖抽水蓄能电站所有隧洞断面类型。3) 矿山开采市场：一方面，智能矿山建设推动矿山施工自动化作业，对凿岩设备需求提升，矿山装备市场具有较大发展潜力；另一方面，公司研发的智能掘进钻车可以彻底解决矿山 3×3M 以下中小巷道机械化施工的行业痛点。4) 海外市场：隧道工程机械出海呈现稳步增长，隧道掘进机等关键设备出口量显著上升，同时智能化矿山机械设备出口额稳步增长，公司加速推进海外市场布局，今年上半年成立了全资子公司长沙优力洛克国际贸易有限公司，为海外市场开拓打造组织保障；此外，公司还积极参与国际交流与合作，有效提升国际化品牌知名度和影响力。

- **盈利预测和投资评级：**公司持续深耕铁路市场，随着后续铁路固定资产投资资金释放和基建恢复，将利好上游工程机械，公司产品作为钻爆法设备之一有望受益；矿山、水利及海外市场打开增量。铁路基建市场设备需求受下游资金压力影响，导致公司整体收入下滑。今年上半年铁路建设 979.6 公里，去年全年 3637 公里，2024 年规划建设 1000 公里以上，一定程度影响了铁路隧道开工景气度。我们小幅下调 2024 年全年业绩预期，预计公司 2024-2026 年营业收入为 10.2/13.5/16.3 亿元，2024-2026 年归母净利润为 1.73/2.27/2.79 亿元，对应 PE 为 7.86/5.99/4.88 倍，考虑到后续基建恢复和水利、矿山等市场的增量，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 宏观经济变化；2) 原材料价格波动；3) 客户集中度较高；4) 应收账款周转风险；5) 估值体系差异。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	954	1020	1354	1626
增长率(%)	76	7	33	20
归母净利润(百万元)	164	173	227	279
增长率(%)	111	6	31	23
摊薄每股收益(元)	1.82	1.92	2.52	3.10
ROE(%)	23	22	25	25
P/E	10.99	7.86	5.99	4.88
P/B	2.55	1.71	1.47	1.24
P/S	1.89	1.33	1.00	0.84
EV/EBITDA	8.03	5.77	4.54	3.56

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：五新隧装盈利预测表

证券代码:	835174				股价:	14.92				投资评级:	买入				日期:	2024/08/28			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	23%	22%	25%	25%	EPS	1.82	1.92	2.52	3.10										
毛利率	37%	35%	36%	36%	BVPS	7.84	8.83	10.30	12.17										
期间费率	11%	12%	12%	12%	估值														
销售净利率	17%	17%	17%	17%	P/E	10.99	7.86	5.99	4.88										
成长能力					P/B	2.55	1.71	1.47	1.24										
收入增长率	76%	7%	33%	20%	P/S	1.89	1.33	1.00	0.84										
利润增长率	111%	6%	31%	23%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	1.05	0.94	1.10	1.11	营业收入	954	1020	1354	1626										
应收账款周转率	2.19	1.90	2.05	1.96	营业成本	603	664	868	1043										
存货周转率	4.96	4.44	4.53	4.37	营业税金及附加	6	7	9	10										
偿债能力					销售费用	85	92	129	149										
资产负债率	33%	29%	31%	31%	管理费用	26	31	44	49										
流动比	2.70	3.04	2.87	2.90	财务费用	-3	-6	-5	-4										
速动比	2.30	2.51	2.33	2.35	其他费用/(-收入)	56	54	77	92										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	182	192	250	309										
现金及现金等价物	250	205	172	208	营业外净收支	1	0	0	0										
应收款项	508	572	760	912	利润总额	183	192	250	309										
存货净额	133	166	217	261	所得税费用	19	19	23	30										
其他流动资产	31	32	41	49	净利润	164	173	227	279										
流动资产合计	923	976	1191	1431	少数股东损益	0	0	0	0										
固定资产	86	99	108	115	归属于母公司净利润	164	173	227	279										
在建工程	1	0	0	0	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	39	41	43	44	经营活动现金流	145	69	89	173										
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	164	173	227	279										
资产总计	1048	1116	1342	1590	少数股东损益	0	0	0	0										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	17	18	21	24										
应付款项	252	240	314	377	公允价值变动	0	0	0	0										
合同负债	24	20	27	33	营运资金变动	-44	-118	-155	-124										
其他流动负债	65	61	74	85	投资活动现金流	-108	-28	-27	-27										
流动负债合计	341	321	414	494	资本支出	-8	-29	-29	-28										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-20	0	0	0										
其他长期负债	1	0	0	0	其他	-79	1	2	2										
长期负债合计	1	0	0	0	筹资活动现金流	-33	-85	-95	-110										
负债合计	342	321	415	494	债务融资	0	0	0	0										
股本	90	90	90	90	权益融资	0	0	0	0										
股东权益	706	794	927	1095	其它	-33	-85	-95	-110										
负债和股东权益总计	1048	1116	1342	1590	现金净增加额	3	-45	-33	36										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【北交所&新兴成长组小组介绍】

罗琨，现任国海北交所&新兴成长组首席分析师，毕业于香港浸会大学经济学硕士、湖南大学会计学本科，7年证券从业经验。曾任财信证券资管投资部投资经理、研究发展中心机械研究员、宏观策略总监。所在团队曾获得2022、2023年新财富最佳分析师入围、2023年金麒麟菁英分析师、2023年Choice最佳分析师。

傅麒丞，现任国海北交所&新兴成长组分析师，谢菲尔德大学金融硕士、国际商务管理硕士，所在团队获得2022、2023年新财富最佳分析师入围，2022年加入国海证券研究所。

【分析师承诺】

罗琨，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。