

强烈推荐-A (上调)

中铁工业 600528.SH

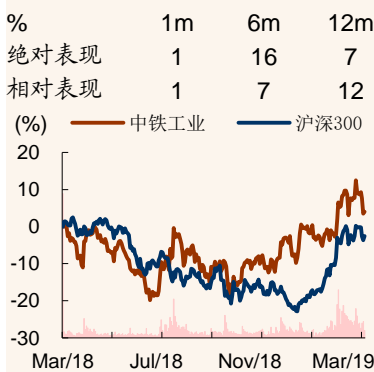
当前股价: 11.8 元
2019 年 03 月 28 日

城轨建设重启盾构机订单猛增 支撑19年业绩

基础数据

上证综指	3023
总股本 (万股)	222155
已上市流通股 (万股)	183775
总市值 (亿元)	262
流通市值 (亿元)	217
每股净资产 (MRQ)	7.1
ROE (TTM)	9.4
资产负债率	52.64 %
主要股东	中铁二局
主要股东持股比例	31.58%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

- 1、《中铁工业 (600528) —毛利率提振带动 Q3 单季净利增长超预期》2018-10-29
- 2、《中铁工业 (600528) —收入及新签订单增长 受益于城轨重启审批》2018-08-29
- 3、《中铁工业 (600528) —大幅超过业绩预告 大国重器平步青云》2018-03-28

诸凯

zhukai@cmschina.com.cn
S1090518070005

吴丹

wudan6@cmschina.com.cn
S1090518090001

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

研究助理

时文博

事件:

中铁工业发布 18 年年报, 实现营业收入 178.98 亿元, 可比增长 12.67% (扣除置出的中铁二局 1 月 1 日至 1 月 5 日收入); 归母净利 14.8 亿元, 同比增长 10.56%, 超过承诺净利为 13.34 亿元; 扣非归母净利 14 亿元, 同比增长 10.69%, 基本每股收益 0.67 元。收入符合预期, 归母净利略低于我们 15 亿的预期, 主要系研发费用投入增加 1.76 亿略多。2018 年实现新签合同额 308.4 亿元, 较去年增长 23.2%, 18 年下半年盾构机订单大幅增长, 扭转上半年订单下滑趋势至增长 35%!

评论:

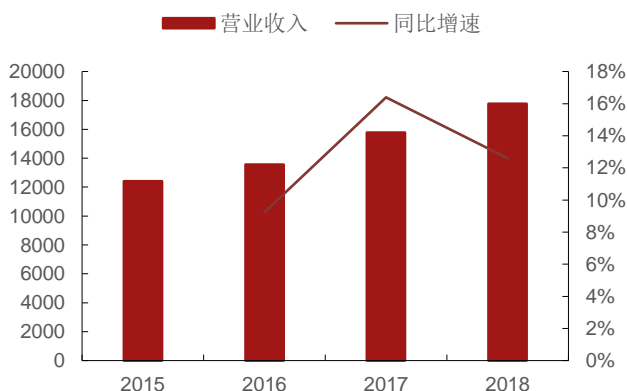
1、隧道施工设备维持高增速 Q4 新签合同中盾构机明显反超

公司 2018 实现营业收入 178.98 亿元, 可比增长 12.67% (扣除置出的中铁二局 1 月 1 日至 1 月 5 日收入), 实现新签合同额 308.4 亿元, 较去年增长 23.2%。为分产品看,

1) 专用工程机械装备收入 52.08 亿元, 同比增长 41.43%, 同时新签合同额 109.2 亿元, 较上年同期增长 28%, 比 28H1 订单增速的 17.74% 又明显加快。其中盾构机收入 42.65 亿元收入占比 25.8%, 较上年同期增长 49.7%, 全年生产 356 台 (其中盾构机/TBM 新机 160 台, 再制造 87 台), 数量同比增长 15.2%, 金额增长比数量增长高, 说明 18 年高端机型增加。新签合同 100.7 亿元, 同比增加 34.7%, 比 18H1 的下降 3.81% 有大幅改善, 主要原因系城轨重启审批, 18 年 8 月以来, 国家发改委陆续批复了苏州、重庆、济南、杭州、上海、长春等地城市轨道交通规划, 合计总里程 771 公里, 总投资 6268 亿元, 2019 年 1 月又批复了武汉第四期建设规划, 总里程 606 公里, 总投资 1469 亿元; 工程施工机械业务营业收入 9.43 亿元, 同比增长 13.17%, 全年出货数量 453 台, 同比增长 54.6%。新签订单 8.6 亿元, 同比下降 18.9%, 比中报的下降 26.65% 有所改善。

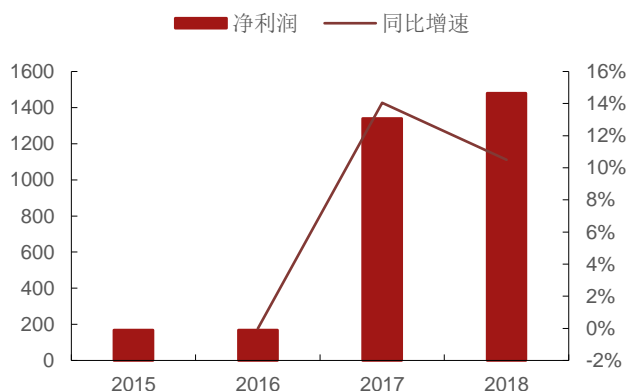
2) 交通运输装备收入 112.33 亿元, 同比增长 6.51%, 新签合同额 193.9 亿元, 同比增长 27.7%, 比中报的 41.75% 增速有所放缓。其中, 道岔业务营业收入 41.97 亿元, 同比下降 4.51%, 全年生产道岔 25964 组, 同比下降 12.1%。新签合同额 52.2 亿元, 同比下降 1.2%, 道岔业务盈利能力较好, 在技术壁垒较高的高速道岔 (250 公里时速以上) 业务市场占有率约 65%, 重载道岔市场占有率 50% 以上, 城轨交通业务领域市场占有率约为 60%-70%; 其中钢结构收入 70.36 亿元, 同比增长 14.39%, 收入占比 39.3%, 累计制造安装 102.6 万吨, 同比增长 13.6%。新签合同额 141.7 亿元, 同比增长 43%, 总体增速非常高, 中铁在大型钢结构桥梁的市场占有率超过 60%, 2018 年钢结构市场需求量很大, 大型桥梁陆续招标, 加之公司转变经营理念, 创新营销方法, 使得钢结构业务取得骄人成绩。

图 1: 中铁工业收入增长



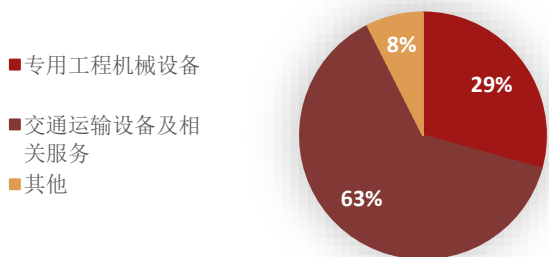
资料来源: 公司公告、招商证券 (2015-2016 为二局数据)

图 2: 中铁工业净利润增长



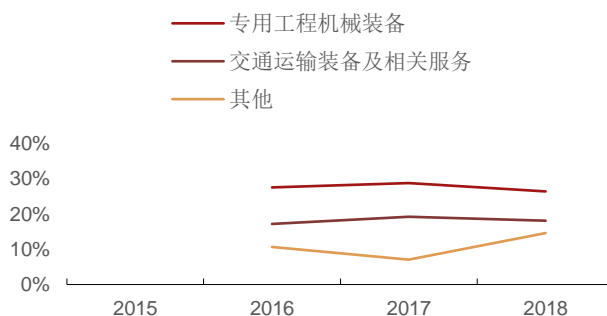
资料来源: 公司公告、招商证券 (2015-2016 为二局数据)

图 3: 中铁工业 2018 年收入结构



资料来源: 公司公告、招商证券 (2015-2016 为二局数据)

图 4: 中铁工业产品毛利率



资料来源: 公司公告、招商证券

2、毛利率受原材料影响不大 研发新产品大幅增加研发费用

2018 年归母净利 14.8 亿元, 同比增长 10.56%; 扣非归母净利 14 亿元, 同比增长 10.69%。毛利率同比基本持平, 受大幅投入研发影响费用率略微有所上升, 使得归母净利增速低于收入增速。

2018 年综合毛利率同比基本持平, 良好的成本传导机制+规模效应较充分消化原材料上涨压力。其中专用工程机械装备毛利率为 26.44%, 同比减少 2.33 个百分点, 主要是交付的标准机型比较多毛利率较低; 交通运输装备毛利率为 18.1%同比减少 1.13 个百分点, 主要系高毛利的道岔在收入贡献比例有所下滑。在内外销毛利率情况来看, 内销综合毛利率为 20.5%同比略有增加, 而外销毛利率下滑较为明显, 毛利率 14.29%, 同比减少 5.88 个百分点。

2018 年三费加研发费用合计 20 亿, 期间费率为 11.18%。1) 销售费用为 3.59 亿元, 同比增长 10.68%; 2) 财务费用为 4200 万元, 同比下降 12.5%, 主要系公司置换资产后的装备业务比原来二局的工程项目现金流情况明显改善, 着力推进债务结构优化, 从而使外部带息负债减少; 3) 管理费用 7.86 亿元, 同比增长 18.19%; 4) 研发费用为 8.15 亿, 同比大幅增加 27.49%, 研发费用的增加主要系新业务板块 (轨道交通车辆) 的研制及开发需要投入。

3、下半年受益于城轨重启审批盾构机订单猛增 维持强烈推荐

公司为盾构机、道岔、桥梁钢结构龙头企业，高端产品盾构机明显直接受益于地铁建设重启及加快，同时总理提出加快川藏铁路建设，其中雅安到灵芝铁路 967 公里是大头桥梁和隧道占比 92%，隧道 788 公里占 81.6%，长大隧道 709 公里，目前按设计院简单测算预计需要 20 台以上的 TBM，而 8 米 TBM 造价大概超过 2 亿。18 年公司新签订单累计增长为 23.2%，其中主力产品钢结构增长 43%，盾构机增长 34.7%，虽然部分钢结构产品交付时间超过一年，但新签订单仍为公司 2019 年的业绩增长打下基础。股东中原股权及其一致行动人华安未来资产管理拟增持 2000 万-10 亿元已增持完毕，累计增持金额 2.12 亿，反映股东对公司未来增长的信心。2019 年公司预计实现新签合同额 350 亿元，营业总收入 196 亿元，营业成本 157 亿元，目标相对保守，考虑公司新签订单情况，我们预计公司 2019 年归母净利为 18.5 亿元，目前仅对应 14 倍，上调至强烈推荐！

4、风险提示：基建受国家政策影响较大；个人持股较集中或有减持风险。

表 1：主要财务指标预测

会计年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	51242	15886	17898	21481	25987	30285
同比增长	-11%	-69%	13%	20%	21%	17%
营业利润(百万元)	49	1539	1744	2192	2542	3105
同比增长	-48%	3051%	13%	26%	16%	22%
净利润(百万元)	168	1339	1481	1846	2132	2591
同比增长	0%	698%	11%	25%	15%	22%
每股收益(元)	0.12	0.60	0.67	0.83	0.96	1.17
P/E(倍)	101.5	19.4	17.5	14.1	12.2	10.0
P/B(倍)	2.7	1.8	1.7	1.5	1.3	1.2

资料来源：公司数据、招商证券（2015、2016 为二局数据）

表 2：中铁工业各季度业绩回顾

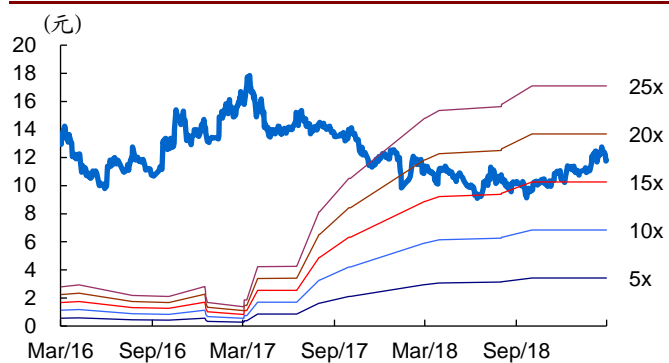
(百万元)	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
营业收入	16180	14441	3427	4140	3899	4419	3987	4020	3905	5985
营业毛利	561	1324	689	819	773	954	769	851	896	1130
营业费用	22	27	73	76	77	98	80	91	81	106
管理费用	294	543	238	360	400	306	261	63	208	254
财务费用	184	250	25	11	5	6	7	4	-23	54
投资收益	-6	174	11	79	27	64	11	72	85	58
营业利润	8	117	328	394	281	484	386	392	407	385
归母净利润	38	53	279	366	253	389	319	333	343	312
EPS (元)	0.02	0.02	0.13	0.16	0.11	0.18	0.14	0.15	0.15	0.14
主要比率										
毛利率	3.5%	9.2%	20.1%	19.8%	19.8%	21.6%	19.3%	21.2%	23.0%	18.9%
营业费用率	0.1%	0.2%	2.1%	1.8%	2.0%	2.2%	2.0%	2.3%	2.1%	1.8%
管理费用率	1.8%	3.8%	7.0%	8.7%	10.3%	6.9%	6.5%	1.6%	5.3%	4.2%
营业利润率	0.0%	0.8%	9.6%	9.5%	7.2%	11.0%	9.7%	9.8%	10.4%	6.4%
有效税率	35.5%	0.7%	18.0%	8.6%	9.8%	15.5%	17.6%	10.4%	14.1%	15.3%
净利率	0.2%	0.4%	8.1%	8.8%	6.5%	8.8%	8.0%	8.3%	8.8%	5.2%
YoY										
收入		-66.2%	-60.5%	-75%	-69.4%	16.3%	-2.9%	0.2%	35.4%	
归母净利润		689.6%	2548.8%	557%	635.5%	14.6%	-9.1%	35.9%	-19.8%	

资料来源：公司数据、招商证券。（2016 为二局数据）

敬请阅读末页的重要说明

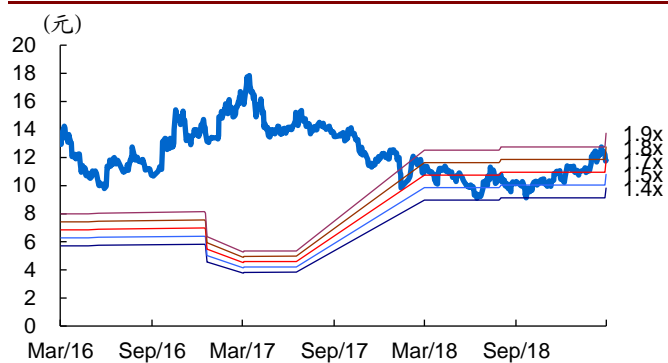
PE-PB Band

图 5: 中铁工业历史 PEBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 6: 中铁工业历史 PBBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	24084	24731	31277	38134	45158
现金	6848	5040	7667	9555	11861
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	752	232	278	337	393
应收款项	6771	6298	7535	9116	10623
其它应收款	373	368	442	534	623
存货	7545	9713	11656	14116	16443
其他	1795	3080	3698	4476	5215
非流动资产	7552	9157	8515	7943	7432
长期股权投资	669	841	841	841	841
固定资产	4031	4561	4160	3796	3464
无形资产	1183	1440	1296	1166	1050
其他	1670	2315	2217	2139	2077
资产总计	31636	33888	39791	46077	52589
流动负债	16367	17212	21306	25509	29485
短期借款	764	21	1000	1000	1000
应付账款	6615	12131	14570	17644	20553
预收账款	4534	41	49	60	69
其他	4454	5019	5687	6805	7862
长期负债	479	628	628	628	628
长期借款	0	110	110	110	110
其他	479	518	518	518	518
负债合计	16846	17840	21934	26137	30113
股本	2222	2222	2222	2222	2222
资本公积金	5517	5567	5567	5567	5567
留存收益	6878	7936	9708	11748	14232
少数股东权益	173	323	360	404	456
归属于母公司所有者权益	14617	15725	17496	19536	22020
负债及权益合计	31636	33888	39791	46077	52589

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	610	832	1581	1637	2002
净利润	1339	1481	1846	2132	2591
折旧摊销	494	458	654	584	522
财务费用	101	90	29	46	(21)
投资收益	(180)	(226)	(399)	(399)	(399)
营运资金变动	(1146)	(970)	(590)	(774)	(749)
其它	2	(0)	42	49	58
投资活动现金流	(696)	(1029)	(10)	(10)	(10)
资本支出	(824)	(1254)	(10)	(10)	(10)
其他投资	128	226	0	0	0
筹资活动现金流	(479)	(1762)	1056	261	314
借款变动	(5702)	(1775)	760	0	0
普通股增加	762	0	(0)	0	0
资本公积增加	3919	50	0	0	0
股利分配	(34)	(422)	(74)	(92)	(107)
其他	575	385	370	353	420
现金净增加额	(564)	(1958)	2627	1888	2306

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	15886	17898	21481	25987	30285
营业成本	12651	14252	17118	20729	24146
营业税金及附加	145	185	222	269	313
营业费用	324	359	455	546	606
管理费用	1305	786	859	1039	1211
财务费用	48	42	29	46	(21)
资产减值损失	106	114	80	70	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	233	399	399	399	399
营业利润	1539	1744	2192	2542	3105
营业外收入	52	18	18	18	18
营业外支出	28	27	27	27	27
利润总额	1563	1735	2183	2534	3096
所得税	198	224	300	358	453
净利润	1365	1511	1883	2175	2643
少数股东损益	25	30	37	43	53
归属于母公司净利润	1339	1481	1846	2132	2591
EPS (元)	0.60	0.67	0.83	0.96	1.17

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	-69%	13%	20%	21%	17%
营业利润	3051%	13%	26%	16%	22%
净利润	698%	11%	25%	15%	22%
获利能力					
毛利率	20.4%	20.4%	20.3%	20.2%	20.3%
净利率	8.4%	8.3%	8.6%	8.2%	8.6%
ROE	9.2%	9.4%	10.6%	10.9%	11.8%
ROIC	8.7%	9.1%	9.7%	10.2%	10.9%
偿债能力					
资产负债率	53.3%	52.6%	55.1%	56.7%	57.3%
净负债比率	2.6%	1.0%	2.8%	2.4%	2.1%
流动比率	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5
速动比率	1.0	0.9	0.9	0.9	1.0
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	1.2	1.7	1.6	1.6	1.6
应收帐款周转率	1.4	2.7	3.1	3.1	3.1
应付帐款周转率	1.1	1.5	1.3	1.3	1.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.60	0.67	0.83	0.96	1.17
每股经营现金	0.27	0.37	0.71	0.74	0.90
每股净资产	6.58	7.08	7.88	8.79	9.91
每股股利	0.19	0.03	0.04	0.05	0.06
估值比率					
PE	19.6	17.7	14.2	12.3	10.1
PB	1.8	1.7	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	14.6	13.4	10.2	9.2	8.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商机械团队：7次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续5年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013、2018年福布斯中国最佳分析师50强。2017年新财富、金牛最佳分析师第五名、第三名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。