

涅槃以来持续稳健增长，盾构业务显著受益 地铁管廊建设

——中铁工业（600528）2018 年报点评

2019 年 04 月 04 日

强烈推荐/维持

中铁工业	财报点评
------	------

投资要点：

- **事件：**公司发布 2018 年年度报告，全年实现营收 178.98 亿，同增 12.67%，实现归母净利润 14.81 亿，同增 10.56%，实现扣非 13.99 亿，同增 10.69%；
- **业绩逆势稳健增长，归母超承诺值。H2 营收显著改善，Q4 净利率下滑。**2018 年基建投资增速仅 1.5%，同减 12.4pp，铁路投资下滑、地铁前期受 52 号文较大负面影响。此背景下公司营收/归母增速为 12.67%/10.56%，归母 14.81 亿超过承诺业绩 13.34 亿，系前期充裕的在手订单转化为收入、大型钢结构项目完工较多所致。Q1-Q4 营收增速为 16%/-3%/0%/35%，H2 显著边际改善；归母增速为 18%/4%/46%/-9%，Q4 利润回落系当季毛利率同减 2.7pp、减值 1.31 亿同增 57%、净利率同减 3.2pp 至 6.9%；
- **费率上升，盈利能力略有下降，现金流入增加，负债率稳中趋降。**公司毛利率 20.37% 与上期基本持平；销售/管理/财务费率为 2.01%/9.67%/0.23%，变化-0pp/0.7pp（业务拓展及管理架构致管理费增加、同时研发费增多）/-0.1pp（带息负债结构优化），期间费率 11.19% 同增 0.6pp；投资净收益和处置收益合计 2.73 亿，同增 43%，占净利润的 18.1%；税率 12.93% 同增 0.3pp；净利率 8.44% 同减 0.2pp；经营现金流 8.32 亿同增 36%，占当期归母的 56%，系公司 H2 紧抓回款黄金期加快资金回笼，同时成功发行 ABS 优化资产结构所致；负债率 52.64%，同减 0.6pp；
- **拥有多个高潜力领域的冠军品牌，涅槃后明确战略地位利于长足发展。盾构 H2 订单改善、收入加速助力结构优化，钢结构全年维持较高增速水平。未来有望持续受益基建补短板。**公司 2017 年初资产重组明确高端装备制造定位，旗下优质资产包括中铁装备（市占率连续 5 年国内第一，达 35-40%）、中铁山桥和宝桥（高速道岔市占率 65-70%、重载道岔 >50%、特大型钢结构 >60%）等；报告期内专用装备（盾构/掘进机+工程机械）毛利率为 26.44%，较交通装备（道岔+钢结构）的 18.09% 高出 8.4pp，判断盾构/掘进机毛利率较高，该部分业务 H1/H2 新签订单增速为 -4%/65%，下半年新签 69 亿环增 117%，收入 25 亿同增 56%、环增 35%，当期订单收入比达 2.8 倍。钢结构全年新签 142 亿 YOY+43%，收入 70 亿 YOY+14%，有力支撑整体业绩。H2 以来政策不断加码基建补短板，全年发改委新批铁路项目约 5975 亿，地铁项目约 7736 亿，我们判断未来铁路/地铁投资将维持高位水平，钢结构桥梁/管廊受益政策推动，公司有望实现可持续高速增长；
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 203.05 亿元、231.45 亿、267.17 亿元；归母净利润分别为 16.98 亿元、19.45 亿元和 22.5 亿元；EPS 分别为 0.76 元、0.88 元和 1.01 元，对应 PE 分别为 16.5X、14.4X 和 12.4X。维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1、投资不及预期；2、市场竞争风险；3、材料价格波动风险。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	15,885.5	17,897.8	20,304.6	23,145.2	26,716.9
增长率(%)	-69.00%	12.67%	13.45%	13.99%	15.43%
净利润(百万元)	1,364.85	1,510.83	1,732.25	1,977.03	2,283.85
增长率(%)	3094.48	10.70%	14.66%	14.13%	15.52%
净资产收益率(%)	9.16%	9.42%	10.62%	11.78%	13.14%
每股收益(元)	0.63	0.67	0.76	0.88	1.01
PE	19.98	18.79	16.47	14.38	12.43
PB	1.91	1.78	1.75	1.69	1.63

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

研究员：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：王翩翩

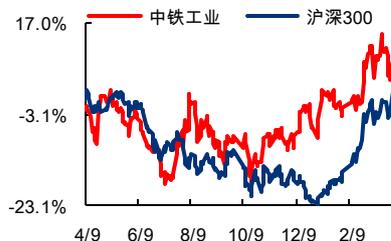
010-66554039

wangpp@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间(元)	12.59-11.35
总市值(亿元)	279.69
流通市值(亿元)	231.37
总股本/流通 A 股(万股)	222155/183775
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	0.57

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《中铁工业（600528）：轨交预期好转，在手订单充裕》2018-08-29
- 2、《中铁工业（600528）：业绩超预期，在手订单充盈》2018-04-02

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	24084	24731	26552	28757	43299	营业收入	15886	17898	20305	23145	26717
货币资金	6848	5040	3241	2031	12228	营业成本	12651	14252	16120	18417	21360
应收账款	6771	6298	8344	9512	10980	营业税金及附	145	185	210	240	277
其他应收	373	0	0	0	0	营业费用	324	359	407	464	481
预付款项	1370	1685	2042	2449	2921	管理费用	1305	786	1787	1990	2084
存货	7545	9713	11483	13119	15215	财务费用	48	42	-66	-93	179
其他流动	424	614	693	811	1012	资产减值损失	106	131	119	119	59
非流动资产	7552	9157	9381	9802	10247	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权	669	841	883	927	1019	投资净收益	180	226	237	249	336
固定资产	4031	4561	4789	5028	5280	营业利润	1539	1744	1965	2257	2613
无形资产	1183	1440	1656	1822	1913	营业外收入	52	18	57	42	39
其他非流	91	724	724	724	724	营业外支出	28	27	32	29	29
资产总计	31636	33888	35933	38559	53546	利润总额	1563	1735	1990	2271	2623
流动负债	16367	17212	19471	21542	35855	所得税	198	224	257	294	339
短期借款	764	21	21	21	10074	净利润	1365	1511	1732	1977	2284
应付账款	6615	6189	6183	6055	7022	少数股东损益	25	30	35	32	33
预收款项	4534	5982	8013	10327	12999	归属母公司净	1339	1481	1698	1945	2250
一年内到	56	219	219	197	177	EBITDA	2821	3322	2092	2368	3008
非流动负	479	628	116	112	142	EPS (元)	0.63	0.67	0.76	0.88	1.01
长期借款	0	110	82	64	86	主要财务比					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	16846	17839	19588	21654	35997	成长能力					
少数股东	173	323	357	390	423	营业收入增长	-69.00%	12.67%	13.45%	13.99%	15.43%
实收资本	2222	2222	2222	2222	2222	营业利润增长	3050.54%	13.28%	12.67%	14.89%	15.76%
资本公积	5303	5370	5370	5370	5370	归属于母公司	697.90%	10.56%	14.65%	14.55%	15.72%
未分配利	6252	7269	6965	6772	6482	获利能力					
归属母公	14617	15725	15988	16515	17125	毛利率(%)	20.36%	20.37%	20.61%	20.43%	20.05%
负债和所	31636	33888	35933	38559	53546	净利率(%)	8.59%	8.44%	8.53%	8.54%	8.55%
现金流	单位:百万元					总资产净利润	7.81%	4.23%	4.37%	4.72%	5.04%
量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	9.16%	9.42%	10.62%	11.78%	13.14%
经营活动	610	832	331	645	2351	偿债能力					
净利润	1365	1511	1732	1977	2284	资产负债率(%)	53%	53%	55%	56%	67%
折旧摊销	1234	1536	1753	2011	2415	流动比率	1.47	1.44	1.36	1.33	1.21
财务费用	48	42	-66	-93	179	速动比率	1.01	0.87	0.77	0.73	0.78
应收账款	8602	473	-2046	-1167	-1468	营运能力					
预收帐款	1309	1448	2030	2315	2672	总资产周转率	0.36	0.55	0.58	0.62	0.58
投资活动	-696	-1029	15	13	86	应收账款周转	1.43	2.74	2.77	2.59	2.61
公允价值	0	0	0	0	0	应付账款周转	1.35	2.80	3.28	3.78	4.09
长期股权	0	0	-42	-44	-103	每股指标(元)					
投资收益	180	226	237	249	336	每股收益(最新)	0.63	0.67	0.76	0.88	1.01
筹资活动	-479	-1762	-3865	-2638	6219	每股净现金流	-0.25	-0.88	-1.58	-0.89	3.90
应付债券	0	0	0	0	0	每股净资产(最)	6.58	7.08	7.20	7.43	7.71
长期借款	0	0	-2707	-1298	-2002	估值比率					
普通股增	762	0	0	0	0	P/E	19.98	18.79	16.47	14.38	12.43
资本公积	3705	68	0	0	0	P/B	1.91	1.78	1.75	1.69	1.63
现金净增	-564	-1958	-3519	-1980	8656	EV/EBITDA	7.78	7.01	11.97	11.07	8.67

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

王翩翩

建筑行业研究员。清华大学土木工程硕士，曾任职于正荣地产、Hilti Group，对建筑产业链具备深入研究和理解，2018年加入东兴证券研究所，从事建筑行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。