

投资评级 **优于大市** 维持

## 2019年业绩稳定增长，2020年有望受益行业景气提升

### 股票数据

03月30日收盘价(元)	9.95
52周股价波动(元)	8.45-14.53
总股本/流通A股(百万股)	2222/1838
总市值/流通市值(百万元)	22104/18286

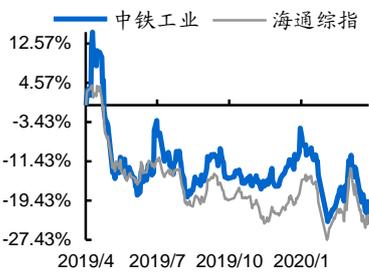
### 相关研究

《2019年新签订单359亿元，四季度订单环比增长80%》2020.01.16

《三季度收入大幅增长，订单增速拐点向上》2019.10.25

《Q2毛利率提高，归母净利润实现快速增长》2019.08.24

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.4	-3.9	-7.3
相对涨幅(%)	7.2	4.4	1.4

资料来源：海通证券研究所

分析师:余炜超

Tel:(021)23219816

Email:swc11480@htsec.com

证书:S0850517010001

分析师:杨震

Tel:(021)23154124

Email:yzy10334@htsec.com

证书:S0850517070009

### 投资要点:

- **事件:** 公司公布2019年报,实现营业收入205.75亿元,同比增长14.96%,实现归母净利润16.27亿元,同比增长9.84%。其中19Q4实现收入54.07亿元,同比下降9.65%,实现归母净利润3.60亿元,同比下降10.25%。
- **专用工程机械装备及相关服务收入和订单稳定增长。** 报告期内公司专用工程机械装备及相关服务实现营业收入66.57亿元,同比增长10.74%,毛利率达23.99%,同比减少1.28pct,新签合同额112.47亿元,同比增长2.96%。其中(1)隧道施工装备及相关服务业务营业收入55.87亿元,同比增长10.24%,新签合同额100.69亿元,同比增长0.02%,主要原因是隧道掘进机市场呈现由新机销售为主向“新机+租赁”销售模式的变化,同时盾构机市场保有量进一步增大;(2)工程施工机械业务实现收入10.7亿元,同比增长13.41%,新签合同额11.78亿元,同比增长37.56%,主要原因为公司通过与施工单位协作、签订战略合作协议等方式进一步开拓市场,并受益于公路和铁路桥梁跨度增大、梁型加重,推动了公司研发的新型铺架设备等新产品的销售。
- **交通运输装备及相关服务保持快速增长。** 交通运输装备及相关服务业务实现营业收入132.1亿元,同比增长17.6%,毛利率达18.96%,同比增加0.87pct,新签合同额234.76亿元,同比增长21.1%。其中(1)道岔业务营业收入43.42亿元,同比增长3.46%,新签合同额65.28亿元,同比增长25.15%,增长原因主要为2019年国家铁路建设投资规模较去年有所增长。(2)钢结构制造与安装业务实现营业收入88.68亿元,同比增长26.05%,新签合同额169.48亿元,同比增长19.61%,增长原因为近年来国内高速公路及市政项目钢结构桥梁规划增多,市场体量明显增长。
- **2020年大铁投资稳定,城轨审批在建恢复景气。** 根据铁总2020年工作会议,2020年目标全面完成国家下达的铁路投资任务,确保投产新线4000公里以上,其中高铁2000公里,我们认为2020年铁路装备产业链有望保持景气。而从城市轨道交通看,根据国家发改委官网,20Q1发改委分别批复徐州、合肥两城城市轨道交通项目合计总里程189.26公里,总投资1333.98亿元,我们认为城轨审批的恢复和增长有利于行业景气提升。
- **盈利预测:** 我们预计公司20-22年EPS分别为0.82/0.96/1.11元,按3月30日收盘9.95元计算PE分别为12.13/10.36/8.96倍,结合可比公司估值,给予20年13-16倍PE,对应合理价值区间10.66-13.12元,给予“优于大市”评级。
- **风险提示:** 铁路和城轨的发展不及预期;新制式车辆销售不及预期。

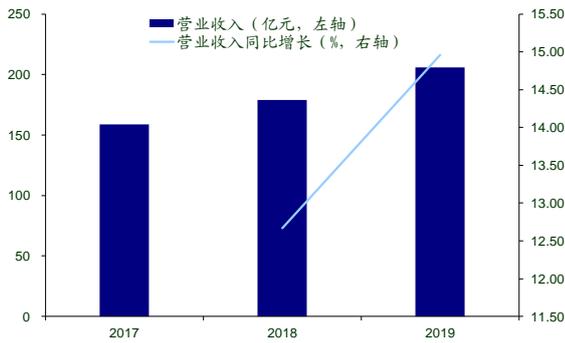
### 主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17898	20575	23688	26379	29008
(+/-)YoY(%)	12.7%	15.0%	15.1%	11.4%	10.0%
净利润(百万元)	1481	1627	1833	2135	2470
(+/-)YoY(%)	10.6%	9.8%	12.7%	16.5%	15.7%
全面摊薄EPS(元)	0.67	0.73	0.82	0.96	1.11
毛利率(%)	20.4%	20.3%	20.4%	20.6%	20.9%
净资产收益率(%)	9.4%	8.7%	9.2%	9.8%	10.3%

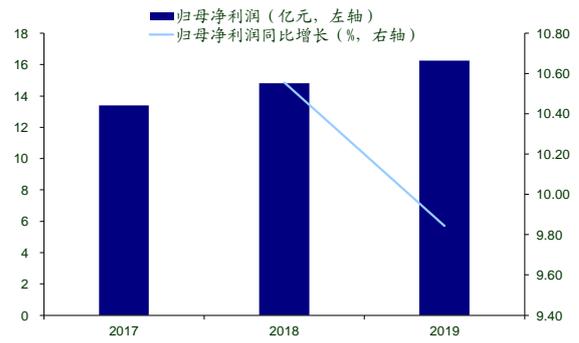
资料来源:公司年报(2018-2019),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

**图1 公司收入情况**


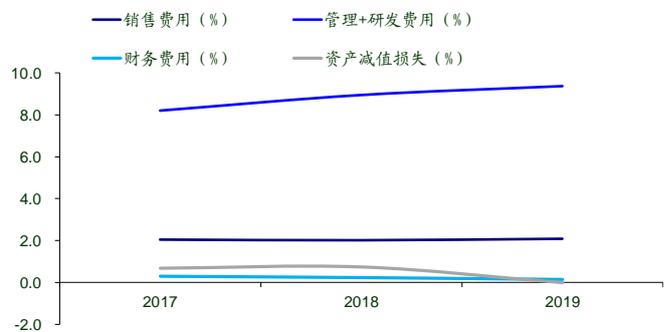
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图2 公司归母净利润情况**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图3 公司盈利情况**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图4 公司费用率情况**


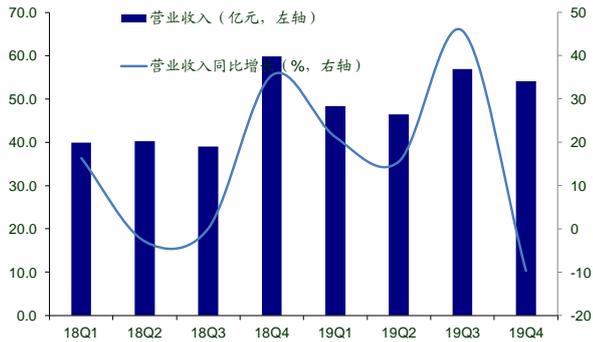
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图5 公司经营现金流净额情况**

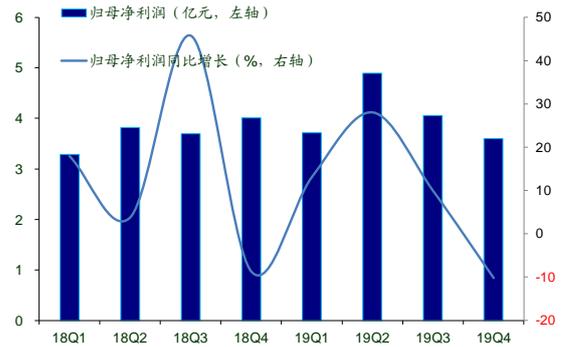

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图6 公司应收账款及存货情况**

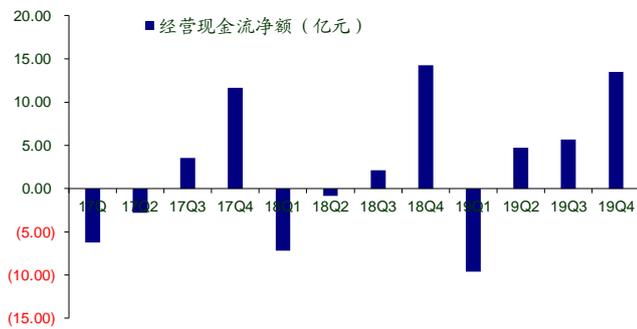

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图7 公司单季度收入情况**


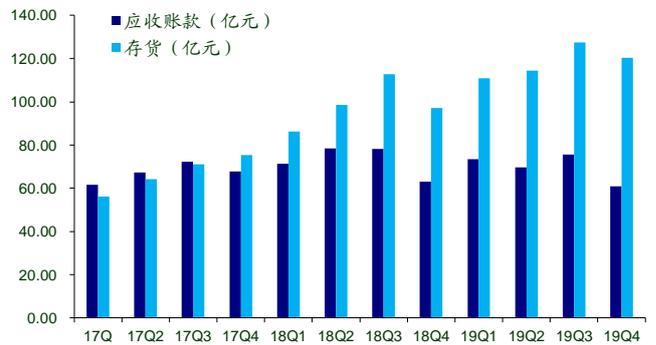
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图8 公司单季度归母净利润情况**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图9 公司单季度经营现金流净额情况**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图10 公司单季度末应收账款及存货情况**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**表 1 可比上市公司估值 (2020/3/30)**

	中国中车	鼎汉技术
总市值 (亿)	1782.27	34.36
预估 2020 年归母净利润 (亿)	142.97	1.27
2020 年 PE (倍)	12.47	27.05

 资料来源: Wind, 海通证券研究所  
 注: 2020 年归母净利润来自 wind 一致估计

**表 2 公司季度经营情况**

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
营业收入 (百万元)	3,987.2	4,020.3	3,905.3	5,985.1	4,831.9	4,645.5	5,690.3	5,407.4
yoy (%)	16.3%	-2.9%	0.2%	35.4%	21.2%	15.6%	45.7%	-9.7%
毛利率 (%)	19.3%	21.2%	23.0%	18.9%	19.7%	22.6%	19.4%	19.8%
销售费用率 (%)	2.0%	2.3%	2.1%	1.8%	1.9%	2.0%	1.8%	2.6%
管理费用率 (%)	7.8%	3.7%	4.8%	4.6%	4.8%	2.8%	3.5%	4.5%
财务费用率 (%)	0.2%	0.1%	-0.6%	0.9%	0.0%	0.4%	0.0%	0.1%
研发费用率 (%)		2.4%	2.8%	2.7%	1.3%	2.6%	2.9%	4.9%
资产减值 (百万元)	5.8	0.0	0.0	130.6	0.0	-3.8	0.0	1.3
归母净利润 (百万元)	328.6	382.0	369.5	400.7	371.7	489.1	406.1	359.6
yoy (%)	17.9%	3.8%	45.8%	-8.8%	13.1%	28.1%	9.9%	-10.2%
净利率 (%)	8.3%	9.7%	9.6%	6.9%	7.6%	10.8%	7.2%	6.6%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**表 3 主营业务收入预测及主要假设**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>分产品销售收入 (亿元)</b>					
交通运输装备	112.33	132.10	153.92	175.57	196.91
专用工程机械装备	52.08	66.57	75.97	81.22	86.17
其他	14.57	7.08	7.00	7.00	7.00
合计主营业务收入	178.98	205.75	236.88	263.79	290.08
<b>分产品销售增长率 (%)</b>					
交通运输装备	6.51	17.60	16.51	14.07	12.15
专用工程机械装备	41.44	27.82	14.11	6.92	6.09
其他	-12.12	-51.41	-1.13	0.00	0.00
主营业务收入同比增长率 (%)	12.67	14.96	15.13	11.36	9.96
<b>分产品销售毛利率 (%)</b>					
交通运输装备	18.09	18.96	19.00	19.20	19.50
专用工程机械装备	26.44	23.99	24.30	24.60	24.90
其他	16.20	10.22	10.00	10.00	10.00
合计主营业务毛利率 (%)	20.37	20.29	20.43	20.62	20.87

资料来源: wind, 海通证券研究所

注: 2018-2019 年增速来自 wind 计算

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>20575</b>	<b>23688</b>	<b>26379</b>	<b>29008</b>
每股收益	0.73	0.82	0.96	1.11	营业成本	16401	18848	20940	22953
每股净资产	8.37	8.96	9.79	10.76	毛利率%	20.3%	20.4%	20.6%	20.9%
每股经营现金流	0.63	1.41	1.23	1.42	营业税金及附加	142	166	185	203
每股股利	0.12	0.13	0.14	0.14	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	430	474	528	580
P/E	13.59	12.13	10.36	8.96	营业费用率%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
P/B	1.19	1.11	1.02	0.93	管理费用	923	1066	1161	1247
P/S	1.07	0.93	0.84	0.76	管理费用率%	4.5%	4.5%	4.4%	4.3%
EV/EBITDA	8.86	5.57	4.13	2.85	EBIT	1676	2021	2353	2719
股息率%	<b>1.0%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.4%</b>	财务费用	29	31	8	-15
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.1%	0.1%	0.0%	-0.1%
毛利率	20.3%	20.4%	20.6%	20.9%	资产减值损失	-3	36	40	43
净利率	7.9%	7.7%	8.1%	8.5%	投资收益	79	80	80	80
净资产收益率	8.7%	9.2%	9.8%	10.3%	<b>营业利润</b>	<b>1864</b>	<b>2116</b>	<b>2466</b>	<b>2853</b>
资产回报率	4.2%	4.3%	4.6%	5.0%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	11.4%	14.7%	17.5%	20.9%	<b>利润总额</b>	<b>1863</b>	<b>2116</b>	<b>2466</b>	<b>2853</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	2214	2490	2845	3236
营业收入增长率	15.0%	15.1%	11.4%	10.0%	所得税	226	271	316	365
EBIT 增长率	11.7%	20.6%	16.4%	15.6%	有效所得税率%	12.2%	12.8%	12.8%	12.8%
净利润增长率	9.8%	12.7%	16.5%	15.7%	少数股东损益	10	13	15	17
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>1627</b>	<b>1833</b>	<b>2135</b>	<b>2470</b>
资产负债率	51.4%	52.5%	52.1%	51.3%					
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.6	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
速动比率	0.8	0.8	0.9	0.9	货币资金	6442	8728	10842	13363
现金比率	0.3	0.4	0.5	0.5	应收账款及应收票据	6199	7139	7589	7947
<b>经营效率指标</b>					存货	12049	12135	12908	13520
应收账款周转天数	112.3	110.0	105.0	100.0	其它流动资产	3362	3800	4117	4424
存货周转天数	242.2	235.0	225.0	215.0	流动资产合计	28052	31802	35456	39255
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	长期股权投资	1033	1033	1033	1033
固定资产周转率	4.4	5.0	5.7	6.4	固定资产	4773	4705	4612	4495
					在建工程	642	642	642	642
					无形资产	1421	1421	1421	1421
					非流动资产合计	10832	10747	10654	10537
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>资产总计</b>	<b>38884</b>	<b>42548</b>	<b>46111</b>	<b>49792</b>
净利润	1627	1833	2135	2470	短期借款	25	0	0	0
少数股东损益	10	13	15	17	应付票据及应付账款	10152	11360	12048	12577
非现金支出	541	504	533	560	预收账款	44	47	53	58
非经营收益	-39	-85	-86	-86	其它流动负债	8849	10000	11019	11999
营运资金变动	-746	863	130	193	流动负债合计	19071	21408	23119	24634
<b>经营活动现金流</b>	<b>1392</b>	<b>3128</b>	<b>2728</b>	<b>3155</b>	长期借款	125	125	125	125
资产	-956	-372	-388	-388	其它长期负债	793	793	793	793
投资	-193	0	0	0	非流动负债合计	919	919	919	919
其他	134	80	80	80	<b>负债总计</b>	<b>19990</b>	<b>22326</b>	<b>24038</b>	<b>25552</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1016</b>	<b>-292</b>	<b>-308</b>	<b>-308</b>	实收资本	2222	2222	2222	2222
债权募资	19	-25	0	0	普通股股东权益	18593	19909	21744	23894
股权募资	25	0	0	0	少数股东权益	300	313	328	346
其他	912	-525	-306	-326	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>38884</b>	<b>42548</b>	<b>46111</b>	<b>49792</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>957</b>	<b>-550</b>	<b>-306</b>	<b>-326</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>1333</b>	<b>2286</b>	<b>2114</b>	<b>2521</b>					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 30 日

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

余炜超 机械行业  
杨震 机械行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：徐工机械,浙江鼎力,联瑞新材,快克股份,捷昌驱动,伊之密,思维列控,运达科技,中联重科,中铁工业,豪迈科技,柳工,石头科技,诺力股份,捷佳伟创,弘亚数控,美亚光电,中国中车,迈为股份,金卡智能,杰克股份,华特股份,五洲新春,龙马环卫,晶盛机电,中集集团,先导智能,杭氧股份,天铁股份,安徽合力

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。