

中铁工业(600528)

报告日期: 2023年03月09日

央企盾构机龙头, 抽水蓄能、矿山等新应用驱动新成长

——中铁工业点评报告

投资要点

□ 国资委启动国企对标, 盾构机/TBM 龙头有望完善公司治理持续提质增效

公司是全球盾构机/TBM 龙头、最大的道岔和桥梁钢结构制造商。国资委为公司实控人, 第一大股东中国中铁合计共持有公司股份 49.12%。2023 年经济复苏背景下, 国资委对国企对标世界一流企业价值创造行动进行动员部署, 推动国企完善价值创造体系, 提升价值创造能力。公司作为我国盾构机行业的领军者和开拓者, 有望在国资委指导下提升治理水平, 持续提质增效, 实现高质量发展。

□ 2022 年新签合同额同比增长约 10%, 产品结构优化提升盈利能力

四大主营业务: 隧道施工设备(含盾构机/TBM, 盈利能力强, 毛利占比近 40%)、工程施工机械、道岔、钢结构制造与安装等装备, 2022 年上半年收入占比分别为 29%、4%、13%、51%。根据 2022 年中报, 公司在隧道掘进机领域已连续十年保持国内第一、连续五年保持世界第一, 其中水利水电、抽水蓄能、矿山能源、铁路领域市占率分别超 60%、80%、40%、70%。2022 年新签合同额 514 亿元, 同比增长约 10%, 其中隧道施工设备订单同增 12%, 随着增速较快的高毛利盾构机/TBM 收入占比不断提升, 产品结构优化将提升公司盈利能力。

□ 盾构机: 应用领域不断拓展, 抽水蓄能与矿山等新应用驱动新增长

公司盾构机产品应用领域不断拓展, 从传统的地铁和铁路建设, 拓展至水利工程(引调水、抽水蓄能)、能源(矿山巷道、能源管道)等新兴业务领域。

抽水蓄能: 根据国家能源局发布的《抽水蓄能中长期发展规划(2021-2035 年)》, 抽水蓄能电站“十四五”期间开工 1.8 亿千瓦, 2025 年投产总规模 6200 万千瓦, 拟建抽蓄电站 177 座, 预计随着各地规划相继落地, 抽水蓄能项目将迎来新一轮建设期。公司产品填补了国产 TBM 在抽水蓄能行业应用的空白。2022 年首次进入南网双调市场, 中标南宁、肇庆等抽水蓄能电站 TBM 订单。目前公司在国内抽水蓄能领域市占率超 80%, 有望在行业快速发展中优先受益。

矿山开采: 公司率先进入矿山隧道建设领域, 成功研制了矿用隧道掘进机。国家政策引导叠加盾构机/TBM 工法成功施工案例持续增加, 预计未来我国丰富的矿产资源将为盾构机/TBM 应用提供广阔的市场。公司在矿山开采领域市占率超 40%, 根据 2022 年中报, 公司已在煤矿、金矿等领域相继中标临涣煤矿、三山岛金矿、汾西煤矿等项目 10 台盾构机/TBM 订单。

□ 盈利预测与估值

预计公司 2022-2024 年营收分别为 296/325/364 亿元, 同比增长 9%/10%/12%; 归母净利润分别为 19.5/21.2/23.5 亿元, 同比增长 5%/9%/11%, 对应 PE 为 11/10/9 倍, PB (MRQ) 0.99 倍, 维持“买入”评级。

□ 风险提示

1) 地铁等基建投资增速放缓; 2) 抽水蓄能技术迭代与发展低于预期

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	27157	29602	32458	36418
(+/-) (%)	12%	9%	10%	12%
归母净利润	1856	1945	2118	2354
(+/-) (%)	2%	5%	9%	11%
每股收益(元)	0.84	0.88	0.95	1.06
P/E	11	11	10	9

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

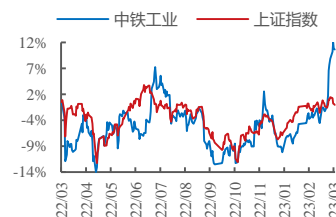
分析师: 邱世梁
 执业证书号: S1230520050001
 qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 王华君
 执业证书号: S1230520080005
 wanghuajun@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 9.35
总市值(百万元)	20,771.51
总股本(百万股)	2,221.55

股票走势图



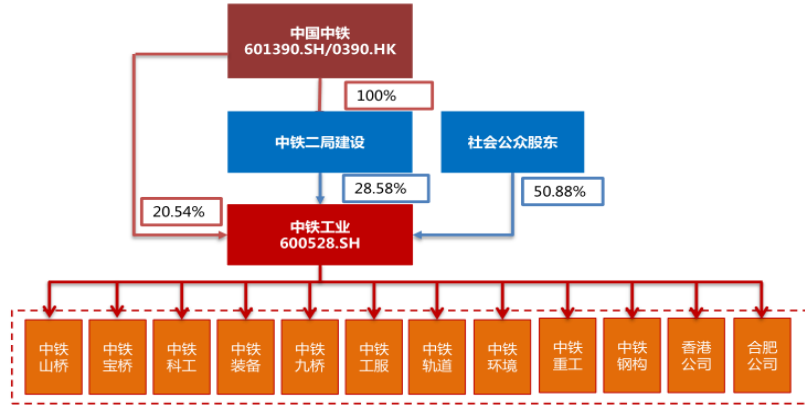
相关报告

- 《【中铁工业】上半年新签订单大增 31%, 抽水蓄能、矿山等新应用 TBM 需求旺盛-【浙商机械】20220718》2022.07.19
- 《【中铁工业】一季度业绩增长 2.4%, 基建政策加码促进下游需求释放-【浙商机械】20220504》2022.05.04
- 《【中铁工业】一季度新签订单创历史新高, 结构改善核心业务大幅增长-【浙商机械】20220415》2022.04.15

附录一：国资委是公司实际控制人，第一大股东中国中铁合计持股 49.12%

公司第一大股东为中国中铁，直接持股达 20.54%，并通过中铁二局间接持股 28.58%，合计持有公司股份 49.12%。

图1： 公司股权架构

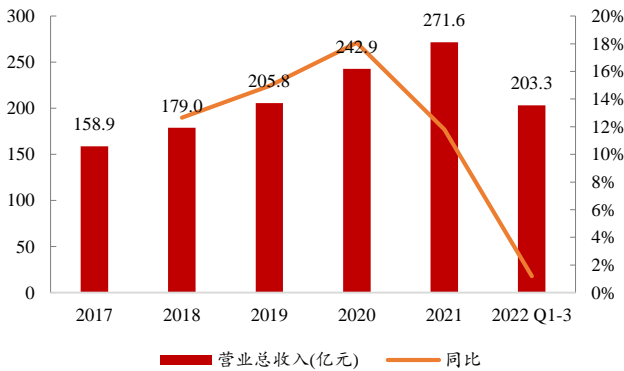


资料来源：公司公告（截止至 2022H1），浙商证券研究所

附录二：公司 2022 三季度报收入业绩情况

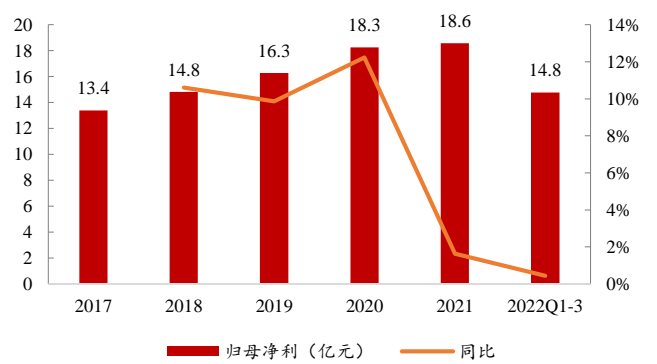
2017-2021 年公司营业收入从 158.86 亿元增长至 271.57 亿元，年均复合增速 14.3%，2017-2021 年公司归母净利润从 13.39 亿元增长至 18.56 亿元，复合增长率约 8.5%。

图2： 2017-2021 年公司营收复合增速 14.3%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

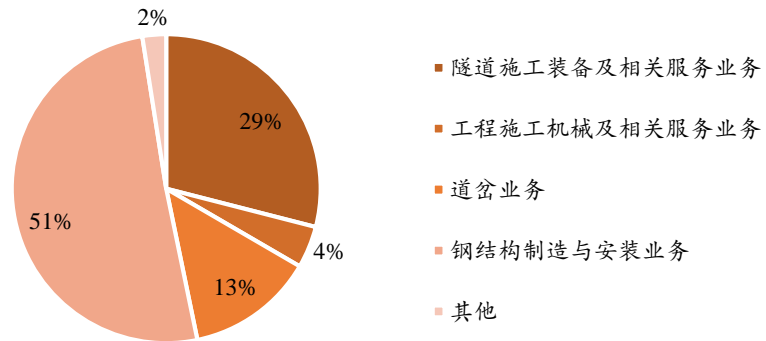
图3： 2017-2021 年公司净利润复合增速约 8.5%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司主营业务可分为四大部分：隧道施工设备、工程施工机械、道岔、钢结构制造与安装等装备，2022 年上半年收入占比分别为 29%、4%、13%、51%。

图4：2022年上半年隧道施工设备、工程施工机械、道岔、钢结构营收占比29%、4%、13%、51%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

附录三：2022年新签合同同增9.89%，产品结构优化有望提升盈利能力。

2022年，公司新签合同额514亿元，同比增长9.89%，其中隧道施工设备（包含盾构机/TBM）订单同比增长12%。随着增速较快的高毛利率的盾构机/TBM收入占比不断提升，未来产品结构优化将提升公司盈利能力。

表1：2022年公司合计新签合同514亿元，同比增长9.89%（单位：亿元）

业务类型	2020年	2021年	2022年
专用工程机械装备及相关服务业务	142.6	150.07	164.34
同比		5.24%	9.51%
隧道施工装备及相关服务业务	129.89	128.71	144.20
同比		-0.91%	12.03%
工程施工机械及相关服务业务	12.71	21.36	20.15
同比		68.06%	-5.69%
交通运输装备及相关服务业务	254.07	290.13	316.76
同比		14.19%	9.18%
道岔业务	74.11	64.52	69.84
同比		-12.94%	8.25%
钢结构制造与安装业务	179.96	225.61	246.92
同比		25.37%	9.45%
其他	21.73	27.85	33.26
同比		28.16%	19.42%
合计	418.39	468.05	514.36
同比		11.87%	9.89%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

附录四：国资委启动国企对标，央企盾构机龙头有望持续提质增效

2023年3月3日，国务院国资委召开会议，对国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动进行动员部署，要求国资国企要突出效益效率，加快转变发展方式，并在指标体系、管理机制、产品质量、财务管控、资金管理、资本运作等方面提出具体要求。未来，随着国企改革不断推进，公司作为我国盾构机行业的领军者和开拓者，有望在国资委指导下进一步提升治理水平，持续提质增效，实现高质量发展。

表2: 《关于开展对标世界一流企业价值创造行动的通知》具体要求

内容	具体要求
指标体系	构建科学全面的高质量发展指标体系: 利润总额、资产负债率、全员劳动生产率、研发经费投入强度、净利润、净资产收益率、经济增加值率、营业现金比率等
管理机制	强化精益运营和精益管理, 实现全生命周期成本最优, 理念: 一切成本均可控, 运营: 市场为导向, 效益为中心, 管控: 关键环节、重点要素
产品质量	提升产品质量, 推动质量评价由追求“合格率”向“满意度”跃升、强化全过程质量管控、完善第三方质量评价机制
财务管控	增强财务集团化管控、集约化运作能力, 优化财务资源配置, 加快构建世界一流财务管理体系
资金管理	深入推进司库体系建设, 提高资金运营效率, 降低资金成本, 防范资金风险
资本运作	建立上市公司资本运作规划制定机制, 推动上市平台布局优化和功能发挥, 完善股权结构和公司治理, 不断增强市场认同和价值实现
创新驱动	发挥企业引领支撑作用, 瞄准重点技术领域, 完善科技成果转化, 加强管理创新, 探索商业模式创新
战略支撑	强化国有经济主体作用, 发展壮大实体经济, 深入推进现代产业链链长建设, 构建双循环格局, 对接国家区域重大战略
治理效能	加强组织管控, 优化公司治理机制, 深化三项制度改革, 深化对标世界一流管理提升行动
价值创造	围绕企业长期兼职强化战略引导作用, 突出主责主业优化业务结构, 深化法制建设确保企业健康运营。

资料来源: 中国政府网, 国务院, 浙商证券研究所

附录五: 可比公司盈利预测与估值

选取中国中车、三一重工、徐工机械、中联重科及铁建重工作为可比公司。按照 Wind (2022年3月9日) 一致盈利预测, 上述公司对应 2021-2024 年平均 PE 为 20、16、13 倍, 对应 PB (MRQ) 为 1.6 倍。预计公司 2022-2024 年营收分别为 296、325、364 亿元, 同比增长 9%、10%、12%; 归母净利润分别为 19.5、21.2、23.5 亿元, 同比增长 5%、9%、11%, 对应 PE 为 11、10、9 倍, PB (MRQ) 为 0.99 倍, 维持“买入”评级。

表3: 可比公司盈利预测与估值 (2023/3/9)

公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				EPS (元/股)				PE				PB (MRQ)
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
中国中车	1788	103.0	88.13	98.49	110.9	0.36	0.31	0.34	0.39	17	20	18	16	1.2
三一重工	1523	120.3	50.1	69.5	93.2	1.42	0.59	0.82	1.10	16	31	22	16	2.4
徐工机械	842	56.1	53.6	65.6	79.3	0.72	0.45	0.56	0.67	8	16	13	11	1.6
中联重科	567	62.7	25.8	37.9	49.8	0.72	0.3	0.44	0.57	10	22	15	11	1.1
铁建重工	273	17.4	18.4	24.1	29.3	0.33	--	0.45	0.55	16	11	11	9	1.8
可比公司平均										13	20	16	13	1.6
中铁工业	208	18.6	19.5	21.2	23.5	0.84	0.88	0.95	1.06	11	11	10	9	0.99

资料来源: Wind, 浙商证券研究所; 注: 采用 2023 年 3 月 9 日收盘数据, 可比公司采用 Wind 一致预测值

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	36178	38150	41645	46141
现金	7511	7621	8494	8881
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	10152	9908	11243	12860
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	1798	2331	2502	2685
存货	14801	16454	17522	19837
其他	1915	1836	1884	1878
非流动资产	12999	12367	12386	12267
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	1349	1203	1260	1270
固定资产	5124	5119	5033	4886
无形资产	1635	1661	1714	1799
在建工程	1211	1009	849	722
其他	3680	3375	3531	3589
资产总计	49177	50518	54032	58408
流动负债	25182	24819	26567	28914
短期借款	270	180	257	225
应付款项	14346	15022	16454	18651
预收账款	82	71	80	96
其他	10484	9546	9777	9943
非流动负债	734	813	780	776
长期借款	117	117	117	117
其他	617	695	663	658
负债合计	25916	25632	27348	29690
少数股东权益	577	580	582	585
归属母公司股东权益	22684	24306	26102	28133
负债和股东权益	49177	50518	54032	58408

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1627	724	1416	1042
净利润	1859	1947	2121	2356
折旧摊销	625	521	555	584
财务费用	(84)	(50)	(57)	(65)
投资损失	(31)	(31)	(31)	(31)
营运资金变动	1572	(303)	101	593
其它	(2313)	(1360)	(1271)	(2394)
投资活动现金流	(1472)	(284)	(354)	(357)
资本支出	(747)	(238)	(232)	(235)
长期投资	(119)	143	(56)	(11)
其他	(607)	(189)	(67)	(111)
筹资活动现金流	(420)	(330)	(190)	(298)
短期借款	25	(90)	77	(32)
长期借款	(18)	0	0	0
其他	(426)	(240)	(267)	(266)
现金净增加额	(265)	110	873	387

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	27157	29602	32458	36418
营业成本	22250	24215	26503	29668
营业税金及附加	173	207	227	291
营业费用	443	488	552	619
管理费用	1141	1244	1364	1531
研发费用	1397	1599	1818	2039
财务费用	(84.2)	(49.5)	(57.3)	(65.4)
资产减值损失	(33)	(19)	(27)	(33)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	31	31	31	31
其他经营收益	233	228	252	231
营业利润	2068	2177	2361	2629
营业外收支	11	11	11	11
利润总额	2080	2188	2372	2640
所得税	221	241	251	284
净利润	1859	1947	2121	2356
少数股东损益	2	2	3	3
归属母公司净利润	1856	1945	2118	2354
EBITDA	2614	2634	2844	3134
EPS (最新摊薄)	0.84	0.88	0.95	1.06

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	11.80%	9.00%	9.65%	12.20%
营业利润	0.55%	5.25%	8.44%	11.37%
归属母公司净利润	1.66%	4.76%	8.92%	11.12%
获利能力				
毛利率	18.07%	18.20%	18.35%	18.53%
净利率	6.84%	6.58%	6.53%	6.47%
ROE	8.22%	8.08%	8.21%	8.50%
ROIC	7.49%	7.41%	7.52%	7.79%
偿债能力				
资产负债率	52.70%	50.74%	50.61%	50.83%
净负债比率	2.72%	2.53%	2.64%	2.29%
流动比率	1.44	1.54	1.57	1.60
速动比率	0.85	0.87	0.91	0.91
营运能力				
总资产周转率	0.58	0.59	0.62	0.65
应收账款周转率	3.05	3.01	3.13	3.09
应付账款周转率	2.52	2.35	2.54	2.49
每股指标(元)				
每股收益	0.84	0.88	0.95	1.06
每股经营现金	0.73	0.33	0.64	0.47
每股净资产	10.21	10.94	11.75	12.66
估值比率				
P/E	11.19	10.68	9.81	8.83
P/B	0.92	0.85	0.80	0.74
EV/EBITDA	4.73	5.62	4.92	4.32

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>