

## 业绩基本符合预期，新签订单快速增长

买入|维持

——中铁工业年报点评

### ● 事件：

公司发布2019年年度报告，2019年实现营业收入205.75亿元，同比增长14.96%；实现归属于上市公司股东净利润16.27亿元，同比增长9.84%；2019年末资产负债率为51.41%，较2018年末下降1.23%；经营活动现金流净额14.24亿元，同比增长71.12%；基本每股收益0.73元。

### ● 点评：

**2019年，公司实现营业收入205.75亿元，同比增长14.96%。**其中，隧道施工装备及相关服务营收为55.87亿元，同比增长10.24%，营收占比为27.15%；工程施工机械业务营收为10.7亿元，同比增长13.41%，营收占比为5.2%；道岔业务营收为43.42亿元，同比增长3.46%，营收占比为21.1%；钢结构制造与安装业务营收为88.68亿元，同比增长26.05%，营收占比为43.1%。

**新签订单继续保持快速增长，充分保障未来业绩。**2019年，公司完成新签合同额358.56亿元，同比增长16.26%。其中，隧道施工装备及相关服务业务为100.69亿元，同比增长0.02%；工程施工机械业务为11.78亿元，同比增长37.56%；道岔业务为65.28亿元，同比增长25.15%；钢结构制造与安装业务为169.48亿元，同比增长19.61%。

**隧道掘进在铁路/公路隧道、地下管廊领域大有可为，新基建浪潮来临，公司轨交相关业务受益。**随着人力成本上升，盾构法施工较传统钻爆法的优势凸显，除地铁外，盾构法施工目前在铁路/公路隧道、地下管廊领域的渗透率依然很低。随着地下空间的规划建设，隧道建设需求和盾构法渗透率的持续增加会共同推进盾构机需求的增长。**2016年~2019年，公司隧道施工装备及服务收入从22.74亿元增长到55.87亿元，复合增速35%。2018~2019年公司的隧道施工装备新签订单连续两年突破100亿元。**此外，包含5G基建、城际高速铁路和城市轨道交通等在内的新基建逐步发力，北京、上海、广州等中心城市的城轨交通建设市场仍将保持较高强度，有望进一步带动轨道交通装备需求。

### ● 投资建议与盈利预测

预计公司2020年~2022年净利润分别为19.77、25.42、29.79亿元，基本每股收益为0.89、1.14、1.34元，对应PE为10.7、8.3、7.1倍。目前公司股价处于历史估值的低位，考虑到公司的龙头地位，及盾构机旺盛的市场需求，维持“买入”评级。

### ● 风险提示

2020年基建投资低于预期；盾构机/TBM的技术研发进展低于预期；资产减值风险。

### 附表：盈利预测

| 财务数据和估值    | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 17898 | 20575 | 24314 | 28853 | 31891 |
| 收入同比(%)    | 13    | 15    | 18    | 19    | 11    |
| 归母净利润(百万元) | 1481  | 1627  | 1977  | 2542  | 2979  |
| 归母净利润同比(%) | 11    | 10    | 22    | 29    | 17    |
| ROE(%)     | 9.4   | 8.7   | 10.1  | 11.4  | 11.7  |
| 每股收益(元)    | 0.67  | 0.73  | 0.89  | 1.14  | 1.34  |
| 市盈率(P/E)   | 14.28 | 13.00 | 10.70 | 8.32  | 7.10  |

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

当前价/目标价：9.52元/15元

目标期限：6个月

### 基本数据

52周最高/最低价(元)：14.01/9.2

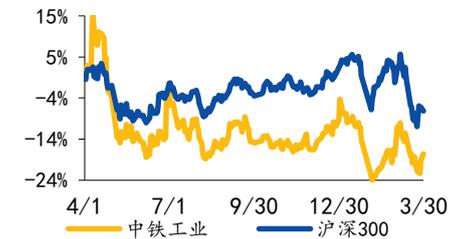
A股流通股(百万股)：1837.75

A股总股本(百万股)：2221.55

流通市值(百万元)：17495.38

总市值(百万元)：21149.16

### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

### 相关研究报告

《国元证券\*公司研究\*中铁工业(600528)首次覆盖报告：盾构机龙头，受益于地下空间建设\*机械\*满在朋》  
2020.02.26

### 报告作者

分析师 满在朋

执业证书编号 S0020519070001

电话 021-51097188-1851

邮箱 manzaipeng@gyzq.com.cn

● **事件:**

公司发布 2019 年年度报告, 2019 年公司实现营业收入 205.75 亿元, 同比增长 14.96%; 实现归属于上市公司股东净利润 16.27 亿元, 同比增长 9.84%; 2019 年末资产负债率为 51.41%, 较 2018 年末下降 1.23%; 经营活动现金流净额 14.24 亿元, 同比增长 71.12%; 基本每股收益 0.73 元; 公司拟以 2019 年末总股本为基数, 每 10 股派送现金红利人民币 1.26 元 (含税), 共计分配利润人民币约 2.80 亿元。

● **点评:**

**2019 年, 公司实现营业收入 205.75 亿元, 同比增长 14.96%。**专用工程机械装备及相关服务实现营收 66.57 亿元, 同比增长 10.74%, 其中, 隧道施工装备及相关服务营收为 55.87 亿元, 同比增长 10.24%, 营收占比为 27.15%, 隧道施工装备 (盾构机/TBM) 销量达 361 台, 同比增长 3.98%; 工程施工机械业务营收为 10.7 亿元, 同比增长 13.41%, 营收占比为 5.2%。交通运输装备及相关服务实现营收 132.1 亿元, 同比增长 17.6%, 其中, 道岔业务营收为 43.42 亿元, 同比增长 3.46%, 营收占比为 21.1%; 钢结构制造与安装业务营收为 88.68 亿元, 同比增长 26.05%, 营收占比为 43.1%。

**公司隧道施工装备营收连续高增长, 新签订单充裕。**2016 年~2019 年, 公司隧道施工装备及服务收入从 22.74 亿元增长到 55.87 亿元, 复合增速 35%。2018~2019 年公司的隧道施工装备新签订单连续两年突破 100 亿元。川藏铁路开工建设有望进一步带动隧道施工机械需求, 仅 TBM 需求在未来几年有望给公司带来 36~40 亿元的收入。

**2019 年, 公司完成新签合同额 358.56 亿元, 同比增长 16.26%。**专用工程机械装备及相关服务业务新签合同额 112.47 亿元, 同比增长 2.96%; 其中, 隧道施工装备及相关服务业务为 100.69 亿元, 同比增长 0.02%; 工程施工机械业务为 11.78 亿元, 同比增长 37.56%。交通运输装备及相关服务业务新签合同额 234.76 亿元, 同比增长 21.1%, 其中, 道岔业务为 65.28 亿元, 同比增长 25.15%; 钢结构制造与安装业务为 169.48 亿元, 同比增长 19.61%。

**2019 年, 公司毛利率保持平稳, 期间费用管控得当, 研发费用同比增长 23.18%。**综合毛利率为 20.21%, 同比减少 0.07%, 其中, 专用工程机械装备及相关服务实现毛利率为 23.99%, 同比减少 1.28%; 交通运输装备及相关服务业务实现毛利率为 18.96%, 同比增长 0.87%; 分地区上看, 海外地区的经营质量进一步提升, 2019 年毛利率达 23.39%, 同比增长 9.1%, 内地地区毛利率为 20.16%, 同比减少 0.34%。2019 年期间费用率为 6.8%, 同比增长 0.4%, 其中, 销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 2.1%/4.5%/0.1%; 研发费用达 10.04 亿元, 同比增长 23.18%。

**隧道掘进在铁路/公路隧道、地下管廊领域大有可为, 新基建浪潮来临, 公司轨交相关业务受益。**随着人力成本上升, 盾构法施工较传统钻爆法的优势凸显, 据估计盾构法在地铁施工的渗透率已近 100%, 但盾构法施工目前在铁路/公路隧道、地下管廊领域的渗透率依然很低。随着地下空间的规划建设, 隧道建设需求和盾构法渗透率的持续增加会共同推进盾构机需求的增长。我们预计 2020 年~2021 年盾构机市场需求量分别为 745 台/845 台, 以平均单价 4000 万计算, 则 2020 年~2021 年的市场空间分别为 290.8 亿/338.0 亿。此外, 包含 5G 基建、城际高速铁路和城市轨道交通等在内的新基建逐步发力, 北京、上海、广州等中心城市的城轨交通建设市场仍将保持

较高强度，有望进一步带动轨道交通装备需求。

\*国元持仓披露：国元持仓不超过 1%，无需披露。

**财务预测表**

| 资产负债表          |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       |       |
| 会计年度           | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
| <b>流动资产</b>    | 24731 | 28052 | 29423 | 36291 | 41555 |
| 现金             | 5040  | 6442  | 6312  | 9519  | 12809 |
| 应收账款           | 6298  | 6086  | 6322  | 7213  | 7654  |
| 其他应收款          | 368   | 293   | 365   | 433   | 478   |
| 预付账款           | 1685  | 1671  | 1936  | 2244  | 2422  |
| 存货             | 9713  | 12049 | 13194 | 15388 | 16695 |
| 其他流动资产         | 1626  | 1512  | 1294  | 1493  | 1497  |
| <b>非流动资产</b>   | 9157  | 10832 | 10057 | 9788  | 9405  |
| 长期投资           | 841   | 1033  | 1033  | 1033  | 1033  |
| 固定资产           | 4561  | 4773  | 4626  | 4384  | 4043  |
| 无形资产           | 1440  | 1421  | 1504  | 1517  | 1565  |
| 其他非流动资产        | 2315  | 3604  | 2894  | 2853  | 2764  |
| <b>资产总计</b>    | 33888 | 38884 | 39480 | 46078 | 50960 |
| <b>流动负债</b>    | 17212 | 19071 | 18834 | 22667 | 24285 |
| 短期借款           | 21    | 25    | 25    | 25    | 25    |
| 应付账款           | 6189  | 6549  | 7939  | 9504  | 10594 |
| 其他流动负债         | 11001 | 12497 | 10870 | 13138 | 13666 |
| <b>非流动负债</b>   | 628   | 919   | 747   | 783   | 810   |
| 长期借款           | 110   | 125   | 125   | 125   | 125   |
| 其他非流动负债        | 518   | 793   | 622   | 658   | 685   |
| <b>负债合计</b>    | 17839 | 19990 | 19581 | 23450 | 25095 |
| 少数股东权益         | 323   | 300   | 326   | 351   | 385   |
| 股本             | 2222  | 2222  | 2222  | 2222  | 2222  |
| 资本公积           | 5370  | 5368  | 5368  | 5368  | 5368  |
| 留存收益           | 7936  | 9301  | 11278 | 13819 | 16798 |
| 归属母公司股东权益      | 15725 | 18593 | 19573 | 22278 | 25480 |
| <b>负债和股东权益</b> | 33888 | 38884 | 39480 | 46078 | 50960 |

**现金流量表**

| 单位:百万元         |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度           | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
| <b>经营活动现金流</b> | 832   | 1424  | 696   | 3150  | 3124  |
| 净利润            | 1511  | 1636  | 2003  | 2566  | 3012  |
| 折旧摊销           | 454   | 535   | 536   | 563   | 582   |
| 财务费用           | -4    | 29    | 11    | 7     | -3    |
| 投资损失           | -180  | -79   | -79   | -79   | -79   |
| 营运资金变动         | -1627 | -1213 | -2090 | 199   | -347  |
| 其他经营现金流        | 678   | 516   | 315   | -105  | -42   |
| <b>投资活动现金流</b> | -1029 | -1016 | 184   | -100  | -60   |
| 资本支出           | 1254  | 1022  | 119   | 113   | 44    |
| 长期投资           | 111   | 193   | 0     | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | 336   | 200   | 303   | 13    | -17   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -1762 | 957   | -1009 | 157   | 227   |
| 短期借款           | -743  | 4     | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 110   | 15    | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 68    | -2    | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -1197 | 939   | -1009 | 157   | 227   |
| <b>现金净增加额</b>  | -1950 | 1366  | -130  | 3207  | 3290  |

**利润表**

| 单位:百万元          |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度            | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
| <b>营业收入</b>     | 17898 | 20575 | 24314 | 28853 | 31891 |
| 营业成本            | 14252 | 16401 | 19363 | 22901 | 25224 |
| 营业税金及附加         | 185   | 142   | 160   | 179   | 185   |
| 营业费用            | 359   | 430   | 481   | 548   | 590   |
| 管理费用            | 786   | 923   | 1045  | 1226  | 1339  |
| 研发费用            | 815   | 1004  | 1095  | 1198  | 1261  |
| 财务费用            | -4    | 29    | 11    | 7     | -3    |
| 资产减值损失          | -131  | -3    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 180   | 79    | 79    | 79    | 79    |
| <b>营业利润</b>     | 1744  | 1864  | 2290  | 2919  | 3419  |
| 营业外收入           | 18    | 8     | 20    | 30    | 40    |
| 营业外支出           | 27    | 9     | 18    | 16    | 16    |
| <b>利润总额</b>     | 1735  | 1863  | 2292  | 2932  | 3443  |
| 所得税             | 224   | 226   | 289   | 367   | 430   |
| <b>净利润</b>      | 1511  | 1636  | 2003  | 2566  | 3012  |
| 少数股东损益          | 30    | 10    | 26    | 24    | 34    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 1481  | 1627  | 1977  | 2542  | 2979  |
| EBITDA          | 2194  | 2428  | 2838  | 3488  | 3998  |
| EPS (元)         | 0.67  | 0.73  | 0.89  | 1.14  | 1.34  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入 (%)        | 12.7  | 15.0  | 18.2  | 18.7  | 10.5  |
| 营业利润 (%)        | 13.3  | 6.9   | 22.8  | 27.5  | 17.1  |
| 归属母公司净利润 (%)    | 10.6  | 9.8   | 21.6  | 28.5  | 17.2  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率 (%)         | 20.4  | 20.3  | 20.4  | 20.6  | 20.9  |
| 净利率 (%)         | 8.3   | 7.9   | 8.1   | 8.8   | 9.3   |
| ROE (%)         | 9.4   | 8.7   | 10.1  | 11.4  | 11.7  |
| ROIC (%)        | 15.5  | 16.4  | 16.9  | 22.7  | 26.8  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率 (%)       | 52.6  | 51.4  | 49.6  | 50.9  | 49.2  |
| 净负债比率 (%)       | 2.0   | 2.5   | 2.6   | 2.2   | 2.0   |
| 流动比率            | 1.44  | 1.47  | 1.56  | 1.60  | 1.71  |
| 速动比率            | 0.86  | 0.83  | 0.85  | 0.91  | 1.02  |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.55  | 0.57  | 0.62  | 0.67  | 0.66  |
| 应收账款周转率         | 3     | 3     | 4     | 4     | 4     |
| 应付账款周转率         | 2.26  | 2.57  | 2.67  | 2.63  | 2.51  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益 (最新摊薄)     | 0.67  | 0.73  | 0.89  | 1.14  | 1.34  |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 0.37  | 0.64  | 0.31  | 1.42  | 1.41  |
| 每股净资产 (最新摊薄)    | 7.08  | 8.37  | 8.81  | 10.03 | 11.47 |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 14.28 | 13.00 | 10.70 | 8.32  | 7.10  |
| P/B             | 1.34  | 1.14  | 1.08  | 0.95  | 0.83  |
| EV/EBITDA       | 6     | 5     | 5     | 4     | 3     |

## 投资评级说明

| (1) 公司评级定义 |                                 | (2) 行业评级定义 |                                |
|------------|---------------------------------|------------|--------------------------------|
| 买入         | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上   | 推荐         | 预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上 |
| 增持         | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间 | 中性         | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间 |
| 持有         | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间    | 回避         | 预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上 |
| 卖出         | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上    |            |                                |

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

### 国元证券研究中心

| 合肥                                | 上海                                   |
|-----------------------------------|--------------------------------------|
| 地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 |
| 邮编：230000                         | 邮编：200135                            |
| 传真：(0551) 62207952                | 传真：(021) 68869125                    |
|                                   | 电话：(021) 51097188                    |