

中铁工业 (600528.SH)

变更证券简称，盾构机龙头开启新航程

2017年03月01日

增持 (维持)

市场数据

报告日期	2017-03-01
收盘价(元)	16.44
总股本(百万股)	1843.00
流通股本(百万股)	1459.20
总市值(百万元)	29746.06
流通市值(百万元)	23551.49
净资产(百万元)	8577
总资产(百万元)	21980
每股净资产	4.60

主要财务指标

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	12485	13883	16034	18110
同比增长	0%	11.2%	15.5%	12.9%
净利润(百万元)	751	975	1348	1825
同比增长	165.3%	29.9%	38.3%	35.3%
毛利率	18.8%	19.1%	20.5%	22.0%
净利率	6.0%	7.0%	8.4%	10.1%
净资产收益率(%)	10.1%	11.5%	14.1%	16.6%
每股收益(元)	0.41	0.53	0.73	0.99
每股经营现金流(元)	-2.74	1.80	-0.04	0.62

相关报告

《中铁二局(600528):盾构机龙头,受益轨交建设及“一带一路”战略推进》2017-02-09

分析师:

成尚汶

chengshangwen@xyzq.com.cn

S0190515070001

研究助理:

满在朋

manzp@xyzq.com.cn

张新和

zhangxinhe@xyzq.com.cn

投资要点

- 公司变更证券简称为“中铁工业”，中铁集团旗下高端装备资产实现独立上市，盾构机龙头开启新航程。
- 未来地下空间建设助力国产盾构机进入发展快车道。第一，我国地铁、隧道、地下管廊等地下空间建设的快速发展将催生出以盾构机为核心产品的优秀公司；第二，国产盾构机处于进口替代到走向全球的关键阶段，泥水盾构机目前国产化率已经达到70%，但硬岩掘进机仍有很大进口替代空间，在出口方面，中铁盾构机海外订单复合增速超过100%，已进入爆发期；第三，盾构机的平均寿命仅6~10公里，大修频繁，是投资品中的“易耗品”，盾构机行业也将具备更长的生命周期。
- 国产盾构机龙头，盾构机业务复合增速有望达40%。1)公司盾构机产品逐渐向大型化、复杂化方向发展，价值量和毛利率稳步提升，国内市场份额约35%，2015年，公司隧道施工设备及相关服务收入达13.55亿元；2)公司在手盾构机订单近百台，未来实现高速成长的确定性强；3)公司盾构再制造业务行业领先。
- 顺应“一带一路”战略，母公司订单充足：母公司中国中铁是世界最大的铁路、城市轨交基建工程公司，施工装备需求巨大；“一带一路”战略带来的海外订单快速增长，母公司2016年海外订单增速约50%，助力公司盾构机产品走出去。
- 估值与评级：我们预计，公司2016年~2018年营业收入分别为138.8亿元、160.3亿元、181.1亿元，净利润分别为9.75亿元、13.48亿元、18.25亿元，对应2016年~2018年EPS分别为0.53元、0.73元、0.99元。公司作为我国轨道设备、隧道掘进设备的龙头企业，具备核心技术及市场壁垒共同构筑的核心竞争力，维持“增持”评级。
- 风险提示：“一带一路”战略推进低于预期；地下空间建设盾构渗透率低于预期。

报告正文

“中铁二局”变更证券简称为“中铁工业”

● 相关事件：

经公司申请并经上海证券交易所办理，自 2017 年 3 月 2 日起，公司证券简称由“中铁二局”变更为“中铁工业”，证券代码“600528”保持不变。

地下空间建设引领隧道掘进设备高增长

- **我们认为，未来十年将是我国盾构机产业发展的黄金时期，主要基于以下判断：**第一，我国包括地铁、隧道、地下管廊在内的地下空间建设仍处于起步阶段，与国外相比有很大发展空间，过去十余年地上空间建设的快速发展诞生了一批以土方机械、混凝土机械为核心产品的优秀的工程机械公司，未来地下空间建设的快速发展也将催生出以盾构机为核心产品的优秀公司；第二，我国自主品牌盾构机处于进口替代到走向全球的关键阶段，我国泥水盾构机目前国产化率已经达到 70%，取得了很大的突破，产量从 2011 年的 114 台增至 2015 年的 208 台，复合增速约 15%。根据 2017 年年初订单情况来看，预计 2017 年同比 2016 年增速将进一步提高。但是，高端、大型盾构机，尤其是硬岩掘进机仍有很大进口替代空间，预计有超过 30 台的进口替代空间，这些设备的价格往往在普通泥水盾构机的 2~3 倍，甚至更高。在出口方面，中铁盾构机 2016 年海外订单增速超过 100%，已经进入爆发初期；第三，盾构机行业本身还有很大提升空间，在产品寿命、掘进速度方面都不尽如人意，盾构机的平均寿命仅 6~10 公里，作为投资品中的“易耗品”，盾构机也将具备更长生命周期。
- **中铁装备盾构机市场占有率约 35%。**受隧道掘进机械行业技术壁垒、资金壁垒、人才壁垒三大竞争性壁垒的影响，目前行业整体呈现较为集中的竞争格局。在国内市场，中铁装备、中国铁建重工集团、德国海瑞克股份公司三家公司基本占据市场份额的 60% 以上，其中中铁装备盾构机市场占有率逐年提升，2015 年约占市场的 32%，2016 年则更高。顺应盾构机械的“易耗品”特性，公司成立天津子公司进行二手盾构机回购再制造业务，在盾构再制造行业独领风骚。
- **受益于“一带一路”战略，母公司订单快速增长。**2016 年中国中铁累计新签合同额 12350 亿元，同比增长 29.0%，大幅高于 2015 年增速（2.40%），创近五年新高，其中城轨业务增速达 79%，海外新签订单增速 49.6%。中国中铁是全球最大的铁路建设工程公司，受益于国内基建回暖和“一带一路”战略，母公司铁路、公路、市政及其他新签合同金额分别为 3340.1 亿元、1261.9 亿元、5225.2 亿元，分别同比增长了 16.9%、40.4%、32.9%；尤其值得注意的是，“市政及其他”中城轨订单大幅攀升，同比大增 79%；境外新签合同额 1025.1 亿元，同比增长 49.6%，远高于总合同额增速。**中国中铁新签订单量**

快速增长，将直接带动公司盾构机、铁路道岔等产品的销售。

- **估值与评级：**我们预计，公司 2016 年~2018 年营业收入分别为 138.8 亿元、160.3 亿元、181.1 亿元，净利润分别为 9.75 亿元、13.48 亿元、18.25 亿元，对应 2016 年~2018 年 EPS 分别为 0.53 元、0.73 元、0.99 元。公司作为我国轨道设备、隧道掘进设备的龙头企业，具备核心技术及市场壁垒共同构筑的核心竞争力，维持“增持”评级。
- **风险提示：**“一带一路”战略推进低于预期；地下空间建设盾构渗透率低于预期。

附表 说明：模拟财务报表是基于重组后的新公司完成。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	14047	18129	19575	21427
货币资金	2542	5385	5118	5410
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	5148	5598	6388	7128
其他应收款	615	684	790	892
存货	4913	5387	6054	6633
非流动资产	6839	7180	8704	9407
可供出售金融资产	653	515	515	515
长期股权投资	345	453	453	453
投资性房地产	65	64	64	64
固定资产	3655	3451	3295	3112
在建工程	245	196	98	20
油气资产	0	0	0	0
无形资产	991	991	991	991
资产总计	21127	21980	24950	27505
流动负债	13197	13116	14992	16101
短期借款	1580	1320	1500	1100
应付票据	1113	1348	1530	1694
应付账款	5246	6064	6950	7766
其他	5259	4384	5012	5541
非流动负债	419	287	320	341
长期借款	0	0	0	0
其他	419	287	320	341
负债合计	13616	13403	15312	16443
股本	1843	1843	1843	1843
资本公积	5668	5668	5668	5668
未分配利润	0	975	2031	3451
少数股东权益	86	91	96	101
股东权益合计	7511	8577	9638	11063
负债及权益合计	21127	21980	24950	27505

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
净利润		975	1348	1825
折旧和摊销		252	257	263
资产减值准备		29	36	35
无形资产摊销		2	2	2
公允价值变动损失		0	0	0
财务费用		121	130	102
投资损失		-70	-60	-60
少数股东损益		5	5	5
营运资金的变动		-1469	-609	-643
经营活动产生现金流量		3324	-83	1141
投资活动产生现金流量		98	58	58
融资活动产生现金流量		-579	-243	-907
现金净变动		2843	-267	292
现金的期初余额		2542	5385	5118
现金的期末余额		5385	5118	5410

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	12485	13883	16034	18110
营业成本	10139	11230	12752	14119
营业税金及附加	143	139	160	181
销售费用	278	278	313	344
管理费用	939	1032	1136	1249
财务费用	123	121	130	102
资产减值损失	69	20	30	40
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	98	70	60	60
营业利润	890	1134	1573	2134
营业外收入	46	51	56	61
营业外支出	38	20	20	20
利润总额	898	1165	1609	2175
所得税	143	185	256	345
净利润	755	980	1353	1830
少数股东损益	5	5	5	5
归属母公司净利润	751	975	1348	1825
EPS (元)	0.41	0.53	0.73	0.99

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长性				
营业收入增长率	0%	11.2%	15.5%	12.9%
营业利润增长率	114.0%	27.4%	38.7%	35.6%
净利润增长率	165.3%	29.9%	38.3%	35.3%
盈利能力				
毛利率	18.8%	19.1%	20.5%	22.0%
净利率	6.0%	7.0%	8.4%	10.1%
ROE	10.1%	11.5%	14.1%	16.6%

偿债能力

资产负债率	64.4%	61.0%	61.4%	59.8%
流动比率	1.06	1.38	1.31	1.33
速动比率	0.69	0.97	0.90	0.92

营运能力

资产周转率	0.31	0.60	0.60	0.61
应收帐款周转率	1.05	2.48	2.57	2.57

每股资料(元)

每股收益	0.41	0.53	0.73	0.99
每股经营现金	-2.74	1.80	-0.04	0.62
每股净资产	4.03	4.60	5.18	5.95

估值比率(倍)

PE	40.37	31.08	22.47	16.60
PB	4.08	3.57	3.18	2.76

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
			杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
			王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
			胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565451	yaodandan@xyzq.com.cn	罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-38565955					
北京地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	朱圣诞	010-66290197	zhushd@xyzq.com.cn
			刘晓洲	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
			吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
			王文凯	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址：北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605（100033） 传真：010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱元戡	0755-82796036	zhuuy@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址：福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701（518035） 传真：0755-23826017					
国际机构销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk	周 围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852) 3509-5900

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。

本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本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。本公司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。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本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。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。