

强烈推荐-A (维持)

中铁工业 600528.SH

当前股价: 10.25 元

2019年10月25日

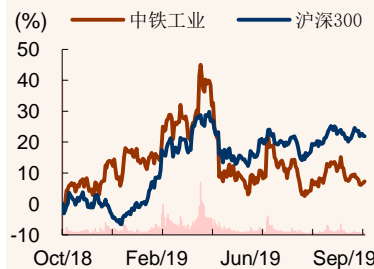
Q3单季钢结构集中确认超预期 大力投入新业务研发

基础数据

上证综指	2941
总股本(万股)	222155
已上市流通股(万股)	183775
总市值(亿元)	228
流通市值(亿元)	188
每股净资产(MRQ)	7.5
ROE(TTM)	9.9
资产负债率	55.8%
主要股东	中铁二局
主要股东持股比例	28.58%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	-19	7
相对表现	-3	-15	-14



资料来源: 贝格数据、招商证券

1、《中铁工业(600528)一业绩符合预期 盾构机新签订单持续增长》2019-08-25

2、《中铁工业(600528)一盾构机新签订单继续增长 短期费用较多》2019-04-29

3、《中铁工业(600528)一城轨建设重启盾构机订单猛增 支撑19年业绩》2019-03-28

诸凯

zhukai@cmschina.com.cn
S1090518070005

吴丹

wudan6@cmschina.com.cn
S1090518090001

刘荣

liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

研究助理

时文博

shiwenbo@cmschina.com.cn

敬请阅读末页的重要说明

事件:

中铁工业发布19年三季报,前3Q实现营业收入151.68亿元,同比增长27.32%;归母净利12.67亿元,同比增长17.30%;扣非归母净利12.45亿元,同比增长15.67%。前三季度新签订单合计228.93亿元,同比增长10.52%。

评论:

1、Q3收入加速超预期 毛利率及研发费用影响净利

19前3Q实现营业收入151.68亿元,同比增长27.32%,Q1-Q2单季收入增速分别为21.2%、15.55%,Q3单季实现营业收入56.9亿元,同比增长45.7%超预期,主要系钢结构业务收入集中确认(18年钢结构新签订单增长43%)。

19前3Q归母净利12.67亿元,同比增长17.30%;扣非归母净利12.45亿元,同比增长15.67%,非经常性损益2149万,主要是政府补助2386万。前三季度综合毛利率为20.45%同比略有下降,降幅0.67个百分点。19Q3归母净利4.06亿元,同比增长9.9%,与Q3单季收入45.7%不相匹配,一方面系Q3单季最低毛利率的钢结构集中确认影响综合毛利,19Q3单季毛利率为19.37%,同比下降3.6个百分点,另一方面研发费用增长明显。

19前3Q期间费用为16.79亿,期间费率为11.07%。1)销售费用为2.90亿元,同比增长14.71%,略低于收入增速,控制较好;2)管理费用6.36亿元,同比增长19.53%,主要是为孵化新业务成立相应子公司前期费用较多;3)财务费用为2114万元,同比上升272.6%但基数很小,影响可忽略,目前短期借款6350万,长期借款仅为1.27亿元;4)研发费用为7.32亿元,同比大幅增长30%,除了新业务板块(轨道交通车辆)的研制及开发需要投入之外,Q3加大了川藏铁路高难度高精尖盾构机研发,以应对川藏铁路的建设需求。

2、前三季度新签订单增速翻正 主力仍是盾构机

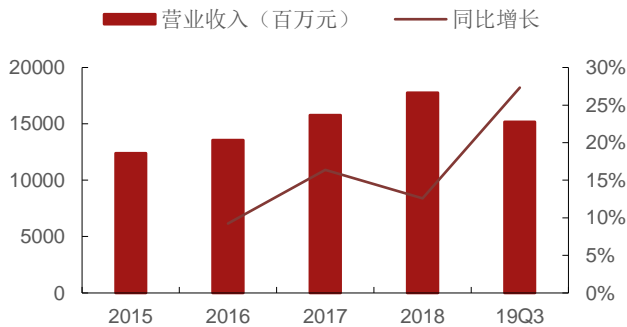
19年前3Q新签合同额达228.93亿元,同比增长10.52%,在19H1新签订单下滑5%的情况下实现转正:1)专用工程机械装备71.34亿元,同比增长29.45%,其中隧道施工装备64.22亿元同比增长31.97%、工程施工机械7.12亿元同比增长10.46%;2)交通运输装备新签合同额153.76亿元,同比增长2.69%,其中道岔42.98亿元同比增长0.21%、钢结构110.78亿元,同比增长3.69%。

3、盾构机高端龙头企业还将持续受益

公司为盾构机、道岔、桥梁钢结构龙头企业,高端产品盾构机明显直接受益于地铁建设重启及加快,前三季度盾构机新签订单增长超过30%,未来随着川藏铁路的推进也有望带来大型复杂TBM增量市场需求!但公司近年由于管理结构调整及加大研发投入,费用仍会较多,考虑公司新签订单情况,我们预计公司2019年归母净利为18.5亿元,目前对应12.3倍,保持强烈推荐。

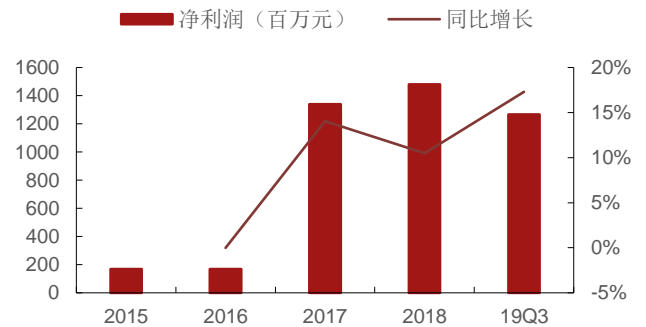
4、风险提示:基建受国家政策影响较大;个人持股较集中或有减持风险。

图 1: 中铁工业收入增长



资料来源: 公司公告、招商证券 (2015-2016 为二局数据)

图 2: 中铁工业净利润增长



资料来源: 公司公告、招商证券 (2015-2016 为二局数据)

表 1: 主要财务指标预测

会计年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	51242	15886	17898	21481	25987	30285
同比增长	-11%	-69%	13%	20%	21%	17%
营业利润(百万元)	49	1539	1744	2192	2542	3105
同比增长	-48%	3051%	13%	26%	16%	22%
净利润(百万元)	168	1339	1481	1846	2132	2591
同比增长	0%	698%	11%	25%	15%	22%
每股收益(元)	0.12	0.60	0.67	0.83	0.96	1.17
P/E(倍)	89.1	17.0	15.4	12.3	10.7	8.8
P/B(倍)	2.4	1.6	1.4	1.3	1.2	1.0

资料来源: 公司数据、招商证券 (2016 为二局数据)

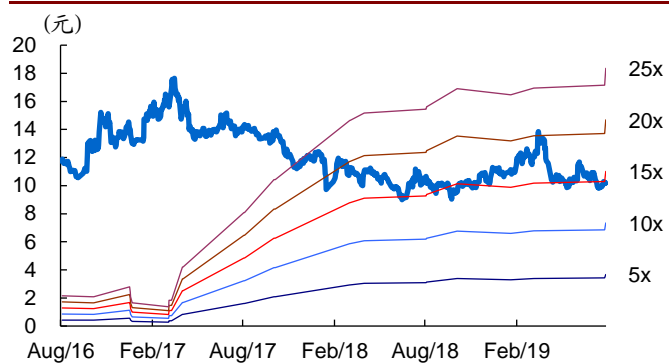
表 2: 中铁工业各季度业绩回顾

(百万元)	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
营业收入	4140	3899	4419	3987	4020	3905	5985	4832	4646	5690
营业毛利	819	773	954	769	851	896	1130	950	1049	1102
营业费用	76	77	98	80	91	81	106	92	95	103
管理费用	360	400	306	261	63	208	254	212	198	226
财务费用	11	5	6	7	4	-23	54	2	16	2
投资收益	79	27	64	11	72	85	58	15	70	14
营业利润	394	281	484	386	392	407	385	445	516	454
归母净利润	366	253	389	319	333	343	312	367	459	389
EPS (元)	0.16	0.11	0.18	0.14	0.15	0.15	0.14	0.17	0.21	0.18
主要比率										
毛利率	19.8%	19.8%	21.6%	19.3%	21.2%	23.0%	18.9%	19.7%	22.6%	19.4%
营业费用率	1.8%	2.0%	2.2%	2.0%	2.3%	2.1%	1.8%	1.9%	2.0%	1.8%
管理费用率	8.7%	10.3%	6.9%	6.5%	1.6%	5.3%	4.2%	4.4%	4.3%	4.0%
营业利润率	9.5%	7.2%	11.0%	9.7%	9.8%	10.4%	6.4%	9.2%	11.1%	8.0%
有效税率	8.6%	9.8%	15.5%	17.6%	10.4%	14.1%	15.3%	18.5%	8.6%	13.1%
净利率	8.8%	6.5%	8.8%	8.0%	8.3%	8.8%	5.2%	7.6%	9.9%	6.8%
YoY										
收入	-69.4%	16.3%	-2.9%	0.2%	35.4%	21.2%	15.6%	45.7%		
归母净利润	-420%	14.6%	-9.1%	35.9%	-19.8%	15.0%	37.9%	13.4%		

资料来源: 公司数据、招商证券。

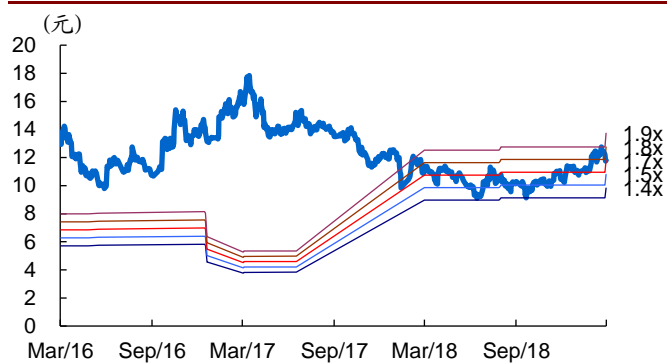
PE-PB Band

图 3: 中铁工业历史 PEBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 4: 中铁工业历史 PBBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	24084	24731	31277	38134	45158
现金	6848	5040	7667	9555	11861
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	752	232	278	337	393
应收款项	6771	6298	7535	9116	10623
其它应收款	373	368	442	534	623
存货	7545	9713	11656	14116	16443
其他	1795	3080	3698	4476	5215
非流动资产	7552	9157	8515	7943	7432
长期股权投资	669	841	841	841	841
固定资产	4031	4561	4160	3796	3464
无形资产	1183	1440	1296	1166	1050
其他	1670	2315	2217	2139	2077
资产总计	31636	33888	39791	46077	52589
流动负债	16367	17212	21306	25509	29485
短期借款	764	21	1000	1000	1000
应付账款	6615	12131	14570	17644	20553
预收账款	4534	41	49	60	69
其他	4454	5019	5687	6805	7862
长期负债	479	628	628	628	628
长期借款	0	110	110	110	110
其他	479	518	518	518	518
负债合计	16846	17840	21934	26137	30113
股本	2222	2222	2222	2222	2222
资本公积金	5517	5567	5567	5567	5567
留存收益	6878	7936	9708	11748	14232
少数股东权益	173	323	360	404	456
归属于母公司所有者权益	14617	15725	17496	19536	22020
负债及权益合计	31636	33888	39791	46077	52589

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	610	832	1581	1637	2002
净利润	1339	1481	1846	2132	2591
折旧摊销	494	458	654	584	522
财务费用	101	90	29	46	(21)
投资收益	(180)	(226)	(399)	(399)	(399)
营运资金变动	(1146)	(970)	(590)	(774)	(749)
其它	2	(0)	42	49	58
投资活动现金流	(696)	(1029)	(10)	(10)	(10)
资本支出	(824)	(1254)	(10)	(10)	(10)
其他投资	128	226	0	0	0
筹资活动现金流	(479)	(1762)	1056	261	314
借款变动	(5702)	(1775)	760	0	0
普通股增加	762	0	(0)	0	0
资本公积增加	3919	50	0	0	0
股利分配	(34)	(422)	(74)	(92)	(107)
其他	575	385	370	353	420
现金净增加额	(564)	(1958)	2627	1888	2306

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	15886	17898	21481	25987	30285
营业成本	12651	14252	17118	20729	24146
营业税金及附加	145	185	222	269	313
营业费用	324	359	455	546	606
管理费用	1305	786	859	1039	1211
财务费用	48	42	29	46	(21)
资产减值损失	106	114	80	70	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	233	399	399	399	399
营业利润	1539	1744	2192	2542	3105
营业外收入	52	18	18	18	18
营业外支出	28	27	27	27	27
利润总额	1563	1735	2183	2534	3096
所得税	198	224	300	358	453
净利润	1365	1511	1883	2175	2643
少数股东损益	25	30	37	43	53
归属于母公司净利润	1339	1481	1846	2132	2591
EPS (元)	0.60	0.67	0.83	0.96	1.17

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	-69%	13%	20%	21%	17%
营业利润	3051%	13%	26%	16%	22%
净利润	698%	11%	25%	15%	22%
获利能力					
毛利率	20.4%	20.4%	20.3%	20.2%	20.3%
净利率	8.4%	8.3%	8.6%	8.2%	8.6%
ROE	9.2%	9.4%	10.6%	10.9%	11.8%
ROIC	8.7%	9.1%	9.7%	10.2%	10.9%
偿债能力					
资产负债率	53.3%	52.6%	55.1%	56.7%	57.3%
净负债比率	2.6%	1.0%	2.8%	2.4%	2.1%
流动比率	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5
速动比率	1.0	0.9	0.9	0.9	1.0
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	1.2	1.7	1.6	1.6	1.6
应收帐款周转率	1.4	2.7	3.1	3.1	3.1
应付帐款周转率	1.1	1.5	1.3	1.3	1.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.60	0.67	0.83	0.96	1.17
每股经营现金	0.27	0.37	0.71	0.74	0.90
每股净资产	6.58	7.08	7.88	8.79	9.91
每股股利	0.19	0.03	0.04	0.05	0.06
估值比率					
PE	17.0	15.4	12.3	10.7	8.8
PB	1.6	1.4	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	14.5	13.4	10.1	9.2	8.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

招商机械团队： 7次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续5年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013、2018年福布斯中国最佳分析师50强。2017年新财富、金牛最佳分析师第五名、第三名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。