



资本货物/工业

首次覆盖

增持

评级:

目标价格:

12.58

当前价格:

10.35

2019.08.05

中铁工业 (600528)

高端装备重装出击，业绩稳健增长

--公司首次覆盖报告

	胡刚 (分析师)	黄琨 (分析师)
	021-38676673	021-38674935
	hugang@gtjas.com	huangkun010844@gtjas.com
证书编号	S0880519010003	S0880513080005

本报告导读:

公司与中国中铁资产置换后盈利能力大幅提升，目前下游景气度较高，公司业绩有望保持稳健增长，首次覆盖，给予增持评级。

投资要点:

结论: 公司置换中国中铁优质资产，夯实高端装备制造，行业龙头地位进一步巩固。其中隧道掘进机、道岔和钢结构行业未来景气度依然持续，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.74 元/0.79 元/0.85 元，参考行业平均估值水平，我们认为公司目前行业龙头地位明显，业务增长较为稳定，给予 2019 年 17 倍 PE，对应目标价 12.58 元，首次覆盖，给予增持评级。

资产置换改善公司经营质地，订单高增长保障未来业绩。 2017 年，公司将中国中铁优质资产注入，主营更改为隧道施工设备、工程施工机械等高端装备制造和相关工程服务。资产置换后，公司更加专注高端装备制造，盈利能力获得大幅改善。目前公司收入增长动力主要来源于隧道施工装备及相关服务、钢结构制造与安装，且 2018 年订单充足，分别增长 34.7%、43%，有力保障未来业绩增长。

隧道掘进机、道岔和钢结构均处于景气周期。 目前城市轨道交通投资增速仍然保持高位，且国家大力推进地下管廊建设，隧道掘进机仍保持较旺盛需求；同时，铁路通车里程高速增长，十三五规划要求到 2020 年铁路运营里程要达到 15 万公里，道岔需求不减；政策利好频发，国内建筑市场、轨道交通建设刺激钢结构需求增长。

催化剂: 基建刺激政策落地

风险提示: 市场需求不及预期风险，客户集中度较高的风险，原材料价格波动风险。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	15,886	17,898	20,167	21,915	23,551
(+/-)%	-76%	13%	13%	9%	7%
经营利润 (EBIT)	1,461	1,501	1,689	1,829	1,983
(+/-)%	-27%	3%	13%	8%	8%
净利润 (归母)	1,339	1,481	1,640	1,750	1,882
(+/-)%	14%	11%	11%	7%	7%
每股净收益 (元)	0.60	0.67	0.74	0.79	0.85
每股股利 (元)	0.19	0.12	0.09	0.10	0.11

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	9.2%	8.4%	8.4%	8.3%	8.4%
净资产收益率 (%)	9.2%	9.4%	9.7%	9.5%	9.3%
投入资本回报率 (%)	15.0%	11.5%	13.4%	14.2%	15.2%
EV/EBITDA	10.72	9.52	10.10	8.59	7.15
市盈率	17.43	15.77	14.24	13.34	12.41
股息率 (%)	1.8%	1.1%	0.9%	0.9%	1.0%

交易数据

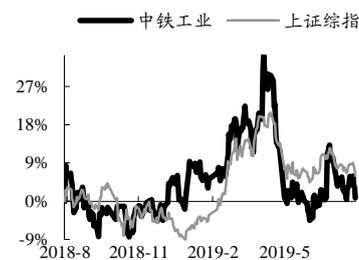
52 周内股价区间 (元)	9.07-14.53
总市值 (百万元)	22,993
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,222/1,838
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	83%
日均成交量 (百万股)	10.66
日均成交值 (百万元)	115.29

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	16,178
每股净资产	7.28
市净率	1.4
净负债率	-21.21%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.15	0.16
Q2	0.17	0.19
Q3	0.17	0.18
Q4	0.18	0.20
全年	0.67	0.74

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-10%	-11%	-1%
相对指数	-4%	-3%	-5%

模型更新时间: 2019.08.05

股票研究

工业
资本货物

中铁工业 (600528)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 12.58

当前价格: 10.35

2019.08.05

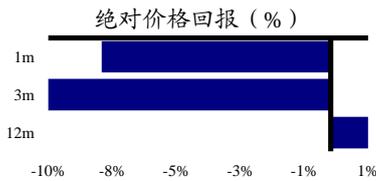
公司网址

www.crhic.cn

公司简介

公司拥有铁路工程施工、公路、市政公用工程总承包特级资质，以及城市轨道交通工程专业承包资质，原主营各类工业、能源、交通等工程项目施工承包和机械租赁，是中国铁路建设系统第一家上市公司。

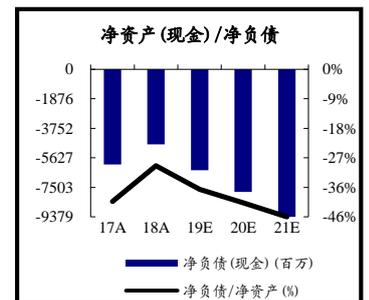
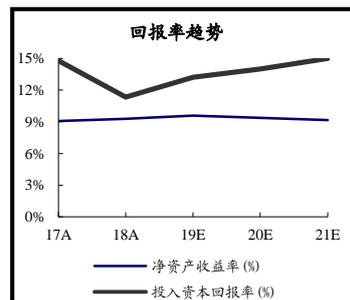
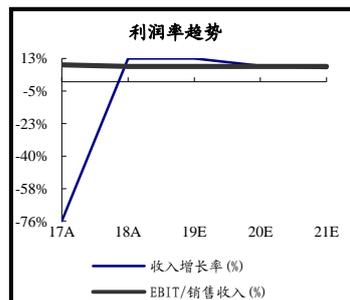
2017年公司通过重大资产重组，公司置出原有建筑工程施工、房地产开发等业务，置入中铁山桥、中铁宝桥、中铁科工及中铁装备系中国中铁工业制造板块的核心企业，主要从事道岔、钢结构、隧道



52周价格范围 9.07-14.53
市值 (百万) 22,993

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	15,886	17,898	20,167	21,915	23,551
营业成本	12,651	14,252	16,116	17,498	18,796
税金及附加	145	185	201	221	236
销售费用	324	359	407	441	475
管理费用	665	786	872	953	1,022
EBIT	1,461	1,501	1,689	1,829	1,983
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	180	226	130	110	100
财务费用	48	42	0	0	0
营业利润	1,539	1,744	1,919	2,049	2,203
所得税	198	224	247	264	283
少数股东损益	25	30	33	35	38
归母净利润	1,339	1,481	1,640	1,750	1,882
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	6,848	5,040	6,629	7,967	9,509
其他流动资产	17,149	19,691	21,182	22,981	24,606
长期投资	669	841	841	841	841
固定资产合计	4,031	4,561	4,561	4,561	4,561
无形及其他资产	2,940	3,755	3,767	3,779	3,791
资产合计	31,636	33,888	36,979	40,128	43,308
流动负债	16,225	17,212	19,028	20,612	22,113
非流动负债	621	628	628	628	628
股东权益	14,790	16,048	17,323	18,889	20,568
投入资本(IC)	8,499	11,358	11,023	11,250	11,387
现金流量表					
NOPLAT	1276	1307	1472	1594	1728
折旧与摊销	498	458	0	0	0
流动资金增量	-13,684	984	-347	215	125
资本支出	-822	-1,084	-12	-12	-12
自由现金流	-12,732	1,664	1,113	1,797	1,840
经营现金流	655	832	1,889	1,460	1,695
投资现金流	-740	-1,029	118	98	88
融资现金流	-479	-1,762	-419	-220	-240
现金流净增加额	-564	-1,958	1,588	1,338	1,543
财务指标					
成长性					
收入增长率	-75.5%	12.7%	12.7%	8.7%	7.5%
EBIT 增长率	-27.5%	2.7%	12.5%	8.3%	8.4%
净利润增长率	14.1%	10.6%	10.7%	6.8%	7.5%
利润率					
毛利率	20.4%	20.4%	20.1%	20.2%	20.2%
EBIT 率	9.2%	8.4%	8.4%	8.3%	8.4%
归母净利润率	8.4%	8.3%	8.1%	8.0%	8.0%
收益率					
净资产收益率(ROE)	9.2%	9.4%	9.7%	9.5%	9.3%
总资产收益率(ROA)	4.2%	4.4%	4.4%	4.4%	4.3%
投入资本回报率(ROIC)	15.0%	11.5%	13.4%	14.2%	15.2%
运营能力					
存货周转天数	383	221	221	221	221
应收账款周转天数	348	140	140	140	140
总资产周转天数	1,283	668	641	642	647
净利润现金含量	48.9%	56.2%	115.2%	83.4%	90.1%
资本支出/收入	5.2%	6.1%	0.1%	0.1%	0.1%
偿债能力					
资产负债率	53.3%	52.6%	53.2%	52.9%	52.5%
净负债率	-40.9%	-29.8%	-37.1%	-41.3%	-45.6%
估值比率					
PE(现价)	17.43	15.77	14.24	13.34	12.41
PB	1.85	1.48	1.38	1.26	1.16
EV/EBITDA	10.72	9.52	10.10	8.59	7.15
P/S	1.47	1.30	1.16	1.07	0.99
股息率	1.8%	1.1%	0.9%	0.9%	1.0%



目录

1. 核心逻辑.....	4
2. 高端装备赛道重装出击，盈利能力明显改善.....	4
2.1. 置入中国中铁优质资产，专注高端装备制造.....	4
2.2. 资产重组后，公司业务主要包含四大类.....	6
2.3. 经营利润迎来拐点，毛利水平良好，在手订单充足.....	9
3. 隧道掘进机、道岔和钢结构处于景气周期.....	11
3.1. 城市轨交与地下管廊深入建设，隧道掘进机需求广泛.....	11
3.2. 十三五期间铁路通车里程高速增长，道岔需求不减.....	13
3.3. 政策利好叠加下游产业结构升级，钢结构行业持续向好.....	14
4. 盈利预测及估值.....	15
5. 风险因素.....	16
5.1. 市场需求不及预期风险.....	16
5.2. 客户集中度较高的风险.....	17
5.3. 原材料价格波动风险.....	17

1. 核心逻辑

结论: 公司置换中国中铁优质资产, 夯实高端装备制造, 行业龙头地位进一步巩固。其中隧道掘进机、道岔和钢结构行业未来景气度依然持续, 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.74 元/0.79 元/0.85 元, 参考行业平均估值水平, 我们认为公司目前行业龙头地位明显, 业务增长较为稳定, 给予 2019 年 17 倍 PE, 对应目标价 12.58 元, 首次覆盖, 给予增持评级。

资产置换改善公司经营质地, 订单高增长保障未来业绩。 2017 年, 公司将中国中铁优质资产注入, 主营更改为隧道施工设备、工程施工机械等高端装备制造和相关工程服务。资产置换后, 公司更加专注高端装备制造, 盈利能力获得大幅改善。目前公司收入增长动力主要来源于隧道施工装备及相关服务、钢结构制造与安装, 且 2018 年订单充足, 分别增长 34.7%、43%, 有力保障未来业绩增长。

隧道掘进机、道岔和钢结构均处于景气周期。 目前城市轨道交通投资增速仍然保持高位, 且国家大力推进地下管廊建设, 隧道掘进机仍保持较旺盛需求; 同时, 铁路通车里程高速增长, 十三五规划要求到 2020 年铁路运营里程要达到 15 万公里, 道岔需求不减; 政策利好频发, 国内建筑市场、轨道交通建设刺激钢结构需求增长。

催化剂: 基建刺激政策落地

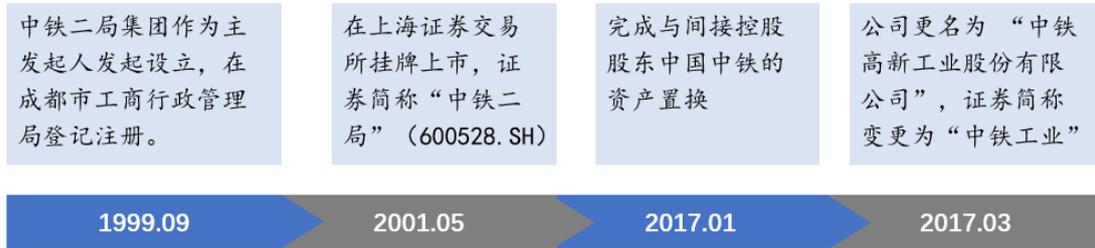
风险提示: 市场需求不及预期风险, 客户集中度较高的风险, 原材料价格波动风险。

2. 高端装备赛道重装出击, 盈利能力明显改善

2.1. 置入中国中铁优质资产, 专注高端装备制造

公司前身中铁二局股份有限公司成立于 1999 年 9 月, 由中铁二局集团有限公司作为主发起人, 联合宝鸡桥梁厂、成都铁路局、铁道部第二勘测设计院和西南交通大学四家发起人采用发起设立方式设立。2001 年 5 月公司在上海证券交易所挂牌上市, 证券简称“中铁二局”, 主营业务建筑工程施工、房地产开发和物资销售。为避免主营业务与间接控股股东中国中铁的同业竞争, 公司通过与中国中铁的资产置换进行业务结构转型, 专注于高端装备制造。公司全部资产及负债由本公司全资子公司中铁二局工程有限公司承继, 置出全资子公司中铁二局工程有限公司 100% 股权, 置入中国中铁持有的中铁山桥、中铁宝桥、中铁科工以及中铁装备 4 家公司 100% 股权。主营业务变更为以隧道施工设备、工程施工机械等高端装备制造和相关工程服务。2017 年 3 月, 公司更名为“中铁高新工业股份有限公司”, 证券简称变更为“中铁工业”。

图 1: 公司历史沿革: 置换资产后, 更名中铁工业



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

通过资产置换和定向增发完成重大资产重组。公司置出资产为中铁二局持有的二局有限 100% 股权, 置出资产评估值 72.28 亿元。置入资产为中国中铁持有的中铁山桥 100% 股权、中铁宝桥 100% 股权、中铁科工 100% 股权以及中铁装备 100% 股权, 置入资产评估值为 116.88 亿元。资产作价差额 44.6 亿元由中铁二局向交易对方中国中铁非公开发行股份购买, 定增股份为 3.84 亿股, 每股作价 11.62 元。中铁二局向不超过 10 名符合条件的特定对象非公开发行股份募集配套资金, 募集资金规模不超过 60 亿元。以盾构机、钢结构制造与安装为主的装备资产注入, 公司形成了多元化的基建高端装备布局, 进一步巩固了行业内的龙头地位。

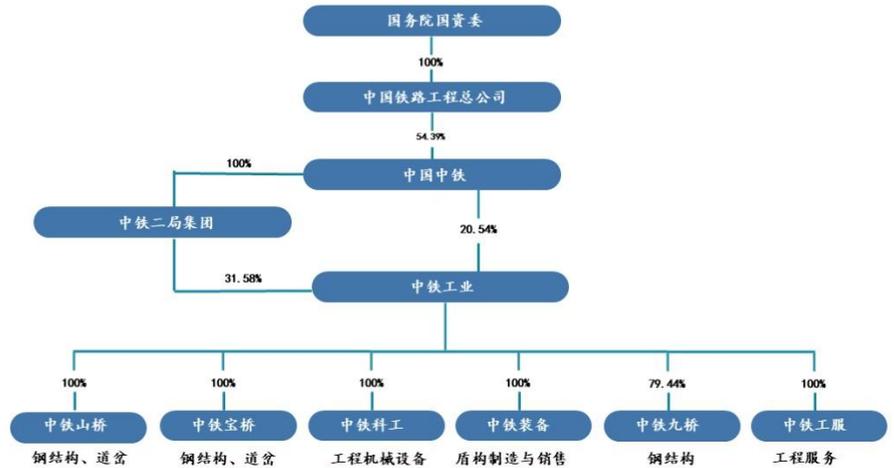
表 1: 资产重组方案概览: 优质资产获得注入

置入资产	评估价值 (亿元)	主要产品和服务	置出资产	主要产品和服务	评估价值 (亿元)
中铁山桥 100% 股权	40.04	钢结构、道岔制造与安装	中铁二局工程有限公司 100% 股权	建筑工程施 工	72.28
中铁宝桥 100% 股权	38.51	钢结构、道岔制造与安装			
中铁科工 100% 股权	8.92	工程机械设备			
中铁装备 100% 股权	29.41	盾构机制造与销售			
合计	116.88		合计		72.28
发行股份购买资产					
置入置出资产差价 (亿元)		发行价格 (元)		发行股份数 (亿股)	
44.6		11.62		3.84	
发行股份募集配套资金					
募集资金 (亿元)		发行价格 (元)		发行股份数 (亿股)	
60		15.85		3.79	

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

重组完成后，控股股东和实际控制人均未发生改变。本次重组前，本公司控股股东为中铁二局集团，实际控制人为国务院国资委。本次重组完成后，本公司控股股东仍为中铁二局集团，持股比例为 31.58%，实际控制人仍为国务院国资委。

图 2: 重组后公司股权结构 (截至 2019 年 Q1): 中铁二局为控股股东



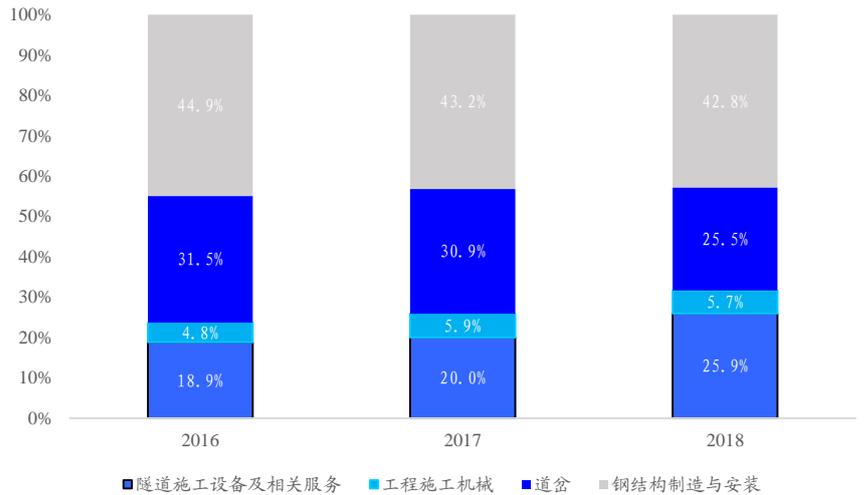
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

2.2. 资产重组后，公司业务主要包含四大类

2017 年资产重组完成后，公司主营业务变为专用工程机械装备及相关服务和交通运输装备及相关服务，涵盖隧道施工设备及相关服务业务、工程施工机械业务、道岔业务、钢结构制造与安装业务四个业务板块。公司是目前亚洲最大、全球第二大隧道掘进机研发制造商，是全球最大的道岔和桥梁钢结构制造商，国内最大铁路专用施工设备制造商，也是世界领先的基础设施建设服务型装备制造制造商。

2016-2018 年，公司钢结构和工程施工机械两个业务板块营收占比相对稳定；道岔业务板块与国家铁路基建息息相关，铁路基建放缓，公司道岔营收占比有所下降；近年来城市轨道交通和地下综合管廊高速发展，特别是地铁建设项目势头迅猛，公司盾构机销售订单储备较多，订单转换收入实现增长，隧道施工设备板块在营收中的占比明显提高。

图 3: 公司各业务占比 (2016-2018): 隧道施工设备占比提升



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

(一) 隧道施工装备及相关服务业务板块: 公司是中国盾构机行业的开拓者和领军者, 在隧道掘进机系列新产品研发方面具有国际领先的技术优势。公司拥有郑州、洛阳、武汉、厦门、成都、德阳、天津等 18 个隧道掘进机生产基地, 总共有 56 条生产线, 建立了世界首条全自动滚刀装配检测生产线。公司产品遍布国内 40 多个省市地区, 市场占有率连续七年保持国内第一。目前公司该板块业务主要由子公司中国中铁工程装备集团有限公司 (简称中铁装备) 负责。

中铁装备是全球领先的隧道及地下工程装备综合服务商, 专业从事隧道掘进机、隧道机械化专用设备的研发制造和服务。在隧道掘进机领域, 横向形成了“大”“小”“异”不同断面以及土压、泥水、硬岩等不同适应性的全系列盾构/TBM 产品, 纵向拓展了设计研发、设备制造、再制造、技术服务、机况评估检测、操作技能培训于一身的产业链条。

图 4: 中铁装备主要产品: 产品系列较为全面



数据来源：中铁装备官网、国泰君安证券研究

(二) 工程施工机械业务板块：公司是国内专业从事铁路施工搬提运架铺设备的龙头企业。在工程施工机械业务领域，截至 2018 年底，公司拥有武汉、九江等 4 个生产制造基地，拥有各类加工机械、施工设备近 2000 台套，代表了国内高速铁路施工装备研制技术的最高水平。2018 年，公司在铁路、公路预制梁搬提运架等施工设备仍保持 70% 的市场占有率。目前公司该板块业务主要由子公司中国中铁科工集团有限公司（简称中铁科工）负责。

中铁科工在铁路与轨道交通工程等大型专用施工设备研制领域，其核心技术达到国际先进水平。公司具有集科研设计、工业制造与安装、工程服务、科技检测与监控四位一体的竞争优势，拥有有效专利 156 项，累计完成科研项目 200 余项，拥有享受国务院政府特殊津贴专家 8 人，荣获铁道部及总公司有突出贡献中青年专家称号 8 人。

图 5：中铁科工主要产品：各类设备较为齐全



数据来源：中铁科工官网、国泰君安证券研究

(三) 道岔业务板块：公司是我国最早、全球最大的道岔制造企业，业务范围包括道岔产品的研发、设计、制造安装、系统集成、售后服务，是目前国内生产规模最大的线路轨道系统和工务器材供应商。在道岔业务领域涵盖了高中低速、各种轨型和类型的铁路、地铁、城市轨道交通等道岔产品。公司是我国目前唯一获准生产高锰钢焊接辙叉的研发制造企业，在技术壁垒较高的高速道岔（250km/h 以上）业务市场占有率约 65%，重载道岔市场占有率 50% 以上，推动了我国铁路的每一次大提速；城轨交通业务领域市场占有率约为 60%-70%。

(四) 钢结构制造与安装业务板块：公司钢结构制造与安装业务主要以制造、安装各类大型桥梁钢结构为主，同时还包括部分车站、展馆等建筑钢结构业务，是我国钢桥梁制造安装的龙头企业。公司在大型钢结构桥梁的市场占有率超过 60%。截至 2018 年底，公司拥有山海关、宝鸡、扬州、南京等 9 个生产拼装基地，拥有先进的 U 肋板半龙门焊接系统、U 肋板组装定位焊接系统、横隔板单元机器人焊接系统、埋弧焊专机焊

接系统、焊接机器人等先进生产加工技术,具备年生产钢结构 100 万吨以上的产能。

中铁山桥和中铁宝桥的主营业务都是钢桥钢结构和铁路道岔产品,两者均集设计、制造、施工与服务一体化,在行业内均处于领先地位。

2.3. 经营利润迎来拐点,毛利水平良好,在手订单充足

2017 年资产置换完成后,公司收入增速迎来拐点,利润水平显著提高。2014-2016 年,公司营收分别为 715.13 亿元、577.87 亿元、512.42 亿元,同比增长分别为-10.12%、-19.19%、-11.33%。主要是因为公司加大了物贸业务风险控制,适度降低了物贸业务经营规模,致使物贸业务收入下降。2017 完成资产置换之后,2017-2018 年公司营业收入分别为 158.86 亿元和 178.98 亿元,归母净利润为 13.39 亿元和 14.81 亿元。由于资产置换导致营收规模大幅下降,但营收和利润水平均明显改善。

公司毛利率整体保持在较好水平,专用工程机械装备及相关服务毛利率高于交通运输装备及相关服务。2016-2018 年(2016 年选取置入资产毛利率),公司毛利率分别为 8.15%、20.26%、20.28%。2018 年分产品板块来看,专用工程机械装备及相关服务 26.44%、交通运输装备及相关服务 18.09%,毛利率保持稳中有增。

公司 2017-2018 年收入和净利润的高增长源于下游轨道交通和地下综合管廊景气度提升。专用工程机械装备及相关服务板块主要包括涵盖隧道施工设备及相关服务业务、工程施工机械业务交通运输装备及相关服务板块主要包括道岔业务、钢结构制造与安装业务。隧道施工设备及相关服务业务 2017 年和 2018 年的收入增速分别为 25.23%和 49.70%,主要是因为前两年全国各大城市地铁建设项目处于高速发展期,公司盾构机销售订单储备较多,订单转换收入实现增长。

2018 年隧道施工装备和钢结构订单增长迅速,预计未来转化收入会推动公司营收高速增长。专用工程机械及相关服务业务实现新签合同额 109.2 亿元,同比增长 28%,其中隧道施工装备及相关服务业务新签合同额 100.7 亿元,同比增长 34.7%,新签合同额较去年有较大幅度的增长;工程施工机械业务新签合同额 8.6 亿元,同比下降 18.9%,该业务板块在公司业务中占比小,主要受国家基建影响较大,整体市场容量减小,新签合同额有所下降;交通运输装备及相关服务业务新签合同额 193.9 亿元,同比增长 27.7%,其中道岔业务新签合同额 52.2 亿元,同比下降 1.2%,此业务板块与国家铁路基建息息相关,新签合同额无明显变动;钢结构制造与安装业务实现了较快增长,新签合同额 141.7 亿元,同比增长 43%,2018 年钢结构市场需求量很大,大型桥梁陆续招标,预计未来钢结构订单转换收入会推动公司营收高速增长。

图 6: 公司收入增速在资产置换后迎来拐点



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 7: 公司净利润水平在资产置换后显著提高



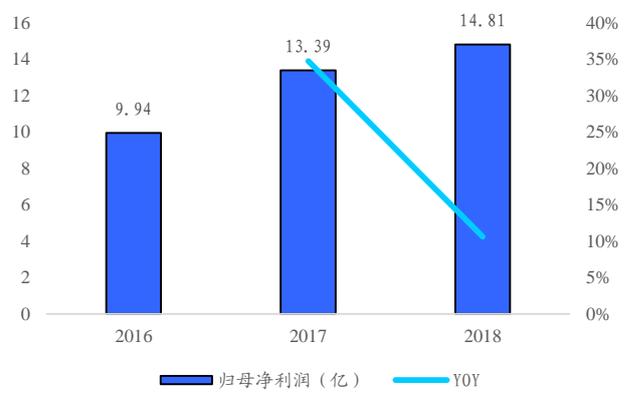
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 8: 置入资产营收增速较为稳定 (2016-2018)



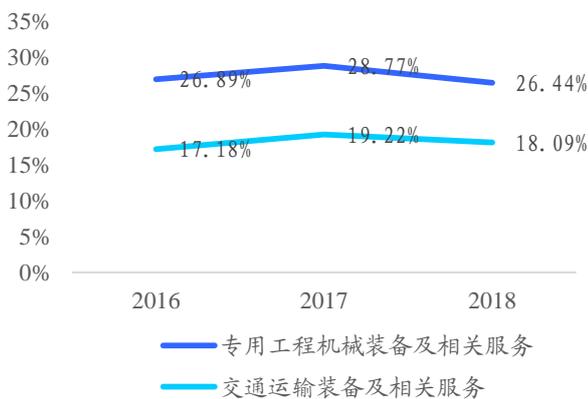
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 9: 置入资产归母净利润较为稳定 (2016-2018)



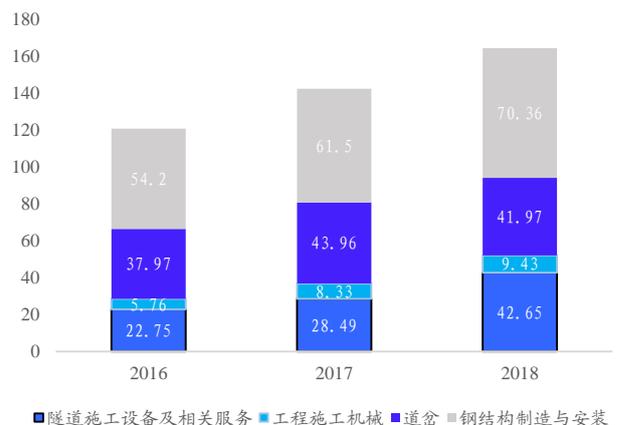
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 10: 公司毛利率保持在良好水平, 专业工程机械装备毛利率优于交通运输设备



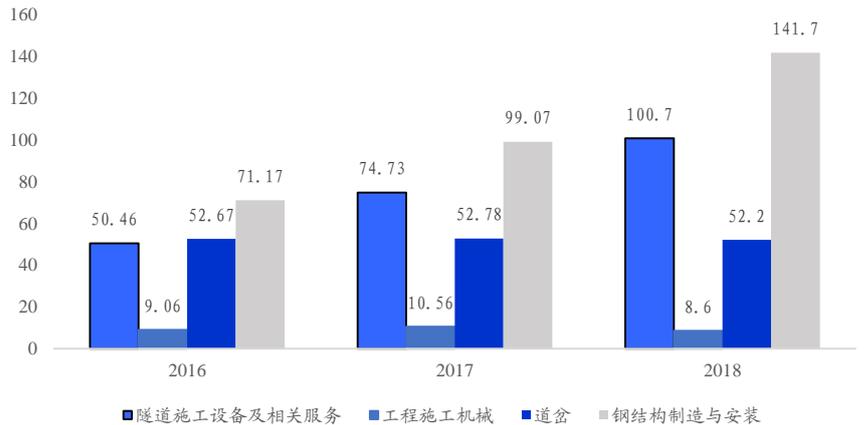
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 11: 2017-2018 年收入增长主要来自隧道施工设备及服务 (亿元)



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 12: 公司各板块业务订单 (亿元): 隧道施工设备增速较高



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

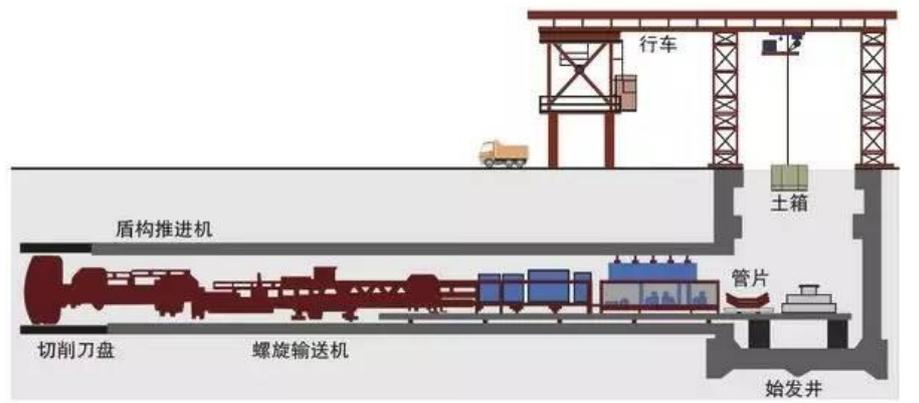
3. 隧道掘进机、道岔和钢结构处于景气周期

3.1. 城市轨交与地下管廊深入建设, 隧道掘进机需求广泛

隧道掘进机是一种高智能化, 集机、电、液、光、计算机技术为一体的隧道施工重大技术装备。隧道掘进机主要包括盾构机和硬岩掘进机 (TBM)。盾构机是软土类掘进机, 主要适用于城市地铁及小型管道, TBM 一般用在山岭隧道大型引水工程。盾构机按照工作原理一般可以分为手掘式盾构, 挤压式盾构, 半机械式盾构 (局部气压、全局气压), 机械式盾构 (开胸式切削盾构, 气压式盾构, 泥水加压盾构, 土压平衡盾构, 混合型盾构, 异型盾构)。

盾构机的基本工作原理是一个圆柱体的钢组件沿隧洞轴线边向前推进边对土壤进行挖掘。该圆柱体组件的壳体即护盾, 它对挖掘出的还未衬砌的隧洞段起着临时支撑的作用, 承受周围土层的压力, 有时还承受地下水压以及将地下水挡在外面。挖掘、排土、衬砌等作业在护盾的掩护下进行。

图 13: 盾构机工作原理



数据来源: 百度百科

随着中国城市化不断发展, 海绵城市、城市轨道、人防工程等基础设施建设深入推进, 隧道掘进机需求广泛。中国越江隧道、地铁隧道、公路隧道、铁路隧道等空间挖掘开发需求快速增长。以公路隧道为例, 根据

交通部发布的《2018年交通运输行业发展统计公报》数据，截至2018年底，全国公路隧道17738处、1723.61万米，增加1509处、195.10万米，其中特长隧道1058处、470.66万米，长隧道4315处、742.18万米。随中国交通设施建设推进、海绵城市建设加速，隧道掘进机未来具有巨大应用市场。

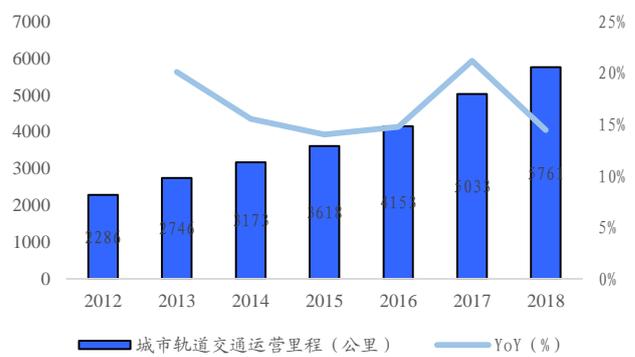
中国是目前全球城市轨道交通运营里程最长的国家，建设增速虽有放缓但仍在15%左右。据中国城市轨道交通协会统计信息，截至2018年末，中国内地共计35个城市开通城市轨道交通，运营线路185条，运营线路总长度5,761.4公里。2018年新增运营线路20条，新增运营线路长度728.7公里。进入“十三五”三年来，累计新增运营线路长度为2,143.4公里，年均新增运营线路长度714.5公里。根据《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》，“十三五”期间共新增城市轨道交通运营里程3000公里以上，因此还有至少857公里的增长空间。

图 14: 中国公路隧道里程稳定增长 (2012-2018)



数据来源: 前瞻产业研究院、国泰君安证券研究

图 15: 中国城市轨道交通运营里程稳定增长 (2012-2018)



数据来源: 中国城市轨道交通协会、国泰君安证券研究

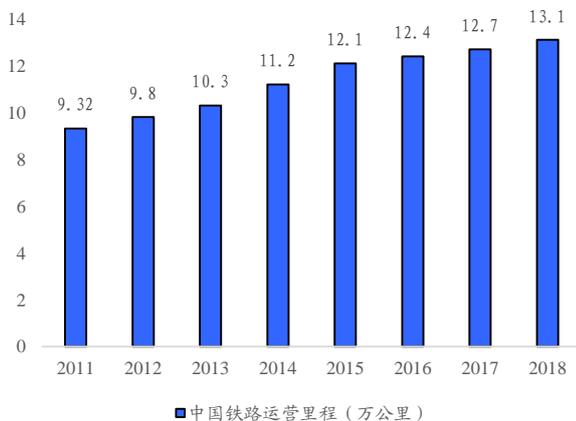
2018年中国内地城轨交通完成建设投资创历史新高，掘进机销量稳步增长。2018年中国内地城轨交通完成建设投资5,470.2亿元，创历史新高，同比增长14.9%，在建线路总长6,374公里，投资额累计42,688.5亿元。中国全断面隧道掘进机销量在2016-2018年出现爆发式增长，增长率分别为87%和66%，2018年增速虽然放缓但仍在15%以上。

道岔是一种使机车车辆从一股道转入另一股道的线路连接设备，也是轨道的薄弱环节之一，通常在车站、编组站大量铺设。有了道岔，可以充分发挥线路的通过能力。即使是单线铁路，铺设道岔，修筑一段大于列车长度的叉线，就可以对开列车。道岔的基本形式有三种：即线路的连接、交叉、连接与交叉的组合。常用的线路连接有各种类型的单式道岔和复式道岔；交叉有垂直交叉和菱形交叉；连接与交叉的组合有交分道岔和交叉渡线等。

新增铁路运营里程数稳定增长。根据“铁路十三五发展规划”，到2020年全国铁路营业里程要达到15万公里，其中高速铁路3万公里。截至2018年末，全国铁路营业里程达到13.1万公里。2016-2018年新增通车里程分别为3110、3063和4100公里，和国家铁路局公布数字基本一致，未来两年最少通车1.9万公里。

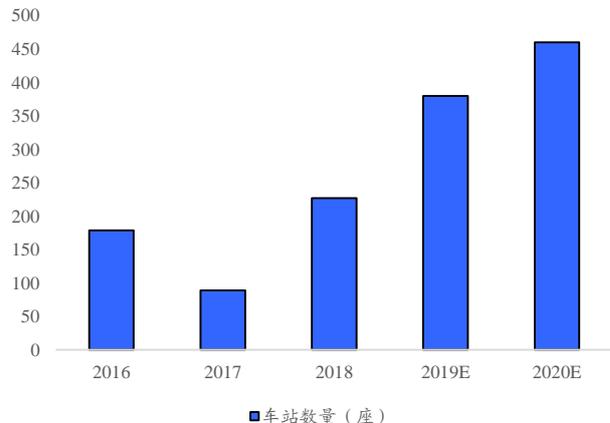
铁路道岔应用于铁路线路交汇点、铁路车站、编组站，十三五规划五年间车站年复合增长率达21%。铁路通车里程越长、站点数量越多、铁路网越密集，道岔的需求越高，道岔数量与通车里程数并不是线性相关。根据前瞻产业研究院数据，2016-2020年新增铁路对应的车站数量分别为179、89、227、380和460座，年复合增长率达21%。

图 19: 全国铁路运营里程稳定增长



数据来源: 中国城市轨道交通协会、国泰君安证券研究

图 20: 2018年后新增通车对应车站数量高速增长



数据来源: 前瞻产业研究院、国泰君安证券研究

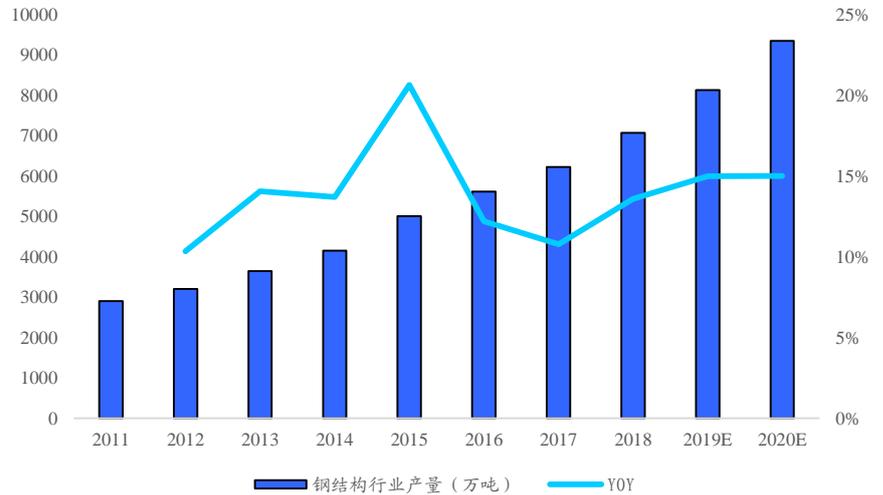
3.3. 政策利好叠加下游产业结构升级，钢结构行业持续向好

钢梁桥包括简支或连续体系的钢板梁和钢桁梁桥。钢结构主要由型钢和钢板等制成的梁钢、钢柱、钢桁架等构件组成，并采用硅烷化、纯锰磷化、水洗烘干、镀锌等除锈防锈工艺，广泛应用于大型厂房、场馆、超高层等领域

政策利好频发，国内建筑市场、轨道交通建设刺激钢结构需求增长。2016年初，《中共中央国务院关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》提出，我国要力争用10年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到30%。2019年3月住建部官网发布《关于印发住房和城乡建设部建筑市场监管司2019年工作要点的通知》，提出要推进建筑业重点领域改革，促进建筑产业转型升级，其中强调要推进钢结构于住宅建设试

点，钢构行业或将迎来发展机遇期。在政策推动下，钢结构行业有望迎来重大机遇。除了政策利好，城镇化推动下的国内建筑市场、轨道交通建设、仓储和物流园的建设以及能源建设工程迅猛发展，也是钢结构行业持续向好的主要推动因素。2011-2018 年间钢结构行业产量均在 10% 以上，预计 2019 年增速可达 15%。

图 21: 钢结构行业产量稳定增长



数据来源：前瞻产业研究院、国泰君安证券研究

4. 盈利预测及估值

分业务假定：

- 1) **专用工程机械设备**：该部分主要为隧道施工装备及相关服务和工程施工机械业务，目前公司订单增速放缓，预测未来 3 年该部分收入增速分别为 22%、10%、8%，毛利率均为 26%。
- 2) **交通运输装备**：该部分主要为道岔业务和钢结构制造业务，保守预测未来三年该业务收入增速分别为 10%、9%、8%，毛利率均为 18%。

综合以上，预计 2019-2021 年收入分别为 201.67 亿、219.15 亿、235.51 亿，归母净利润分别为 16.40 亿/17.50 亿/18.82 亿，EPS 分别为 0.74 元/0.79 元/0.85 元。

表 2: 盈利预测拆分

项目(单位: 百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	15,884.5	17,898.1	20,167.2	21,914.6	23,551.2
growth		12.7%	12.7%	8.7%	7.5%
营业成本	12,649.1	14,277.0	16,116.2	17,498.2	18,795.5
毛利	3,235.4	3,621.1	4,051.0	4,416.4	4,755.7
毛利率	20.4%	20.2%	20.1%	20.2%	20.2%
业务 1: 专用工程机械设备					
营业收入	3,682.4	5,208.2	6,354.0	6,989.4	7,548.5
Growth		41.4%	22.0%	10.0%	8.0%
营业成本	2,623.0	3,831.1	4,701.9	5,172.1	5,585.9
毛利	1,059.4	1,377.0	1,652.0	1,817.2	1,962.6

毛利率	28.8%	26.4%	26.0%	26.0%	26.0%
业务 2: 交通运输装备					
营业收入	10,546.1	11,232.9	12,356.2	13,468.3	14,545.7
Growth		6.5%	10.0%	9.0%	8.0%
营业成本	8,519.1	9,200.9	10,132.1	11,044.0	11,927.5
毛利	2,027.0	2,032.0	2,224.1	2,424.3	2,618.2
毛利率	19.2%	18.1%	18.0%	18.0%	18.0%
业务 3: 其他					
营业收入	1,656.0	1,457.0	1,457.0	1,457.0	1,457.0
Growth		-12.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业成本	1,507.0	1,245.0	1,282.2	1,282.2	1,282.2
毛利	149.0	212.0	174.8	174.8	174.8
毛利率	9.0%	14.6%	12.0%	12.0%	12.0%

数据来源: wind、国泰君安证券研究

1) PE 法估值: 预计公司 2019 年 EPS 为 0.74 元, 参考行业可比公司 2019 年平均估值 15.15 倍 PE, 我们认为公司目前行业龙头地位明显, 业务增长较为稳定, 给予 2019 年 17 倍 PE, 对应 12.58 元合理估值。

2) PB 法估值: 公司 2018 年报每股净资产为 7.08 元, 参考行业 PB 平均值 2.27, 考虑公司资产相对较重, 保守给予公司 1.8 倍 PB, 对应 12.74 元合理估值。

参考两种估值方法, 我们给予其 2019 年 17 倍 PE, 对应 12.58 元目标价, 首次覆盖, 给予增持评级。

表 3: 同类公司估值表

代码	公司	股价			EPS		PE		PB
		2019/8/5	2019E	2020E	2019E	2020E			
601766.SH	中国中车	7.64	0.46	0.52	16.61	14.69	1.68		
600477.SH	杭萧钢构	3.02	0.24	0.26	12.58	11.62	2.07		
603111.SZ	康尼机电	5.20	0.32	0.37	16.25	14.05	2.93		
均值					15.15	13.45	2.27		
中值					16.25	14.05	2.12		
002430.SZ	中铁工业	10.35	0.75	0.77	13.80	13.44	1.46		

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究。2019 年 8 月 5 日最新 PB、PE 计算值, 基于 Wind 一致盈利预期, 中铁工业 EPS 为本次报告预测值。

5. 风险因素

5.1. 市场需求不及预期风险

公司主营产品主要服务于铁路及其他公共交通基建 (包括城市轨道交通、公路、桥梁、隧道及其他市政工程) 等基础设施建设, 很大程度上依赖于国家在此类建设方面的投资。当前, 国家稳步推进基础设施互联互通、京津冀协同发展、长江经济带等战略, 并鼓励和吸引社会资本参与重大项目, 统筹推进重大项目计划。未来政府对国家和地区经济增长水平的预测、基础设施的使用状况和未来扩张需求的预期, 社会资本的投资预期及相关行业增长整体水平的预期等的变化对行业政策进行调整等都

可能对本公司业务构成重大不利影响。

5.2. 客户集中度较高的风险

公司涉及的主要产品隧道施工设备、道岔、钢结构及大型工程施工机械等，主要面向交通基建行业工程施工类客户。受我国交通基建行业投资主体特点影响，下游销售客户比较集中，主要为中国铁路总公司及其下属的各铁路局，各省、市轨道交通建设和运营公司、地铁公司、交通建设管理局，以及大型交通基建施工类企业等。公司与主要客户均建立了长期稳定的客户合作关系，但如果该部分客户需求量降低或转向竞争对手采购，公司的营业收入将受到较大影响，将面临客户集中度较高的风险。

5.3. 原材料价格波动风险

公司产品的主要原材料包括钢材、部分外采核心零部件等。这些原材料价格的波动可能会带来公司成本波动的风险，对公司经营业绩和财务状况产生影响。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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，保证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理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		