

**投资评级 优于大市 维持**

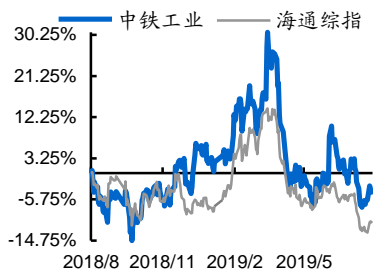
## Q2 毛利率提高，归母净利润实现快速增长

**股票数据**

|               |             |
|---------------|-------------|
| 08月23日收盘价(元)  | 10.18       |
| 52周股价波动(元)    | 9.06-14.53  |
| 总股本/流通A股(百万股) | 2222/1838   |
| 总市值/流通市值(百万元) | 22615/18708 |

**相关研究**

《2018年归母净利润同比增长10.56%，隧道施工装备新签订单快速增长》2019.03.28  
 《轨交投资景气复苏，公司业务持续受益》2018.12.19  
 《三季度收入保持稳定，受益毛利率提升业绩显著提升》2018.10.28

**市场表现**


| 沪深300对比 | 1M   | 2M   | 3M   |
|---------|------|------|------|
| 绝对涨幅(%) | -4.2 | -3.8 | -1.1 |
| 相对涨幅(%) | -5.0 | -3.5 | -7.7 |

资料来源：海通证券研究所

分析师:余炜超

Tel:(021)23219816

Email:swc11480@htsec.com

证书:S0850517010001

分析师:杨震

Tel:(021)23154124

Email:yzy10334@htsec.com

证书:S0850517070009

**投资要点:**

- **事件:** 公司公布2019年半年报,报告期内公司实现营业收入94.77亿元,同比增长18.36%,归母净利润8.61亿元,同比增长21.25%。19年2季度实现营业收入46.46亿元,同比增长15.55%,归母净利润4.89亿元,同比增长28.05%。2季度公司实现毛利率22.58%,同比提高1.42个百分点,环比提高2.92个百分点。
- **专用工程机械装备及相关服务收入和订单保持快速增长。**报告期内公司专用工程机械装备及相关服务实现营业收入26.37亿元,同比增长21.76%,新签合同额45.12亿元,同比增长25.84%。具体看,(1)隧道施工设备及相关服务业务营业收入21.37亿元,同比增长17.97%,新签合同额40.13亿元,同比增长26.22%。公司隧道掘进机应用正从传统的城轨领域逐步向铁路、市政、综合管廊等新兴领域扩展,应用场景不断扩大。(2)工程施工机械业务营业收入5亿元,同比增长41.19%,新签合同额4.99亿元,同比增长21.79%。公司通过与施工单位联合、签订战略合作协议等方式进一步开拓市场,并不断开发新产品,产品种类和应用范围不断扩大。
- **交通运输装备及相关服务整体平稳,受重大项目延期招标影响钢梁钢结构订单有所下降。**报告期内公司交通运输装备及相关服务业务实现营业收入59.82亿元,同比增长16.16%,新签合同额89.85亿元,同比下降16.31%。具体看,(1)道岔业务营业收入21.53亿元,同比增长10.16%,新签合同额30.44亿元,同比下降2.44%,但国内道岔业务完成新签合同额29.41亿元,同比增长2.6%。报告期内公司中标新建合肥至安庆铁路工程、新建张家界至吉首至怀化铁路、杭州至海宁城际铁路工程等重点项目。(2)钢结构制造与安装业务营业收入38.29亿元,同比增长19.83%,新签合同额59.41亿元,同比下降21.99%,主要原因是部分计划上半年开标的重大项目尚未招标,导致新签合同额较上年同期有所下降。
- **公司在轨交车辆和环保领域进一步布局。**新型轨道交通产业方面,跨座式单轨、中低速磁悬浮、悬挂式单轨车辆均已完成样车的研制工作,并在积极开展样车静态调试、设计优化、道岔的研发及试制、动态调试的筹备等工作;同时公司正在积极推动相关城市的新制式轨道交通项目落地实施等工作,在徐州市独资成立了中铁磁浮发展有限公司,加快项目落地。环保产业方面,公司积极开展了新技术、新工艺、新产品的自主研发、技术引进、资质培育、专利申报、项目开发等工作,正在加快推进部分城市的项目落地工作。
- **盈利预测:** 在《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》、政府工作报告支持铁路投资的等国家支持下,我们认为我国铁路、城轨、桥梁建设将进一步恢复增长。公司是我国高速重载道岔、盾构设备等领域龙头企业,有望持续受益行业复苏,同时也将受益于川藏铁路施工所需的大型TBM需求。我们预计公司19-21年EPS分别为0.78/0.91/1.04元,按8月23日收盘10.18元计算PE分别为13.05/11.19/9.79倍,结合可比公司估值,给予19年15-18倍PE,对应合理价值区间11.70-14.04元,给予“优于大市”评级。
- **风险提示:** 铁路和城轨的发展不及预期;新制式车辆销售不及预期。

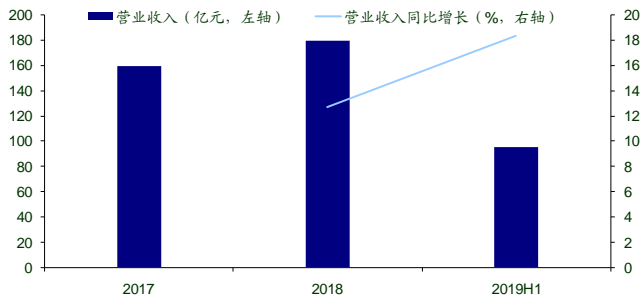
**主要财务数据及预测**

|             | 2017   | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 15886  | 17898 | 20165 | 22520 | 24873 |
| (+/-)YoY(%) | -75.5% | 12.7% | 12.7% | 11.7% | 10.4% |
| 净利润(百万元)    | 1339   | 1481  | 1738  | 2031  | 2315  |
| (+/-)YoY(%) | 14.1%  | 10.6% | 17.4% | 16.8% | 14.0% |
| 全面摊薄EPS(元)  | 0.60   | 0.67  | 0.78  | 0.91  | 1.04  |
| 毛利率(%)      | 20.4%  | 20.4% | 20.7% | 20.9% | 21.1% |
| 净资产收益率(%)   | 9.2%   | 9.4%  | 10.2% | 10.9% | 11.3% |

资料来源:公司年报(2017-2018),海通证券研究所

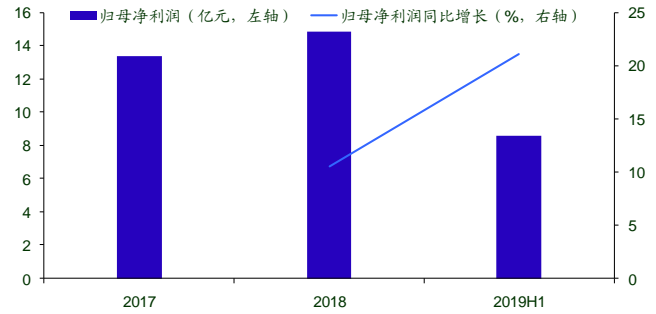
备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

图1 公司收入情况



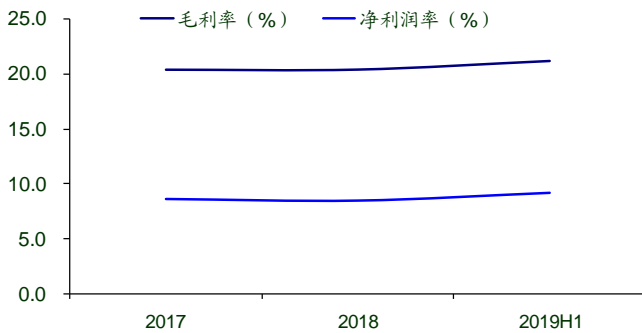
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图2 公司归母净利润情况



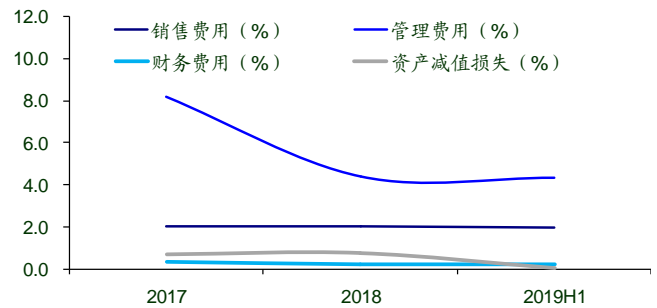
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图3 公司盈利情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图4 公司费用率情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 1 可比上市公司估值 (2019/08/23)

|                    | 中国中车    | 鼎汉技术  |
|--------------------|---------|-------|
| 总市值 (亿)            | 1992.26 | 33.18 |
| 预估 2019 年归母净利润 (亿) | 131.53  | 1.07  |
| 2019 年 PE (倍)      | 15.15   | 31.16 |

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 19 年归母净利润来自 wind 一致预期; 因 wind 暂无华铁股份一致预期业绩, 将其从可比公司表中摘出

## 财务报表分析和预测

| 主要财务指标             | 2018         | 2019E        | 2020E        | 2021E        | 利润表 (百万元)          | 2018         | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>每股指标 (元)</b>    |              |              |              |              | <b>营业总收入</b>       | <b>17898</b> | <b>20165</b> | <b>22520</b> | <b>24873</b> |
| 每股收益               | 0.67         | 0.78         | 0.91         | 1.04         | 营业成本               | 14252        | 15997        | 17810        | 19622        |
| 每股净资产              | 7.08         | 7.64         | 8.39         | 9.26         | 毛利率%               | 20.4%        | 20.7%        | 20.9%        | 21.1%        |
| 每股经营现金流            | 0.37         | 1.12         | 0.95         | 1.09         | 营业税金及附加            | 185          | 202          | 225          | 249          |
| 每股股利               | 0.12         | 0.14         | 0.16         | 0.18         | 营业税金率%             | 1.0%         | 1.0%         | 1.0%         | 1.0%         |
| <b>价值评估 (倍)</b>    |              |              |              |              | 营业费用               | 359          | 405          | 453          | 500          |
| P/E                | 15.75        | 13.05        | 11.19        | 9.79         | 营业费用率%             | 2.0%         | 2.0%         | 2.0%         | 2.0%         |
| P/B                | 1.48         | 1.33         | 1.21         | 1.10         | 管理费用               | 786          | 867          | 957          | 1045         |
| P/S                | 1.26         | 1.12         | 1.00         | 0.91         | 管理费用率%             | 4.4%         | 4.3%         | 4.3%         | 4.2%         |
| EV/EBITDA          | 9.52         | 7.32         | 5.75         | 4.43         | EBIT               | 1501         | 1807         | 2096         | 2388         |
| 股息率%               | <b>1.1%</b>  | <b>1.3%</b>  | <b>1.5%</b>  | <b>1.8%</b>  | 财务费用               | 42           | -43          | -80          | -107         |
| <b>盈利能力指标 (%)</b>  |              |              |              |              | 财务费用率%             | 0.2%         | -0.2%        | -0.4%        | -0.4%        |
| 毛利率                | 20.4%        | 20.7%        | 20.9%        | 21.1%        | 资产减值损失             | 131          | 131          | 141          | 154          |
| 净利润率               | 8.3%         | 8.6%         | 9.0%         | 9.3%         | 投资收益               | 226          | 250          | 275          | 300          |
| 净资产收益率             | 9.4%         | 10.2%        | 10.9%        | 11.3%        | <b>营业利润</b>        | <b>1744</b>  | <b>2030</b>  | <b>2372</b>  | <b>2703</b>  |
| 资产回报率              | 4.4%         | 4.8%         | 5.1%         | 5.3%         | 营业外收支              | -9           | 0            | 0            | 0            |
| 投资回报率              | 11.5%        | 14.6%        | 16.8%        | 19.2%        | <b>利润总额</b>        | <b>1735</b>  | <b>2030</b>  | <b>2372</b>  | <b>2703</b>  |
| <b>盈利增长 (%)</b>    |              |              |              |              | EBITDA             | 1958         | 2197         | 2506         | 2819         |
| 营业收入增长率            | 12.7%        | 12.7%        | 11.7%        | 10.4%        | 所得税                | 224          | 260          | 304          | 346          |
| EBIT 增长率           | 2.7%         | 20.4%        | 16.0%        | 14.0%        | 有效所得税率%            | 12.9%        | 12.8%        | 12.8%        | 12.8%        |
| 净利润增长率             | 10.6%        | 17.4%        | 16.8%        | 14.0%        | 少数股东损益             | 30           | 32           | 37           | 42           |
| <b>偿债能力指标</b>      |              |              |              |              | <b>归属母公司所有者净利润</b> | <b>1481</b>  | <b>1738</b>  | <b>2031</b>  | <b>2315</b>  |
| 资产负债率              | 52.6%        | 52.5%        | 52.6%        | 52.3%        |                    |              |              |              |              |
| 流动比率               | 1.4          | 1.5          | 1.5          | 1.6          | <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2018</b>  | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> |
| 速动比率               | 0.8          | 0.9          | 0.9          | 0.9          | 货币资金               | 5040         | 6868         | 8521         | 10458        |
| 现金比率               | 0.3          | 0.4          | 0.4          | 0.5          | 应收账款及应收票据          | 6530         | 7734         | 8514         | 9268         |
| <b>经营效率指标</b>      |              |              |              |              | 存货                 | 9713         | 9642         | 10637        | 11558        |
| 应收帐款周转天数           | 139.6        | 140.0        | 138.0        | 136.0        | 其它流动资产             | 3448         | 3061         | 3318         | 3574         |
| 存货周转天数             | 221.0        | 220.0        | 218.0        | 215.0        | 流动资产合计             | 24731        | 27305        | 30990        | 34858        |
| 总资产周转率             | 0.5          | 0.6          | 0.6          | 0.6          | 长期股权投资             | 841          | 841          | 841          | 841          |
| 固定资产周转率            | 4.2          | 4.4          | 4.9          | 5.5          | 固定资产               | 4561         | 4570         | 4560         | 4529         |
|                    |              |              |              |              | 在建工程               | 510          | 510          | 510          | 510          |
|                    |              |              |              |              | 无形资产               | 1440         | 1440         | 1440         | 1440         |
|                    |              |              |              |              | 非流动资产合计            | 9157         | 9166         | 9155         | 9125         |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2018</b>  | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>资产总计</b>        | <b>33888</b> | <b>36471</b> | <b>40146</b> | <b>43983</b> |
| 净利润                | 1481         | 1738         | 2031         | 2315         | 短期借款               | 21           | 0            | 0            | 0            |
| 少数股东损益             | 30           | 32           | 37           | 42           | 应付票据及应付账款          | 9474         | 10080        | 11125        | 12096        |
| 非现金支出              | 588          | 522          | 552          | 584          | 预收账款               | 41           | 40           | 45           | 50           |
| 非经营收益              | -214         | -256         | -282         | -307         | 其它流动负债             | 7676         | 8402         | 9307         | 10212        |
| 营运资金变动             | -1053        | 454          | -218         | -205         | 流动负债合计             | 17212        | 18522        | 20477        | 22357        |
| <b>经营活动现金流</b>     | <b>832</b>   | <b>2490</b>  | <b>2120</b>  | <b>2430</b>  | 长期借款               | 110          | 110          | 110          | 110          |
| 资产                 | -1084        | -388         | -388         | -388         | 其它长期负债             | 518          | 518          | 518          | 518          |
| 投资                 | -111         | 0            | 0            | 0            | 非流动负债合计            | 628          | 628          | 628          | 628          |
| 其他                 | 166          | 250          | 275          | 300          | <b>负债总计</b>        | <b>17839</b> | <b>19150</b> | <b>21104</b> | <b>22985</b> |
| <b>投资活动现金流</b>     | <b>-1029</b> | <b>-138</b>  | <b>-113</b>  | <b>-88</b>   | 实收资本               | 2222         | 2222         | 2222         | 2222         |
| 债权募资               | -633         | -21          | 0            | 0            | 普通股股东权益            | 15725        | 16967        | 18649        | 20564        |
| 股权募资               | 142          | 0            | 0            | 0            | 少数股东权益             | 323          | 355          | 392          | 434          |
| 其他                 | -1271        | -504         | -353         | -405         | <b>负债和所有者权益合计</b>  | <b>33888</b> | <b>36471</b> | <b>40146</b> | <b>43983</b> |
| <b>融资活动现金流</b>     | <b>-1762</b> | <b>-525</b>  | <b>-353</b>  | <b>-405</b>  |                    |              |              |              |              |
| <b>现金净流量</b>       | <b>-1958</b> | <b>1828</b>  | <b>1653</b>  | <b>1937</b>  |                    |              |              |              |              |

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 23 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

# 信息披露

## 分析师声明

余炜超 机械行业  
杨震 机械行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 联瑞新材,浙江鼎力,徐工机械,快克股份,伊之密,思维列控,中联重科,中铁工业,石头科技,捷佳伟创,柳工,豪迈科技,诺力股份,弘亚数控,美亚光电,日机密封,中国中车,金卡智能,杰克股份,华特股份,五洲新春,晶盛机电,龙马环卫,华东重机,中集集团,杭氧股份,安徽合力,三一重工,恒立液压,杰瑞股份

## 投资评级说明

|  | 类别     | 评级   | 说明                             |
|--|--------|------|--------------------------------|
| <b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b><br>以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;<br><b>2. 市场基准指数的比较标准:</b><br>A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;           |
|  |        | 中性   | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;     |
|  |        | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;         |
|  |        | 无评级  | 对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。   |
|  | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;      |
|  |        | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间; |
|  |        | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。      |

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。在任何情况下,本公司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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。