

中铁工业 (600528.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

盾构机下游拓展顺利，订单结构优化

业绩简评

10月30日，公司发布23年三季报，23Q1-Q3公司实现收入217.47亿元（同比+6.96%）、归母净利润14.86亿元（同比+0.53%）；其中Q3单季度实现收入68.50亿元（同比+4.29%），实现归母净利润4.85亿元（同比-12.07%）。

经营分析

加大研发、销售投入，利润短期承压。23Q3公司实现归母净利润4.85亿元，同比-12.07%，主要系费用投入加大所致，公司销售费用、研发费用分别同比+14.87%和+38.27%，叠加收入增速略有下滑，公司单季度利润承压。

23年前三季度隧道类、工程类业务订单稳定增长，钢结构订单增速下滑，产品结构有望优化。23Q1-Q3年公司隧道施工装备、工程施工、道岔、钢结构新签订单分别105.2/15.8/60.5/183.4亿元，同比+8.5%/35.4%/11.7%/0.1%；其中盈利能力较强的盾构机类产品订单增速稳健，钢结构业务订单有所下滑，随着产品结构不断优化，公司盈利能力有望稳步提升，我们预计23-25年公司毛利率为18.3%/18.5%/18.7%。

盾构机下游新领域拓展顺利，带动整体盈利能力提升。量：根据公告，公司盾构机/TBM产品在水利工程、抽水储能、矿山等新领域拓展顺利，23年公司盾构机/在上述三个领域市占率分别达60%、80%、40%。价：新领域盾构机产品均价更高、盈利能力更强，新领域盾构机收入占比提升带动整体盈利能力，23Q3公司毛利率达21.36%，同比+1.49pcts，看好公司盈利能力持续提升。

顺国企改革之风，公司有望提升核心竞争力。23年新一轮国企改革正式开启，23年1月，国资委对于央企提出“一增一稳四提升”的考核指标，新增ROE、现金流的考核，有望全面提高公司盈利质量。当前公司估值处于历史估值低位，随着新一轮国企改革顺利推进，公司关键财务指标有望优化，迎来估值修复。

盈利预测、估值与评级

根据公告，我们调整盈利预测，预计2023-2025年公司营业收入为315.91/349.63/387.71亿元，归母净利润为19.07/21.76/25.05亿元，对应PE为10/8/7X，维持“买入”评级。

风险提示

下游基建投资不及预期、盾构机下游新领域拓展不及预期、原材料价格上涨风险。

机械组

分析师：满在朋（执业S1130522030002）

manzaipeng@gjzq.com.cn

市价（人民币）：8.16元

相关报告：

- 《中铁工业公司点评：新签订单稳定增长，产品结构有望持续优化》，2023.10.24
- 《中铁工业公司点评：盈利能力环比提升，业绩符合预期》，2023.8.28
- 《中铁工业公司点评：盾构机多领域拓展顺利，业绩符合预期》，2023.4.28



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	27,157	28,817	31,591	34,963	38,771
营业收入增长率	11.80%	6.11%	9.63%	10.67%	10.89%
归母净利润(百万元)	1,856	1,867	1,907	2,176	2,505
归母净利润增长率	1.66%	0.58%	2.14%	14.11%	15.13%
摊薄每股收益(元)	0.836	0.840	0.858	0.980	1.128
每股经营性现金流净额	0.40	0.75	0.54	1.63	1.90
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.18%	7.80%	7.56%	8.20%	8.94%
P/E	9.83	9.08	9.51	8.33	7.24
P/B	0.80	0.71	0.72	0.68	0.65

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	24,292	27,157	28,817	31,591	34,963	38,771
增长率	11.8%	6.1%	9.6%	10.7%	10.9%	
主营业务成本	-19,942	-22,250	-23,608	-25,816	-28,486	-31,507
%销售收入	82.1%	81.9%	81.9%	81.7%	81.5%	81.3%
毛利	4,350	4,908	5,209	5,775	6,477	7,264
%销售收入	17.9%	18.1%	18.1%	18.3%	18.5%	18.7%
营业税金及附加	-152	-173	-170	-190	-210	-233
%销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-485	-443	-480	-632	-699	-775
%销售收入	2.0%	1.6%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	-969	-1,141	-1,233	-1,358	-1,503	-1,667
%销售收入	4.0%	4.2%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
研发费用	-1,203	-1,397	-1,537	-1,580	-1,748	-1,939
%销售收入	5.0%	5.1%	5.3%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	1,540	1,753	1,790	2,016	2,316	2,650
%销售收入	6.3%	6.5%	6.2%	6.4%	6.6%	6.8%
财务费用	-4	84	38	-14	-14	21
%销售收入	0.0%	-0.3%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	15	-33	-75	-20	-20	-20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	159	148	176	145	145	145
%税前利润	7.8%	7.1%	8.5%	6.8%	5.9%	5.2%
营业利润	2,057	2,068	2,063	2,127	2,427	2,796
营业利润率	8.5%	7.6%	7.2%	6.7%	6.9%	7.2%
营业外收支	-26	11	17	10	10	10
税前利润	2,031	2,080	2,079	2,137	2,437	2,806
利润率	8.4%	7.7%	7.2%	6.8%	7.0%	7.2%
所得税	-206	-221	-196	-226	-258	-297
所得税率	10.1%	10.6%	9.4%	10.6%	10.6%	10.6%
净利润	1,825	1,859	1,883	1,910	2,179	2,508
少数股东损益	-1	2	16	3	3	3
归属于母公司的净利润	1,826	1,856	1,867	1,907	2,176	2,505
净利率	7.5%	6.8%	6.5%	6.0%	6.2%	6.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,825	1,859	1,883	1,910	2,179	2,508
少数股东损益	-1	2	16	3	3	3
非现金支出	536	701	816	720	780	834
非经营收益	-284	-104	-51	-16	31	43
营运资金变动	-1,051	-1,564	-972	-1,424	641	834
经营活动现金净流	1,027	892	1,676	1,190	3,630	4,219
资本开支	-788	-1,507	-734	-874	-872	-872
投资	-138	-56	62	0	0	0
其他	95	92	112	145	145	145
投资活动现金净流	-831	-1,472	-560	-729	-727	-727
股权募资	289	8	20	153	0	0
债权募资	230	6	-1,474	-20	204	138
其他	-626	-435	-447	-931	-1,056	-1,200
筹资活动现金净流	-106	-420	-1,901	-798	-852	-1,062
现金净流量	82	-956	-774	-337	2,051	2,430

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	7,785	7,511	7,621	7,279	9,326	11,754
应收款项	8,626	10,690	13,505	14,063	15,084	16,196
存货	12,736	14,801	16,111	18,390	19,511	20,717
其他流动资产	3,336	3,175	3,086	4,395	4,797	5,252
流动资产	32,482	36,178	40,323	44,126	48,719	53,918
%总资产	73.5%	73.6%	75.4%	76.7%	78.3%	79.9%
长期投资	1,673	1,735	1,682	1,682	1,682	1,682
固定资产	5,589	6,336	6,522	6,855	6,977	7,045
%总资产	12.6%	12.9%	12.2%	11.9%	11.2%	10.4%
无形资产	1,949	2,252	2,174	2,060	2,054	2,048
非流动资产	11,708	12,999	13,185	13,373	13,475	13,523
%总资产	26.5%	26.4%	24.6%	23.3%	21.7%	20.1%
资产总计	44,190	49,177	53,508	57,499	62,194	67,441
短期借款	620	588	585	567	803	941
应付款项	12,774	15,373	18,013	20,814	22,967	25,404
其他流动负债	8,095	9,221	9,663	9,580	10,612	11,782
流动负债	21,489	25,182	28,261	30,961	34,383	38,127
长期贷款	136	117	63	63	63	63
其他长期负债	676	617	643	634	598	595
负债	22,301	25,916	28,967	31,658	35,044	38,785
普通股股东权益	21,310	22,684	23,925	25,222	26,528	28,031
其中：股本	2,222	2,222	2,222	2,222	2,222	2,222
未分配利润	10,031	11,429	12,825	13,970	15,275	16,778
少数股东权益	580	577	616	619	622	625
负债股东权益合计	44,190	49,177	53,508	57,499	62,194	67,441

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.822	0.836	0.840	0.858	0.980	1.128
每股净资产	9.592	10.211	10.770	11.354	11.941	12.618
每股经营现金净流	0.462	0.401	0.754	0.536	1.634	1.899
每股股利	0.110	0.126	0.140	0.343	0.392	0.451
回报率						
净资产收益率	8.57%	8.18%	7.80%	7.56%	8.20%	8.94%
总资产收益率	4.13%	3.77%	3.49%	3.32%	3.50%	3.71%
投入资本收益率	6.10%	6.52%	6.42%	6.79%	7.38%	7.97%
增长率						
主营业务收入增长率	18.06%	11.80%	6.11%	9.63%	10.67%	10.89%
EBIT增长率	-8.08%	13.80%	2.10%	12.65%	14.89%	14.42%
净利润增长率	12.26%	1.66%	0.58%	2.14%	14.11%	15.13%
总资产增长率	13.65%	11.28%	8.81%	7.46%	8.16%	8.44%
资产管理能力						
应收账款周转天数	104.6	119.5	143.7	150.0	145.0	140.0
存货周转天数	226.8	225.9	239.0	260.0	250.0	240.0
应付账款周转天数	123.7	144.6	177.8	200.0	200.0	200.0
固定资产周转天数	74.3	68.9	70.7	64.0	55.6	47.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-32.11%	-29.26%	-28.41%	-25.73%	-31.16%	-37.51%
EBIT利息保障倍数	364.0	-20.8	-46.6	139.5	169.6	-128.8
资产负债率	50.47%	52.70%	54.14%	55.06%	56.35%	57.51%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-03-12	买入	9.10	13.95~13.95
2	2023-03-28	买入	9.68	N/A
3	2023-04-28	买入	10.21	N/A
4	2023-08-28	买入	8.65	N/A
5	2023-10-24	买入	7.81	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806