

铁建重工（688425）深度研究

系列之一—— 隧道工程设备龙头，大国重器出海先锋

2024 年 11 月 01 日

【投资要点】

- ◆ **铁建重工：铁建旗下工程装备平台，专精特新小巨人，科创板首家工程机械企业、首例央企 A 股分拆上市。**成立于 2006 年 12 月，2021 年实现科创板上市，2021、2023 年获得国家级专精特新“小巨人”企业称号。主要产品包括隧道掘进机（TBM、盾构等）、特种专用设备（钻爆设备、矿山装备、高原空间站、高端农机等）、轨交设备（道岔等），三者收入占比约 50%:29%:21%。截止 24H1 实控人中国铁建持股 71.93%。
- ◆ **盈利能力优于同业，24Q3 业绩增长显著。**17-22 年经营持续增长，23-24H1 承压，24Q3 降本增效，单季利润增长显著。高毛利掘进机产品收入占比较高，毛利率、净利率处于板块领先，优于业务相近央企。
- ◆ **隧道掘进设备市场：需求端从交通向矿山水利拓展，供给端双寡头。**
需求端：目前我国全断面掘进机年产量 700 台左右，对应市场约 243 亿，主要用于轨交、铁路、公路等，未来场景将从交通向水利水电矿山等拓展。西部大开发战略支持下，西部采矿、水利水电等行业需求将增长。24 年以来公司承接多个水网和煤矿项目，在大额订单中比例显著超过传统交通。判断公司掘进和钻爆产品有望应用于大水电项目引水隧洞、导流洞等场景，项目如果实施将为公司带来可观业绩弹性。
供给端：市场呈现双寡头格局，公司份额和研发制造技术领先。Top2 合计市占率约 68%，从生产端到配合现场施工都有一定壁垒。公司研发制造技术领先，10 月底下线国内自主研发最大直径 16.64 米盾构机。
- ◆ **公司优势分析：掘进/凿岩/空间站/农机等产品具竞争力，海外优先战略成效显著。**公司为 TBM 龙头，2022 年 TBM 市占率 56%，直径 8m 以上大型隧道掘进机市占率 37%，均位列国内第一，产品性能亦优于国内主要竞争对手。在凿岩台车、混凝土湿喷台车、轨道交通设备等多个细分领域同样具备技术优势及较高市占率，将受益水利水电矿山等建设加速。打造高原空间站、高端农机填补市场空白，有望成为新增长点。同时推进“海外优先”战略，24 年迄今海外订单和收入保持高速增长并进一步优化产品结构。23-24H1 利润率受到国内需求压力和产品结构影响，未来随着规模效应+结构改善，毛利率也有望修复企稳。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（维持）

东方财富证券研究所

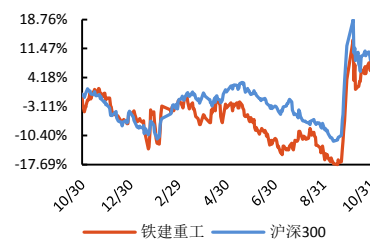
证券分析师：王翩翩

证书编号：S1160524060001

证券分析师：郁暄

证书编号：S1160524100004

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	23787.40
流通市值（百万元）	6591.69
52 周最高/最低（元）	4.96/3.32
52 周最高/最低（PE）	19.12/11.59
52 周最高/最低（PB）	1.49/1.08
52 周涨幅（%）	9.61
52 周换手率（%）	392.21

相关研究

- 《降本增效，Q3 单季度利润增长显著》
2024.10.30
- 《除了爆破和水泥，大水电建设还有哪些值得关注的环节》
2024.10.16
- 《大风起兮、云起龙骧——大国重器系列报告之水电》
2024.06.27

【投资建议】

- ◆ 我们认为公司在隧道掘进机、凿岩台车、混凝土湿喷台车等领域拥有较为明显的竞争优势，预计未来收入规模及毛利率均将呈现上升态势。目前估值处于上市以来低位，在同业公司中处于中等偏低位置。维持盈利预测，预计 2024-2026 年公司营业收入为 95.23/109.49/129.14 亿元，同比变化分别为 -5.03%/14.97%/17.95%，2024-2026 年归母净利润为 14.63/18.61/22.26 亿元，同比变化分别为 -8.20%/27.20%/19.66%，对应 EPS 为 0.27/0.35/0.42，对应当前股价分别为 16.26/12.78/10.68 倍 PE。维持公司“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	100.27	95.23	109.49	129.14
增长率（%）	-0.73%	-5.03%	14.97%	17.95%
EBITDA（百万元）	23.61	23.73	28.09	32.77
归母净利润（百万元）	15.93	14.63	18.61	22.26
增长率（%）	-13.59%	-8.20%	27.20%	19.66%
EPS（元/股）	0.30	0.27	0.35	0.42
市盈率（P/E）	13.23	16.26	12.78	10.68
市净率（P/B）	1.28	1.36	1.26	1.15
EV/EBITDA	9.25	10.18	8.75	7.54

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 需求不及预期；
- ◆ 毛利率不及预期；
- ◆ 行业竞争较预期更加激烈；

关键假设

我们的盈利预测，基于如下关键假设：

- 1) **2024年收入**：2024H1公司收入同比-13.67%，主要因为上半年国内建设需求有一定压力，公司产品销量及价格受到一定影响。我们判断2024H2公司收入同比降幅将有所缩窄，主要因为随着专项债和超长期特别国债的发行，基建的资金到位情况环比H1预计将有所好转，所以我们认为2024年全年收入增速降幅将有所缩窄。
- 2) **2025-2026年收入**：我们认为重点水利水电项目2025-2026年将逐渐进入施工高峰，由于公司重点产品隧道掘进机、凿岩台车、混凝土湿喷台车等产品一般用于施工偏前端阶段，因此我们认为水利水电项目带动的需求在2025-2026年将体现在收入当中。此外，我们认为公司其他下游如轨交、铁路等基建项目需求总体也将保持稳定增长，因此我们认为2025-2026年公司收入将保持10-15%的增速。
- 3) **毛利率**：由于我们预计2024年全年需求同比有所下降，我们认为公司相关产品的价格预计也将受到一定不利影响，同时公司整体规模效应预计也将有所下滑，因此我们预计2024年公司工业制造板块整体毛利率同比2023年下降0.6个百分点至30.5%。而2025-2026年，由于需求总体呈现恢复态势，公司产品售价及整体规模效应整体保持上升态势，带动毛利率逐渐恢复。

创新之处

- 1) **概括总结并强调了隧道工程设备行业需求端的积极变化**：应用场景从交通隧道，向水利水电矿山隧道（隧洞）等拓展，需求中枢因此有望提升。其中结合国内外其他隧洞案例资料，提示了重点水利水电项目隧道掘进需求，以及由此带来对公司掘进和钻爆设备的潜在需求。
- 2) **对于隧道掘进机进行了更详细的拆分**：我们对于隧道掘进机的品类也进行了拆分，对主要品类的性能和市场格局做了分析，并指出了最有可能受益的细分方向。

潜在催化

- 1) 水利水电、矿山、海外等业务取得进展；
- 2) 基建资金面改善、整体投资修复；
- 3) 毛利率改善；

正文目录

1. 铁建重工：科创板首家工程机械企业、首例央企 A 股分拆上市	6
1.1. 公司概况：中国铁建旗下隧道工程装备平台	6
1.2. 主营业务概览：以隧道掘进和钻爆设备产品为主	6
1.3. 股权架构：中国铁建为控股股东，股权结构集中稳定	9
1.4. 财务分析：盈利能力优于同业，24Q3 业绩增长显著	9
2. 隧道掘进设备市场：需求端从交通向矿山水利拓展，供给端双寡头	12
2.1. 掘进机行业概览：全断面隧道掘进机市场规模 243 亿元	12
2.2. 需求端：应用场景从交通向水利水电矿山等拓展	13
2.3. 供给端：市场呈现双寡头格局，公司份额和研发制造技术领先	17
3. 公司优势分析：掘进/凿岩/空间站/农机等产品具竞争力，海外优先战略成效显著	19
3.1. 掘进机专精特新小巨人，大直径及硬岩 TBM 领域全国领先，有望乘水电东风	19
3.2. 特种专业设备细分市场领先，（新能源）凿岩车等受益水电建设	20
3.3. 高原空间站、高端农机填补市场空白，打造新增长点	23
3.4. 海外市场开拓成效显著，有望成为新增长点	24
3.5. 轨道交通设备业务有望保持稳健	25
3.6. 规模效应+结构改善，毛利率有望企稳	27
4. 盈利预测及估值	28
4.1. 盈利预测	28
4.2. 估值分析	29
4.3. 投资建议	29
5. 风险提示	31

图表目录

图表 1：公司发展历程	6
图表 2：公司分板块业务收入（单位：亿元）	7
图表 3：公司隧道掘进机产品矩阵	7
图表 4：公司轨交设备产品矩阵	8
图表 5：公司特种专业装备产品矩阵	9
图表 6：公司股权结构	9
图表 7：公司收入及增速	10
图表 8：公司归母净利润及增速	10
图表 9：公司分产品毛利率	11
图表 10：部分工程机械企业毛利率对比（%）	11
图表 11：部分工程机械企业毛利率对比（%）	11
图表 12：公司和中铁工业业务结构对比	11
图表 13：公司和中铁工业毛利率对比	11
图表 14：全断面隧道掘进机产量及增速	12
图表 15：全断面隧道掘进机销售额	12
图表 16：目前市场全断面隧道掘进机以直径 6-8 米机型为主	12
图表 17：目前市场全断面隧道掘进机以土压平衡盾构机为主	13
图表 18：城市轨道交通投资额	13
图表 19：铁路运输业投资额同比增速	13
图表 20：水利建设投资稳定增长	14
图表 21：多数重点省份 2024 年水利投资目标增长	14

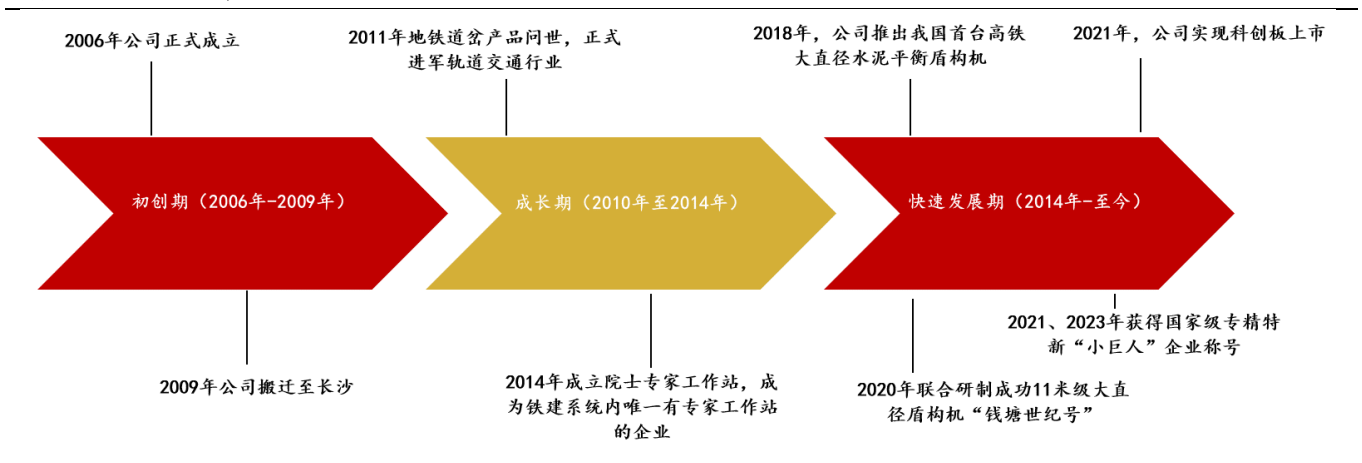
图表 22: 水利管理行业投资资金来源.....	15
图表 23: 交通运输及邮政仓储投资资金来源.....	15
图表 24: 水电装机量稳定增长.....	15
图表 25: 直径 9m 以上 TBM 掘进机在芝加哥 TARP 项目建设中运营数据.....	16
图表 26: 直径 9m 以上 TBM 掘进机在锦屏二级水电站项目建设中运营数据..	16
图表 27: 锦屏引水隧洞外景.....	16
图表 28: 锦屏引水隧洞施工现场.....	16
图表 29: 案例: 内蒙古乌海抽蓄电站交通洞.....	17
图表 30: 案例: 水电站斜井施工.....	17
图表 31: 案例: 锦屏二级水电站施工中的 TBM 掘进机.....	17
图表 32: 主要生产企业掘进机产量.....	18
图表 33: 2022 年全断面掘进机市场份额.....	18
图表 34: TBM 隧道掘进机市场份额 (2022)	19
图表 35: 直径 8m 以上大型隧道掘进机市场份额 (2022)	19
图表 36: 公司掘进设备领先国内其他主要竞争对手.....	20
图表 37: 主要企业岩石隧道掘进机性能对比.....	20
图表 38: 公司水利水电新签订单 (单位: 亿元)	20
图表 39: 大型、智能型及 TBM 掘进机占比有所上升.....	20
图表 40: 公司凿岩台车性能领先国内主要竞争对手.....	21
图表 41: 公司凿岩台车市场份额领先.....	21
图表 42: 2022 年公司首个纯电动凿岩台车投入运营.....	22
图表 43: 公司混凝土湿喷台车性能领先国内竞争对手.....	22
图表 44: 公司混凝土湿喷台车市场份额领先.....	23
图表 45: 锦屏水电站引水隧洞设备发包.....	23
图表 46: 公司高原空间站产品示意.....	24
图表 47: 公司高原空间站产品示意.....	24
图表 48: 阿联酋伊蒂哈德联邦铁路隧道施工现场.....	25
图表 49: 公司海外收入.....	25
图表 50: 公司轨道交通设备板块收入.....	26
图表 51: 高速道岔市场份额.....	26
图表 52: 普通道岔市场份额.....	26
图表 53: 高铁扣件市场份额.....	26
图表 54: 重载扣件市场份额.....	26
图表 55: 公司毛利率.....	27
图表 56: 公司净利率.....	27
图表 57: 公司成本拆分.....	27
图表 58: 盈利预测.....	28
图表 59: PE-Band	29
图表 60: PB-Band	29
图表 61: 相关企业估值对比 (对应 10 月 31 日收盘价)	30

1. 铁建重工：科创板首家工程机械企业、首例央企 A 股分拆上市

1.1. 公司概况：中国铁建旗下隧道工程装备平台

铁建重工成立于 2006 年 12 月，2009 年搬迁至长沙经济技术开发区，2011 年，中铁轨道系统集团首批地铁道岔面世，标志着集团正式进军城市轨道交通领域；2014 年，公司成立“院士专家工作站”，成为掘进机械行业和中国铁建系统内唯一拥有院士专家工作站的企业；2018 年，公司推出我国首台高铁大直径水泥平衡盾构机，2020 年联合研制成功 11 米级大直径盾构机“钱塘世纪号”，技术进一步取得突破。2021 年，公司实现科创板上市，成为首例央企 A 股分拆上市公司，并成为工程机械行业首家科创板上市公司，并于 2021、2023 年获得国家级专精特新“小巨人”企业称号。

图表 1：公司发展历程

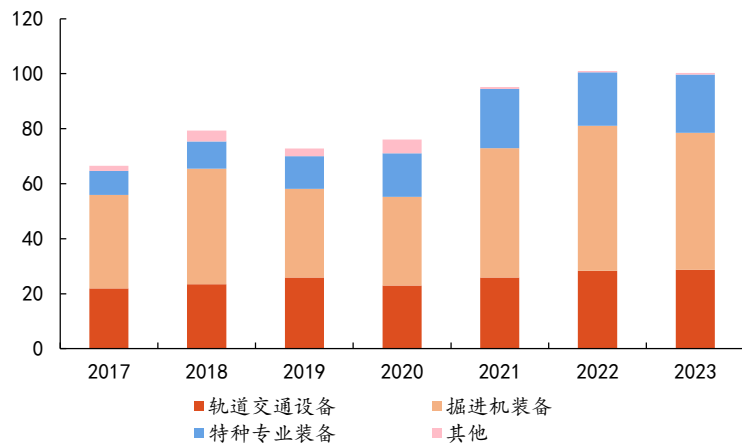


资料来源：Choice，公司招股说明书，公司年报，东方财富证券研究所

1.2. 主营业务概览：以隧道掘进和钻爆设备产品为主

公司业务主要包括隧道掘进机、轨道交通设备业务、特种专业装备业务。2023 年，三者分别实现收入 49.84/28.72/21.19 亿元，占营业收入的 49.7%/28.6%/21.1%。

图表 2：公司分板块业务收入（单位：亿元）



资料来源：Choice，公司年报及招股说明书，东方财富证券研究所

隧道掘进机：主要产品包括土压平衡盾构机、泥水平衡盾构机、岩石隧道掘进机（TBM）、多模式掘进机、顶管机、异型断面掘进机、竖井掘进机、斜井掘进机、带式输送机 等 9 大系列 170 余类产品。产品主要应用于隧道、巷道、竖井、斜井等的开挖、掘进、支护一体化施工，开挖直径覆盖 $\phi 0.5-\phi 23m$ 。

图表 3：公司隧道掘进机产品矩阵



土压平衡盾构机

泥水平衡盾构机

多模式盾构机

岩石隧道掘进机

顶管机

土压平衡盾构机：土压平衡盾构机主要用于沉积地质的隧道施工。土压平衡盾构机使用机械前端的刀盘来切碎土体，并通过螺旋输送机排放渣土。

泥水平衡盾构机：泥水平衡盾构机主要用于比沉积地质含水程度更高的地质的隧道施工。由于含水程度较高，泥水平衡盾构机挖掘出的土体使用泵送的方式通过输运管线进行排放。泥浆通过泥浆泵注入泥水平衡盾构机，以维持开挖面的稳定性。

多模式盾构机：双模式盾构机是一种配备多种开挖模式的盾构机，可满足复杂地质条件下的不同开挖要求，其适用于开挖距离长、地质及水文条件复杂的工程项目。

岩石隧道掘进机：岩石隧道掘进机主要用于铁路、高速公路、水利工程和矿山建设项目中的隧道施工。铁建重工已开发出各类直径介于 0.5 米至 10 米的硬岩隧道掘进机。

顶管机：顶管机用于直径相对较小的管道施工，可根据需要设计成不同的断面形式。

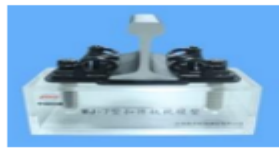
资料来源：Choice，公司招股说明书，东方财富证券研究所

轨道交通设备：主要包括铁路道岔、弹条扣件、闸片和闸瓦、预埋槽道、新型材料等，并重点发展了新型轨道交通轨排和道岔、新型轨道交通智能化检测装备等，主要运用于高速铁路、地铁、城铁、中低速磁浮等轨道交通建设。

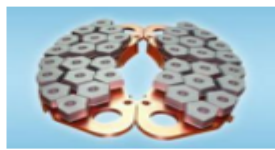
图表 4：公司轨交设备产品矩阵



铁路道岔



弹条扣件



闸片和闸瓦



预埋槽道

铁路道岔：铁路道岔产品是使列车进入或超过另一条铁路轨道的铁路连接设备。铁建重工的铁路道岔产品可分为多个种类，包括高速道岔产品、提速道岔产品、普速道岔产品和重载道岔产品。

弹条扣件：弹条扣件产品主要用作铁路钢轨和轨枕的连接和紧固。

闸片闸瓦：闸片和闸瓦产品主要用于各类列车的制动。

预埋槽道：预埋槽道是由热轧成型的全齿半闭口槽钢和数个布置在槽钢背部的锚杆铆接或焊接组成，预先埋设于混凝土内部，通过配套的 T 型螺栓连接，用于固定机电设备、线缆、紧急疏散平台、消防管道等，其独特的 C 型槽结构及使用方式使其成为安全可靠理想固定结构件。

资料来源：Choice，公司招股说明书，东方财富证券研究所

特种专业装备：主要包含隧道钻爆法施工装备、隧道冷开挖装备、矿山装备及高端农机。钻爆法隧道施工装备涵盖超前预报、超前处理、开挖、初期支护、仰拱、二次衬砌、救援等隧道施工全工序及隧道施工机器人等 30 个系列、180 余个型号产品，广泛应用于铁路、公路、水利、市政、地铁等工程领域。冷开挖装备方面，研制了钻臂台车、悬臂掘进机、预切槽设备等隧道非爆破开挖装备 10 余种产品。矿山装备方面，研制了煤矿岩巷掘进、煤巷掘进、非煤矿山等 60 余种型号产品，涵盖采掘、支护、运输和骨料加工等矿山全工序系列化产品，应用于矿山等工程领域。高端农机主要为智能六行采棉机、采棉打包一体机、高端青贮收获机等装备，应用于我国棉花采收和玉米、牧草、苜蓿等多种饲料作物的收获作业。

图表 5：公司特种专业装备产品矩阵



钻爆法施工设备

煤矿施工设备

矿山施工设备

高端农业施工设备

钻爆法隧道施工装备：包括超前地质预报、超前预加固、开挖、通风除尘、装碴运输、初支、仰拱、衬砌、检测等工序。产品包括全智能/半智能凿岩台车、智能化注浆装备、单/双臂湿喷台车、多功能作业台车、数字化衬砌台车、养护台车等。

煤矿施工设备：煤矿施工设备主要用于煤矿巷道的开挖、建造和锚护等。

矿山施工设备：铁建重工的矿山施工设备主要用于地下及露天矿的矿山施工。

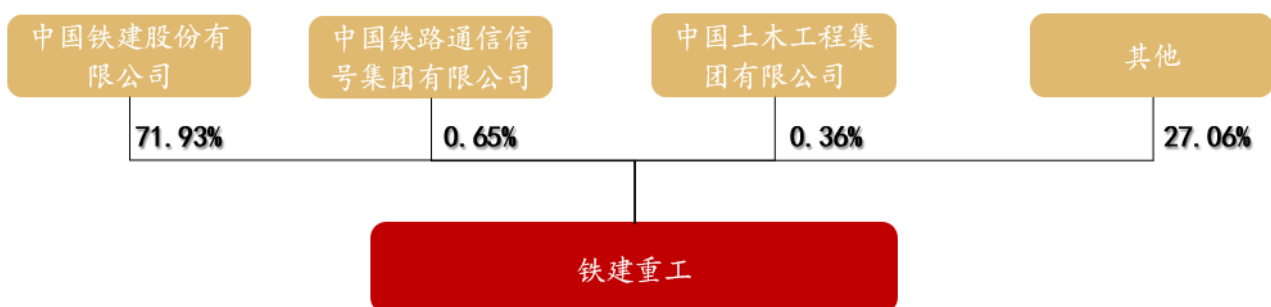
高端农业机械：高端农业机械主要用于棉花采收。

资料来源：Choice，公司招股说明书，东方财富证券研究所

1.3. 股权架构：中国铁建为控股股东，股权结构集中稳定

中国铁建是公司的最大股东，截止到 2024 年中报，中国铁建持有公司 38.4 亿股，占公司总股本的 71.93%，且其余股东占比均不超过 1%。

图表 6：公司股权结构



资料来源：Choice，公司半年报，东方财富证券研究所

1.4. 财务分析：盈利能力优于同业，24Q3 业绩增长显著

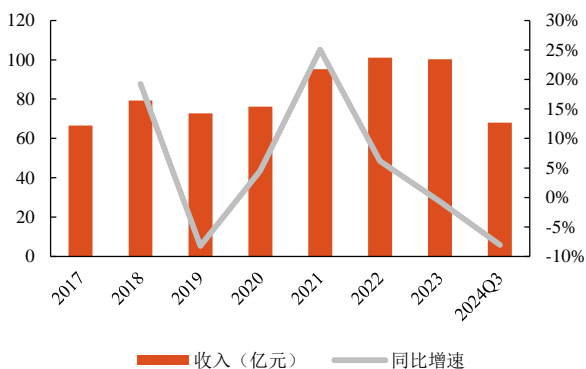
2017 至 2023 年，公司收入由 66.51 亿元上升至 100.27 亿元，归母净利润由 11.37 亿元上升至 15.93 亿元，期间公司毛利率总体保持在 30-35% 区间。2023

及 2024H1，国内市场需求有一定压力，对公司产品销量及价格产生一定影响，因此公司 2023 年及 2024H1 收入及利润规模有所下降。

2024Q3 公司降本增效，单季度利润增长显著。2024 年前三季度，公司实现收入 68.0 亿元，同比-8.04%，归母净利润 10.3 亿元，同比-15.31%；对应 Q3 实现收入 19.97 亿元，同比+9.05%，归母净利润 3.06 亿元，同比+61.03%。

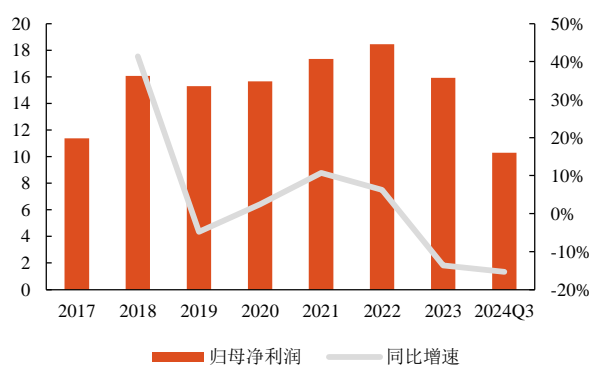
我们认为未来公司成长空间充足：1) 根据公司投资者关系公告及订单公告，2024H1 水利建设投资 5690 亿元，同比+9.9%，为公司产品带来新机遇，而仅 Q3 公司已签约吉林大水网工程 TBM、公明水库-清林径水库联通工程 TBM、环北部湾广西水资源配置工程 TBM 等多个水体系工程隧道掘进机订单，彰显实力。此外从公告的重点订单来看，水利水电已经取代轨交成为大项目主要来源，发展前景广阔；2) 矿山开采资本支出保持稳定增长，机械化、智能化需求提升，公司上半年签订赵庄矿、大水头煤矿等多个矿山掘进机项目；3) 公司坚定实施“海外优先”战略，H1 海外收入同比+74.28%至 5.55 亿元，而 2024 年前三季度签订海外订单同比增长 49.27%至 27.5 亿元，海外订单充沛支撑增长。我们判断未来水利水电行业、矿山行业将带动掘进设备需求稳定增长，公司目前已签订多个大订单，彰显实力，而根据行业协会统计，公司及中铁工业合计占据隧道掘进设备 70%以上市场份额，核心受益。

图表 7：公司收入及增速



资料来源：Choice 公司深度资料，东方财富证券研究所

图表 8：公司归母净利润及增速



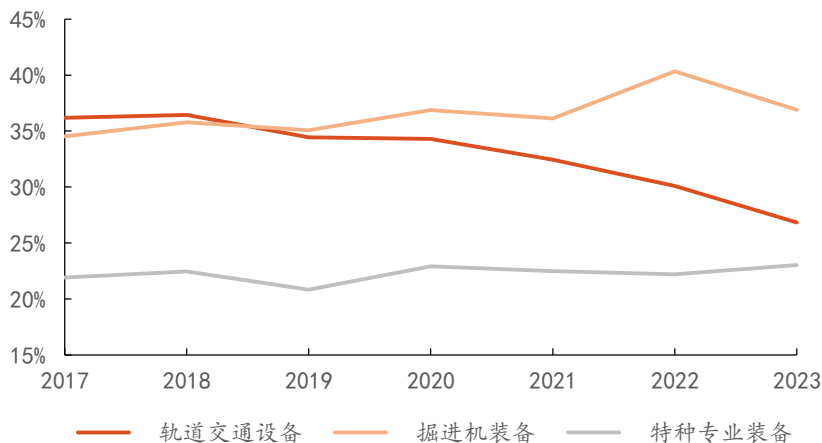
资料来源：Choice 公司深度资料，东方财富证券研究所

公司高毛利的掘进机产品收入占比更高。分业务看毛利率，公司掘进机设备毛利率相对较高保持 30%以上，特种专业装备的毛利率相对较低，通常在 20-25%左右。

公司毛利率和净利率在工程机械板块同类公司中处于领先地位。选取百亿收入规模以上的同类工程机械企业对比，包括中铁工业、柳工、中联重科，公司利润率相对稳定且高于同业。

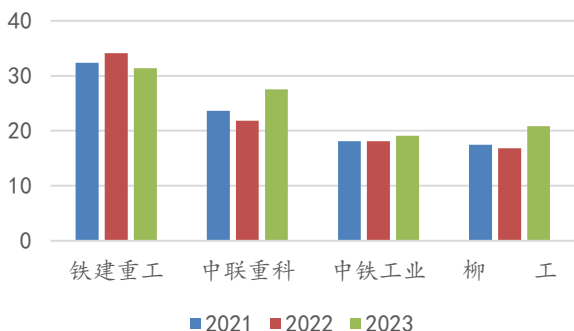
进一步与中铁工业对比，后者 2023 年交通运输装备（道岔、钢结构等）、专用工程机械装备（隧道施工装备、工程施工机械等）业务收入占比分别约为 64%、31%，业务与公司类似但结构相反。从近年来类似产品的毛利率看，公司的掘进机装备业务，或掘进机+特种专业装备业务加权平均的毛利率，均高于中铁工业的专用工程机械装备及相关服务业务（以隧道施工装备业务为主）。

图表 9：公司分产品毛利率



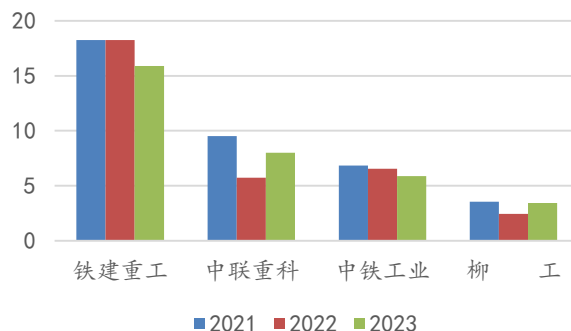
资料来源：Choice 公司深度资料，东方财富证券研究所

图表 10：部分工程机械企业毛利率对比 (%)



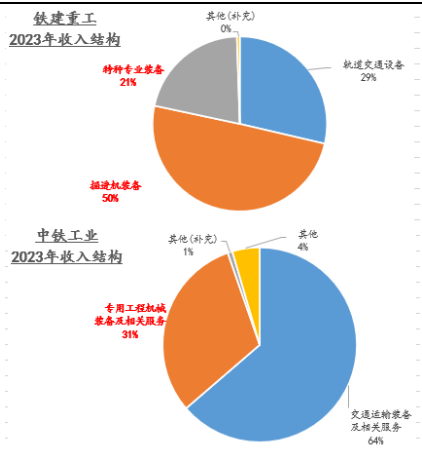
资料来源：Choice 公司深度资料，东方财富证券研究所

图表 11：部分工程机械企业毛利率对比 (%)



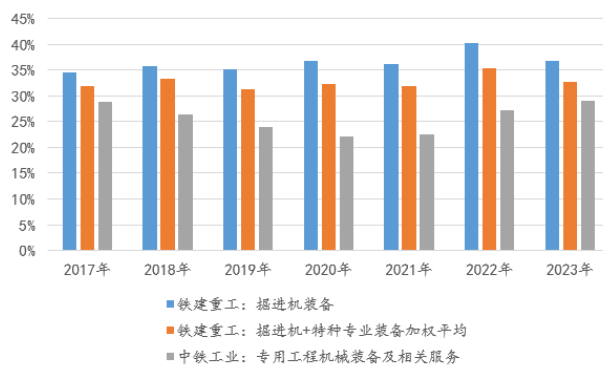
资料来源：Choice 公司深度资料，东方财富证券研究所

图表 12：公司和中铁工业业务结构对比



资料来源：Choice 公司深度资料，东方财富证券研究所

图表 13：公司和中铁工业毛利率对比



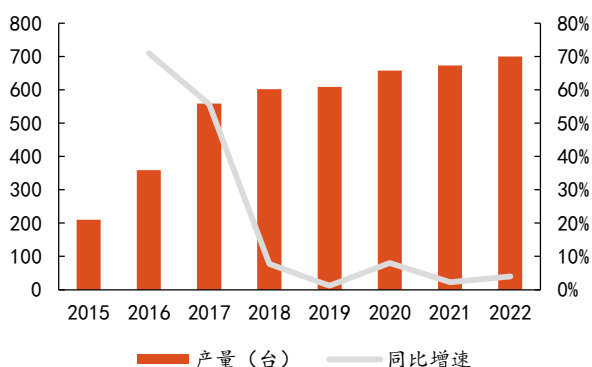
资料来源：Choice 公司深度资料，东方财富证券研究所

2. 隧道掘进设备市场：需求端从交通向矿山水利拓展，供给端双寡头

2.1. 掘进机行业概览：全断面隧道掘进机市场规模 243 亿元

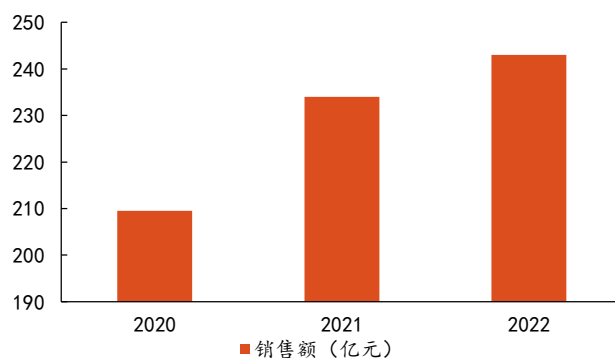
掘进机的主要下游应用场景为水利水电（包括抽水蓄能）、城市轨道交通及其他基建。据中国工程机械工业协会掘进机械分会和中国煤炭工业协会统计，2022 年，我国全断面隧道掘进机产量为 700 台，总销售额约 243 亿元。

图表 14：全断面隧道掘进机产量及增速



资料来源：《隧道建设》，东方财富证券研究所

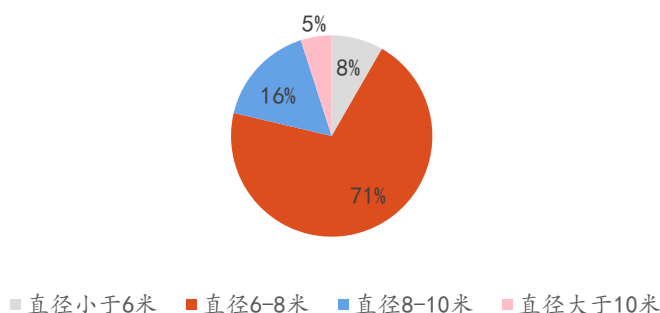
图表 15：全断面隧道掘进机销售额



资料来源：《隧道建设》，东方财富证券研究所

根据重点样本企业数据来看（上述企业合计产量 685 台，占全国产量 98% 左右）按直径来分，直径在 6-8 米间的产品共 482 台，占比 71%。

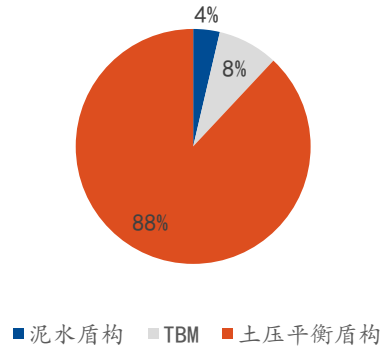
图表 16：目前市场全断面隧道掘进机以直径 6-8 米机型为主



资料来源：《隧道建设》，东方财富证券研究所

按照类型来分，隧道掘进机可分为泥水盾构、TBM 和土压平衡盾构三种类型，其中泥水盾构和土压平衡盾构更适合软土掘进，而 TBM 盾构更加适合岩石地层掘进。根据中国工程机械工业协会掘进机械分会统计，2022 年泥水盾构、TBM 和土压平衡盾构产量分别为 25/57/603 台，占比分别为 3.6%/8.3%/88.0%。

图表 17：目前市场全断面隧道掘进机以土压平衡盾构机为主



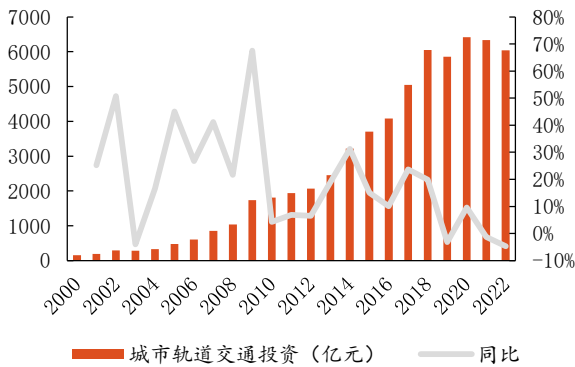
资料来源：《隧道建设》，东方财富证券研究所

2.2. 需求端：应用场景从交通向水利水电矿山等拓展

隧道掘进机的主要应用场景为铁路、轨交等需要进行地下、山体等传统基建隧道掘进的场景。我们认为随着未来专项债、超长期特别国债的加速发行，且建设地铁的城市多为财政实力相对较好的大中型城市，因此我们认为铁路轨交相关的掘进机需求将整体保持稳定。

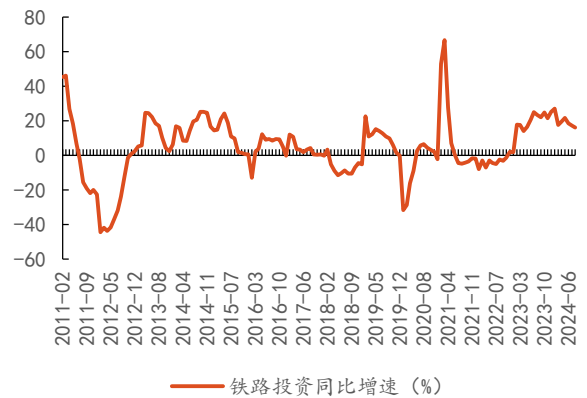
此外，在国家西部大开发战略支持下，我们认为西部地区采矿等行业需求也将增长，从而进一步支撑隧道掘进机需求。

图表 18：城市轨道交通投资额



资料来源：Choice-EDB 经济数据库，东方财富证券研究所

图表 19：铁路运输业投资额同比增速

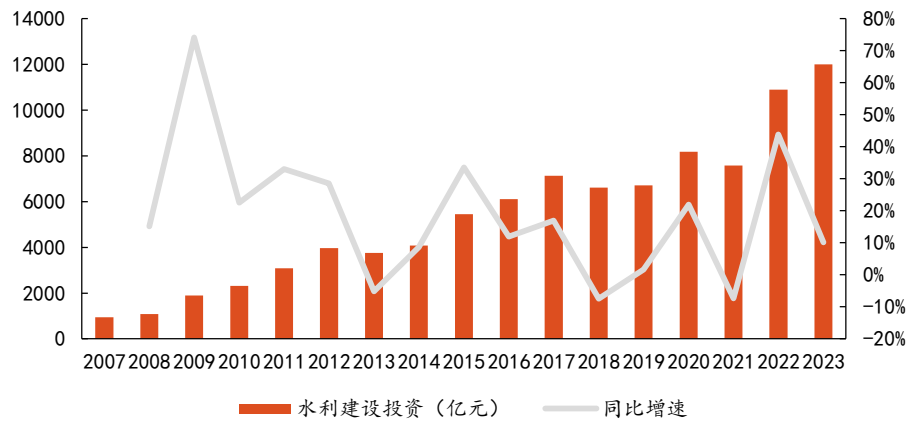


资料来源：Choice-EDB 经济数据库，东方财富证券研究所

水利需求有望保持较快增长。近年来国家对于水资源管理调配的重视成都上升，2022 年，我国完成水利建设投资 10893 亿元，相较于此前 6000-8000 亿元的年投资额明显上升。2023 年 5 月，国务院印发《国家水网建设规划纲要》，要求加速建设重点水利工程，到 2025 年，建设一批国家水网骨干工程，国家骨干网建设加快推进，省市县水网有序实施，而 2023 年全年，我国实现水利建设投资 11996 亿元，在 2022 年高基数背景下进一步上升。从我们统计的重点省份水利水电投资计划来看，多数重点省份 2024 年水利投资计划同比有所

增长，预期未来 3-5 年水利行业需求有望保持较高景气度。

图表 20：水利建设投资稳定增长



资料来源：Choice-EDB 经济数据库，统计局，东方财富证券研究所

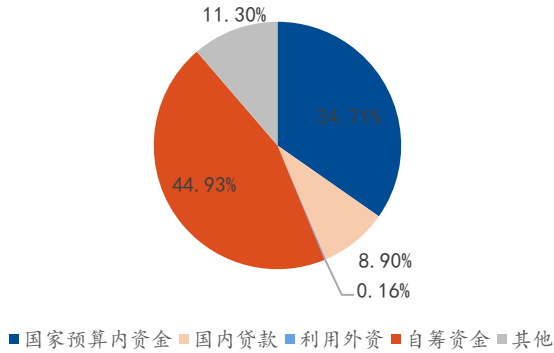
图表 21：多数重点省份 2024 年水利投资目标增长

省份	2023 完成 (亿元)	2024 计划
广东	1006	力争实现 5% 增长 (1056 亿元)
江苏	638	力争投资突破 700 亿元
山东	682	完成水利投资 700 亿元以上
四川	610	完成水利投资 800 亿元以上
福建	575	计划完成水利游资 580 亿元
湖南	632	争取 2024 年水利投资 700 亿元以上
安徽	641	力争超过 700 亿元
河北	710	2024 年水利投资迈向千亿规模
湖北	676	力争 2024 年落实水利投资 650 亿元
浙江	785	2024 年计划完成 750 亿元以上，力争 800 亿元
陕西	431	2024 年计划完成 450 亿元

资料来源：各省水利部门网站，东方财富证券研究所

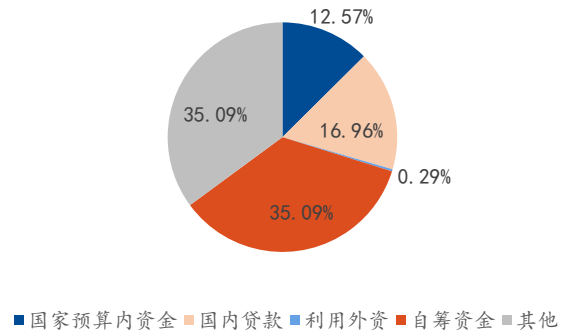
从资金层面而言，水利行业资金面的确定性也相对较高。我们对水利管理行业资金来源进行了拆分，按照 2017 年明细数据（2018 年后停止对外公布），水利管理行业投资资金当中，35%来自于国家预算内资金，相较于广义基建的 13%高出一倍以上，体现水利投资中更多来自于国家财政的直接安排，确定性更高。

图表 22：水利管理行业投资资金来源



资料来源：Choice-EDB 经济数据库，东方财富证券研究所

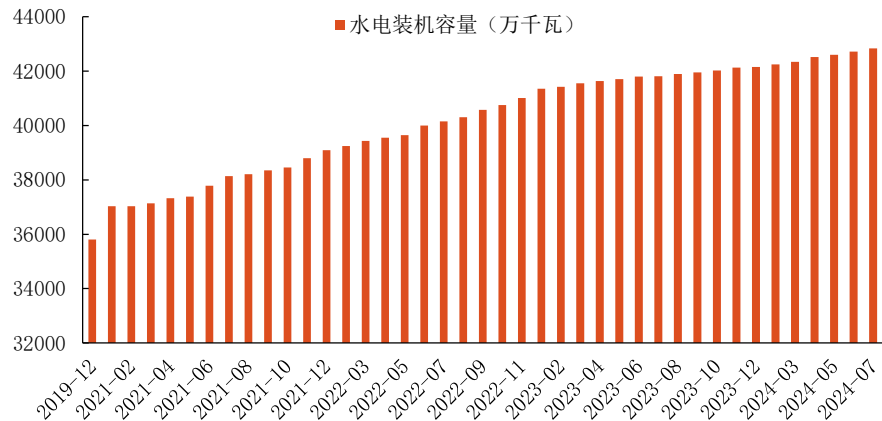
图表 23：交通运输及邮政仓储投资资金来源



资料来源：Choice-EDB 经济数据库，东方财富证券研究所

水电行业：大型水电站建设有望加速，掘进机需求有望释放。在双碳政策下，我国水电装机量保持稳定增长，截止到 2023 年底，我国水电行业装机量 421.5GW，而我们判断未来随着国家安全战略和西部大开发战略的背景下，我国大型水电站的建设有望加速。

图表 24：水电装机量稳定增长



资料来源：Choice-EDB 经济数据库，统计局，东方财富证券研究所

我们在此前《大风起兮、云起龙骧——大国重器系列报告之水电》、《除了爆破和水泥，大水电建设还有哪些值得关注的环节》两篇报告中，论述了雅下项目的必要性和可行性，认为雅下项目从产业自身、助力双碳、区域发展三个角度出发均势在必行，同时由于其高难度的设计以及没有可供参考先例，雅下项目实际投资额有望超市场 1 万亿元的平均预期。特别的，关于隧洞环节，我们参考白鹤滩水电站洞室规模，粗略测算雅下水电隧洞（洞室）长度可能达到近千公里规模。参考芝加哥 TARP 水处理隧道掘进全长 160 公里左右，使用超 30 台隧道掘进机。我们预计大水电项目如果实施，将为公司带来可观业绩弹性。

参考锦屏二级水电站项目，引水隧洞长度 16.7km，相关统计表明至少需要 2 台大口径 TBM 掘进机。除引水隧洞外，由于水电站整体施工周期长，施工环境复杂，因此在实际施工过程当中，往往还需要进行施工支洞等掘进。该部分施工强度及里程数取决于项目整体设计和具体施工条件，但由于此前报告中我

们提及雅下项目设计施工难度为目前水电站难度之最，因此我们判断上述施工过程带动的掘进需求有望带动整体掘进机需求进一步超预期。

图表 25：直径 9m 以上 TBM 掘进机在芝加哥 TARP 项目建设中运营数据

	施工长度（米）	掘进机直径（米）	类型	始发年份
1 号机	8458.2	9.17	敞开式 TBM	1977
2 号机	7925	10.8	敞开式 TBM	1978
3 号机	5700	10.8	敞开式 TBM	1979
4 号机	893	10.8	敞开式 TBM	1979
5 号机	4200	9.85	敞开式 TBM	1979
6 号机	6893	9.85	敞开式 TBM	1979
7 号机	7498	9.83	敞开式 TBM	1979
8 号机	2878	9.17	敞开式 TBM	1984
9 号机	6494	9.85	敞开式 TBM	1985
10 号机	8534	9.85	敞开式 TBM	1987
11 号机	6550	9.9	敞开式 TBM	1989
12 号机	7254	9.8	敞开式 TBM	1989
13 号机	3962	9.85	敞开式 TBM	1992
14 号机	14630	9.8	敞开式 TBM	1993
15 号机	3962	9.85	敞开式 TBM	1998

资料来源：《隧道建设》，东方财富证券研究所

图表 26：直径 9m 以上 TBM 掘进机在锦屏二级水电站项目建设中运营数据

	施工长度（米）	掘进机直径（米）	类型	始发年份
1 号机	6601.25	12.4	敞开式 TBM	2008
2 号机	6601.25	12.4	敞开式 TBM	2008

资料来源：《隧道建设》，东方财富证券研究所

图表 27：锦屏引水隧洞外景



资料来源：星创智融网站，东方财富证券研究所

图表 28：锦屏引水隧洞施工现场



资料来源：今日中国网站，东方财富证券研究所

图表 29：案例：内蒙古乌海抽蓄电站交通洞



资料来源：中国基建报，东方财富证券研究所

图表 30：案例：水电站斜井施工



资料来源：水电十二局，东方财富证券研究所

此外，由于水利水电是未来支撑隧道掘进机需求的重要增长点，我们认为未来 TBM 掘进机和大直径掘进机的占比将逐渐上升。我们在此前报告中指出，参考雅下地区地理位置条件以及过往的项目经验，项目预计将采用引水隧洞，截弯取直，加大单位里程上的落差强度从而加大势能转化为机械能的效率，而截弯取直需要进行隧道掘进，从而增加盾构机需求。由于雅下地区岩石层土质较为普遍，参考过往代表案例（芝加哥 TARP 计划中使用 15 台直径 9m 以上 TBM 掘进机，锦屏电站项目使用 2 台直径 9m 以上 TBM），我们认为“钻爆法+TBM 法”将是主流的掘进方法，因此 TBM 掘进机有望成为最大的掘进机受益品种。

图表 31：案例：锦屏二级水电站施工中的 TBM 掘进机



资料来源：中国基建报，东方财富证券研究所

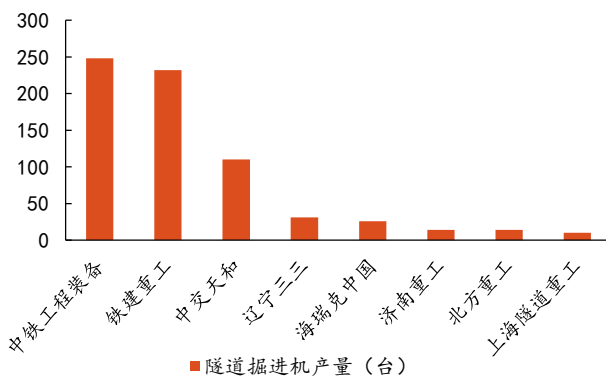
2.3. 供给端：市场呈现双寡头格局，公司份额和研发制造技术领先

全断面隧道掘进机行业呈现双寡头格局。根据中国工程机械工业协会掘进机械分会统计，2022 年，中铁工程装备集团和铁建重工集团分别生产 248/232 台，占样本企业的份额分别为 36.2%/33.9%，为第三名中交天和机械的 2 倍以上，而其余国内公司产量均未超过 35 台。由于大型设备生产本身具有较为明显的规模效应，同时掘进机的生产与使用需要配合工程整体进度，有一定定制

化属性，因此我们认为规模领先，且集团施工实力雄厚的中铁、铁建装备平台将成为隧道掘进机需求增长的重点受益者。

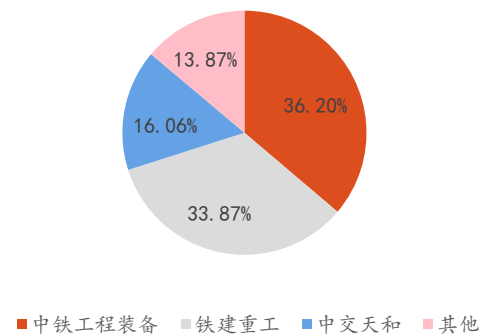
公司于 2024 年 10 月 31 日下线最大开挖直径达 16.64 米的超大直径盾构机“江海号”，整机长约 145 米，总重量约 5000 吨，应用于目前世界最长公路水下盾构隧道——海太长江隧道施工，是我国迄今自主研发的最大直径盾构机，标志着我国在 16 米级超大直径盾构机研制和应用领域实现新跨越，已形成超大直径盾构机全产业链产业化发展能力。

图表 32：主要生产企业掘进机产量



资料来源：《隧道建设》，东方财富证券研究所

图表 33：2022 年全断面掘进机市场份额



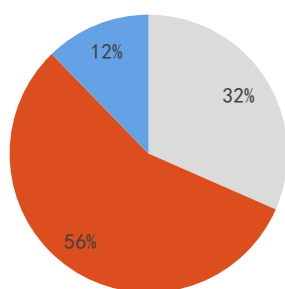
资料来源：《隧道建设》，东方财富证券研究所

3. 公司优势分析：掘进/凿岩/空间站/农机等产品具竞争力，海外优先战略成效显著

3.1. 掘进机专精特新小巨人，大直径及硬岩 TBM 领域全国领先，有望乘水电东风

大直径及硬岩 TBM 掘进机产量保持全国领先。根据中国工程机械工业协会掘进机械分会统计，自 2017 年以来，公司 TBM 隧道掘进机装备在国内市场份额保持第一，其中 2022 年，公司 TBM 隧道掘进机产量 32 台，占样本企业（总产量 685 台，占全国的 98%）的 56%，产量接近于第二名中铁工程装备的 2 倍（18 台）。此外，按照直径来分，2022 年公司 8 米以上直径掘进机产量 54 台，占样本企业的 37%，同样居于领先地位。

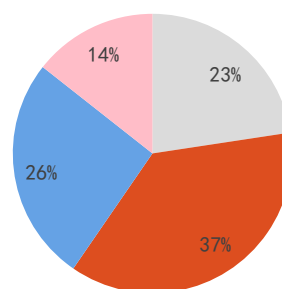
图表 34：TBM 隧道掘进机市场份额（2022）



■ 中铁工程装备 ■ 铁建重工 ■ 其他

资料来源：《隧道建设》，东方财富证券研究所

图表 35：直径 8m 以上大型隧道掘进机市场份额（2022）



■ 中铁工程装备 ■ 铁建重工 ■ 中交天合 ■ 其他

资料来源：《隧道建设》，东方财富证券研究所

掘进机产品技术领先。铁建重工打造了从软土到硬岩的全地质系列掘进施工装备，涵盖水平、斜向及垂直不同方向维度，产品类型与国内竞争对手相比较为全面。根据公司招股说明书披露，公司土压、泥水盾构机最大开挖直径 12.79/16.07m，领先于国内主要竞争对手，而从刀盘驱动类型来看，公司是行业内少有的产品能够实现电液混驱的企业。公司岩石隧道掘进机已生产产品规格范围 0.55-10.23 米，领先国内主要竞争对手，支护系统可实现自动+手动操作，性能优于国内主要竞争对手产品。

图表 36：公司掘进设备领先国内其他主要竞争对手

公司名称	产品最大开挖直径 (m)	刀盘驱动类型
铁建重工	土压：12.79 泥水：16.07	液驱、电驱（永磁变频）、电液混驱
中铁工业	土压：12.14 泥水：15.80	液驱、电驱
中交天和	土压：8.78 泥水：15.93	液驱、电驱
三三工业	土压：9.50 泥水：14.16	液驱、电驱
海瑞克公司	土压：16.00 泥水：19.00	液驱、电驱

资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

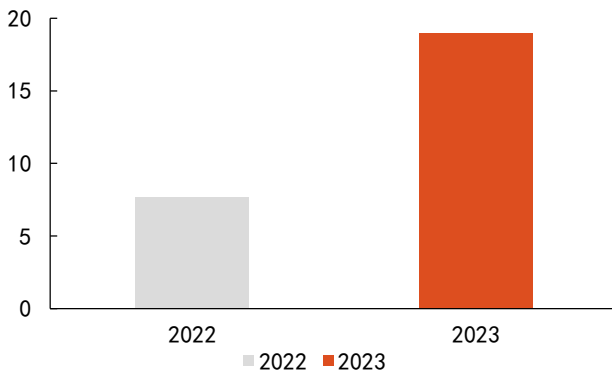
图表 37：主要企业岩石隧道掘进机性能对比

公司名称	已生产规格范围 (m)	刀盘驱动类型	支护系统	最大破岩能力
铁建重工	0.55-10.23	液驱、电驱（永磁变频）、电液混驱	手动+自动	250MPa
中铁工业	3.53-9.03	液驱、电驱	手动	250MPa
海瑞克公司	1.50-14.00	液驱、电驱	手动	250MPa

资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

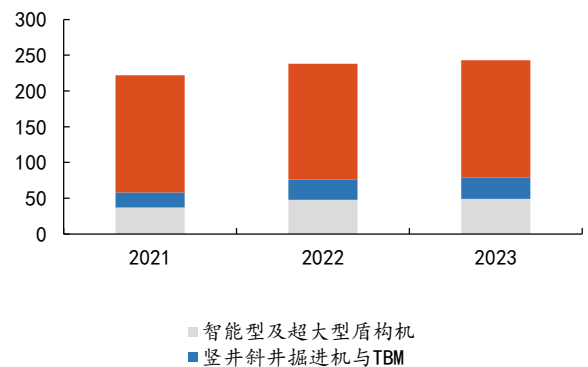
如前文所述，我们认为大型水利水电站建设将增加大型掘进设备及岩石隧道掘进设备的需求量，公司作为行业龙头企业，有望核心受益。2023 年公司在水利水电领域实现新签合同 18.99 亿元，同比增长 148%。

图表 38：公司水利水电新签订单（单位：亿元）



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 39：大型、智能型及 TBM 掘进机占比有所上升



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

3.2. 特种专业设备细分市场领先，（新能源）凿岩车等受益水电建设

公司的特种专业设备业务主要包含搅拌站、凿岩台车、湿喷台车、采棉机等，其中各品类产品应用场景、技术工艺复杂程度、价格毛利率均有一定差异，其中凿岩台车和混凝土湿喷台车在水利水电中的应用较为广泛。

凿岩台车：品类众多，性能及市占率领先。凿岩台车主要用于钻爆法掘进，

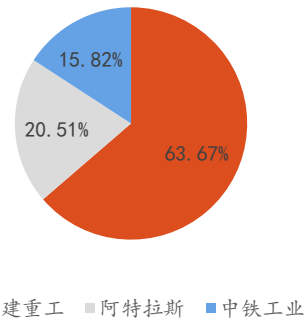
该方法可广泛应用于铁路、公路、水利水电、矿山冶金等多个领域的隧道、涵洞掘进施工。根据公司招股书披露，相较于主要竞争对手，公司的凿岩台车产品品类较主要竞争对手更多，9 种类型凿岩车能够满足不同地质类型的工程需求，而在技术指标方面，公司凿岩台车在冲击功率、推进梁总长、推进行程、最大推进力和一次推进钻孔深度等性能方面均高于主要竞争对手产品。此外，目前国内凿岩台车市场集中度较高，公司招股书披露公司市占率 63.67%，位列行业第一。

图表 40：公司凿岩台车性能领先国内主要竞争对手

	铁建重工	阿特拉斯	中铁工程装备	湖南五新隧道
产品类型中枢	9	5	7	5
冲击功率 (KW)	31.9	22	27	20
推进梁总长 (mm)	7465	7200	7100	7180
推进行程 (mm)	5340	3200	2400	2400
最大推进力 (kN)	32.5	22	22	20
一次推进钻孔深度 (mm)	5250	5000	5250	5200

资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

图表 41：公司凿岩台车市场份额领先



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

此外，公司新能源凿岩车也有望抢占市场先机。2024 年中国工程机械工业协会双碳标准化技术委员会等组织《高原隧道纯电动凿岩台车》等 5 项团体标准审查会，高原地区应用新能源凿岩设备的行业标准逐渐完善。铁建重工 2022 年下线全球首台纯电动高原型全电脑三臂凿岩台车 ZYS113G-XL，采用永磁同步电机+减速机+驱动桥传动结构，体积更小，传动效率高，维保成本大幅降低。针对高原隧道高寒、缺氧的环境，提供了适配性的解决方案有效解决设备与人争氧的问题，节能减排且不影响施工的效率，设备运行时零排放、零污染，单台每年可节省能耗费用超 10 万元，减少碳排放 30 吨。判断公司相关新能源凿岩车产品有望在高原施工场景抢占先机。

图表 42：2022 年公司首个纯电动凿岩台车投入运营



资料来源：国资委官网，东方财富证券研究所

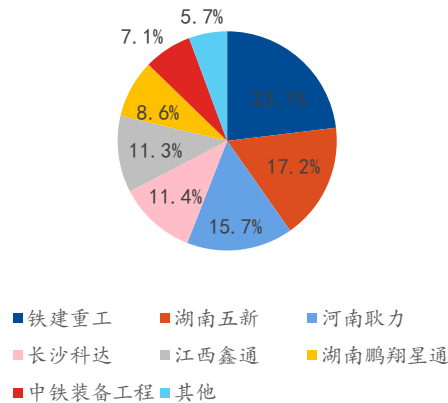
混凝土湿喷台车：混凝土湿喷台车是隧道混凝土喷射装备，同样广泛应用于铁路、公路、水利水电、矿山冶金等多个领域。根据公司招股说明书披露，在方量为 20-50 立方米/小时的湿喷台车中，公司共有 9 种类型产品，相较于其他公司更多。同时，公司湿喷台车臂架采用两级回转和整体滑移设计，同时具有三节折叠和一节伸缩的功能，因此相比于其他竞争对手产品，公司产品能够更加灵活的适应不同的施工场景。从泵送效率来看，公司的泵送系统混凝土缸内径 x 行程可达 180x1200，泵送效率优于国内竞争对手产品。公司研制的 HPS5016 双臂混凝土湿喷台车最大喷射速度能达到 50 立方米/小时，在当前市场上处于较为领先的水平。此外，根据公司招股说明书披露，公司在国内混凝土湿喷台车市场中市占率达 23%，同样位于国内第一。

图表 43：公司混凝土湿喷台车性能领先国内竞争对手

	铁建重工	湖南五新	河南耿力
产品类型总数 (20-50m ³ /h)	9	4	5
臂架系统	两级回转和整体滑移，同时具有三节折叠和一节伸缩的功能	一级回转、两级伸缩、三节折叠臂	回转伸缩式、臂架自动调平
混凝土缸 (内径 mm*行程 mm)	180×1200	180×1000	180×1000
混凝土最大出口压力 (MPa)	8.0	7.5	7.5

资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

图表 44：公司混凝土湿喷台车市场份额领先



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

根据锦屏水电站投标文件，长约 16.7 公里的引水隧洞，需要至少 2 台凿岩车以及 1 台混凝土湿喷台车，据此我们判断雅下水电工程项目也将带动凿岩车/混凝土湿喷台车较大需求。

图表 45：锦屏水电站引水隧洞设备发包

序号	设备名称	数量
1	三臂凿岩台车	2 台
2	混凝土台车	1 台
3	锚杆凿岩机	1 台

资料来源：公开可行性报告，东方财富证券研究所

3.3. 高原空间站、高端农机填补市场空白，打造新增长点

公司 2024 年中报提出持续加大“三新”经营力度，其中在研发新产品方面，要积极布局高端智能农机、高原空间站新产业，打造新的增长点。

公司的高原空间站（高原装配式智能建筑）覆盖驻勤、酒店、住宅、办公等八大系列产品，用以改善高原驻勤设施，为驻勤人员提供工作、生活保障，快速恢复驻勤人员身体机能。该系列产品填补了全球增压增氧建筑的技术空白。产品广泛应用于高海拔地区住、商、文、旅、医等各种场景。公司在高原空间站产品投入较多研发，2023 年年报披露增压增氧钢构智能制造生产线开发及关键技术研究支出 0.59 亿，2024 半年报开始提及“高原空间站”产品，报告期披露“高原空间站”六层综合楼关键技术研究及应用研发支出 800 万余。

2023 年 6 月公司全球首套高原空间站在拉萨全球首发。同年 12 月，高原空间站第一个项目在海拔 5000 米的那曲市双湖县建成并投入使用，实现建筑空间内等效海拔 2600 米，拥有 100 多项技术专利，能够实现恒压、恒氧、恒温、恒湿、恒静、恒洁；设置紧急泄压装置，实现 60 秒快速泄压、断电自动泄压、门窗自动开启；产品采用钢框架结构和全厚保温围护，按 9 度抗震设防，有效应对零下 40℃极寒。2024 年 5 月公司高原空间站参加“应急使命 西藏

2024”高寒高海拔地区地震灾害区域联合救援演习，系国内高原应急救援演习中首次应用高原空间站产品

高端农机方面，公司高端智能采棉机的自主研发填补了我国棉花收获行业高端装备领域的空白，提高了农业机械行业整体研发和制造水平，已大批量应用于新疆棉田，为促进棉花收获机械化和高端农机产业化做出巨大的贡献。新疆重工以采棉机等优势产品获批国家工信部专精特新小巨人企业。

2024年10月26日至28日，公司携高端农机新产品亮相2024中国国际农业机械展览会，首次展出了4YZX型自走式鲜食(制种)玉米收获机、4MZ-2自走式采棉机及7.5米割幅青贮收获机3个新产品。

图表 46：公司高原空间站产品示意



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 47：公司高原空间站产品示意



资料来源：工程机械 CCM 公众号，东方财富证券研究所

3.4. 海外市场开拓成效显著，有望成为新增长点

铁建重工积极响应国家“一带一路”倡议。根据公司年报及9月投资者关系公告披露，公司坚定实施“海外优先”战略，为公司产业发展提供新动能。目前，公司海外业务已实现掘进机、钻爆法施工装备、矿山装备、轨道系统装备、高端农机等34种产品的销售，正逐步实现全系列产品 and 全市场销售，累计出口或开展业务至49个国家和地区。隧道掘进机产品突破罗马尼亚、波兰、阿塞拜疆市场，钻爆法设备批量出口到沙特，矿山设备突破巴基斯坦、阿尔及利亚等市场。

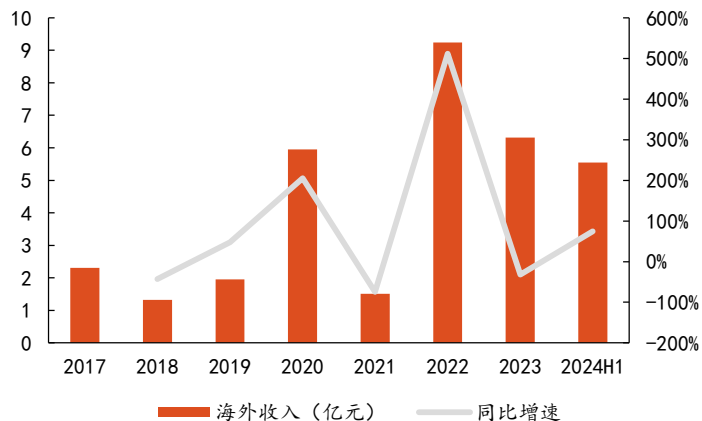
图表 48：阿联酋伊蒂哈德联邦铁路隧道施工现场



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

截止到 2023 年公司已建立 10 个海外区域经营部，覆盖 184 个国家和地区，2023 年实现新签/中标合同额 20.60 亿元，同比增长 52.64%，隧道掘进机突破泰国、南非、瑞士、哥伦比亚和哈萨克斯坦 5 个国家。2024H1，公司实现海外业务收入 5.55 亿元，同比增长 74.28%，海外业务收入占比 11.61%。随着国家一带一路战略的深化，未来海外市场有望成为公司新的增长点。

图表 49：公司海外收入

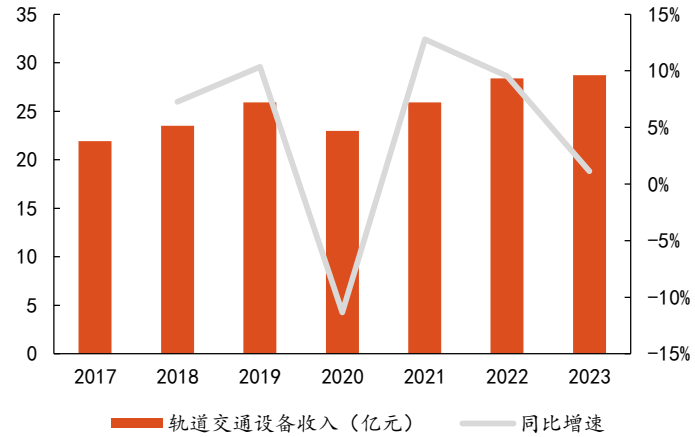


资料来源：公司财报，Choice，东方财富证券研究所

3.5. 轨道交通设备业务有望保持稳健

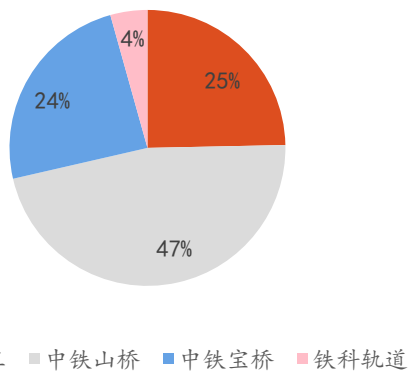
公司轨道交通设备业务主要包括铁路道岔、弹条扣件、闸片闸瓦等产品，近年来收入总体保持稳定增长，2023 年实现收入 28.72 亿元，同比增长 1.13%。我们认为我国铁路及轨交建设需求总体仍将保持稳定，而根据公司招股说明书披露，公司在国内高速道岔、普通道岔的市场占有率分别为 25%/26%。在高铁扣件/重载扣件领域市占率分别为 14%/37%，均为头部企业，未来公司轨道交通设备业务有望保持稳健。

图表 50：公司轨道交通设备板块收入



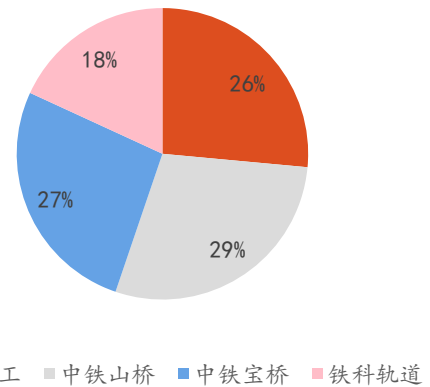
资料来源：公司财报，Choice，东方财富证券研究所

图表 51：高速道岔市场份额



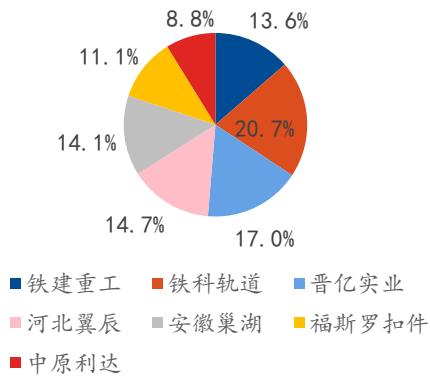
资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

图表 52：普通道岔市场份额



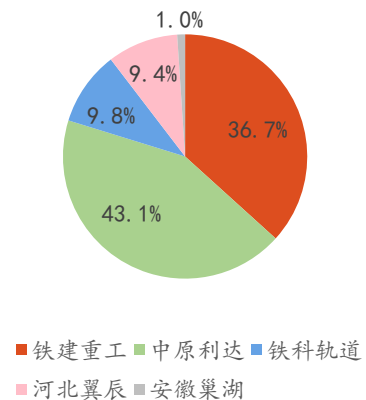
资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

图表 53：高铁扣件市场份额



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

图表 54：重载扣件市场份额

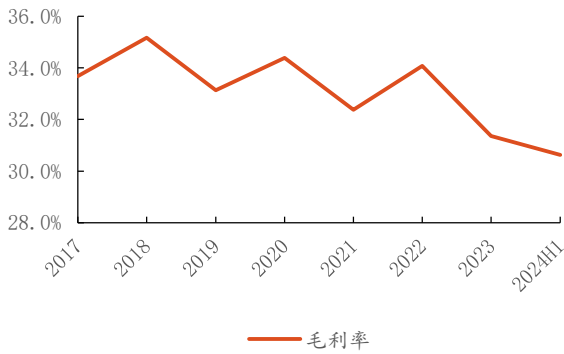


资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

3.6. 规模效应+结构改善，毛利率有望企稳

2017-2022 年，公司收入总体保持稳定增长，毛利率总体维持 33%以上，净利率多数年份维持在 18%，甚至 20%以上。2023 年起，由于需求端存在一定压力，公司销量及售价受到一定影响，2024H1，公司毛利率、净利率分别下降至 30.63%/15.05%。

图表 55：公司毛利率



资料来源：公司年报，Choice，东方财富证券研究所

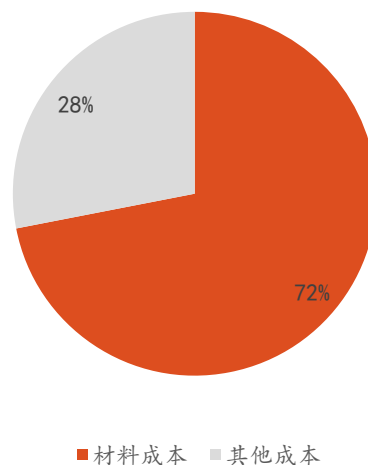
图表 56：公司净利率



资料来源：公司年报，Choice，东方财富证券研究所

我们认为未来公司毛利率有望逐渐恢复。首先，由于水利水电需求增长较快，附加值更高的大型掘进设备、TBM 掘进设备以及特种工程装备增速有望更快，从而使得产品结构和售价出现一定优化；其次，根据公司年报及招股书数据披露，人工成本+制造费用占公司整体成本的 25-30%，如果公司产销量出现恢复，则单位固定成本有望摊薄，从而带动公司毛利率恢复。

图表 57：公司成本拆分



资料来源：公司财报，Choice，东方财富证券研究所

4. 盈利预测及估值

4.1. 盈利预测

基于以下合理假设，我们预计 2024-2026 年，公司营业收入为 95.23/109.49/129.14 亿元，同比变化分别为 -5.03%/14.97%/17.95%，2024-2026 年归母净利润为 14.63/18.61/22.26 亿元，同比变化分别为 -8.20%/27.20%/19.66%，对应 EPS 为 0.27/0.35/0.42，对应当前股价分别为 16.26/12.78/10.68 倍 PE。

2024 年收入：2024H1 公司收入同比-13.67%，主要因为上半年国内建设需求有一定压力，公司产品销量及价格受到一定影响。我们判断 2024H2 公司收入同比降幅将有所缩窄，主要因为随着专项债和超长期特别国债的发行，基建的资金到位情况环比 H1 预计将有所好转，所以我们认为 2024 年全年收入增速降幅将有所缩窄。

2025-2026 年收入增速：我们认为重点水利水电项目 2025-2026 年将逐渐进入施工高峰，由于公司重点产品隧道掘进机、凿岩台车、混凝土湿喷台车等产品一般用于施工偏前端阶段，因此我们认为水利水电项目带动的需求在 2025-2026 年将体现在收入当中。此外，我们认为公司其他下游如轨交、铁路等基建项目需求总体也将保持稳定增长，因此我们认为 2025-2026 年公司收入将保持 10-15%的增速。

毛利率：由于我们预计 2024 年全年需求同比有所下降，我们认为公司相关产品的价格预计也将受到一定不利影响，同时公司整体规模效应预计也将有所下滑，因此我们预计 2024 年公司工业制造板块整体毛利率同比 2023 年下降 0.6 个百分点至 30.5%。而 2025-2026 年，由于需求总体呈现恢复态势，公司产品售价及整体规模效应整体保持上升态势，带动毛利率逐渐恢复。

图表 58：盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	100.27	95.23	109.49	129.14
增长率（%）	-0.73%	-5.03%	14.97%	17.95%
EBITDA（百万元）	23.61	23.73	28.09	32.77
归母净利润（百万元）	15.93	14.63	18.61	22.26
增长率（%）	-13.59%	-8.20%	27.20%	19.66%
EPS（元/股）	0.30	0.27	0.35	0.42
市盈率（P/E）	13.23	16.26	12.78	10.68
市净率（P/B）	1.28	1.36	1.26	1.15
EV/EBITDA	9.25	10.18	8.75	7.54

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

4.2. 估值分析

截止到目前，公司估值为 14.9x PE(TTM) 及 1.39x PB，市盈率及市净率估值均处于公司上市以来的低位。

图表 59：PE-Band



资料来源：Choice 公司深度资料，东方财富证券研究所

图表 60：PB-Band



资料来源：Choice 公司深度资料，东方财富证券研究所

4.3. 投资建议

未来随着水利水电矿山等建设，隧道掘进机和专用机械设备需求预计将逐渐增长，产品结构有望优化，规模效应也有望逐渐体现，带动收入增长及毛利率回升。此外，海外业务也有望成为公司未来新的增长点。因此我们认为当前时点公司价值存在低估，维持公司“增持”评级。

横向对比来看，我们选择工程机械板块的中铁工业、中联重科、徐工机械、铁科轨道、五新隧装等作为对比，公司估值位列其中中等偏低位置。

图表 61：相关企业估值对比（对应 10 月 31 日收盘价）

证券代码	证券名称	EPS 预测（元）			PE 估值			评级
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600528.SH	中铁工业	0.74	0.82	0.88	11.0	9.8	9.2	未评级
000157.SZ	中联重科	0.43	0.49	0.63	15.8	13.8	10.8	未评级
000425.SZ	徐工机械	0.45	0.55	0.69	16.7	13.7	10.9	未评级
688569.SH	铁科轨道	1.38	-	-	16.2	/	/	未评级
835174.BJ	五新隧装	1.82	2.03	2.49	14.4	12.9	10.5	未评级

资料来源：Choice 公司数据和一致预期，东方财富证券研究所

5. 风险提示

需求不及预期：公司产品的主要下游包括水利水电、轨道交通、基建、矿山等。如果相关水利水电及基建资金到位情况低于预期，则相关的设备需求可能低于预期，从而使得公司相关产品销量及价格不及预期，并使得公司收入低于预期。

毛利率低于预期：如果公司产品主要原材料价格高于预期，或者公司整体规模效应不及预期，则公司整体毛利率可能低于我们预期。

行业竞争较预期更加激烈：如果行业竞争比我们预期的更加激烈，则公司在增量市场的市场份额可能低于我们预期，从而使得公司收入低于我们预期。

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	148.98	140.75	156.81	183.17
货币资金	10.87	15.57	11.52	10.64
应收及预付	90.53	80.32	92.20	111.41
存货	45.90	41.79	49.22	57.45
其他流动资产	1.68	3.07	3.86	3.67
非流动资产	105.43	125.27	133.40	141.64
长期股权投资	21.54	28.72	32.44	36.59
固定资产	70.79	79.94	83.72	86.90
在建工程	2.20	2.34	2.03	1.66
无形资产	9.49	12.65	13.57	14.86
其他长期资产	1.41	1.62	1.64	1.63
资产总计	254.41	266.02	290.21	324.80
流动负债	77.51	74.24	81.48	95.03
短期借款	2.39	1.67	0.92	0.52
应付及预收	61.34	57.61	64.78	77.16
其他流动负债	13.77	14.96	15.78	17.35
非流动负债	11.36	14.39	15.13	16.23
长期借款	10.13	13.51	14.24	15.34
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1.23	0.89	0.89	0.89
负债合计	88.86	88.63	96.60	111.26
实收资本	53.33	53.33	53.33	53.33
资本公积	40.78	40.78	40.78	40.78
留存收益	71.13	81.04	94.92	112.46
归属母公司股东权益	165.33	175.22	189.10	206.64
少数股东权益	0.22	0.22	0.22	0.22
负债和股东权益	254.41	266.02	290.21	324.80

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	100.27	95.23	109.49	129.14
营业成本	68.83	66.39	74.71	88.15
税金及附加	0.77	0.76	0.91	1.03
销售费用	3.88	3.51	3.83	4.39
管理费用	3.34	3.37	3.61	4.13
研发费用	8.81	7.97	9.31	10.98
财务费用	0.50	0.38	0.38	0.46
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.37	2.05	2.42	2.90
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益	1.68	1.60	1.76	2.14
营业利润	17.45	16.07	20.40	24.46
营业外收入	0.17	0.11	0.11	0.13
营业外支出	0.00	0.02	0.02	0.01
利润总额	17.62	16.16	20.50	24.58
所得税	1.68	1.53	1.89	2.31
净利润	15.94	14.63	18.61	22.27
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	15.93	14.63	18.61	22.26
EBITDA	23.61	23.73	28.09	32.77

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	7.04	31.87	12.31	14.90
净利润	15.94	14.63	18.61	22.27
折旧摊销	8.03	7.19	7.21	7.73
营运资金变动	-16.08	11.29	-12.12	-13.28
其它	-0.85	-1.24	-1.39	-1.82
投资活动现金流	-16.31	-24.82	-12.81	-12.94
资本支出	-16.30	-19.59	-11.46	-11.69
投资变动	-0.01	-7.21	-3.77	-4.15
其他	0.00	1.98	2.42	2.90
筹资活动现金流	-1.83	-2.42	-3.61	-2.92
银行借款	1.58	4.17	1.80	2.52
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-3.42	-6.60	-5.41	-5.43
现金净增加额	-11.08	4.70	-4.04	-0.88
期初现金余额	21.52	10.44	15.14	11.10
期末现金余额	10.44	15.14	11.10	10.22

主要财务比率

至 12 月 31 日	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%)				
营业收入增长	-0.73%	-5.03%	14.97%	17.95%
营业利润增长	-13.47%	-7.92%	26.98%	19.89%
归属母公司净利润增长	-13.59%	-8.20%	27.20%	19.66%
获利能力 (%)				
毛利率	31.36%	30.29%	31.77%	31.74%
净利率	15.89%	15.36%	17.00%	17.24%
ROE	9.64%	8.35%	9.84%	10.77%
ROIC	7.70%	7.61%	8.90%	9.71%
偿债能力				
资产负债率 (%)	34.93%	33.32%	33.29%	34.25%
净负债比率	4.04%	2.11%	4.01%	4.38%
流动比率	1.92	1.90	1.92	1.93
速动比率	1.31	1.31	1.30	1.30
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.37	0.39	0.42
应收账款周转率	1.26	1.18	1.36	1.35
存货周转率	1.51	1.51	1.64	1.65
每股指标 (元)				
每股收益	0.30	0.27	0.35	0.42
每股经营现金流	0.13	0.60	0.23	0.28
每股净资产	3.10	3.29	3.55	3.87
估值比率				
P/E	13.23	16.26	12.78	10.68
P/B	1.28	1.36	1.26	1.15
EV/EBITDA	9.25	10.18	8.75	7.54

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

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。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。