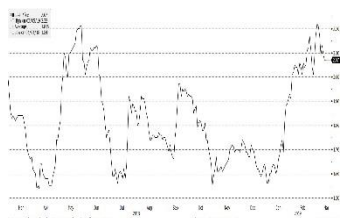




GREAT ROC
CAPITAL SECURITIES LIMITED
鴻騰資本證券有限公司
A Wholly-owned subsidiary of UNF (Holdings) Limited (HSEK stock code 1468)
實績(控股)有限公司之全資附屬公司 (香港交易所上市編號1468)

鐵建裝備 CRCCE
(01786.HK)

15 MAR 2019



來源: 彭博

財務資料摘要

收市價*	2.07
總市值 (億港元)	31.5
52週高位	2.30
52週低位	1.50

*截至3月14日

FY18 財務資料摘要

人民幣(億元)

營業收入	24.1
變動(%)	32.6
毛利	5.8
變動(%)	17.6
淨利潤	1.6
變動(%)	183.8

主要股東資料

	持股
中車株洲	8.3
電力機車	
花旗	8.0
GIC	7.0

來源: 披露易

業務模式

- 鐵建裝備(01786)為中國鐵路大型養路機械行業的產銷商，為行內的龍頭企業。公司業務分為五大範疇，包括機械製造及銷售、零部件銷售、產品大修服務、鐵路線路養護服務和鐵路車輛工程及技術服務。
- 2018年度，機械製造及銷售業務佔總收入66%。該分部產品主要為鐵路大型養路機械用於新建鐵路線路、既有鐵路線路的改造及營運中鐵路線路的養護作業。
- 公司主要客戶有中國鐵路總公司及旗下企業、地方性鐵路營運商以及鐵路工程施工單位。其中2018年來自中國鐵路總公司及旗下企業的收入比重為57.8%。

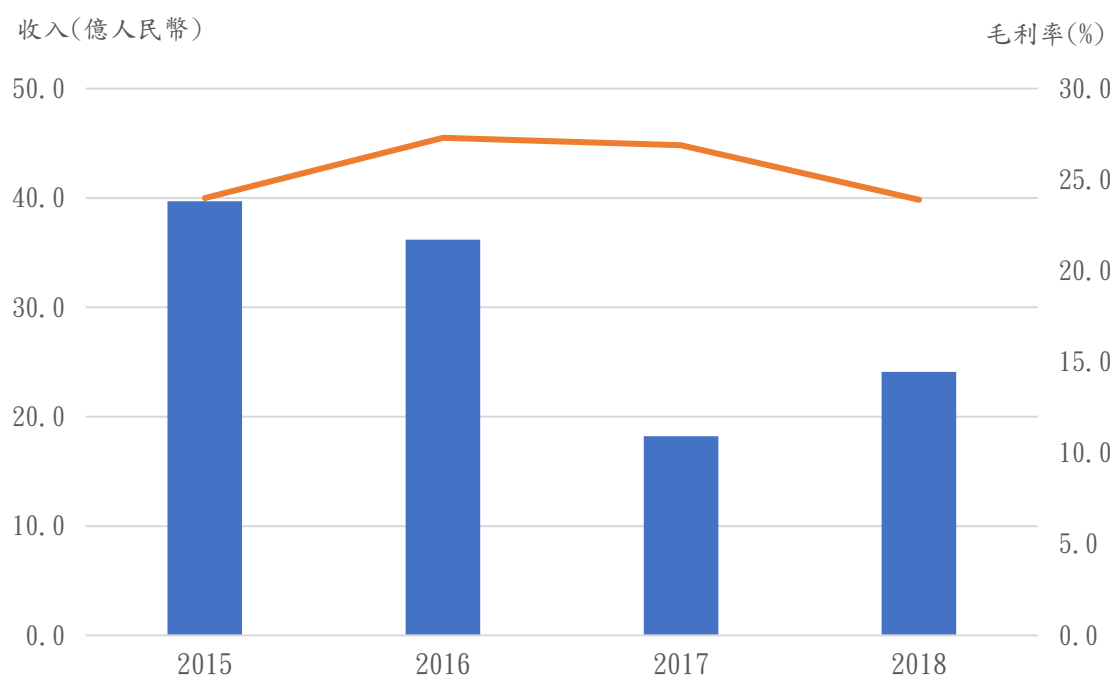
鐵建裝備廠房



圖片來源: 鐵建裝備官方網頁

經營業績及近期發展

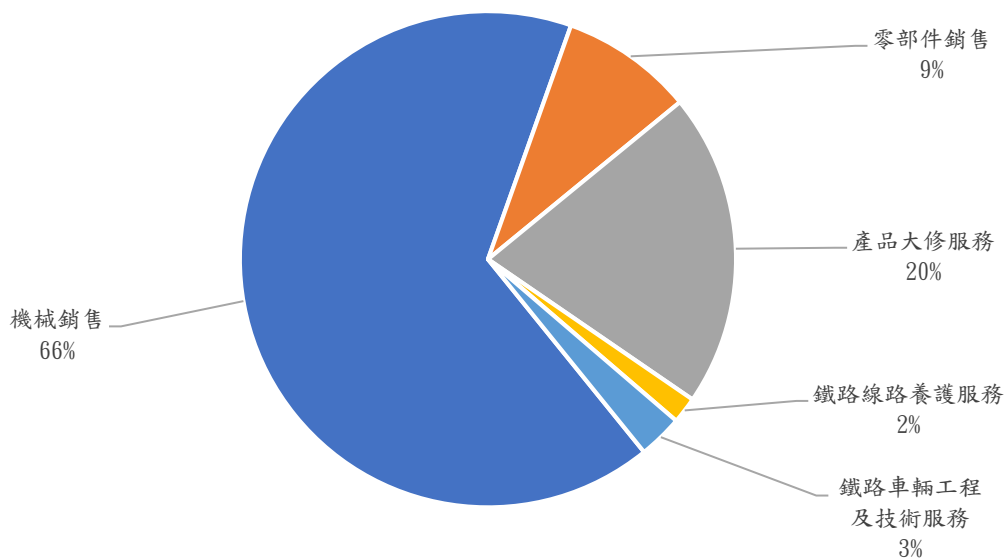
- 2018 年度，鐵建裝備的收入按年上升 32.6% 至 24.1 億；歸屬於母公司擁有人同比顯著增長 183.8% 至 1.6 億人民幣。公司宣派末期股息每股 0.05 元人民幣。受惠於整體收入表現增長以及主要費用率(銷售、行政及研發開支)佔收入比重由 2017 年度 23.9%，下跌至 2018 年度的 17.5%，加上 2017 年盈利基數偏低，拉動全年度盈利大幅攀升。然而，毛利率則下滑 3 個百分點至 23.9%，主要是收入結構轉變，其中毛利率較低的機械製造及銷售分部佔收入比重提高。



來源：公司年報，經鴻鵬資本證券整理

- 由於中國鐵路總公司重新對鐵路設備進行招標，而且鐵路投資金額超出年初目標，推動 2018 年機械產品種類及機械銷售數量增加，機械製造及銷售分部收入按年上升 65% 至 6.3 億人民幣。銷售貢獻第二大的產品大修服務則錄得低單位數增長。
- 公司的財務狀況非常健康，截至 2018 年底止，手頭上擁有現金 17.9 億人民幣，並無任何銀行貸款。
- 2018 年末，公司在手訂單金額為 13.7 億人民幣，管理層預計有 9 億人民幣的訂單於 2019 年交付。

收入分布



人民幣(百萬元)	2015	2016	2017	2018
機械銷售	2892.0	2336.7	968.2	1,597.5
零部件銷售	607.4	757.1	256.8	208.5
產品大修服務	432.3	459.4	486.6	493.8
鐵路線路養護服務	41.4	64.2	26.0	41.5
鐵路車輛工程及技術服務	-	-	80.7	69.4
總數	3973.1	3617.4	1,818.3	2,410.7

來源: 公司通告, 經鴻騰資本證券整理

成本結構

人民幣(千元)	2015	2016	2017	2018
銷售及分銷開支	64,272	67,838	59,323	52,892
行政開支	395,500	431,500	227,377	211,750
研發及開發開支	-	-	147,641	156,730
其他開支	3,172	16,131	8,258	40,338
財務費用	6,292	217	35,960	-

來源: 公司通告, 經鴻騰資本證券整理

前景

- 根據國務院於 2018 年 8 月中旬發布《「十三五」現代綜合交通運輸體系發展規劃》，目標到 2020 年，新增鐵路營運里程為 2.9 萬公里至 15 萬公里，其中高鐵新增 1.1 萬公里至 3 萬公里；城市軌道交通則增加 2,700 公里至 6,000 公里。隨著中國鐵路網絡不斷擴張，預期中國鐵路總公司需要加大對大型鐵路養路機械的投資，令大型鐵路養路機械保有量有持續增長動力。特別是內地目前面對經濟下行風險，連同鐵路建設在內的基建項目為穩增長重要手段之一，故此中國鐵路總公司於 2019 年初計劃的鐵路投資為 8,500 億人民幣，創下歷史新高，預期對鐵建裝備的產品需求有直接刺激作用。
- 鐵建裝備在行內具有壟斷地位。按前瞻產業研究院發佈的《中國大型鐵路養路機械行業市場需求與投資規劃分析報告》資料顯示，鐵建裝備於 2017 年佔有八成市場份額。憑藉公司的競爭優勢，除發揮規模效應外，亦可以與其他業務產生協同效應。一般而言，大型鐵路養路機械的大修服務由製造商提供，鐵路養路機械保有量增長，疊加一批在 2006 後出廠機械將屆大修年期，《報告》估計在 2019 至 2024 年期間大修服務市場的收入達到百億人民幣，將推動鐵建裝備的大修業務收入增長提速。

風險因素

- 中國鐵路總公司招標進度不似預期
- 客戶基礎集中

估值

	2019E	2020E
市盈率	14.2	10.6
股息率	3.6	4.5

投資建議

- 鐵建裝備為行業龍頭，反映鐵路養路機械製造技術及質量受市場高度認可，在發揮規模效應以及獲得訂單能力均較同業優勝，特別是內地加大今年鐵路投資規模，料對產品銷量帶來正面作用。不過現價為 2019 年度預測市盈率為 14.2 倍，高於過去三年平均 9.8 倍，估值偏高，建議待股價調整至 100 天線(約 1.80 元)收集。

盈利預測

人民幣(百萬元)	2018A	2019E	2020E	2021E
收入	2410.7	2809.0	3194.0	3556.0
稅前盈利	172.4	226.5	276.0	321.5
淨利潤	156.4	202.0	252.7	299.3

來源：公司年報、彭博

同業比較

公司	編號	市值 (億港元)	股價年初至 今變化(%)	預測市盈率 (X)	預測股息率 (%)
鐵建裝備	1786.HK	31.5	26.2	14.2	3.6
城建設計	1599.HK	44.2	20.6	5.0	5.6
中國中車	1766.HK	2952.3	4.6	13.4	3.0
時代電氣	3898.HK	550.1	7.8	14.6	1.4
中國通號	3969.HK	594.5	23.4	11.2	3.3

來源：彭博

免責聲明

本報告由鴻鵬資本證券有限公司(“鴻鵬”)研究部刊發，內容基於其認為可靠的來源，但就其是否公平、準確、完整或正確，鴻鵬概不作出或發出任何明示或默示的保證或承諾。本報告中的所有意見如有更改，恕不另行通知。所提供的資訊僅供參考和閱覽，並非就本文提及的證券或投資進行買賣或交易的建議、要約或招攬。在市場慣例允許的情況下，鴻鵬以及其員工和親屬或連絡人，可不時就本報告中提及的公司的證券或相關產品或投資持有頭寸，以及進行買賣。投資涉及風險。投資者應注意，投資的價值和證券的價格可以上升或下跌，過往表現不一定未來表現的指標。投資者應尋求獨立專業意見，鴻鵬在任何情況下，就投資者使用此報告的資訊而可能蒙受的利潤損失，概不在任何方面承擔責任。本報告的內容的版權屬於鴻鵬所有。未經鴻鵬許可，任何人不得就任何目的複製、發佈或分發本報告的全部或部分內容。本報告所載觀點，由證監會持牌分析師擬備，並準確反映分析師對有關證券的個人意見。除非另有披露，否則於本報告刊發日期，就本文談及的公司或與該等公司屬同一集團的成員公司的證券，本報告的分析師並無持有任何權益。

鴻鵬資本證券有限公司

地址：香港灣仔港灣道1號會展廣場辦公大樓44樓

電話：(852)3423 0090 傳真(852)3423 0099

電郵：info@greatroc.com.hk, bevisho@greatroc.com.hk