

证券研究报告 / 公司点评报告

## 业绩符合预期, 坚定看好公司长期发展

**增持**

上次评级 增持

### 报告摘要

**重要事件:** 思维列控发布 2019 年度报告和 2020 年一季度报。2019 年, 公司实现营业收入 9.02 亿元, 同比增长 66.66%; 实现净利润 8.04 亿元, 同比增长 320.47%; 实现归属于上市公司股东的净利润 7.89 亿元, 同比增长 320.24%; 实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 1.94 亿元, 同比增长 46.05%。公司经营稳健, 2019 年业绩基本符合预期。2020 年一季度, 公司实现营业收入 2.97 亿元, 同比下降 25.50%; 实现归属于上市公司股东的净利润为 1.28 亿元, 同比下降 81.59%; 实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 1.23 亿元, 同比下降 6.6%。2020 年一季度公司扣非归母净利润微幅下降, 全年业绩不悲观。

**2019 年业绩维持高增长, 2020 年一季度业绩短期下滑, 公司业绩表现符合预期。** 2019 年公司业绩维持较高增速, 主要原因是 2019 年公司并购蓝信科技贡献业绩增量和铁路安全防护系统的 CMD 系统车载子系统销售量同比大幅上升。2020 年一季度业绩下滑主要受疫情和公司股权激励费用影响。

**2019 年和 2020 年一季度公司综合毛利率下降, 公司产品整体盈利能力强。** 公司推出限制性股票激励计划, 短期股权激励费用高企影响期间费用率。LKJ15 新产品逐步推广, 2019 年是列控系统新品推广元年。外延并购持续推进, 蓝信科技生产经营稳健, 整体运营超预期。

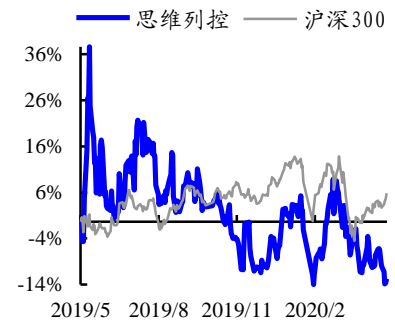
**盈利预测与投资评级:** 由于公司新产品推广节奏低于预期以及新冠疫情对行业和公司产生的影响, 我们下调此前 2020 的业绩预测, 预计公司 2020 年-2022 年归母净利润为 3.18/4.35/5.67 亿元, 维持“增持”评级, 坚定看好公司长期发展。

**风险提示:** 新产品推广节奏低于预期; 竞争格局恶化; 铁路固定资产投资低于预期。

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	541	902	1,216	1,607	2,106
(+/-)%	17.68%	66.66%	34.73%	32.19%	31.04%
归属母公司净利润	188	789	318	435	567
(+/-)%	43.27%	320.24%	-59.69%	36.64%	30.52%
每股收益 (元)	0.69	2.90	1.17	1.59	2.08
市盈率	57.78	20.44	30.93	22.63	17.34
市净率	4.07	3.69	2.89	2.65	2.39
净资产收益率 (%)	7.04%	18.06%	6.68%	8.36%	9.84%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	160	195	273	273	273

股票数据	2020/4/30
6 个月目标价 (元)	63.98
收盘价 (元)	50.53
12 个月股价区间 (元)	45.85 ~ 82.80
总市值 (百万元)	9,840
总股本 (百万股)	195
A 股 (百万股)	195
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	2

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-2%	-11%	-6%
相对收益	-8%	-8%	-6%

### 相关报告

《周观点: 工程机械行业需求旺盛, 各品类相继涨价, 继续全面看多》 --20200413

《周观点: 复工进程加速, 市场比预期更好, 全面看多工程机械》 --20200330

《思维列控 (603508): 股权激励费用高企, 新产品放量继续等待》 --20191029

### 证券分析师: 刘军

执业证书编号: S0550516090002  
021 20363255 liujun@nesc.cn

### 证券分析师: 邵桂龙

执业证书编号: S0550518070002  
021 20363255 taigl@nesc.cn

**重要事件：**思维列控发布 2019 年度报告和 2020 年一季度报。2019 年，公司实现营业收入 9.02 亿元，同比增长 66.66%；实现净利润 8.04 亿元，同比增长 320.47%；实现归属于上市公司股东的净利润 7.89 亿元，同比增长 320.24%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 1.94 亿元，同比增长 46.05%。公司经营稳健，2019 年业绩基本符合预期。2020 年一季度，公司实现营业收入 2.97 亿元，同比下降 25.50%；实现归属于上市公司股东的净利润为 1.28 亿元，同比下降 81.59%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 1.23 亿元，同比下降 6.6%。2020 年一季度公司扣非归母净利润微幅下降，全年业绩不悲观。

**2019 年业绩维持高增长，2020 年一季度业绩短期下滑，公司业绩表现符合预期。**

2019 年公司实现营业收入和扣非后归母净利润分别为 9.02 亿元和 7.89 亿元，同比增长分别为 66.66%和 46.05%，业绩维持高增长，公司基本符合预期。2019 年公司业绩维持较高增速，主要原因是 2019 年公司并购蓝信科技贡献业绩增量和铁路安全防护系统的 CMD 系统车载子系统销售量同比大幅上升。高速铁路列车运行监测系统收入来自蓝信科技，板块实现营业收入为 3.16 亿元；铁路安全防护系统实现收入 1.55 亿元，同比增长 122.30%。2020 年一季度，公司实现营业收入和扣非后归母净利润分别为 2.97 亿元和 1.23 亿元，同比下降分别为 25.50%和 6.6%，主要原因是受疫情影响，铁路系统客户招标计划减缓，收入同比下降；同时，2020 年一季度公司限制性股票股份支付费用影响归母净利润 3000.46 万元，2019 年一季度仅影响 246.54 万元。

**2019 年和 2020 年一季度公司综合毛利率下降，公司产品整体盈利能力强。**2019 年公司综合毛利率为 59.25%，同比下降 1.69 个百分点，主要原因是列车运行控制系统收入与毛利率同比下滑，列车运行控制系统产品中的 LAIS 装置系统受铁路系统公司制改革影响，设备更新投资减少，导致存量市场 LAIS 装置更新不及预期，导致销量有所下降；LAIS 装置毛利率水平较高，因 LAIS 装置在列车运行控制系统中收入占比下降，导致列车运行控制系统毛利率较上年同期有所下降。与此同时，公司铁路安全防护系统板块和高速铁路列车运行监测系统毛利率分别为 60.50%和 61.85%，铁路安全防护系统毛利率同比增加 0.31 个百分点，高速铁路列车运行监测系统毛利率也高于公司综合毛利率水平，公司产品整体盈利能力较强。2020 年一季度公司综合毛利率下降，主要原因是受新冠肺炎疫情疫情影响，铁路系统客户招标减缓，导致公司整体销售合同签订、研发项目推进和新产品的市场推广不及预期，而公司运营等固定支出稳定发生。

**公司推出限制性股票激励计划，短期股权激励费用高企影响期间费用率。**2019 年，公司期间费用率为 39.95%，同比增加 3.65 个百分点；其中，销售费用率为 5.56%，同比增加 0.81 个百分点；管理费用率为 18.53%，同比增加 3.85 个百分点；研发费用率为 18.62%，同比增加 0.86 个百分点；财务费用率为-2.77%，同比下降 1.88 个百分点。期间费用率同比增加，主要原因在于股权激励费用短期影响较大，体现在管理费用、销售费用和研发费用的股权激励费用分别是 7274.74 万元、847.72 万元和 2620.20 万元，影响较大。2020 年一季度，同样受股权激励费用影响，公司的管理费用中股权激励费用同比增加 1898.11 万元。公司限制性股票激励计划的推出，影响短期期间费用，但是后续费用端影响弱化，同时有利于激励公司核心人员，有利于公司长期发展。

**LKJ15 新产品逐步推广，2019 年是列控系统新品推广元年。**2018 年，我们在报告《机车列控系统翘楚，布局高铁战略落地》中判断指出，LKJ15 系统“2019 年逐步投入市场”，2019 年是公司 LKJ15 系统的推广元年。2019 年，公司着力推进 LKJ15 系统推广工作，开展客户培训、提升客户技术水平，积极争取 LKJ15 系统订单，公司先后获得郑州铁路局、南宁铁路局、太原铁路局、神华准格尔能源有限责任公司等客户签订了 40 余套 LKJ-15S 系统采购合同，实现了零的突破，尽管订单数量低于预期但是新品突破为后续规模推广奠定了基础。我们认为，在新冠疫情影响的当下，基建稳经济预期持续增强，2020 年铁路投资规模高企，后续新产品推广节奏或加快。

**外延并购持续推进，蓝信科技生产经营稳健，整体运营超预期。**2019 年，蓝信科技生产经营稳健，管理效率进一步提升。蓝信科技 2019 年实现营业收入 3.57 亿元，同比增长 1.65%，实现归属于公司所有者的净利润 1.91 亿元，同比增长 74.79%，实现扣除非经常性损益后归属于公司所有者的净利润 1.85 亿元，同比增长 69.09%，较 2019 年业绩承诺的 1.69 亿元高出 1569.43 万元。蓝信科技与思维列控表现出较好的协同性，思维列控、蓝信科技协同开发 CTCS-2 级列控系统（ATP 系统），相关工作有序推进。蓝信科技重大项目稳步推进，蓝信科技人车物一体化项目顺利推进，子项目本务机/轨道车调车防护系统实现了产品化并开始市场推广；完成了铁路应答器传输系统（BTM）样机开发，并通过了 CRCC 初次审核，公司预计 2020 年内通过 CRCC 认证；高铁移动视频平台项目成功适配于复兴号、和谐号动车组，目前该项目产品正在多个路局现场试用，效果良好。未来蓝信科技与思维列控的协同效应持续强化，公司新的产品谱系和行业领域拓展值得期待。

**盈利预测与投资评级：**思维列控是国内机车列控系统 LKJ 的重要企业，公司致力于发展成为综合性的轨道交通列控提供商，公司在强化原有传统优势业务外，持续加强研发力度，推动 ATP 列控系统（适用于 CTCS-2 级）、GYK 轨道车列控系统、地铁列控系统实现产业化推广；同时，稳步推进机车智能驾驶系统（STO）的产业化，在列车自动驾驶领域获得市场先机。我们认为，后续重点关注公司新一代列控系统的市场订单放量节奏和新的产品谱系的推广力度。鉴于公司新产品推广节奏低于预期，以及新冠疫情对行业和公司产生的影响，我们下调此前 2020 的业绩预测，预计公司 2020 年-2022 年归母净利润为 3.18/4.35/5.67 亿元，维持“增持”评级，坚定看好公司长期发展。

**风险提示：**新产品推广节奏低于预期；竞争格局恶化；铁路固定资产投资低于预期。

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,153	1,182	1,557	2,036	净利润	804	321	441	575
交易性金融资产	100	100	100	100	资产减值准备	-2	0	0	0
应收款项	346	463	603	779	折旧及摊销	50	46	51	52
存货	394	523	670	855	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	87	93	101	112	财务费用	-22	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>2,081</b>	<b>2,361</b>	<b>3,031</b>	<b>3,882</b>	投资损失	-15	-61	-80	-105
可供出售金融资产					运营资本变动	-271	-348	-99	-72
长期投资净额	0	0	0	0	其他	-4	0	0	0
固定资产	247	294	265	296	<b>经营活动净现金流量</b>	<b>540</b>	<b>-41</b>	<b>313</b>	<b>451</b>
无形资产	104	133	166	198	<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-519</b>	<b>-8</b>	<b>62</b>	<b>29</b>
商誉	2,243	2,243	2,243	2,243	<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-4</b>	<b>78</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,892</b>	<b>2,914</b>	<b>2,882</b>	<b>2,906</b>	<b>企业自由现金流</b>	<b>24</b>	<b>484</b>	<b>351</b>	<b>344</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,973</b>	<b>5,276</b>	<b>5,913</b>	<b>6,788</b>					
短期借款	0	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	111	147	191	247	每股指标				
预收款项	212	142	214	340	每股收益 (元)	2.90	1.17	1.59	2.08
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股净资产 (元)	16.03	17.48	19.08	21.16
<b>流动负债合计</b>	<b>542</b>	<b>446</b>	<b>642</b>	<b>942</b>	每股经营性现金流量 (元)	1.98	-0.15	1.15	1.65
长期借款	0	0	0	0	成长性指标				
其他长期负债	14	14	14	14	营业收入增长率	66.7%	34.7%	32.2%	31.0%
<b>长期负债合计</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	净利润增长率	320.2%	-59.7%	36.6%	30.5%
<b>负债合计</b>	<b>556</b>	<b>460</b>	<b>656</b>	<b>956</b>	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	4,370	4,766	5,201	5,769	毛利率	59.3%	59.8%	60.5%	61.0%
少数股东权益	47	49	56	64	净利率	87.5%	26.2%	27.1%	26.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,973</b>	<b>5,276</b>	<b>5,913</b>	<b>6,788</b>	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	139.78	139.00	137.00	135.00
					存货周转率 (次)	391.34	390.00	385.00	380.00
					偿债能力指标				
					资产负债率	11.2%	8.7%	11.1%	14.1%
					流动比率	3.84	5.29	4.72	4.12
					速动比率	3.09	4.09	3.65	3.19
					费用率指标				
					销售费用率	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
					管理费用率	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%
					财务费用率	-2.8%	-2.5%	-2.2%	-1.9%
					分红指标				
					分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					估值指标				
					P/E (倍)	20.44	30.93	22.63	17.34
					P/B (倍)	3.69	2.89	2.65	2.39
					P/S (倍)	10.91	11.33	8.57	6.54
					净资产收益率	18.1%	6.7%	8.4%	9.8%

利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>902</b>	<b>1,216</b>	<b>1,607</b>	<b>2,106</b>
营业成本	368	489	635	821
营业税金及附加	19	25	34	44
资产减值损失	0	0	0	0
销售费用	50	68	89	117
管理费用	167	225	298	390
财务费用	-25	-30	-35	-40
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	582	61	80	105
<b>营业利润</b>	<b>825</b>	<b>369</b>	<b>507</b>	<b>661</b>
营业外收支净额	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>825</b>	<b>369</b>	<b>507</b>	<b>661</b>
所得税	21	48	66	86
净利润	804	321	441	575
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>789</b>	<b>318</b>	<b>435</b>	<b>567</b>
少数股东损益	15	3	7	8

资料来源：东北证券



### 分析师简介:

**刘军:** 华中科技大学动力机械/会计学专业毕业, 现任东北证券机械行业首席分析师。有多年的工程机械与重卡行业相关实业经验, 曾任长江证券研究所行业研究员, 2010年以来具有10年证券从业经历。

**邰桂龙:** 复旦大学金融学硕士, 复旦大学经济学学士, 现任东北证券机械组分析师。曾任团中央中国青年志愿者扶贫接力计划研究生支教团支教教师, 2016年以来具有4年证券从业经历。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 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, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 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, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

## 东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

## 机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn