

投资评级 优于大市 维持

上半年归母净利润大幅增长, LKJ 市占率再创新高

股票数据

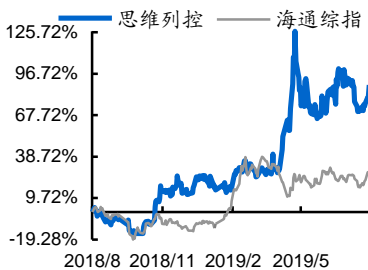
08月23日收盘价(元)	60.84
52周股价波动(元)	29.52-82.80
总股本/流通A股(百万股)	195/158
总市值/流通市值(百万元)	11848/9590

相关研究

《2018年归母净利润同比增加43.27%, 蓝信科技即将并表, 新产品推广顺利》2019.04.18

《行业复苏叠加产品迭代, 铁路列车安全控制龙头再次起飞》2018.11.21

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-8.8	-2.8	-7.4
相对涨幅(%)	-9.6	-2.4	-14.0

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: yz10334@htsec.com

证书: S0850517070009

投资要点:

- **事件:** 公司发布2019年半年报, 实现营业收入5.65亿元, 同比增长98.64%; 实现归母净利润7.23亿元(报告期内公司实施重大资产重组, 取得对联营企业蓝信科技剩余51%股权, 标的公司蓝信科技公允价值调整形成的投资收益5.56亿元), 同比增长625.09%。公司综合毛利率达62.72%, 同比增加4.96个百分点。19年2季度公司实现收入1.66亿元, 同比增加32.39%, 实现归母净利润0.27亿元, 同比下降37.37%, 单季度毛利率56.52%, 同比下降2.33个百分点。
- **并表叠加机务安防业务高增长, 股权激励导致费用增加。** 上半年公司收入实现高速增长, 一方面是蓝信科技并表2.29亿元收入, 另一方面公司机务安防业务实现收入9677.47万元, 同比增长136.50%。蓝信科技并表后也增加了相关费用, 同时报告期内公司对部分销售骨干、核心管理人员、核心研发人员实施限制性股权激励, 在销售费用、管理费用、研发费用中分别计入股权激励费用159.02、1922.60、878.28万元。
- **LKJ列控系统市场占有率创新高, 中标郑州局LKJ-15项目。** 2019年上半年, 我国铁路客货运输保持增长, 国家铁路发送旅客17.74亿人, 同比增长9.6%; 货运总发送量达到20.87亿吨, 同比增长5.4%。上半年国铁集团完成固定资产投资3220亿元, 同比增长3%, 铁路新造机车、动车组招标持续回暖。公司LKJ2000市场占有率较2018年末增长1.01个百分点至49.66%, 达到历史最高水平。在LKJ-15推广方面, 公司中标郑州局全路第一单LKJ-15采购招标项目。我们认为以郑州局招标为契机, LKJ-15系统有望加速推广, 为公司持续发展提供动力。
- **蓝信科技业绩保持高速增长。** 报告期内, 蓝信科技实现营业收入22901.66万元, 同比增长71.14%, 实现净利润12899.08万元, 同比增长146.05%, 实现扣非净利润12486.68万元, 同比增长139.02%。2019年上半年, 蓝信科技已完成2019年度业绩承诺扣非净利润1.69亿元的73.89%。我们预计子公司全年有望超额完成2019年业绩承诺。
- **盈利预测:** 2019年蓝信科技业绩将实现并表, 同时受益轨交景气回升, 我们预计公司19-21年分别实现归母净利润9.29、5.25、6.29亿元, 摊薄EPS分别为4.77、2.70、3.23元/股。2019年08月23日公司收盘价60.84元/股, 对应我们预测的2019-2021年PE各12.75、22.53、18.84倍。因为公司2019年确认较高投资收益, 我们上调2019年盈利预期。我们在2020年盈利预测基础上, 结合可比公司估值, 考虑到公司LKJ-15系统推广可能带来更多增长, 给予公司2020年24-26倍PE, 对应64.80-70.20元, 给予“优于大市”的投资评级。

- **风险提示:** 行业投资不及预期、新产品推广不及预期、新产品价格不及预期。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	460	541	1330	1740	2097
(+/-)YoY(%)	-24.6%	17.7%	145.7%	30.8%	20.6%
净利润(百万元)	131	188	929	525	629
(+/-)YoY(%)	-29.9%	43.3%	394.6%	-43.5%	19.7%
全面摊薄EPS(元)	0.67	0.96	4.77	2.70	3.23
毛利率(%)	58.5%	60.9%	60.0%	60.1%	60.1%
净资产收益率(%)	5.2%	7.0%	20.4%	10.6%	11.6%

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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 主营业务收入预测及主要假设

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
分产品销售收入 (百万元)					
LKJ 系统	393.26	466.42	697.22	888.76	1106.51
机务安防系统	63.99	69.90	93.56	144.81	151.40
蓝信科技业务			533.33	700.00	833.33
其他	2.84	5.11	6.00	6.00	6.00
合计主营业务收入	460.09	541.42	1330.11	1739.57	2097.25
分产品销售增长率 (%)					
LKJ 系统	-22.72	18.60	49.48	27.47	24.50
机务安防系统	-36.21	9.24	33.85	54.77	4.56
蓝信科技业务			-	31.25	19.05
其他	167.92	79.93	17.42	0.00	0.00
主营业务收入同比增长率 (%)	-24.61	17.68	145.67	30.78	20.56
分产品销售毛利率 (%)					
LKJ 系统	57.99	61.38	61.30	61.60	61.60
机务安防系统	60.37	60.19	60.00	60.00	60.00
蓝信科技业务			58.00	58.00	58.00
其他	84.53	31.13	85.00	85.00	85.00
合计主营业务毛利率 (%)	58.49	60.94	59.99	60.10	60.12

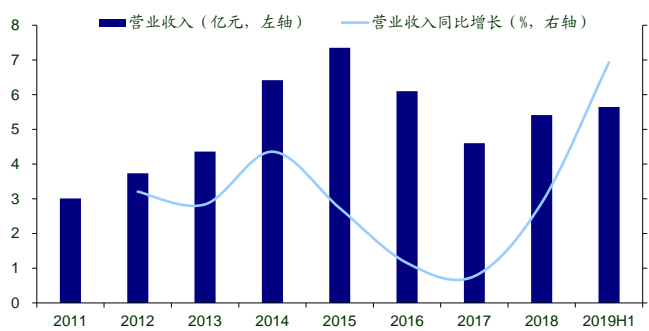
资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值 (2019/08/23)

公司名称	鼎汉技术	中国中车
总市值 (亿元)	33.18	2089.28
2019 年预估归母净利润 (亿元)	1.07	131.53
19PE (倍)	31.16	15.88
2020 年预估归母净利润 (百万)	1.66	148.18
2020 年 PE (倍)	19.99	14.10

资料来源: wind, 海通证券研究所

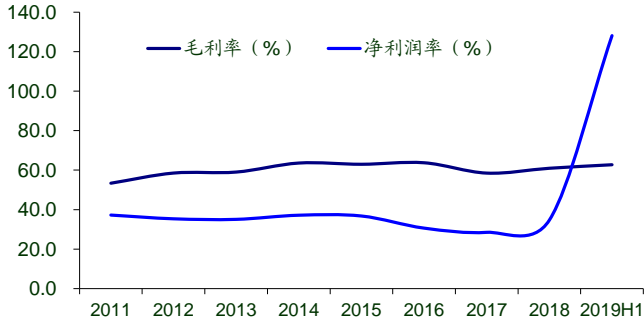
注: 预估归母净利润来自 wind 一致预期

图1 公司收入情况


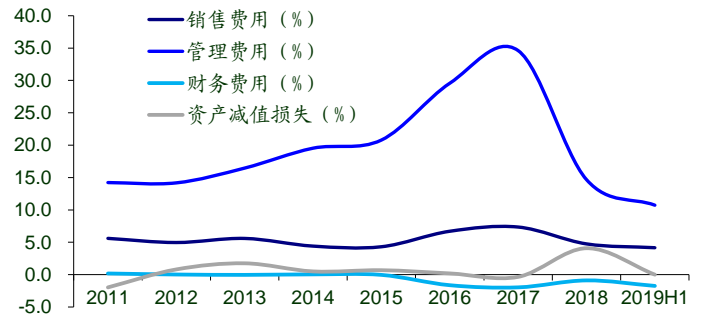
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图2 公司归母净利润情况

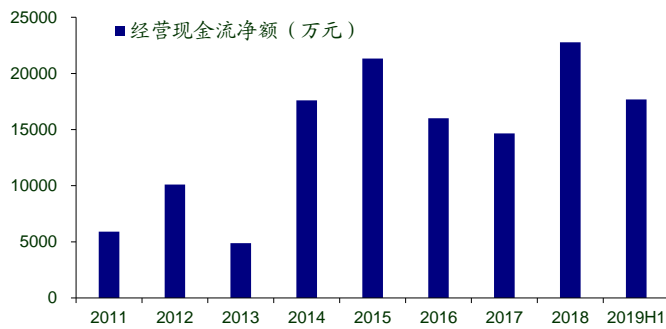

资料来源: Wind, 海通证券研究所

图3 公司盈利情况


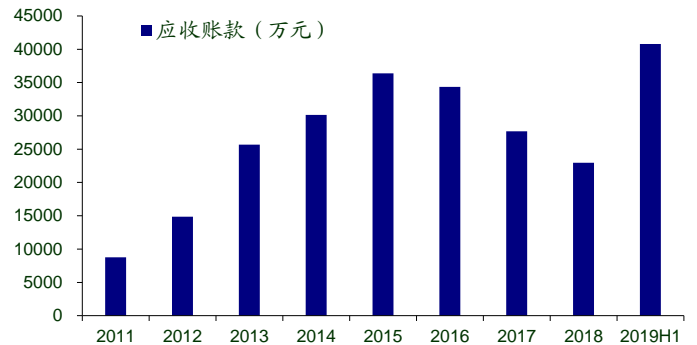
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图4 公司费用率情况


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图5 公司经营现金流净额情况


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 公司应收账款情况


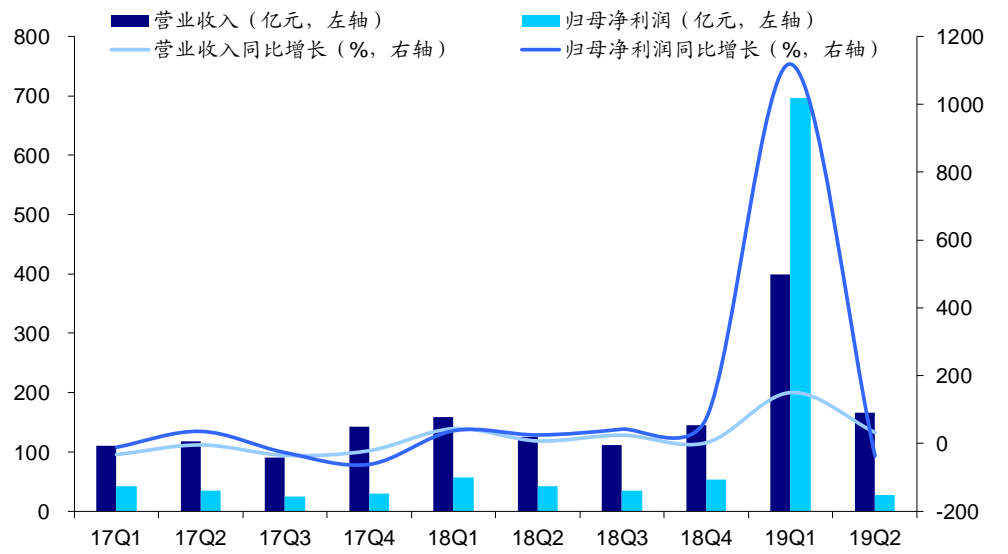
资料来源: Wind, 海通证券研究所

表3 母公司与重要子公司经营数据

公司名称	收入 (百万元)			净利润 (百万元)			净利润率 (%)		
	18H1	2018	19H1	18H1	2018	19H1	18H1	2018	19H1
母公司	211.53	397.92	219.94	85.05	151.12	52.70	40.21%	37.98%	23.96%
蓝信科技	133.80	351.17	229.02	52.43	109.23	129.00	39.19%	31.10%	56.33%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

图7 思维列控单季度业绩



资料来源: Wind, 海通证券研究所

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
每股指标 (元)					营业总收入	541	1330	1740	2097
每股收益	0.96	4.77	2.70	3.23	营业成本	211	532	694	836
每股净资产	13.70	23.43	25.47	27.77	毛利率%	60.9%	60.0%	60.1%	60.1%
每股经营现金流	1.17	2.45	0.47	2.66	营业税金及附加	9	23	29	35
每股股利	0.00	0.62	0.77	0.92	营业税金率%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
价值评估 (倍)					营业费用	26	53	70	84
P/E	41.27	12.75	22.53	18.84	营业费用率%	4.7%	4.0%	4.0%	4.0%
P/B	2.91	2.60	2.39	2.19	管理费用	79	160	191	231
P/S	17.98	8.91	6.81	5.65	管理费用率%	14.7%	12.0%	11.0%	11.0%
EV/EBITDA	40.20	29.50	21.12	16.74	EBIT	119	363	521	639
股息率%	0.0%	1.0%	1.3%	1.5%	财务费用	-5	-11	-12	-17
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.9%	-0.8%	-0.7%	-0.8%
毛利率	60.9%	60.0%	60.1%	60.1%	资产减值损失	22	0	0	0
净利润率	34.7%	69.8%	30.2%	30.0%	投资收益	73	580	30	30
净资产收益率	7.0%	20.4%	10.6%	11.6%	营业利润	210	1014	623	746
资产回报率	6.6%	17.4%	9.6%	10.5%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	4.6%	8.1%	9.6%	11.6%	利润总额	210	1014	623	746
盈利增长 (%)					EBITDA	151	388	542	664
营业收入增长率	17.7%	145.7%	30.8%	20.6%	所得税	19	71	90	108
EBIT 增长率	71.1%	204.2%	43.5%	22.7%	有效所得税率%	8.9%	7.0%	14.5%	14.5%
净利润增长率	43.3%	394.6%	-43.5%	19.7%	少数股东损益	3	14	8	10
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	188	929	525	629
资产负债率	6.0%	13.8%	8.4%	8.6%					
流动比率	7.8	3.4	5.6	6.1	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	6.4	2.8	4.6	5.0	货币资金	304	417	392	741
现金比率	1.8	0.6	0.8	1.4	应收账款及应收票据	255	674	763	862
经营效率指标					存货	247	423	475	527
应收账款周转天数	198.3	185.0	160.0	150.0	其它流动资产	520	959	974	988
存货周转天数	422.7	290.0	250.0	230.0	流动资产合计	1326	2473	2604	3118
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.4	长期股权投资	914	0	0	0
固定资产周转率	2.0	5.9	6.4	7.8	固定资产	177	273	272	268
					在建工程	2	4	4	4
					无形资产	63	113	112	112
					非流动资产合计	1541	2870	2868	2864
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	2866	5343	5473	5982
净利润	188	929	525	629	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	3	14	8	10	应付票据及应付账款	101	175	209	229
非现金支出	54	25	22	25	预收账款	26	120	139	147
非经营收益	-78	-24	-30	-30	其它流动负债	43	443	113	136
营运资金变动	61	-466	-433	-114	流动负债合计	169	738	461	512
经营活动现金流	228	477	92	519	长期借款	0	0	0	0
资产	-69	-2398	-20	-20	其它长期负债	1	1	1	1
投资	-90	914	0	0	非流动负债合计	1	1	1	1
其他	108	154	30	30	负债总计	171	739	462	513
投资活动现金流	-51	-1330	10	10	实收资本	160	195	195	195
债权募资	0	0	0	0	普通股股东权益	2668	4562	4960	5409
股权募资	2	1109	0	0	少数股东权益	28	42	50	60
其他	-44	-143	-127	-180	负债和所有者权益合计	2866	5343	5473	5982
融资活动现金流	-42	966	-127	-180					
现金净流量	135	113	-25	349					

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

注: 2019 年公司完成增发股份购买资产, 为体现资产增加、不影响经营现金流、配平报表, 我们在不影响净流量的基础上, 适当调节了融资和投资活动现金流。

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
1. 投资评级的比较和评级标准: 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;	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。
2. 市场基准指数的比较标准: 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。	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。