

产业并购效果显著，新产品推广助力后续高增长

——思维列控 2019H1 点评

半年报点评

郭泰 (分析师)

021-68865595

guotai@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010004

何宇超 (分析师)

021-68865595

heyuchao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518080001

陈皓 (分析师)

010-83561000

chenhao1@xsdzq.cn

证书编号: S0280518110001

● LKJ 更新延后&股权激励费用影响当期业绩，LKJ-15 推广保障后续增长：

公司 2019H1 实现营收/扣非净利润 5.65 亿元/1.6 亿元、同比增长 99%/149%，其中 Q2 单季度增长 32%/30%，增速有所放缓主要系 LKJ-15 进入推广阶段导致存量系统采购推迟，以及 2019 年 3 月和 5 月两次股权激励授予完成产生约 3000 万元费用影响当期业绩。我们认为 LKJ-15 自 2019 年 4 月首次采购后，后续逐步推广将释放 LKJ 系统的更新需求，公司与蓝信整合后竞争力将进一步提升，剔除因并购蓝信确认投资收益 5.56 亿元，考虑到股权激励费用的影响，预计 2019-2021 年公司净利润为 3.62 (-0.43) / 5.17 (-0.27) / 7.09 (-0.19) 亿元，同口径比较增长 30%/43%/37%，维持“强烈推荐”评级。

● 产业并购效果显著，2019H1 同口径比较营收/扣非净利润增长 36%/33%

公司 2018 年 4 月份收购蓝信 49% 股权、5-6 月产生投资收益，2019 年 1 月蓝信纳入合并报表，则同口径比较公司 2019H1 营收/扣非净利润分别增长 36%/33%。2019H1 蓝信实现营收/扣非净利润 2.29 亿元/1.25 亿元、同比增长 71%/139%，已完成 2019 年承诺业绩 (1.69 亿元) 的 74%，预计全年超承诺业绩；公司安防业务明显加速，2019H1 实现收入 9700 万元、同比增长 137%。我们认为公司并购完成后整合相关资源，协同效果突出，综合毛利率同比提升 4.96pct 到 62.72%，未来竞争力和盈利水平有望进一步提升。

● LKJ 市占率创新高奠定市场基础，LKJ-15 推广将释放较大需求

公司列控系统市占率持续稳步提升，LKJ2000 市占率较 2018 年底再次提升 1.01pct 至 49.66%，达到历史最高水平，为后续升级为 LKJ-15 奠定市场基础。2019 年 4 月公司已经中标郑州局全路第一单 LKJ-15 采购招标项目，2019 年 8 月太原局也挂网招标 LKJ-15，我们认为后期其它路局或将跟进，前期受到压制的更新需求或将集中释放。我们预计 2019-2021 年 LKJ 销量复合增速 10%，其中 LKJ-15 占比由 10% 提升至 45%；考虑 LKJ-15S 价格提升，国内 LKJ 市场规模复合增速 30%，也有力保障了公司未来 3 年高增长基础。

● 风险提示：新产品推广进度不达预期，商誉减值风险。

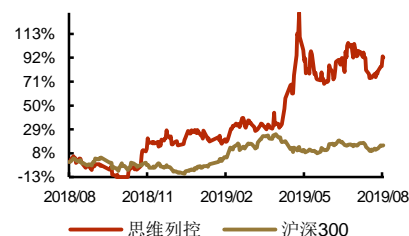
财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	460	541	1,209	1,572	2,010
增长率(%)	-24.6	17.7	123.3	30.0	27.9
净利润(百万元)	131	188	918	517	709
增长率(%)	-29.9	43.3	388.9	-43.7	37.1
毛利率(%)	58.5	60.9	64.3	64.5	66.5
净利率(%)	28.5	34.7	76.0	32.9	35.3
ROE(%)	5.0	7.1	26.1	13.0	15.3
EPS(摊薄/元)	0.67	0.96	4.72	2.66	3.64
P/E(倍)	98.0	68.4	14.0	24.9	18.1
P/B(倍)	5.1	4.8	3.6	3.2	2.8

强烈推荐 (维持评级)

市场数据	时间 2019.08.22
收盘价(元):	66.0
一年最低/最高(元):	29.52/82.8
总股本(亿股):	1.95
总市值(亿元):	128.53
流通股本(亿股):	1.58
流通市值(亿元):	104.03
近 3 月换手率:	152.57%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	1.17	-6.99	78.06
绝对	0.48	-3.85	91.74

相关报告

《Q1 收入和扣非后增长超预期，LKJ-15 助力未来 3 年高增长》2019-04-29

《公司业绩重回上升通道，列控龙头进入高速增长期》2019-04-18

《行业景气向上叠加产品升级，收购蓝信完善轨交布局》2019-02-26

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2277	1326	2141	2565	3031	营业收入	460	541	1209	1572	2010
现金	173	304	302	409	543	营业成本	191	211	431	558	672
应收票据及应收账款合计	333	255	706	876	1023	营业税金及附加	6	9	28	35	42
其他应收款	9	8	10	27	15	营业费用	34	26	51	60	64
预付账款	2	3	11	12	15	管理费用	159	79	133	141	165
存货	243	247	472	591	754	研发费用	0	96	181	228	281
其他流动资产	1517	509	640	650	680	财务费用	-9	-5	3	30	19
非流动资产	486	1541	2984	3196	3332	资产减值损失	-2	22	12	9	6
长期投资	1	914	1	1	1	公允价值变动收益	0	0	556	0	0
固定资产	376	177	322	438	547	其他收益	24	34	30	5	0
无形资产	36	63	69	76	80	投资净收益	36	73	70	60	30
其他非流动资产	73	386	2591	2681	2704	营业利润	140	210	1025	576	790
资产总计	2764	2866	5125	5761	6363	营业外收入	3	1	3	4	5
流动负债	196	169	1504	1667	1602	营业外支出	0	0	1	1	1
短期借款	0	0	1102	1113	1037	利润总额	143	210	1028	579	794
应付票据及应付账款合计	134	101	153	207	241	所得税	14	19	96	54	73
其他流动负债	62	69	249	347	324	净利润	130	191	932	526	721
非流动负债	2	1	20	21	25	少数股东损益	-2	3	14	8	12
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	131	188	918	517	709
其他非流动负债	2	1	20	21	25	EBITDA	157	232	1072	665	883
负债合计	198	171	1524	1688	1627	EPS(元)	0.67	0.96	4.72	2.66	3.64
少数股东权益	21	28	42	50	63						
股本	160	160	195	195	195	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	1345	1357	1357	1357	1357	成长能力					
留存收益	1040	1178	1875	2247	2743	营业收入(%)	-24.6	17.7	123.3	30.0	27.9
归属母公司股东权益	2545	2668	3559	4023	4673	营业利润(%)	-23.0	49.6	389.0	-43.8	37.1
负债和股东权益	2764	2866	5125	5761	6363	归属于母公司净利润(%)	-29.9	43.3	388.9	-43.7	37.1
						获利能力					
						毛利率(%)	58.5	60.9	64.3	64.5	66.5
						净利率(%)	28.5	34.7	76.0	32.9	35.3
						ROE(%)	5.0	7.1	26.1	13.0	15.3
						ROIC(%)	5.4	17.0	23.4	12.9	15.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	7.2	6.0	29.7	29.3	25.6
						净负债比率(%)	-6.7	-11.3	22.5	17.5	10.6
						流动比率	11.6	7.8	1.4	1.5	1.9
						速动比率	2.6	3.3	0.7	0.8	1.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
						应收账款周转率	1.3	1.8	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	1.4	1.8	0.0	0.0	0.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.67	0.96	4.72	2.66	3.64
						每股经营现金流(最新摊薄)	-1.06	6.16	-1.25	1.85	2.20
						每股净资产(最新摊薄)	13.07	13.70	18.10	20.48	23.82
						估值比率					
						P/E	98.0	68.4	14.0	24.9	18.1
						P/B	5.1	4.8	3.6	3.2	2.8
						EV/EBITDA	81.0	54.1	12.8	20.5	15.2

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	147	228	-244	360	429
净利润	130	191	932	526	721
折旧摊销	19	32	20	29	38
财务费用	-9	-5	3	30	19
投资损失	-36	-73	-70	-60	-30
营运资金变动	44	53	-585	-165	-321
其他经营现金流	-0	30	-544	1	1
投资活动现金流	-121	-51	-834	-182	-142
资本支出	102	69	2468	211	131
长期投资	-195	-90	914	0	0
其他投资现金流	-215	-72	2548	30	-11
筹资活动现金流	-33	-42	-26	-83	-77
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	35	0	0
资本公积增加	3	13	0	0	0
其他筹资现金流	-36	-55	-61	-83	-77
现金净增加额	-7	135	-1104	96	210

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

郭泰，首席机械行业分析师，上海交通大学硕士，证券从业经验6年，2017年12月进入新时代证券研究所。2013-2017年曾先后就职于中信建投证券和国泰君安证券，任机械行业分析师。2014年新财富军工行业第1名团队成员，2015年新财富机械行业第6名，2016年金牛奖装备制造业第3名，2017年新财富机械行业入围。

何宇超，机械行业分析师，北京航空航天大学工学学士，同济大学MBA，5年国产大飞机研制经历，2年机械行业研究经验，曾先后就职于中国商飞、光大证券，2018年1月进入新时代证券研究所。

陈皓，机械行业分析师，清华大学工学学士及硕士，2年机械行业研究经验，2018年3月进入新时代证券研究所，2017年卖方分析师水晶球奖机械行业第6名团队成员。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>