

投资评级 优于大市 维持

## 一季度末在手订单大幅增长,广州地铁招标有望近期落地

### 股票数据

04月27日收盘价(元)	11.91
52周股价波动(元)	6.66-12.34
总股本/流通A股(百万股)	448/442
总市值/流通市值(百万元)	5336/5263

### 相关研究

《轨交智能化小龙头,打开地铁运维广阔空间》2020.03.19

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	10.6	34.0	33.7
相对涨幅(%)	7.6	40.4	38.2

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:yzy10334@htsec.com

证书:S0850517070009

### 投资要点:

- 事件:** 公司披露 2019 年报及 2020Q1 报, 2019 年实现收入 6.90 亿元, 同比增长 32.76%, 实现归母净利润 1.30 亿元, 同比增长 23.62%, 扣非归母净利润 1.14 亿元, 同比增长 45.87%。从单季度看, 19Q4 实现营业收入 3.34 亿元, 同比增长 39.08%, 实现归母净利润 0.56 亿元, 同比增长 20.21%。2020Q1 受疫情影响, 公司收入同比略有下降, 实现营业收入 0.66 亿元, 同比下降 9.07%, 归母净利润 0.027 亿元, 同比上升 15.01%。
- 主要板块实现快速增长。** 从板块上看, (1) 轨道交通运营仿真培训系统: 实现收入 1.80 亿元, 同比增长 36.16%, 毛利率 50.20%, 下降 14.30pct; (2) 机车车辆车载监测与控制设备: 实现收入 1.61 亿元, 同比增长 48.17%, 毛利率 54.54%, 下降 7.81pct; (3) 机车车辆整备与检修作业控制系统: 实现收入 1.77 亿元, 同比增长 64.86%, 毛利率 42.62%, 下降 11.28pct; (4) 能量回馈装置: 实现收入 0.77 亿元, 同比下降 3.38%, 毛利率 50.80%, 增加 3.83pct; (5) 轨道交通电气化专业牵引供电设备: 实现收入 0.82 亿元, 同比下降 0.44%, 毛利率 60.22%, 下降 0.60pct。
- 经营质量不断提高, 研发投入助推新业务增长。** 19 年末公司应收账款余额 5.78 亿元, 同比减少 11.58%, 20Q1 末应收账款 4.92 亿元, 进一步下降。经营性现金流净额由 2018 年-0.11 亿元改善为 2019 年的 1.34 亿元, 20Q1 达 0.52 亿元, 较 19Q1 的-0.56 亿元明显改善。公司持续投入研发资金, 保持公司技术竞争力, 2019 年研发投入 8382.20 万元, 约占收入的 12.15%, 同比增长 12.72%, 低于收入增速, 有利于提高利润率水平。其中城轨信息化产品、城轨列车智能运维系统的研发取得良好进展。根据公司年报, 公司城轨列车三取二逻辑控制装置科研示范两列车在广州地铁 21 号线运用; 2018 年 12 月广州地铁 18#22#车辆招标, 预计 2020 年 4 月智能运维招标, 约 1.2 亿人民币。
- 盈利预测:** 根据 19 年报, 截止至 20 年 1 季度末, 公司在手订单 12 亿元, 实现大幅增长。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.0、2.8、3.6 亿元。考虑到公司产品具有较大发展空间, 结合可比公司情况, 给予 2020 年 25-30 倍 PE, 对应合理价值区间 11.25-13.50 元, 给予“优于大市”的投资评级
- 风险提示:** 铁路投资不及预期, 城轨开通里程不及预期, 车辆招投标不及预期。

### 主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	520	690	1196	1681	2075
(+/-)YoY(%)	-24.7%	32.8%	73.4%	40.5%	23.4%
净利润(百万元)	105	130	200	282	356
(+/-)YoY(%)	-23.2%	23.6%	53.3%	41.1%	26.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.24	0.29	0.45	0.63	0.79
毛利率(%)	58.5%	48.8%	47.7%	46.7%	46.5%
净资产收益率(%)	8.9%	10.0%	13.3%	15.8%	16.7%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 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

图1 公司收入情况



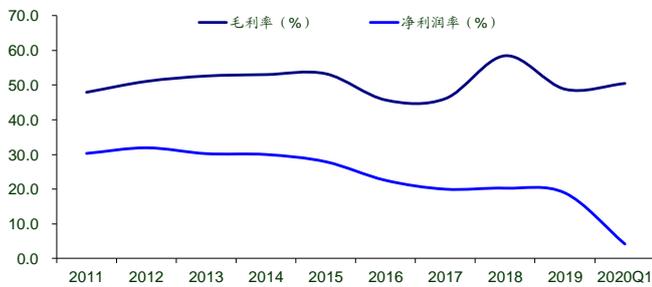
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图2 公司归母净利润情况



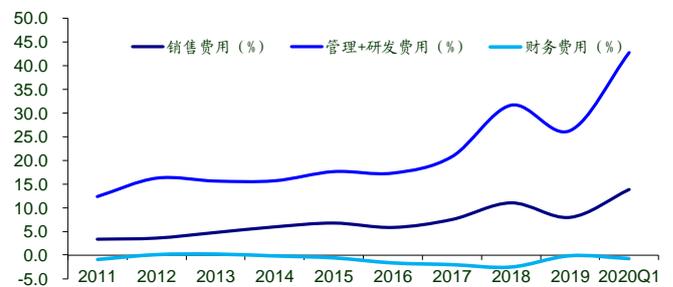
资料来源: Wind, 海通证券研究所

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

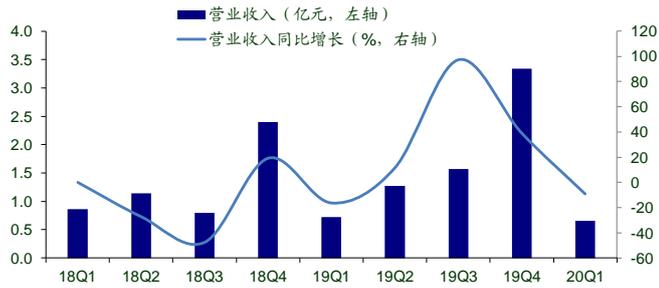


资料来源: Wind, 海通证券研究所

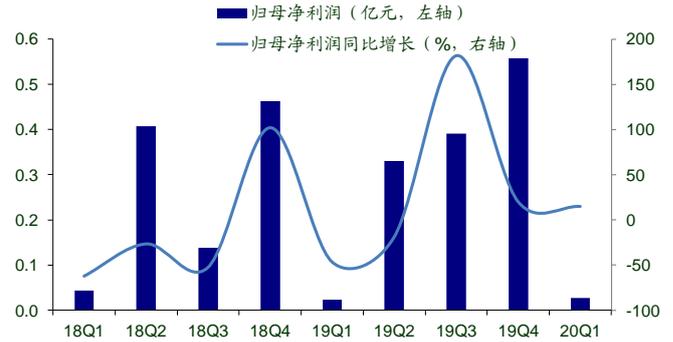
图6 公司应收账款情况



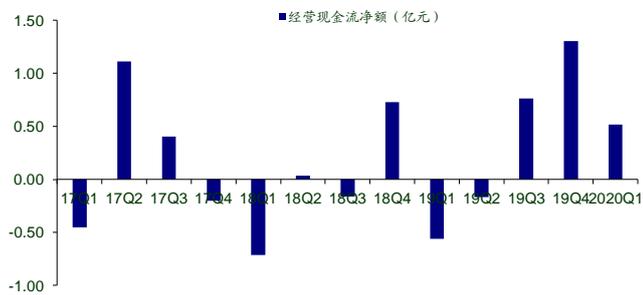
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图7 公司单季度收入情况**


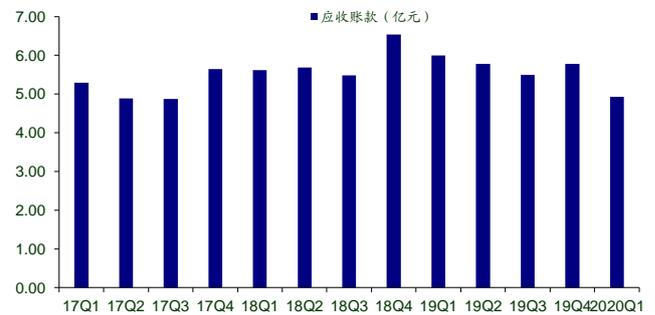
资料来源：Wind，海通证券研究所

**图8 公司单季度归母净利润情况**


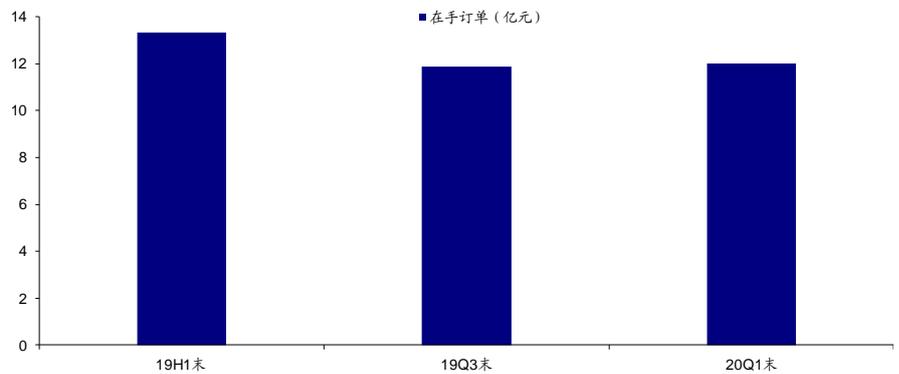
资料来源：Wind，海通证券研究所

**图9 公司单季度经营现金流净额情况**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图10 公司单季度盈利情况**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图11 公司在手订单**


资料来源：19 半年报，19 年三季报，19 年报，海通证券研究所

表 1 公司季度经营情况

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
营业收入 (百万元)	86.2	114.0	79.5	239.9	72.2	127.2	156.8	333.6	65.6
yoy (%)	-4.8%	-25.1%	-47.4%	-19.0%	-19.4%	1.3%	51.1%	39.08%	-9.07%
毛利率 (%)	50.5%	58.9%	70.4%	57.3%	50.3%	61.2%	52.6%	42.1%	50.5%
销售费用 (%)	13.3%	10.3%	14.4%	9.4%	9.9%	6.3%	4.4%	9.8%	13.8%
管理费用 (%)	32.8%	29.0%	25.0%	15.4%	22.2%	17.6%	12.8%	12.8%	17.4%
财务费用 (%)	-3.5%	-3.7%	-4.1%	-1.1%	-1.9%	-1.3%	-1.5%	1.3%	-0.7%
研发费用 (%)			18.7%	13.1%	19.1%	12.1%	12.8%	9.3%	25.3%
归母净利润 (百万元)	4.4	40.7	13.9	46.3	2.3	33.1	39.1	55.7	2.7
yoy (%)	-62.0%	-26.4%	-52.2%	102.0%	-46.4%	-18.8%	181.5%	20.21%	15.01%
净利率 (%)	5.1%	35.7%	17.5%	19.3%	3.3%	26.0%	24.9%	16.7%	4.1%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 主营业务收入预测及主要假设

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>分产品销售收入 (百万元)</b>					
轨道交通运营仿真培训系统及相关	133	180	215	244	274
机车车辆整备与检修作业控制系统	107	177	347	480	580
机车车辆车载监测与控制设备及相关	109	161	274	354	406
轨道交通电气化专业牵引供电设备	82	82	94	104	114
再生能量吸收装置	79	77	100	125	150
其他主营业务	10	13	168	376	552
<b>合计主营业务收入</b>	<b>520</b>	<b>690</b>	<b>1196</b>	<b>1681</b>	<b>2075</b>
<b>分产品销售增长率 (%)</b>					
轨道交通运营仿真培训系统及相关		36	19	13	13
机车车辆整备与检修作业控制系统		65	96	38	21
机车车辆车载监测与控制设备及相关		48	70	29	15
轨道交通电气化专业牵引供电设备		0	15	10	10
再生能量吸收装置		-3	30	25	20
其他主营业务		36	1188	124	47
<b>主营业务收入同比增长率 (%)</b>		<b>33</b>	<b>73</b>	<b>41</b>	<b>23</b>
<b>分产品销售毛利率 (%)</b>					
轨道交通运营仿真培训系统及相关	65	50	51	51	51
机车车辆整备与检修作业控制系统	54	43	42	42	41
机车车辆车载监测与控制设备及相关	62	55	53	52	52
轨道交通电气化专业牵引供电设备	61	60	60	60	60
再生能量吸收装置	47	51	51	51	51
其他主营业务	60	-39	37	41	42
<b>合计主营业务毛利率 (%)</b>	<b>59</b>	<b>49</b>	<b>48</b>	<b>47</b>	<b>47</b>

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 3 可比公司估值 (2020/4/27)

公司名称	神州高铁	众合科技	鼎汉技术
市值 (亿元)	91.21	45.06	35.47
2020 年归母净利润 (亿元)	5.76	1.95	0.51
2020PE (倍)	15.83	23.15	69.56

资料来源: wind, 海通证券研究所

注: 2020 年归母净利润来自 wind 一致估计。因“思维列控”暂无 wind 一致预期, 更换为“众合科技”。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>690</b>	<b>1196</b>	<b>1681</b>	<b>2075</b>
每股收益	0.29	0.45	0.63	0.79	营业成本	353	626	896	1109
每股净资产	2.89	3.34	3.97	4.76	毛利率%	48.8%	47.7%	46.7%	46.5%
每股经营现金流	0.30	-0.24	0.16	0.42	营业税金及附加	7	13	18	22
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	55	92	123	147
P/E	40.98	26.73	18.94	15.00	营业费用率%	7.9%	7.7%	7.3%	7.1%
P/B	4.11	3.57	3.00	2.50	管理费用	101	173	239	290
P/S	7.73	4.46	3.17	2.57	管理费用率%	14.7%	14.5%	14.2%	14.0%
EV/EBITDA	30.75	33.55	23.26	17.60	EBIT	94	156	220	278
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-1	0	0	-3
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.2%
毛利率	48.8%	47.7%	46.7%	46.5%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	18.9%	16.7%	16.8%	17.1%	投资收益	13	24	34	41
净资产收益率	10.0%	13.3%	15.8%	16.7%	<b>营业利润</b>	<b>142</b>	<b>222</b>	<b>313</b>	<b>395</b>
资产回报率	6.6%	7.5%	8.5%	8.8%	营业外收支	0	1	1	1
投资回报率	6.3%	8.6%	10.8%	11.5%	<b>利润总额</b>	<b>142</b>	<b>222</b>	<b>313</b>	<b>396</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	111	156	220	278
营业收入增长率	32.8%	73.4%	40.5%	23.4%	所得税	16	24	34	44
EBIT 增长率	24.2%	66.0%	41.3%	26.3%	有效所得税率%	10.9%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润增长率	23.6%	53.3%	41.1%	26.3%	少数股东损益	-3	-2	-3	-4
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>130</b>	<b>200</b>	<b>282</b>	<b>356</b>
资产负债率	32.4%	43.0%	45.5%	46.4%					
流动比率	2.65	2.09	2.01	2.01	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
速动比率	2.16	1.62	1.52	1.52	货币资金	193	200	216	444
现金比率	0.31	0.18	0.14	0.24	应收账款及应收票据	665	1131	1529	1819
<b>经营效率指标</b>					存货	267	463	638	790
应收账款周转天数	305.72	300.00	290.00	280.00	其它流动资产	544	591	640	680
存货周转天数	275.88	270.00	260.00	260.00	流动资产合计	1668	2385	3024	3734
总资产周转率	0.35	0.45	0.51	0.52	长期股权投资	31	31	31	31
固定资产周转率	5.08	8.82	12.39	15.29	固定资产	136	136	136	136
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	28	28	28	28
					非流动资产合计	301	294	294	294
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>资产总计</b>	<b>1969</b>	<b>2679</b>	<b>3318</b>	<b>4028</b>
净利润	130	200	282	356	短期借款	5	90	0	0
少数股东损益	-3	-2	-3	-4	应付票据及应付账款	321	532	761	942
非现金支出	9	0	0	0	预收账款	44	72	101	124
非经营收益	-14	-23	-32	-42	其它流动负债	259	449	640	793
营运资金变动	12	-282	-173	-124	流动负债合计	629	1142	1502	1859
<b>经营活动现金流</b>	<b>134</b>	<b>-106</b>	<b>73</b>	<b>186</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-3	7	1	1	其它长期负债	9	9	9	9
投资	-114	0	0	0	非流动负债合计	9	9	9	9
其他	12	24	34	41	<b>负债总计</b>	<b>638</b>	<b>1151</b>	<b>1511</b>	<b>1869</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-105</b>	<b>31</b>	<b>34</b>	<b>42</b>	实收资本	448	448	448	448
债权募资	2	85	-90	0	普通股股东权益	1297	1496	1778	2134
股权募资	31	0	0	0	少数股东权益	34	32	29	25
其他	-58	-2	-2	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>1969</b>	<b>2679</b>	<b>3318</b>	<b>4028</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-25</b>	<b>83</b>	<b>-91</b>	<b>0</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>16</b>	<b>228</b>					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 27 日

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

## 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：徐工机械,浙江鼎力,联瑞新材,快克股份,捷昌驱动,伊之密,思维列控,运达科技,中铁工业,中联重科,豪迈科技,柳工,石头科技,诺力股份,中国中车,捷佳伟创,弘亚数控,迈为股份,华特股份,五洲新春,金卡智能,杰克股份,龙马环卫,晶盛机电,中集集团,先导智能,杭氧股份,天铁股份,安徽合力,中密控股

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。