



东兴证券
DONGXING SECURITIES

铁路核心装备龙头供应商

——思维列控（603508）深度报告

2016年02月03日

推荐/首次

思维列控

深度报告

报告摘要:

公司是列控系统龙头企业,致力于成为中国行车安全整体解决方案提供商。列控系统是铁路核心装备,公司核心产品具有市场准入、技术、体系的高壁垒,市场地位稳固。

目前,公司主要产品是LKJ系统、6A车载音视频显示终端、CMD车载子系统:

- ◆ **LKJ系统市场将保持稳定。**我们预计未来几年新增LKJ市场将保持平稳,更新LKJ市场将保持小幅增长。从2015年到2020年,LKJ市场需求将从5163套增长到5713套,年均复合增长率为2.8%。公司在LKJ系统市场占有率超过40%,市场地位稳固,收入增速将与行业同步。
- ◆ **6A车载音视频显示终端市场未来将稳步增长。**该终端仅由思维列控和南车电气时代两家供应,公司市场地位稳固。目前市场渗透率过半,预计未来该业务将稳步增长。
- ◆ **CMD车载子系统市场渗透率很低,正处于市场爆发期。**2015年,铁总招标2500套,同比大增284%。公司在CMD车载子系统市场占有率为30%,市场地位稳固。未来两年CMD车载子系统收入将大幅增长。

我们看好公司募投项目。公司募投项目都是依托公司原有核心优势展开,具有很强的可行性。随着公司募投项目逐步投产,公司经营效益将得到显著提升。根据规划,全部项目达产后预计将年平均新增销售收入10亿元,新增税后净利润2.9亿元。

公司盈利预测及投资建议。我们预计公司2015年-2017年营业收入分别为7.08亿元、7.82亿元和8.55亿元,归属于上市公司股东净利润分别为2.61亿元、2.90亿元和3.15亿元;每股收益分别为1.63元、1.81元和1.97元,对应PE分别为56、51和47。参考同行业同类公司2016年估值,给予公司6个月目标价101.36元,首次覆盖,给予公司“推荐”评级。

财务指标预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	436.09	641.66	707.84	781.99	855.10
增长率(%)	16.80%	47.14%	10.31%	10.48%	9.35%
净利润(百万元)	152.91	238.46	261.29	289.68	315.43
增长率(%)	15.88%	55.94%	9.58%	10.87%	8.89%
净资产收益率(%)	28.80%	30.99%	13.07%	13.16%	13.02%
每股收益(元)	1.27	1.99	1.63	1.81	1.97
PE	72.37	46.19	56.28	50.76	46.62
PB	20.77	14.33	7.36	6.68	6.07

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

叶盛

010-66554022

yesheng@dxzq.net.cn

任天辉

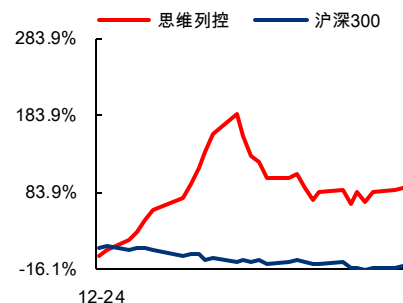
010-66554037

rentianhui1989@hotmail.com

交易数据

52周股价区间(元)	91.91-48.33
总市值(亿元)	147.06
流通市值(亿元)	36.76
总股本/流通A股(万股)	16000/4000
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	11.01

52周股价走势图



资料来源:东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 国内领先的列控系统供应商	4
1.1 公司聚焦列车行车安全领域	4
1.2 公司管理团队稳定	4
1.3 公司经营业绩快速增长	5
2. 现有产品收入稳中有进	7
2.1 LKJ 系列产品	7
2.1.1 LKJ 市场将稳步增长	8
既有车 LKJ 更新市场将保持稳定	8
新造车 LKJ 市场将持平	9
LKJ 市场将保持稳定	10
2.1.2 思维列控行业竞争地位稳固	10
2.2 6A 车载音视频显示终端	11
2.3 CMD 车载子系统开始放量	12
3. 公司募投项目大有可为	13
3.1 公司具有核心竞争优势	13
3.2 公司依托原有优势继续拓展新产品线	14
4. 盈利预测及估值	15
5. 投资建议	16
6. 风险提示	16

表格目录

表 1:思维列控发展历程	4
表 2:部分董事会及高管履历	5
表 3:LKJ 系统更新需求测算	8
表 4:LKJ 未来市场需求测算	10
表 5:思维列控募资金投资项目	14
表 6:公司收入预测表	15
表 7:铁路行业上市公司比较	15
表 8: 公司盈利预测表	17

插图目录

图 1:公司股权结构图	5
图 2:公司营业收入构成	6
图 3:思维列控营业收入（亿元）	6
图 4:思维列控净利润（亿元）	6
图 5:思维列控利润率	7
图 6:LKJ 产品构成.....	7
图 7:铁路机车拥有量（台）	8
图 8:动车组数量（列）	8
图 9:我国铁路货运量（亿吨）	9
图 10:我国铁路客运量（亿人次）	9
图 11:我国高铁客流量预测	9
图 12:LKJ 市场竞争格局.....	10
图 13:机车车载安全防护系统构成示意图	11
图 14: 思维列控 6A 车载音视频显示终端产量及销量.....	12
图 15:思维列控 6A 车载音视频显示终端收入预测（亿元）	12
图 16:CMD 系统与其他系统关系示意图	12
图 17:CMD 车载子系统招标情况.....	13
图 18:思维列控 CMD 车载子系统业务收入预测图	13

1. 国内领先的列控系统供应商

1.1 公司聚焦列车行车安全领域

公司成立于 1993 年，位于郑州高新技术产业开发区，是专业从事列车监控系统及产品研发、设计、生产、服务的高新技术企业。公司以 LKJ 列控系统为核心，不断拓展行车安全监测、LKJ 安全管理及信息化等业务领域，希望能够成为列车运行控制、行车安全监测、LKJ 安全管理及信息化的整体解决方案提供商。

自从 1993 年成立以来，公司始终在列车行车安全领域扩展，先后推出了三代列车监控系统：JK-2H、LKJ93 和 LKJ-2000，为历次铁路大提速、保障铁路运输事业的飞速发展做出了突出贡献。

除了 LKJ 系列产品之外，公司还在机车车载安全防护系统积极拓展产品线。2012 年，公司 6A 车载音视频显示终端研制成功，并于 2013 年在我国铁路市场推广应用。2014 年，公司 CMD 系统车载子系统研制成功，并开始小批量推广。

表 1:思维列控发展历程

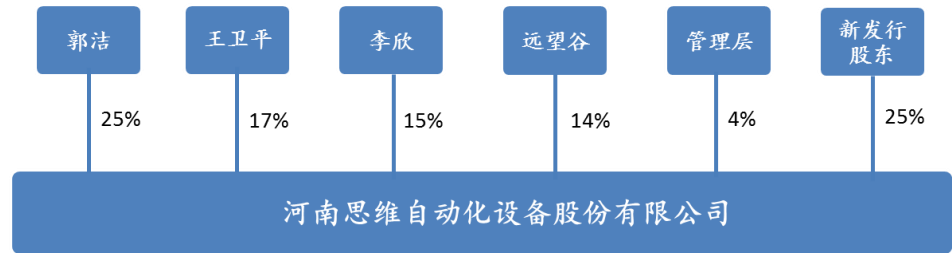
年份	事件
1993	河南思维公司成立
1994	公司第一代列控产品 JK-2H 监控装置被铁道部认可并在全路推广应用
1995	公司被原铁道部指定为“铁路安全设备定点生产厂家”
1997	公司监控装置生产开始由 JK-2H 向第二代列控产品 LKJ93 转型
1999	公司开始第三代列车监控产品 LKJ-2000 的研发
2004	LKJ-2000 型监控装置开始在各路局大批量安装使用
2012	公司 6A 车载音视频显示终端研制成功并开始应用
2015	公司首次公开发行 A 股上市，发行价 33.56 元/股

资料来源：公司网站、东兴证券研究所

1.2 公司管理团队稳定

1998 年 2 月 18 日，李欣、李立、王卫平和胡克成立了河南思维自动化设备有限公司。2011 年，李欣和王卫平分别将所持有的 10%股权转让给远望谷，同年思维有限整体变更为股份有限公司。2013 年，李立因病去世，其配偶郭洁继承其股权。

2015 年 12 月，公司首次公开发行 A 股上市，发行 4000 万股，发行后的公司股权结构如下图所示。公司实际控制人为公司创始人团队：李欣、郭洁（继承李立）、王卫平，合计持有公司股份为 57%。

图 1:公司股权结构图


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

公司管理团队在铁路行业具有丰富的工作经验，在公司服务多年。2015 年，公司对高管团队进行了调整，选拔了部分专业素质较高的年轻骨干加入新一届高管团队，进一步优化了管理层结构。

表 2:部分董事会及高管履历

姓名	职位	履历
李欣	董事长	1954 年出生，曾任郑州铁路局电务器材厂副厂长，曾获郑州市五一劳动奖章。现任河南省软件服务业协会常务副理事长
方伟	总经理	1973 年出生，曾在郑州富炜新材料有限公司任职，曾任河南思维自动化设备有限公司销售部主任、副总经理、总经理
高亚举	副总经理	1970 年出生，硕士学历，高级工程师，曾任郑州铁路局郑州机务段检修车间助理工程师、河南思达自动化设备有限公司开发部副主任、设计部主任
秦伟	副总经理	1971 年出生，大专学历。曾在郑州化工厂、河南思达自动化设备有限公司任职
张子健	总工程师	1972 年出生，本科学历，高级工程师。曾任河南思达自动化设备有限公司技术服务二部主任、软件部主任、设计二部主任、总工程师

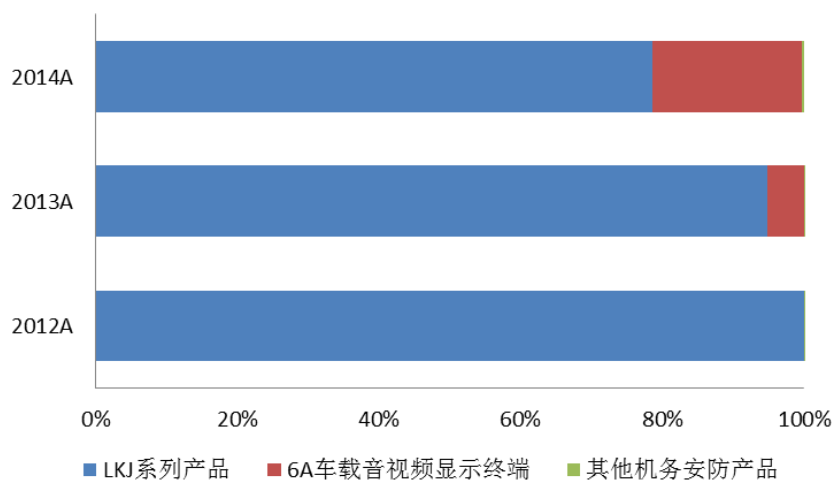
资料来源：公司招股书、东兴证券研究所

1.3 公司经营业绩快速增长

公司产品线沿着两个维度拓展，一方面以 LKJ 列控系统为核心，不断拓展相关业务领域，另一方面积极发展机务安防系统。目前，公司主要产品是 LKJ 系列产品、机务安防系统（6A 车载音视频显示终端、CMD 车载子系统）等产品。公司是 LKJ 系统仅有的两家供应商之一，2014 年市场份额超过 40%，具有稳固的市场地位。

从收入构成来看，2014 年，公司 LKJ 系列产品收入占比为 79%，机务安防系统占比为 21%，其中机务安防系统业务收入主要来自于 6A 车载音视频显示终端，2014 年收入增长迅速。

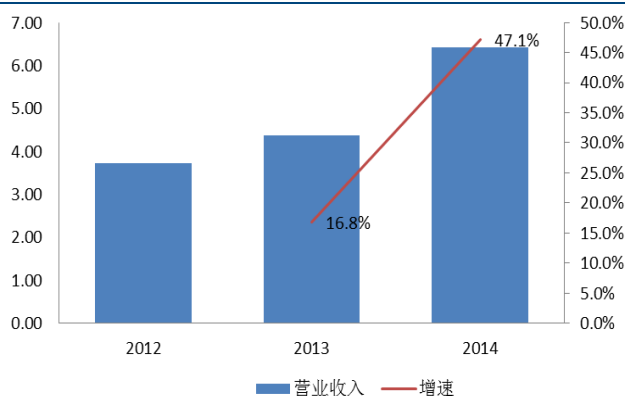
图 2:公司营业收入构成



资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

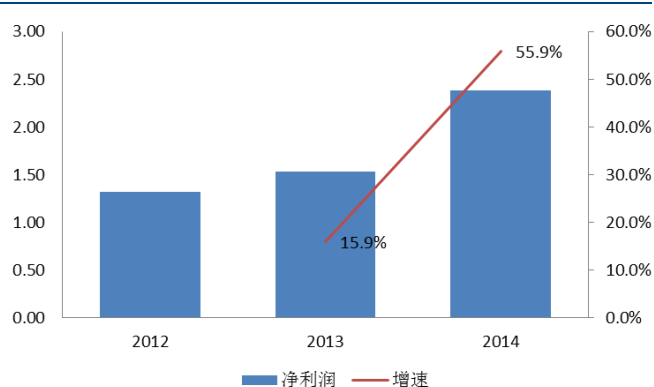
公司经营业务快速增长。2012 年到 2014 年，公司营业收入从 3.72 亿元增至 6.42 亿元，年均复合增长率为 31.1%；同期净利润从 1.32 亿元增至 2.38 亿元，年均复合增长率为 34.4%。

图 3:思维列控营业收入（亿元）



资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

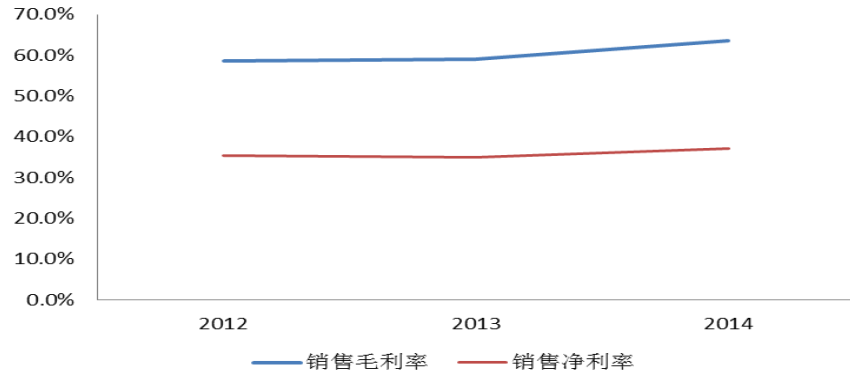
图 4:思维列控净利润（亿元）



资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

公司盈利能力很强。从 2012 年到 2014 年，公司销售毛利率保持在 60%以上，销售净利率超过了 35%。这主要是由于公司产品需要严格认证，合格供应商数量很少，能够保持较高的利润率水平。

图 5:思维列控利润率



资料来源: 公司招股书、东兴证券研究所

2. 现有产品收入稳中有进

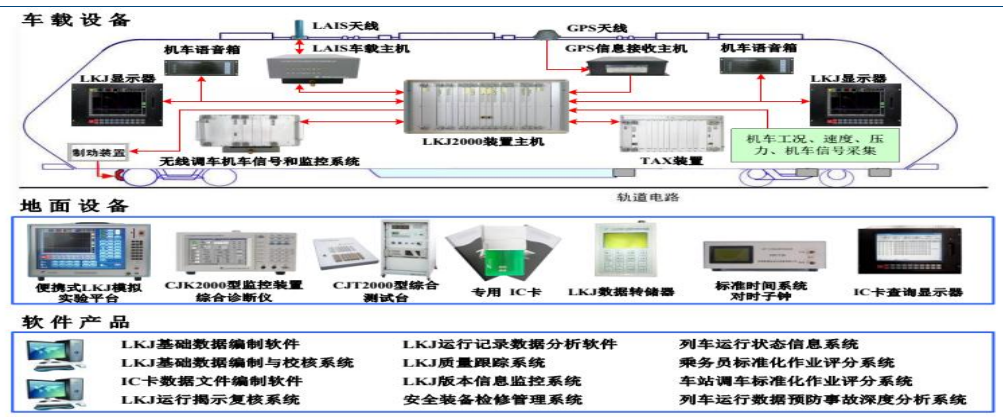
公司主要产品为 LKJ 系列产品、机务安防系统 (6A 车载音视频显示终端、CMD 车载子系统)。下面对这三种产品的市场进行逐一分析:

2.1 LKJ 系列产品

上世纪 90 年代之前, 铁路机车主要依靠司机驾驶, 铁路冒进信号、超速事故频发。在铁路主管部门主导下, 由我国自主研发了三代列控系统 JK-2H、LKJ-93 和 LKJ2000。LKJ 系列列控系统有效保障了我国铁路运输安全, 为历次铁路大提速做出了突出贡献。

LKJ2000 是我国近十余年来列车运行控制系统车载设备的主流装备, 已经全面覆盖了铁路机车、时速 200 公里速度级别动车组。截至 2014 年底, LKJ2000 已经完成了在全路 2 万余台机车、时速 200 公里速度级别动车组的安装。

图 6:LKJ 产品构成



资料来源: 公司招股书、东兴证券研究所

LKJ 系统已经形成平台化优势, 壁垒极高。LKJ 拥有列车的核心运行数据, 通过 TAX、LAIS 等相关设备, LKJ 系统搭建了服务电务、机务、工务、供电等众多铁路关键安全领域的集成信息平台。因此, 作为众多车载安全设备关键基础数据的准确提供者, LKJ 系统已经深入渗透到铁路安全管理众多关键领域, 地位难以取代。

2.1.1 LKJ 市场将稳步增长

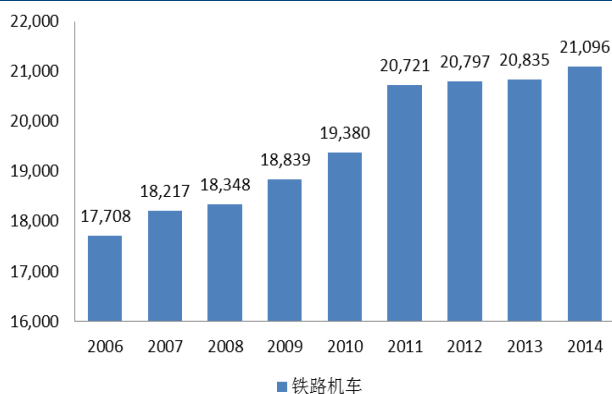
LKJ 系统市场可以分为新造车 LKJ 市场及既有车 LKJ 更新市场。新造车 LKJ 系统及相关设备由中国铁路总公司招标采购, 而既有车 LKJ 更新则主要由各路局自行采购。

下面分别分析:

既有车 LKJ 更新市场将保持稳定

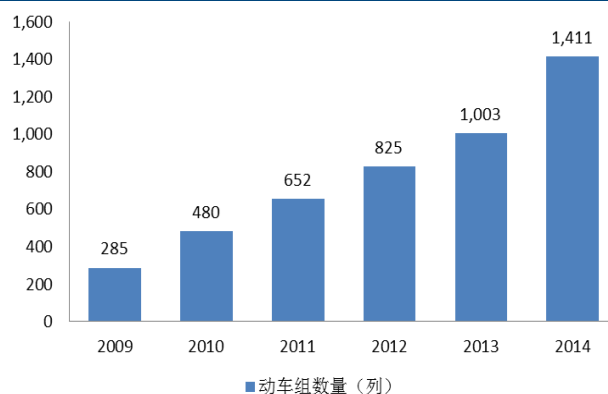
我国铁路机车拥有量保持缓慢增长的势头。2006 年到 2014 年, 铁路机车拥有量从 17708 台增至 21096 台, 年均复合增长率为 2.2%。与之相关的 LKJ 更新将保持稳定增长。而同期动车组保持高速增长, 将为既有车 LKJ 更新带来快速增长。

图 7: 铁路机车拥有量 (台)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 8: 动车组数量 (列)



资料来源: 铁路公报, 东兴证券研究所

一般来说, LKJ 系统的使用寿命是 6-8 年。假设 LKJ 系统更新周期为 6 年, 既有动车组中 50% 装有 LKJ 系统。由于每台机车装有 1 套 LKJ 系统, 每列动车组装有 2 套 LKJ 系统。则未来几年, LKJ 系统的更新需求测算如下所示:

表 3: LKJ 系统更新需求测算

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
需更新机车 (台)	3,140	3,230	3,454	3,466	3,473	3,516
需更新动车组 (列)	24	40	54	69	84	118
需 LKJ 套数	3,187	3,310	3,562	3,604	3,640	3,751
增速		3.8%	7.6%	1.2%	1.0%	3.1%

资料来源: wind, 铁路公报, 东兴证券研究所

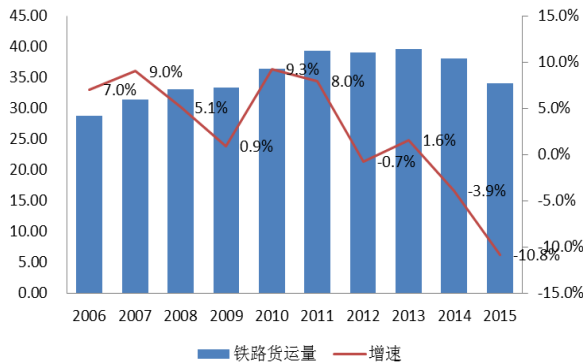
新造车 LKJ 市场将持平

新造车 LKJ 市场主要取决于每年新造机车和动车组数量。而铁路总公司采购新机车和动车组数量则受每年铁路客运量、铁路货运量和铁路设备投资的综合影响。

近年来,我国铁路货运低迷。2015 年,我国铁路货运量为 34 亿吨,同比下降 10.8%。低迷的铁路货运对货运机车的新增需求产生了一定负面影响。

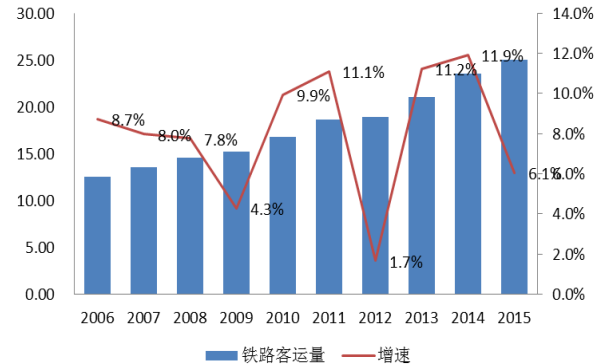
而另一方面,我国铁路客运稳步增长。2015 年,我国铁路客运量达到 25 亿人次,同比增长 6.1%,增长主要来自于高铁客运量。

图 9:我国铁路货运量 (亿吨)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

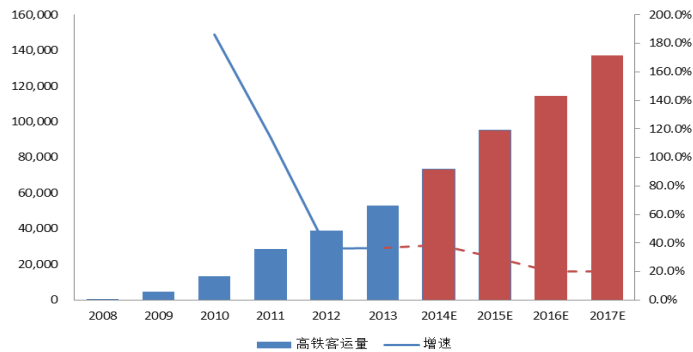
图 10:我国铁路客运量 (亿人次)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

我国高铁客运量保持高速增长的势头。2013 年,高铁发运旅客 5.3 亿人次,旅客周转量达到 2140 亿人公里,两项指标连续两年保持 35%以上的增速。2015 年以来,我国高铁客流量增速达到了 30%,仍然保持了强劲增长。预计未来两年,高铁客流量将保持 20%以上的增速。到 2017 年,高铁客流量将达到约 14 亿人次,占铁路客流量的近 50%。高铁客流量的快速增长将对 LKJ 的新增需求产生了明显的推动。

图 11:我国高铁客流量预测



注: 高铁客运量仅指运行在高铁客运专线上的客流量。资料来源: wind, 东兴证券研究所

综合以上,受铁路货运量和普通铁路客运低迷影响,新造铁路机车 LKJ 采购将持平,或略有下降。而在高铁客流量稳步增长带动下,新造动车组 LKJ 将稳步增长。再参考铁路总公司的订单招标情况,我们预计未来两年,新造车 LKJ 市场将保持小幅增长。

LKJ 市场将保持稳定

综上所述,我们预计未来几年新增市场将保持平稳,更新 LKJ 市场将保持小幅增长。整个 LKJ 市场将保持稳定。从 2015 年到 2020 年,LKJ 市场需求将从 5163 套增长到 5713 套,年均复合增长率为 2.8%。

目前,每套 LKJ2000 系统及相关设备价格约为 20 万元,则 2015 年 LKJ 市场规模约 10 亿元。目前,新一代列控系统已经在实地测试中,届时一旦投放市场将显著提升 LKJ 市场增速。

表 4:LKJ 未来市场需求测算

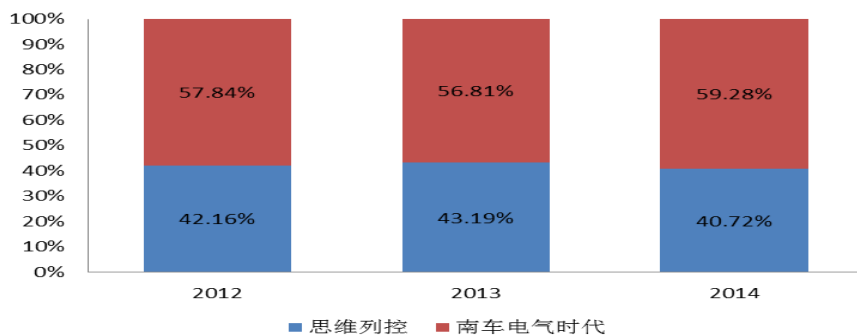
	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
新造 LKJ 市场需求 (套)	1,828	1,607	1,627	1,670	1,717	1,769
更新 LKJ 市场需求 (套)	3,335	3,402	3,627	3,644	3,881	3,944
LKJ 市场需求 (套)	5,163	5,009	5,254	5,314	5,598	5,713
增速	3.7%	-3.0%	4.9%	1.1%	5.3%	2.1%

资料来源: Wind、铁路公报、东兴证券研究所

2.1.2 思维列控行业竞争地位稳固

列控系统行业具有极高的进入门槛,LKJ 系统仅由南车电气时代和思维列控两家供应,形成寡头垄断竞争格局。思维列控行业竞争地位稳固,过去三年市场占有率始终在 40%以上。我们预计未来市场格局不会发生改变。

图 12:LKJ 市场竞争格局

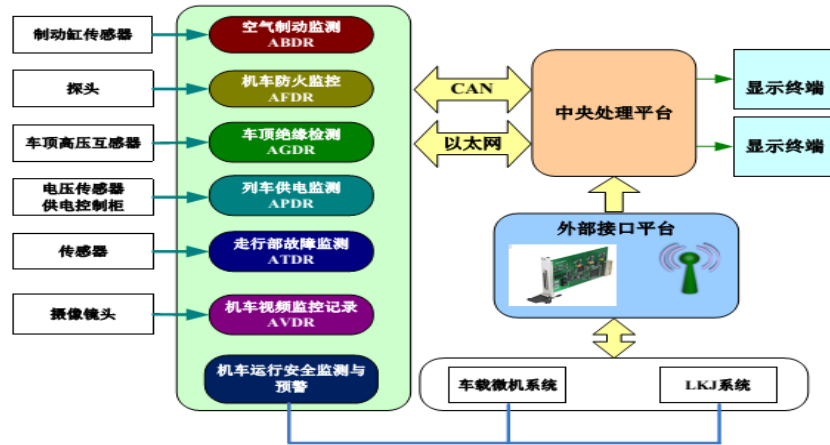


资料来源: 公司招股书、东兴证券研究所

2.2 6A 车载音视频显示终端

机车车载安全防护系统（以下简称“6A 系统”）利用智能传感技术、通信技术和信息融合技术，将现有的空气制动（ABDR）、防火监控（AFDR）、车顶绝缘（AGDR）、机车供电（APDR）、视频监控（AVDR）和走行部检测（ATDR）在内的机车安全要素检测进行集成，为机车在途运行提供安全监控，为机车地面检修提供安全防范支持，加强机车运用安全的技防和机防能力。6A 系统主要构成如下：

图 13: 机车车载安全防护系统构成示意图



资料来源：公司招股书、东兴证券研究所

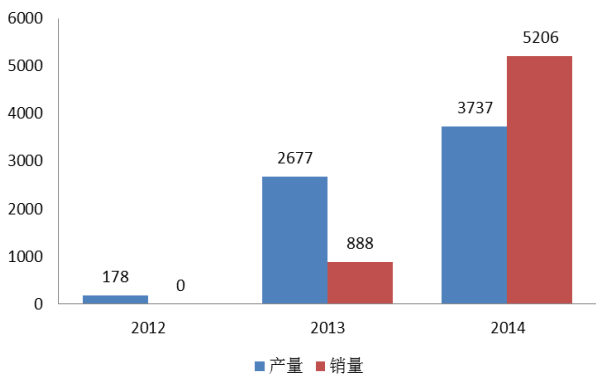
作为机车车载安全防护系统的重要组成部分，6A 车载音视频显示终端主要安装在机车上，能够集中显示或播报各子系统发送过来的参数信息和语音报警信号，简化机车操纵环境、提高机车检修效率，并向 6A 各子系统发送从 LKJ 系统获取的列车时间、位置等信息，实现 6A 系统与 LKJ 系统列车关键数据的同步，提升 6A 各子系统安全信息的应用、分析、综合管理能力，适应未来机车安全防护系统信息化管理的需要。

截止 2014 年底，我国机车保有量为 21096 台。随着既有铁路行车密度的不断加大以及在建铁路的逐渐完工并投入运营，我国铁路机车数量仍将保持快速增长趋势。按 6A 系统自 2014 年开始批量安装、并于五年内完成对全路所有机车普及安装预计，2014-2018 年间，6A 系统年平均需求量为 4219 套，再加上每年新造机车需求为 1200 套/年，则 6A 系统合计需求 5419 套/年。假设 6A 车载音视频显示终端的单价为 2.6 万元，则每年市场空间为 1.4 亿元。

6A 车载音视频显示终端市场竞争格局与 LKJ 市场相似，仅由思维列控和南车电气时代两家供应。6A 车载音视频显示终端 2012 年研制成功，并于 2013 年投入市场，2014 年已经放量增长。目前，市场渗透率已经接近 50%，进入市场平稳期。预计未来将稳定增长。

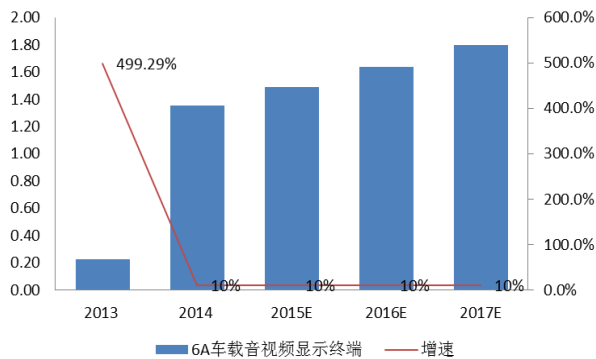
2014 年，思维列控 6A 车载音视频显示终端收入达到 1.35 亿元。由于 6A 车载音视频显示终端市场已经进入平稳期，竞争格局稳固。预计公司销售收入增速将与行业同步，保持稳定增长。

图 14: 思维列控 6A 车载音视频显示终端产量及销量



资料来源: 公司招股书, 东兴证券研究所

图 15: 思维列控 6A 车载音视频显示终端收入预测 (亿元)



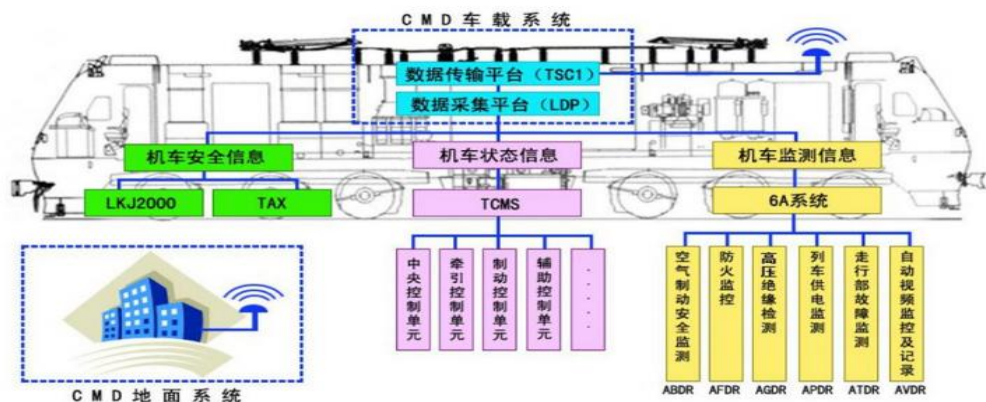
资料来源: 公司招股书, 东兴证券研究所

2.3 CMD 车载子系统开始放量

近年来, 随着我国铁路 机车标准化的实施以及 LKJ、TCMS、6A 等车载系统的全面推广, 我国铁路已经具备了机车信息采集的基础条件, 亟需建立起一整套先进的机车实时监测、动态管理、维修和保证体系。CMD 系统应运而生。

机车远程监测与诊断系统 (CMD 系统) 在机务信息化中起到信息化平台的作用, 能够实现机车安全信息、机车状态信息和机车监测信息的采集、传输、地面诊断分析。作为 CMD 系统的重要组成部分, CMD 系统车载子系统主要实现机车安全信息、机车状态信息、机车监测信息的全面实时采集、分析、处理。

图 16: CMD 系统与其他系统关系示意图

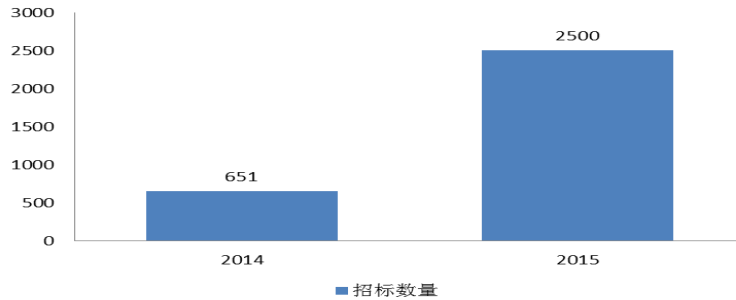


资料来源: 公司招股书, 东兴证券研究所

截至 2014 年末, 我国机车保有量为 21096 台。随着既有铁路行车密度的不断加大以及在建铁路的逐渐完工并投入运营, 未来我国铁路机车将保持快速增长趋势。按 CMD 系统自 2015 年开始批量安装、并于 5 年内完成对全路所有机车和动车组的普及安装预计, 2015-2019 年间, CMD 系统的市场需求量将超过 20,000 套, 市场前景广阔。

CMD 系统市场渗透率很低，正处于市场爆发期。根据铁路总公司的 CMD 车载子系统招标情况，2015 年招标 2500 套，相比 2014 年招标 651 套同比增长了 284%。

图 17:CMD 车载子系统招标情况

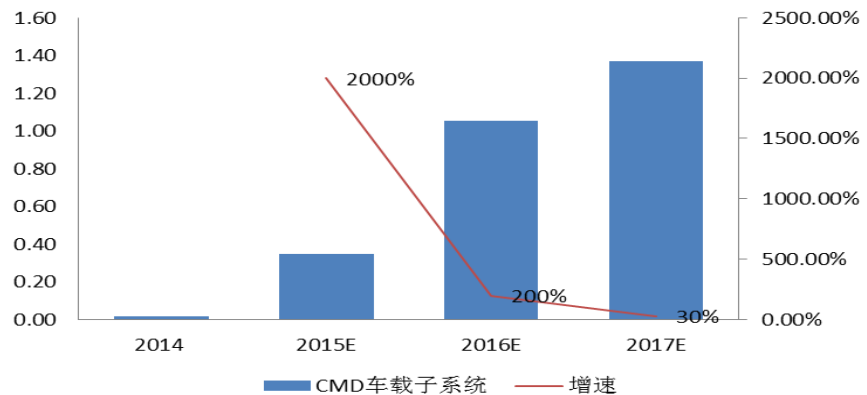


资料来源：中国铁投、东兴证券研究所

CMD 车载子系统行业竞争格局稳定。CMD 车载子系统由南车时代电气、思维列控、武汉征原电气有限公司、成都运达科技股份有限公司四家供应。**思维列控行业地位稳固，拥有约 30% 的市场份额**

随着市场进入爆发期，思维列控 CMD 车载子系统业务将迎来快速增长，预计到 2017 年，该业务收入将达到 1.37 亿元。

图 18:思维列控 CMD 车载子系统业务收入预测图



资料来源：公司招股书、东兴证券研究所

3. 公司募投项目大有可为

3.1 公司具有核心竞争优势

公司所处的列控系统行业是确保我国铁路运输安全稳定的关键。列控系统行业具有非常高的进入门槛：

- ◆ **市场准入壁垒。**由于列车运行控制系统在铁路行车安全领域的重要性很高，铁路主管部门对列控系统产品实行了严格的认证管理，合格供应商数量很少。
- ◆ **技术壁垒。**我国铁路的运输系统庞大、复杂，铁路行车安全系统对精度、运行稳定性方面要求很高，新加入该市场的企业很难在短时间内实现实质性突破，并取得铁路客户认可。
- ◆ **体系壁垒。**LKJ系统通过 TAX、LAIS 等相关设备，搭建了服务电务、机务、工务、供电等众多铁路关键安全领域的集成信息平台，深入渗透到铁路安全管理众多关键领域，难以取代。

依托于 LKJ 系统所具有的大数据优势，公司在 6A 车载音视频显示终端和 CMD 车载子系统市场也具有明显的竞争优势。6A 车载音视频显示终端仅由思维列控和南车电气时代两家供应，竞争格局与 LKJ 市场相似。CMD 车载子系统虽然供应商数量增至 4 家，但是思维列控竞争优势明显，具有 30% 的市场份额。

3.2 公司依托原有优势继续拓展新产品线

公司旨在成为中国行车安全整体解决方案提供商。按照轻重缓急排序，预计将新股发行募集资金投入以下项目：

表 5:思维列控募投资金投资项目

	募集资金使用项目	项目投资总额（万元）
1	新型列车运行控制系统研发及产业化项目	36,750
2	机车车载安全防护系统研发及产业化项目	15,495
3	机车车联网系统研发及产业化项目	14,980
4	机车远程监测与诊断系统研发及产业化项目	20,000
5	铁路行车安全装备生产线扩建项目	6,000
6	列控工程技术研究中心项目	9,575
7	补充流动资金项目	24,627
	合计	127,427

资料来源：公司招股书、东兴证券研究所

公司募集资金投资项目都是围绕着公司战略目标，依托公司原有核心优势展开，具有很强的可行性。下面对公司主要投资项目进行简要分析：

- ◆ **新型列车运行控制系统研发及产业化项目。**新型列车运行控制系统是 LKJ2000 系统的下一代升级，是公司原有产品线的升级。
- ◆ **机车车载安全防护系统（6A 系统）研发及产业化项目。**依托 LKJ 的大数据优势，公司在 6A 车载音视频显示终端已经实现了突破，为下一步发展打下了良好的基础。
- ◆ **机车车联网系统研发及产业化项目。**公司依托原有 LAIS 系统发展进一步发展得到机车车联网系统，公司竞争优势明显。

- ◆ 机车远程监测与诊断系统研发及产业化项目。CMD 车载子系统已经放量供货，公司竞争优势明显，市场份额居前。

我们看好公司募投项目，预计随着公司募投项目逐步达产，公司效益将会显著上升。根据公司规模，全部项目达产后预计将年平均新增销售收入 10 亿元，新增税后净利润 2.9 亿元。

4. 盈利预测及估值

我们预计公司 2015 年-2017 年营业收入分别为 7.08 亿元、7.82 亿元和 8.55 亿元，增速分别为 10.3%、10.5%和 9.3%。

表 6:公司收入预测表

单位: 万元	2014A	2015E	2016E	2017E
一、LKJ 系统收入	50413	52333	51243	53754
二、机务安防系统收入	13684	18375	26873	31664
6A 车载音视频显示终端收入	13517	14869	16356	17992
其他机务安防产品	167	3506	10517	13672
三、其他业务收入	69	76	83	91
收入合计	64166	70784	78199	85510
合计增速		10.31%	10.48%	9.35%

资料来源: wind、东兴证券研究所

相对估值: 我们选取了三家与公司的经营模式、产品相类似的铁路公司比较，行业 16 年平均 PE 是 51x。考虑到公司是 A 股稀有的铁路核心系统供应商，我们认为给予公司 55X 估值是合理的，对应公司股价为 101.36 元/股。

表 7:铁路行业上市公司比较

股票代码	股票名称	2014A	2015E	2016E	2017E
603508.SH	思维列控		56	51	47
000008.SZ	神州高铁	333	81	43	31
002296.SZ	辉煌科技	52	47	37	30
300455.SZ	康拓红外	64	80	72	66
平均 PE	平均 PE		69	51	42

资料来源: 东兴证券研究所

5. 投资建议

公司是列控系统龙头企业，致力于成为中国行车安全整体解决方案提供商。列控系统是铁路核心装备，公司产品 LKJ 系统壁垒高，市场地位稳固。依托于 LKJ 系统的平台化优势，公司积极拓展新产品线。2014 年，6A 车载音视频显示终端已经放量供货，未来将稳步发展。目前，CMD 车载子系统正处于市场爆发期，未来两年 CMD 车载子系统收入将大幅增长。我们看好公司募投项目，随着项目逐步达产，预计公司效益将会显著上升。

我们预计公司 2015 年-2017 年营业收入分别为 7.08 亿元、7.82 亿元和 8.55 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 2.61 亿元、2.90 亿元和 3.15 亿元；每股收益分别为 1.63 元、1.81 元和 1.97 元，对应 PE 分别为 56、51 和 47。首次覆盖，给予公司“推荐”评级。参考同行业同类公司 2016 年估值，给予公司 6 个月目标价 101.36 元。

6. 风险提示

1. 公司主要产品 LKJ 系统市场地位下降的风险
2. 公司新产品发展不及预期的风险；
3. 主要产品毛利率下降的风险。

表 8: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	551	797	2035	2141	2278	营业收入	436	642	708	782	855
货币资金	98	237	1403	1442	1512	营业成本	179	234	261	286	313
应收账款	257	301	330	364	398	营业税金及附加	5	8	7	8	9
其他应收款	5	4	4	5	5	营业费用	24	28	28	31	34
预付款项	2	3	6	9	12	管理费用	72	125	127	141	154
存货	177	193	214	235	257	财务费用	0	0	-3	-5	-5
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	7.65	3.20	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	134	146	189	233	290	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	1.07	3.31	0.00	0.00	0.00
固定资产	50.47	52.81	104.30	83.76	102.84	营业利润	149	246	287	321	351
无形资产	15	18	16	14	13	营业外收入	24.23	26.44	20.00	20.00	20.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.07	0.05	0.00	0.00	0.00
资产总计	685	942	2224	2374	2568	利润总额	174	272	307	341	371
流动负债合计	152	170	212	225	238	所得税	21	34	46	51	56
短期借款	10	0	0	0	0	净利润	153	238	261	290	315
应付账款	100	90	114	126	137	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	8	27	27	27	27	归属母公司净利润	153	238	261	290	315
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	170	271	305	356	399
非流动负债合计	2	3	0	0	0	EPS (元)	1.27	1.99	1.63	1.81	1.97
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	154	173	212	225	238	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	16.80%	47.14%	10.31%	10.48%	9.35%
实收资本 (或股	120	120	160	160	160	营业利润增长	7.43%	64.63%	16.80%	11.62%	9.44%
资本公积	107	107	1114	1114	1114	归属于母公司净利润	15.88%	55.94%	9.58%	10.87%	8.89%
未分配利润	274	495	626	771	928	获利能力					
归属母公司股东	531	769	1999	2202	2423	毛利率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权	685	942	2212	2427	2661	净利率 (%)	35.07%	37.16%	36.91%	37.04%	36.89%
现金流量表						总资产净利润 (%)					
	单位: 百万元					ROE (%)					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	22.33%	25.30%	11.75%	12.20%	12.28%	
经营活动现金流	49	176	245	270	309	偿债能力					
净利润	153	238	261	290	315	资产负债率 (%)	22%	18%	10%	9%	9%
折旧摊销	20.90	25.05	0.00	40.18	53.42	流动比率	3.63	4.69	9.59	9.52	9.58
财务费用	0	0	-3	-5	-5	速动比率	2.46	3.55	8.58	8.47	8.50
应收账款减少	0	0	-28	-35	-34	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.76	0.79	0.45	0.34	0.34
投资活动现金流	-46	-30	-50	-150	-150	应收账款周转率	2	2	2	2	2
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.14	6.75	6.94	6.52	6.52
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	1	3	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	1.27	1.99	1.63	1.81	1.97
筹资活动现金流	-1	-11	971	-82	-89	每股净现金流 (最新	0.02	1.13	7.29	0.24	0.44
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	4.42	6.41	12.49	13.76	15.14
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	40	0	0	P/E	72.37	46.19	56.28	50.76	46.62
资本公积增加	0	0	1007	0	0	P/B	20.77	14.33	7.36	6.68	6.07
现金净增加额	2	136	1166	39	70	EV/EBITDA	64.28	39.77	26.11	37.26	33.04

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闯钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

叶盛

机械行业研究员，西安交通大学工业工程专业学士，中央财经大学金融专业硕士，2 年证券研究经验，2015 年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

任天辉

机械行业研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学控制工程硕士，厦门大学自动化学士，2015 年加入东兴证券，从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。