

强烈推荐-A (维持)

思维列控 603508.SH

目标估值: 元  
当前股价: 56.74 元  
2017年04月19日

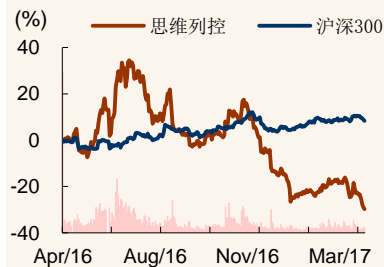
车辆投资改善推动业绩恢复, 新一代列控即将破茧成蝶, 带来业绩爆发确定性

基础数据

上证综指	3171
总股本(万股)	16000
已上市流通股(万股)	6520
总市值(亿元)	91
流通市值(亿元)	37
每股净资产(MRQ)	15.3
ROE(TTM)	7.6
资产负债率	7.3%
主要股东	郭洁
主要股东持股比例	25.01%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-14	-29	-39
相对表现	-15	-33	-46



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《思维列控(603508)——传统稳健、新业务发力, 结构趋于优化, 极具潜力的轨道交通信息化领导者》  
2016-04-19

王林

010-57601716  
wanglin10@cmschina.com.cn  
S1090514080005

周炎

0755-82853775  
zhouyan3@cmschina.com.cn  
S1090513070008

研究助理

冯骋  
fengcheng@cmschina.com.cn

公司发布 2016 年年报, 实现营业收入为 6.1 亿元, 较上年同期减 17%; 归母净利润为 1.87 亿元, 较上年同期减 30.9%; 基本每股收益为 1.17 元。

1、业绩低于预期, 车辆投资改善将推动业绩恢复

受到去年行业投资偏弱影响, 全年营收 6.1 亿元, 同比下降 17%, 归母净利润为 1.87 亿元, 同比下降 30.9%, 业绩低于预期。具体分业务看。传统的 LKJ 系统业务, 收入同比下降 7.7%。同时机务安防业务同比下降 44.9%, 主要因新造机车招标放缓、单价较高的 CMD 系统销量大幅下降、6A 系统单价下降所致。

从行业整体投资看, 由于中铁总管理层的变动、货运市场疲弱以及铁路竣工量低等因素影响, 2016 年铁路车辆投资额仅为 920 亿元, 同比下跌 34%。2017 年 1-3 月, 全国铁路完成货运量 7.24 亿吨, 同比增长 15.2%, 为连续第 8 个月实现正增长。同时, 中铁总 1 月 26 日启动了自成立以来规模最大的机车招标, 共招标机车 586 台, 总价约为 107 亿元。铁路车辆投资出现恢复增长势头明显。我们预计随着下游货运需求复苏以及机车、动车组新增和更新需求增长, 将带动公司业务进入恢复增长期。毛利率维持高位, 销售费用率、财务费用有所下降, 规模及研发投入扩大提升管理费用率。

2、毛利率维持高位, 费用率提升影响盈利能力

综合毛利率 63.72%, 增加了 0.84 个百分点, 维持高位, 主要因成本控制较好, 成本下降快于收入下降。其中 LKJ 系统毛利率为 64.6%, 同比减少 1.32 个百分点; 机务安防业务毛利率为 59.25%, 同比增加 5.6 个百分点。

费用方面, 销售费率为 6.7%, 比去年增加了 2.4 个百分点, 主要系加大产品推广力度, 导致销售费用增加。管理费率为 29.57%, 同比增加近 9 个百分点, 主要系本期加大下一代列控等新产品研发投入, 研发费用 (1.15 亿元, 占收比 19%, 达历史最高) 同比增长 21%。财务费用为 -995 万元, 同比下降 3545%, 主要因募投资金带来利息收入。费用率的提升, 影响公司净利润率。

3、新一代产品即将控破茧成蝶, 三铁事业部布局初具成效

2015 年 8 月至今, 公司自主研发的具有完全自主知识产权的新型列控系统——新一代 LKJ 系统 (LKJ-15S) 已在北京、郑州、南昌等铁路局既有线和客运专线运用的机车、动车组列车上开展试验和试用考核, 已连续运行超过 1 年, 里程突破 60 万公里, 系统运行稳定可靠、控制准确、效果良好。目前, LKJ-15S 已经通过中国铁路总公司技术评审, 公司正在开展 LKJ-15S 系统的 CRCC 认证, 预计年内通过认证后具备推广条件。我们预计, 新一代系统售价有望提升 1 倍以上, 市场规模也相应扩大。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	735	610	793	1111	1610
同比增长	15%	-17%	30%	40%	45%
营业利润(百万元)	271	182	223	368	490
同比增长	10%	-33%	23%	65%	33%
净利润(百万元)	270	187	223	347	452
同比增长	13%	-31%	19%	56%	30%
每股收益(元)	1.69	1.17	1.39	2.17	2.83
PE	33.6	48.6	40.8	26.2	20.1
PB	4.0	3.7	3.5	3.2	2.8

资料来源: 公司数据、招商证券

随着新一代列控系统的落地，未来不但可以全面替代 LKJ2000 系统，打开近百亿的新增市场，同时为公司进军高铁领域提供了前提基础，预计公司将逐步从业绩恢复走向新一轮业绩爆发。

同时，公司成立三铁国际事业部，布局初具成效。公司先后与青岛地铁、深圳地铁、广州有轨电车公司、中铁咨询等单位建立合作关系并成功立项，部分项目成果将在 2017 年进行推广，公司有望切入地铁、有轨电车、跨座式单轨市场。

#### 4、股权激励彰显持续增长信心，新产品带来业绩爆发确定性，维持“强烈推荐-A”评级。

目前公司已正在实施限制性股票激励计划。业绩考核条件为：以 2016 年的净利润为基数，2017 年-2019 年净利润增长率分别不低于 10%、20%和 30%。保障未来三年公司业绩持续增长。未来 2-3 年，公司新一代列控将全面推广，带来业绩从恢复增长到爆发的确定性，同时处于从单一系列控产品向整个铁路物联网和信息化大市场进军的快速发展过程，在产品和市场两个领域均有望实现很大跨越。我们预计 2017-2018 年 EPS 分别为 1.39 和 2.17 元，对应当前股价 PE 分别为 42X、27X，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：市场投资不达预期，新产品开发拓展不利，市场竞争加剧。

表：近年来机车和动车采购量

时间	铁路机车采购量（台）	铁路动车组采购量（标准列）
2014	1480	377
2015	790	467
2016	263	105
2017 年 1 月	586	35

资料来源：招商证券整理

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	2260	2237	2406	3285	4785
现金	1477	444	105	63	114
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	60	46	60	84	122
应收款项	364	344	422	591	857
其它应收款	4	8	10	15	21
存货	212	204	260	364	528
其他	143	1191	1549	2168	3144
<b>非流动资产</b>	284	427	460	489	514
长期股权投资	0	2	2	2	2
固定资产	51	96	133	165	194
无形资产	35	39	35	31	28
其他	199	291	291	291	291
<b>资产总计</b>	<b>2544</b>	<b>2664</b>	<b>2866</b>	<b>3774</b>	<b>5299</b>
<b>流动负债</b>	251	191	241	853	2010
短期借款	0	0	0	531	1561
应付账款	165	135	179	250	363
预收账款	31	18	24	34	49
其他	56	38	38	38	38
<b>长期负债</b>	5	3	3	3	3
长期借款	0	0	0	0	0
其他	5	3	3	3	3
<b>负债合计</b>	<b>256</b>	<b>194</b>	<b>244</b>	<b>856</b>	<b>2013</b>
股本	160	160	160	160	160
资本公积金	1342	1342	1342	1342	1342
留存收益	786	946	1089	1369	1717
少数股东权益	0	22	32	47	67
归属于母公司所有者权益	2288	2448	2591	2871	3219
<b>负债及权益合计</b>	<b>2544</b>	<b>2664</b>	<b>2866</b>	<b>3774</b>	<b>5299</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	213	160	(219)	(450)	(776)
净利润	270	187	223	347	452
折旧摊销	11	14	18	23	27
财务费用	(0)	(6)	(2)	14	57
投资收益	(7)	(15)	(15)	(15)	(15)
营运资金变动	(60)	(27)	(465)	(853)	(1344)
其它	(1)	7	23	35	47
<b>投资活动现金流</b>	(251)	(1447)	(42)	(42)	(42)
资本支出	(121)	(109)	(57)	(57)	(57)
其他投资	(130)	(1338)	15	15	15
<b>筹资活动现金流</b>	1256	(15)	(78)	450	869
借款变动	41	57	0	531	1030
普通股增加	40	0	0	0	0
资本公积增加	1234	(0)	0	0	0
股利分配	(60)	(80)	(80)	(67)	(104)
其他	1	8	2	(14)	(57)
<b>现金净增加额</b>	<b>1219</b>	<b>(1302)</b>	<b>(339)</b>	<b>(42)</b>	<b>50</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	735	610	793	1111	1610
营业成本	272	221	294	411	596
营业税金及附加	9	9	12	16	24
营业费用	32	41	52	67	97
管理费用	153	180	230	250	362
财务费用	(0)	(10)	(2)	14	57
资产减值损失	5	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	7	15	15	15	15
<b>营业利润</b>	271	182	223	368	490
营业外收入	37	34	34	34	34
营业外支出	0	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	308	215	257	401	523
所得税	38	20	24	39	51
<b>净利润</b>	270	195	232	362	472
少数股东损益	0	8	10	15	20
<b>归属于母公司净利润</b>	270	187	223	347	452
<b>EPS (元)</b>	1.69	1.17	1.39	2.17	2.83

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	15%	-17%	30%	40%	45%
营业利润	10%	-33%	23%	65%	33%
净利润	13%	-31%	19%	56%	30%
<b>获利能力</b>					
毛利率	63.0%	63.7%	63.0%	63.0%	63.0%
净利率	36.8%	30.6%	28.1%	31.2%	28.1%
ROE	11.8%	7.6%	8.6%	12.1%	14.0%
ROIC	10.4%	6.3%	7.6%	10.0%	10.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	10.1%	7.3%	8.5%	22.7%	38.0%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	14.1%	29.4%
流动比率	9.0	11.7	10.0	3.9	2.4
速动比率	8.2	10.7	8.9	3.4	2.1
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
存货周转率	1.3	1.1	1.3	1.3	1.3
应收帐款周转率	2.2	1.7	2.1	2.2	2.2
应付帐款周转率	2.1	1.5	1.9	1.9	1.9
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	1.69	1.17	1.39	2.17	2.83
每股经营现金	1.33	1.00	-1.37	-2.81	-4.85
每股净资产	14.30	15.30	16.19	17.94	20.12
每股股利	0.50	0.50	0.42	0.65	0.85
<b>估值比率</b>					
PE	33.6	48.6	40.8	26.2	20.1
PB	4.0	3.7	3.5	3.2	2.8
EV/EBITDA	9.7	14.8	11.3	6.7	4.7

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。