

业绩增速略超预期，协同效应即将体现

投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年业绩预告, 报告期内归属于上市公司股东的净利润同比增长约 65%-94%, 约为 1.15 亿元至 1.35 亿元间。
- **事件点评:** 公司预告的归母净利润略超我们之前的预期 (1.07 亿元, 55% 增速), 主要是公司重大资产购买完成交割, 标的公司 2016 年第四季度盈利情况超出我们预期, 财务报表纳入合并报告范围所致。
- **轨道交通行业大投资, 公司迎来机遇:** “十三五”铁路固定资产投资规模将达到 3.5 万亿元以上, 较“十二五”的 2.8 万亿元投资额有了明显提升, 其中基本建设投资约 3 万亿元, 建设新线 3 万公里。公司业务均处于轨交领域, 未来战略重点发展城市轨道交通业务, 而中央鼓励民企投资建设, 对公司未来的招标实为利好, 为公司未来五年的快速发展带来机遇。
- **订单增长迅速, 确认收入高峰期即将来临:** 公司 2016 年三季报披露在执行合同共计约 20.6 亿元, 其中境内合同约 10.5 亿元。公司所处行业交付周期较长, 产品约一年半左右开始陆续确认收入。公司 2015 年第二季度起在执行合同明显增多, 从第一季度的 6.65 亿元增长至第二季度的 9.08 亿元, 为近年来单季度最大增幅。由此可以预见, 公司将进入确认收入高峰期。
- **并购完成, 协同效应即将体现:** 公司完成了对德国保富的并购, 拥有了 RPS 的接触网业务, 使得公司实现一、二次设备均涵盖的跨越, 在轨交领域偏好集成商、综合方案解决供应商的背景下, 有利于公司获取订单。此外, 公司将继续重整 RPS 组织结构, 降低成本, 通过 RPS 实现国外优质产品引进中国市场、国内优质业务海外发展的互补效应。
- **盈利预测与投资建议:** 我们相应上调公司盈利预测, 预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.45 元、0.55 元和 0.74 元, 对应的 PE 分别为 37 倍、30 倍和 23 倍。我们看好公司在轨道交通领域的布局, 相信公司能通过 RPS 实现业务的海内外互补发展, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 轨道交通建设进度或不及预期的风险、海外业务人工成本费用无法降低的风险、并购企业业绩实现或不及预期的风险、汇率风险。

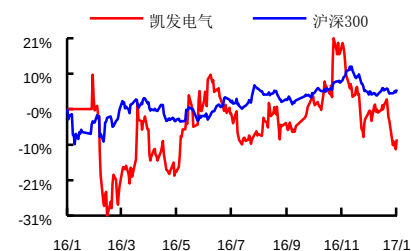
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	423.53	977.41	1496.66	1920.90
增长率	24.02%	130.78%	53.13%	28.35%
归属母公司净利润 (百万元)	69.67	122.90	150.33	200.36
增长率	-5.07%	76.41%	22.32%	33.28%
每股收益 EPS (元)	0.26	0.45	0.55	0.74
净资产收益率 ROE	8.83%	13.64%	14.53%	16.50%
PE	65	37	30	23
PB	5.68	4.97	4.33	3.69

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
 执业证号: S1250515090004
 电话: 023-67610701
 邮箱: wyting@swsc.com.cn
 联系人: 李志虹
 电话: 021-68415929
 邮箱: lzh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.72
流通 A 股(亿股)	1.35
52 周内股价区间(元)	16.15-40.33
总市值(亿元)	45.37
总资产(亿元)	17.60
每股净资产(元)	3.22

相关研究

1. 凯发电气 (300407): 并购完成, 轨交业务收获期来临 (2016-11-14)

关键假设

假设 1：我国高铁大建设高速增长期已过，即将步入平稳发展阶段，预计行业规模将维持 10% 的年增速。公司的铁路供电调度系统及综合系统将顺应趋势，今年平稳增长，2017、2018 两年会因 2015 年起新获的大量订单确认收入而出现增速小幅增加。

假设 2：铁路综合监控系统行业在 2015 年起已趋于稳定，未来增量在于新兴城市地铁建设，“十三五”期间行业增速在 15% 左右，我们预计公司此业务将与行业发展相匹配，而毛利率也将趋于稳定；

假设 3：轨交综合安防系统和供电检测系统行业趋于下行，有被综合监控系统合并趋势，我们预计公司这两项业务发展逐渐平稳；

假设 4：收购的三家公司资产负债表已于第四季度纳入公司合并报表，业务主要集中在铁路电力领域，因国外人工成本极高，在过去的经营状况不景气业绩下滑明显。根据公司 2016 年业绩预告显示，并购标的实际经营状况优于我们之前的预期，且随着对收购标的的改造（工人工作状况调整等方式）、第一大客户德联邦铁路集团 2017 年起加快投资接触网业务等影响，三家公司会在 2017 年起会加快速度释放利润；

表 1：并购的三家公司业绩拆分

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
PRS	收入	882.64	353.06	706.11	988.56
	增速	-16.6%	-60%	100.00%	40.00%
	成本	791.11	300.10	529.58	741.42
	毛利率	10.37%	15.00%	25.00%	25.00%
天津保富&BB Signal	收入	155.89	148.10	222.14	266.57
	增速	-22.4%	-5.00%	50.00%	20.00%
	成本	120.68	111.07	159.94	191.93
	毛利率	22.59%	25.00%	28.00%	28.00%

数据来源：西南证券

假设 5：公司因 2016 并购活动而产生较高的管理费用。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年分业务收入情况如下：

表 2：分业务盈利预测表

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
铁路供电调度自动化系统	收入	127.34	142.62	178.27	213.92
	增速	73.9%	12.0%	25.0%	20.0%
	成本	46.15	54.19	71.31	89.85
	毛利率	63.76%	62.00%	60.00%	58.00%
铁路供电综合自动化系统	收入	95.63	103.28	118.77	136.59
	增速	-30.2%	8.00%	15.00%	15.00%
	成本	38.75	41.31	47.51	57.37

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
	毛利率	59.48%	60.00%	60.00%	58.00%
城市轨道交通综合监控系统	收入	66.64	74.63	85.83	98.70
	增速	15.9%	12.00%	15.00%	15.00%
	成本	47.97	52.24	60.08	71.07
	毛利率	28.02%	30.00%	30.00%	28.00%
技术服务及其他	收入	92.21	101.43	116.65	134.15
	增速	533.3%	10.0%	15.0%	15.0%
	成本	77.67	81.15	94.49	108.66
	毛利率	15.77%	20.00%	19.00%	19.00%
轨交综合安防系统	收入	27.93	30.72	35.33	40.62
	增速	-39.6%	10.00%	15.00%	15.00%
	成本	16.89	18.43	21.90	25.19
	毛利率	39.52%	40.00%	38.00%	38.00%
轨交供电监测系统	收入	5.85	5.27	5.53	5.81
	增速	-37.8%	-10.00%	5.00%	5.00%
	成本	3.82	3.48	3.76	3.95
	毛利率	34.70%	34.00%	32.00%	32.00%
被收购的三家公司	收入	-	501.15	928.26	1255.13
	增速	-	-	85.22%	35.21%
	成本	-	411.17	689.53	933.35
	毛利率	-	17.96%	25.72%	25.64%
合计	收入	415.60	959.10	1468.63	1884.93
	增速	24.02%	130.78%	53.13%	28.35%
	成本	231.25	661.98	988.57	1289.43
	毛利率	44.36%	30.98%	32.69%	31.59%

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	423.53	977.41	1496.66	1920.90	净利润	70.52	124.41	152.18	202.82
营业成本	238.37	674.61	1007.44	1314.04	折旧与摊销	13.72	22.81	36.13	50.11
营业税金及附加	3.11	10.83	16.10	19.78	财务费用	-1.11	1.83	11.15	23.85
销售费用	33.47	76.24	112.25	124.86	资产减值损失	10.36	10.00	15.00	15.00
管理费用	76.39	141.72	172.12	201.69	经营营运资本变动	-245.16	-224.35	-382.73	-314.14
财务费用	-1.11	1.83	11.15	23.85	其他	109.14	0.38	-17.70	-11.20
资产减值损失	10.36	10.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	-42.52	-64.92	-185.98	-33.56
投资收益	11.57	0.20	0.20	0.20	资本支出	6.96	-150.00	-150.00	-150.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-29.10	48.51	-6.17	-7.98
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-22.13	-101.49	-156.17	-157.98
营业利润	74.51	62.38	162.80	221.88	短期借款	-17.00	67.11	421.91	279.21
其他非经营损益	7.67	82.93	14.91	14.90	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	82.18	145.31	177.72	236.78	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	11.65	20.90	25.54	33.96	支付股利	-10.20	-10.72	-16.69	-21.40
净利润	70.52	124.41	152.18	202.82	其他	1.33	-1.83	-11.15	-23.85
少数股东损益	0.86	1.51	1.85	2.46	筹资活动现金流净额	-25.86	54.56	394.07	233.96
归属母公司股东净利润	69.67	122.90	150.33	200.36	现金流量净额	-90.53	-111.85	51.93	42.42
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	209.59	97.74	149.67	192.09	成长能力				
应收和预付款项	342.04	798.04	1230.12	1573.98	销售收入增长率	24.02%	130.78%	53.13%	28.35%
存货	186.25	527.11	787.17	1026.74	营业利润增长率	-1.21%	-16.28%	160.99%	36.29%
其他流动资产	154.85	178.68	319.20	438.94	净利润增长率	-4.63%	76.41%	22.32%	33.28%
长期股权投资	42.03	42.03	42.03	42.03	EBITDA 增长率	5.02%	-0.12%	141.43%	40.82%
投资性房地产	94.64	46.34	52.71	60.89	获利能力				
固定资产和在建工程	97.54	153.82	204.38	248.56	毛利率	43.72%	30.98%	32.69%	31.59%
无形资产和开发支出	10.70	81.61	144.92	200.63	三费率	25.68%	22.49%	19.75%	18.24%
其他非流动资产	9.15	9.15	9.15	9.15	净利率	16.65%	12.73%	10.17%	10.56%
资产总计	1146.79	1934.51	2939.34	3793.00	ROE	8.83%	13.64%	14.53%	16.50%
短期借款	0.00	67.11	489.01	768.22	ROA	6.15%	6.43%	5.18%	5.35%
应付和预收款项	324.88	922.41	1362.67	1749.09	ROIC	17.56%	8.04%	12.87%	12.69%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.57%	8.90%	14.04%	15.40%
其他负债	23.43	32.83	40.00	46.60	营运能力				
负债合计	348.32	1022.34	1891.68	2563.92	总资产周转率	0.38	0.63	0.61	0.57
股本	136.00	272.00	272.00	272.00	固定资产周转率	4.32	8.27	9.25	9.31
资本公积	259.16	123.16	123.16	123.16	应收账款周转率	1.69	2.14	1.84	1.72
留存收益	396.34	508.52	642.17	821.14	存货周转率	1.45	1.89	1.53	1.45
归属母公司股东权益	791.50	903.68	1037.33	1216.29	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.44%	—	—	—
少数股东权益	6.97	8.48	10.33	12.79	资本结构				
股东权益合计	798.47	912.16	1047.65	1229.08	资产负债率	30.37%	52.85%	64.36%	67.60%
负债和股东权益合计	1146.79	1934.51	2939.34	3793.00	带息债务/总负债	0.00%	6.56%	25.85%	29.96%
					流动比率	2.71	1.60	1.33	1.27
					速动比率	2.14	1.07	0.91	0.87
					股利支付率	14.64%	8.72%	11.10%	10.68%
					每股指标				
					每股收益	0.26	0.45	0.55	0.74
					每股净资产	2.94	3.35	3.85	4.52
					每股经营现金	-0.16	-0.24	-0.68	-0.12
					每股股利	0.04	0.04	0.06	0.08
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	87.12	87.02	210.09	295.84					
PE	65.12	36.92	30.18	22.64					
PB	5.68	4.97	4.33	3.69					
PS	10.71	4.64	3.03	2.36					
EV/EBITDA	20.27	50.08	22.41	16.64					
股息率	0.22%	0.24%	0.37%	0.47%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syron@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416922	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyhg@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任晓	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn