

新筑股份（002480）公司点评

2017 营业利润及 2018 Q1 业绩 7 年来首度扭亏，多制式轨道交通整装待发 增持（维持）

2018 年 3 月 30 日

证券分析师 陈显帆

执业证书编号：S0600515090001

021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 王皓

执业证书编号：S0600518030001

wangh@dwzq.com.cn

投资要点

■ 2017 年营收 16.6 亿元，同比+9.26%，营业利润 3266 万元，自 2012 年以来首度扭亏。分产品来看，轨道交通营收 8.1 亿元，同比+22.86%，增速显著，营收占比 49.09%，提升 5.4pct；桥梁功能部件营收 6.3 亿元，同比+3.20%，稳中有升，营收占比 37.96%，同比-2.2pct；超级电容系统营收 1.2 亿元，同比+62%，增速最快，营收占比 7.02%，同比+2.3pct；特种汽车和其他业务合计营收 9855 万元。总费用率 26.78%，同比-1.51pct，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 5.87%/14.58%/6.33%，同比分别-0.79pct/-0.26pct/-0.46pct，均有所改善。

■ 综合毛利率略有改善，期待轨道交通放量大幅提升毛利率水平。2017 年综合毛利率 20.02%，同比+0.65pct，分产品来看，轨道交通毛利率 7.36%，同比+2.36%，有所改善，中国中车 2017 年城轨与城市基础设施板块毛利率为 16.86%，对中国中车，我们认为新筑股份该板块毛利率有较大提升空间；桥梁功能部件毛利率 31.54%，同比-1.13pct，略有下滑；超级电容系统毛利率 42.46%，同比+6.56pct，提升明显。值得一提的是，公司研发投入大幅增加，2017 年研发投入 1.04 亿元，同比+74%，占营收比例 6.28%，同比+2.34pct。

■ 新产品层出不穷，多制式轨交车辆+超级电容+轨道系统即将合力腾飞。现代有轨电车，是性价比的轨道交通制式，公司具有土建+四电集成的综合服务能力，具有 100%低地板技术的独特竞争优势。电动智能空中公交系统，造价低、占地面积小，车辆悬挂于走行部下已有 100 余年历史，显著提升城市景观面貌；新一代中低速磁悬浮系统，在技术、应用领域和成本方面有许多重大突破和创新，该系统历经德国国家磁浮中心、西门子和蒂森克虏伯等世界知名企业在磁浮交通领域的顶级专家，8 年的系统研究和优化，在综合效率、速度等级、加速能力、载客能力、磁辐射量、噪声控制、限界尺寸等方面均取得了突破性成果，已在试验线进行 6 年反复验证，可靠运行 7 万多公里，全面超越世界范围内所有的中低速磁浮交通系统，达到国际领先水平，打破了制约中低速磁浮交通系统发展的瓶颈，可广泛应用于高架轻轨、市域快轨、短途城际、地下轨道等约 90%的城轨交通市场，作为地下轨道使用将是中国的世界首创，将带来显著经济效益和社会效益。新型轨道系统，公司 2012 年开始研发，是嵌入式连续支撑无砟轨道系统，该系统是将钢轨嵌入到混凝土整体道床中，50 多项专利，运营成本低、寿命长、噪音低，广州、深圳、上海、三亚等多地表示合作意向。超级电容系统，该业务由控股子公司奥威科技承担，是国内超级电容细分行业龙头，产品几乎涵盖了目前世界上所有超级电容器类型，产品主要运用于海外公交车，隧道机车，有轨电车。报告期内，奥威科技超级电容产品取得了国内首张 ECE R100 证书和 ECE R10 证书，该认证证书属于全球同行业内的稀缺资源。标志着奥威科技的车用超级电容器产品相关安全性能已达到国内领先水平，拿到了全面进军欧洲市场的通行证。

■ 成都市是全国轨道交通规划最为“激进”的城市，公司享有地利优势。2016 年 11 月，成都市完成了城市轨道交通线网规划修编工作，远景推荐线网由 46 条线路组成，总里程 2450 公里，是全国规模最大的城市轨道交通网规划，公司享有绝佳的地利优势，坐镇成都，辐射西南。2017 年 10 月，成都市规划管理局官网发布了《成都市城市轨道交通建设“十三五”规划》，规划到“十三五”末，力争实现轨道交通建设总里程达 780 公里

股价走势



市场数据

收盘价（元）	7.36
一年最低/最高价	5.91/10.96
市净率（倍）	2.1
流通 A 股市值（百万元）	4717.0

基础数据

每股净资产（元）	3.56
资本负债率（%）	56.13
总股本（百万股）	653.58
流通 A 股（百万股）	640.89

相关研究

1. 公司点评：预期轨道交通板块将进入发力通道，超级电容龙头成长空间无限 2017.8.25
2. 公司点评：2016 年剥离低效产能+实现扭亏，2017 预期华丽转身+业绩放量 2017.3.30

以上，其中运营里程达 500 公里，在建里程 280 公里以上，并且多条线路的开工、竣工及开通时间都已经公布。整个成都城市轨道交通建设如火如荼开展，有望为公司从 2018 年开始，带来营收确认高峰期。

■ **2018 Q1 预计业绩 7 年来首度扭亏，董监高二级市场增持股票。**公司公告，预计 2018 年 1-3 月净利润为 500-1000 万元（2017 年同期为 -4401 万元），是自 2012 年以来一季度业绩首度扭亏，主要系轨道交通业务规模增长所致。另外，据 2018 年 2 月 5 日公告，基于对公司未来发展前景的信心及内在价值的认可，自 2 月 5 日起未来 5 个月内，公司董监高增持公司股票，合计金额不低于 3,000 万元，不高于 18,000 万元，

■ **盈利预测与投资评级：**成都市正在打造全国最大的城市轨道交通网络，公司具有地利优势，且市场范围辐射整个西南地区，公司新产品层出不穷：中低速磁悬浮、新型轨道系统、超级电容等发展迅速。预测公司 2018-2020 年 EPS 为 0.05/0.11/0.21 元，对应 PE 143/68/35X，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**成都轨交项目推进不及预期，超级电容海外市场拓展不及预期，新型轨道系统推进速度不及预期
附录：

图表 1：公司营业收入及毛利率分项表（金额单位均为百万元）

报告期	2017	2018E	2019E	2020E
轨道交通业务				
收入	815.0	1335.0	3560.0	5490.0
收入 YoY (%)	22.9	63.8	166.7	54.2
毛利	60.0	160.2	516.2	878.4
毛利率 (%)	7.4	12.0	14.5	16.0
桥梁功能部件				
收入	630.2	652.2	672.4	694.0
收入 YoY (%)	3.2	3.5	3.1	3.2
毛利	198.8	208.7	216.5	223.5
毛利率 (%)	31.5	32.0	32.2	32.2
超级电容系统				
收入	116.5	198.1	346.7	572.0
收入 YoY (%)	62.0	70.0	75.0	65.0
毛利	49.5	85.2	150.8	250.0
毛利率 (%)	42.5	43.0	43.5	43.7
特种汽车				
收入	8.0	8.4	8.8	9.3
收入 YoY (%)	(61.4)	5.0	5.0	5.0
成本	0.4	0.6	0.7	0.8
毛利	5.3	7.0	7.5	8.1
毛利率 (%)	8.0	8.4	8.8	9.3
其他主营业务				
收入	90.6	104.1	119.8	137.7
收入 YoY (%)	19.6	15.0	15.0	15.0
毛利	23.7	27.2	31.4	36.1
毛利率 (%)	26.1	26.1	26.2	26.2
营业收入合计	1,660.2	2,297.9	4,707.7	6,903.0
营收同比增速 (%)	9.3	38.4	104.9	46.6
毛利合计	332.3	481.9	915.6	1,388.7
综合毛利率 (%)	20.0%	21.0%	19.4%	20.1%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

新筑股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3151.7	3307.4	5659.6	7997.5	营业收入	1660.2	2297.8	4708.1	6902.1
现金	868.6	702.4	600.0	600.0	营业成本	1327.9	1815.2	3794.7	5514.8
应收款项	1515.2	1699.7	3224.7	4727.5	营业税金及附加	19.8	27.4	56.2	82.3
存货	670.8	770.9	1559.5	2266.3	营业费用	97.5	103.4	207.2	303.7
其他	97.1	134.4	275.4	403.7	管理费用	256.0	220.0	422.4	592.3
非流动资产	2434.9	2553.5	2640.5	2708.6	财务费用	105.1	73.5	87.7	126.5
长期股权投资	32.7	32.7	32.7	32.7	投资净收益	-2.3	-2.0	-2.0	-2.0
固定资产	1614.6	1742.2	1838.3	1915.4	其他	180.9	11.1	11.1	11.1
无形资产	272.0	262.9	253.9	244.8	营业利润	32.7	67.3	149.0	291.6
其他	515.6	515.6	515.6	515.6	营业外净收支	6.3	7.0	7.0	7.0
资产总计	5586.6	5860.9	8300.1	10706.1	利润总额	39.0	74.3	156.0	298.6
流动负债	2032.0	2280.8	4666.7	6970.5	所得税费用	20.3	38.7	81.4	155.8
短期借款	791.0	600.0	1156.8	1871.2	少数股东损益	6.2	1.8	3.7	7.1
应付账款	1067.3	1459.0	3050.0	4432.5	归属母公司净利润	12.5	33.7	70.9	135.7
其他	173.7	221.8	459.9	666.9	EBIT	-27.0	140.8	236.7	418.1
非流动负债	1103.8	1103.8	1103.8	1103.8	EBITDA	89.0	314.3	434.2	639.6
长期借款	500.0	500.0	500.0	500.0	重要财务与估值指标				
其他	603.8	603.8	603.8	603.8	每股收益(元)	0.02	0.05	0.11	0.21
负债总计	3135.8	3384.6	5770.5	8074.3	每股净资产(元)	3.56	3.60	3.67	3.82
少数股东权益	122.3	124.1	127.9	135.0	发行在外股份(百万股)	654	654	654	654
归属母公司股东权益	2328.5	2352.1	2401.7	2496.7	ROIC(%)	-0.3%	1.7%	2.8%	4.1%
负债和股东权益总计	5586.6	5860.9	8300.1	10706.1	ROE(%)	0.5%	1.4%	3.0%	5.4%
现金流量表 (百万元)					毛利率(%)	18.8%	19.8%	18.2%	18.9%
	2017	2018E	2019E	2020E	EBIT Margin(%)	-1.6%	6.1%	5.0%	6.1%
经营活动现金流	-154.8	311.2	-355.3	-386.2	销售净利率(%)	0.8%	1.5%	1.5%	2.0%
投资活动现金流	1.3	-276.2	-282.5	-287.5	资产负债率(%)	56.1%	57.7%	69.5%	75.4%
筹资活动现金流	382.2	-201.1	535.5	673.7	收入增长率(%)	9.3%	38.4%	104.9%	46.6%
现金净增加额	227.3	-166.2	-102.4	0.0	净利润增长率(%)	-33.4%	170.9%	110.1%	91.4%
折旧和摊销	116.0	173.6	197.5	221.5	P/E	386.2	142.5	67.8	35.4
资本开支	-105.9	-276.2	-282.5	-287.5	P/B	2.1	2.0	2.0	1.9
营运资本变动	-19.6	104.1	-625.5	-748.5	EV/EBITDA	89.3	26.1	24.4	20.1
企业自由现金流	-36.2	68.8	-597.3	-614.6					

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>