

2019 年 7 月 05 日

科创板询价报告之交控科技
机械设备

建议询价区间：[11.97, 15.55]元/股

主要财务指标（单位：百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,163	1,471	1,831	2,224
(+/-)	32.2%	26.6%	24.5%	21.5%
营业利润	75	93	117	142
(+/-)	44.2%	23.2%	26.1%	21.7%
归属母公司净利润	66	84	106	129
(+/-)	48.0%	26.2%	26.2%	21.6%
EPS（元）	0.55	0.52	0.66	0.80

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

● 公司是国内掌握 CBTC 核心技术的轨交信号系统供应商。公司成立于 2009 年，以自主知识产权的 CBTC 技术为核心，专业从事城市轨道交通信号系统的研发生产、系统集成以及信号系统总承包。公司产品包括 CBTC、I-CBTC、FAO 三种类型，具备城市轨道交通信号系统的先发优势。（注：公司详细内容请参见我们于 2019 年 6 月 10 日发布的报告《科创板机械设备系列之交控科技》）。

● 公司主要财务指标及盈利预测。公司 2018 年实现营业收入 11.63 亿元，同比增长 32.16%；实现归母净利润 0.66 亿元，同比增长 47.96%；2018 年公司毛利率为 26.93%，净利率为 5.67%，ROE 为 16.3%，资产负债率为 80.71%，总体经营状况良好。我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 14.71 亿元、18.31 亿元和 22.24 亿元；实现归母净利润分别为 0.84 亿元、1.06 亿元和 1.29 亿元。

● 公司估值及询价分析。本篇报告重点讨论采用不同的方法体系对公司进行估值分析，并给出相应的合理询价区间。我们采用 PE 相对估值法和 DCF 绝对估值法，分别对公司估值进行了分析测算，并根据公司及行业具体情况，对两种估值方法给予不同的权重为公司进行估值。综合分析来看，我们采用 PE 法预测公司 IPO 发行后估值约为 20.94 亿元，采用 DCF 法预测公司 IPO 发行后估值约为 23.63 亿元。在对两种估值方法分别赋予权重后，最终得出公司 IPO 摊薄后合理估值约为 22.02 亿元。我们假设公司本次发行新股数量为 4000 万股，公司发行后总股本为 16000 万股，根据公司预测市值，得出公司对应股价为 13.76 元/股，建议询价区间应为[11.97, 15.55]元/股。

● 风险提示：公司技术研发进度及迭代速度跟不上竞争对手、行业政策变化、核心技术人员及技术流失、股权分散及无实际控制人、市场系统性风险等。

分析师：杨靖磊
执业证书编号：S1050518080001
电话：021-54967583
邮箱：yangjl@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>

目录

1. 相对估值 PE 法分析	3
2. 绝对估值 DCF 法分析	4
3. 估值及询价分析	4

图表目录

图表 1: 公司相关可比公司估值水平	3
图表 2: PE 估值分析	4
图表 3: DCF 估值参数	4
图表 4: 公司估值测算	5
图表 5: 公司询价区间分析	5
图表 6: 公司盈利预测	6

1. 相对估值 PE 法分析

在公司的可比公司中，A 股上市公司众合科技（000925）与神州高铁（000008）在业务上与公司存在相似之处，众合科技主要产品包括轨道交通信号系统、烟气脱硫脱硝机电工程、烟气脱硫特许经营权以及自动售检票系统（AFC）。神州高铁主营业务涵盖车辆维修体系装备、信号体系装备、线路维修保养、供电体系装备等。两家公司业务来源于轨道交通信号系统的收入分别占比约为 30%-40%和 18%。两家公司可作为直接可比公司。此外，港股上市公司中国通号（3969.hk）、A 股上市公司思维列控（603508）、鼎汉技术（300011）、世纪瑞尔（300150）与公司业务同样存在相似之处，可作为相对估值的参考。2019 年相关可比公司的市场一致预期 PE 的平均值为 25X 左右。

图表 1：公司相关可比公司估值水平

代码	公司简称	上市地	股价 (元/股)	总市值 (RMB 亿元)	EPS			PE		
					TTM	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
000925	众合科技	中国	7.23	39	0.07	0.29	0.46	109.4	25.0	15.7
3969.hk	中国通号	中国	6.06	533	0.39	0.49	0.58	15.38	12.4	10.4
603508	思维列控	中国	65.56	128	4.25	2.86	2.39	15.43	22.9	27.4
000008	神州高铁	中国	3.84	107	0.12	0.15	0.20	32.74	25.0	19.1
300011	鼎汉技术	中国	6.37	36	-1.02	0.19	0.30	-6.27	33.4	21.4
300150	世纪瑞尔	中国	4.63	27	0.12	0.17	0.24	39.95	27.6	19.6
平均值								34.4	24.4	18.9

资料来源：Wind、华鑫证券研发部（注：数据日期为 2019 年 7 月 05 日）

针对交控科技在未来三年的发展情况，我们做出以下假设条件：

- （1）公司在 I-CBTC 系统和 FAO 系统领域可保持较高速增长，基础 CBTC 设备领域保持稳定增长。
- （2）公司产品价格体系相对稳定，产品降价幅度有限，毛利率保持基本稳定；
- （3）公司客户保持稳定，订单施工及交付平稳进行。
- （4）公司期间费用控制良好，研发费用投入维持较高水平。
- （5）公司本次发行新股数量为 4000 万股，公司发行后总股本为 16000 万股。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年实现归属母公司所有者净利润分别为 0.84 亿元、1.06 亿元和 1.29 亿元。

我们认为，与相关可比公司相比，交控科技立足于自主技术总承包商角色，通过自制关键子系统或设备，分包功能相对独立的子系统或设备，代采服务器等通用设备对系统进行深度集成，与其他可比公司相比各有优势。同时，目前市场给予行业的估值较为合理，因此我们按照公司 2019 年预测归母净利润 0.84 亿元，假设给予公司市场中性预期 25 倍的 PE 估值进行测算，得出公司对应的 IPO 摊薄后估值约为 20.94 亿元。

图表 2：PE 估值分析

	悲观预期			中性预期			乐观预期		
PE（倍）	10	13	15	20	25	30	33	36	40
市值（亿元）	8.38	10.89	12.57	16.75	20.94	25.13	27.64	30.16	33.51

资料来源：华鑫证券研发部

2. 绝对估值 DCF 法分析

鉴于公司目前业务已初具规模，具有较为稳定的盈利水平，我们采用现金流折现法（DCF）测算公司的合理估值。我们对公司的产品线和研发投入等领域进行了梳理，对公司的市场空间和未来收入及利润进行了测算，预测了公司未来 10 年及更长一段时间的现金流情况。在 DCF 模型中，核心假设条件如下：假设公司 Beta 系数为 1.22，无风险利率为 3.22%，股票风险溢价为 5.00%，WACC 值为 9.26%，永续增长率为 3%。最后，我们采用 DCF 法预测公司估值约为 23.63 亿元。

图表 3：DCF 估值参数

DCF 假设	数值
无风险利率	3.22%
Beta（考虑杠杆）	1.22
股票风险溢价	5.00%
WACC	9.26%
股权比例	98.36%
永续增长率	3.00%
市值（亿元）	23.63

资料来源：华鑫证券研发部

3. 估值及询价分析

综合分析来看，我们采用 PE 法预测公司估值为 20.94 亿元，采用 DCF 法预测公司

估值为 23.63 亿元。结合公司具体发展及行业前景，我们分别对两种估值方法给予不同的权重，对 PE 估值法给予 60%权重，对 DCF 估值法给予 40%权重，最终得出公司 IPO 摊薄后合理估值约为 22.02 亿元。

图表 4：公司估值测算

	市值（亿元）	权重
PE 估值法	20.94	60%
DCF 估值法	23.63	40%
最终估值	22.02	

资料来源：华鑫证券研发部

我们假设公司本次发行新股数量为 4000 万股，公司发行后总股本为 16000 万股；根据公司预测市值 22.02 亿元，得出公司对应股价为 13.76 元/股，建议询价区间为 [11.97, 15.55] 元/股。（注：本报告仅供参考，不作为具体投资建议）

图表 5：公司询价区间分析

市值（亿元）	22.02	
发行后总股本（万股）	16000.00	
每股股价（元/股）	13.76	
询价区间（元/股）	11.97	15.55

资料来源：华鑫证券研发部

图表 6：公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产：					营业收入	1,163	1,471	1,831	2,224
货币资金	530	866	642	450	营业成本	849	1,074	1,336	1,623
应收款	937	1,144	1,424	1,730	营业税金及附加	9	9	9	9
存货	425	567	705	856	销售费用	55	69	86	105
其他流动资产	9	9	9	10	管理费用	110	140	174	211
流动资产合计	1,902	2,577	2,772	3,036	财务费用	3	1	0	1
非流动资产：					费用合计	168	210	260	317
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	21	25	25	25
固定资产+在建工程	96	224	404	567	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	31	69	97	118	投资收益	0	0	0	0
其他非流动资产	31	32	34	36	营业利润	75	93	117	142
非流动资产合计	197	365	575	761	加：营业外收入	0	0	0	0
资产总计	2,100	2,941	3,347	3,797	减：营业外支出	2	0	0	0
流动负债：					利润总额	73	93	117	142
短期借款	74	55	55	55	所得税费用	7	9	12	14
应付账款、票据	989	1,193	1,485	1,803	净利润	66	83	105	128
其他流动负债	501	551	579	608	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债合计	1,565	1,799	2,119	2,466	归母净利润	66	84	106	129
非流动负债：									
长期借款	10	10	10	10	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
其他非流动负债	120	126	133	139	成长性				
非流动负债合计	130	136	143	149	营业收入增长率	32.2%	26.6%	24.5%	21.5%
负债合计	1,695	1,935	2,261	2,615	营业利润增长率	44.2%	23.2%	26.1%	21.7%
所有者权益					归母净利润增长率	48.0%	26.2%	26.2%	21.6%
股本	120	160	160	160	总资产增长率	40.9%	40.1%	13.8%	13.4%
资本公积金	109	616	616	616	盈利能力				
未分配利润	151	206	276	360	毛利率	26.9%	27.0%	27.0%	27.0%
少数股东权益	6	6	6	6	营业利润率	6.5%	6.3%	6.4%	6.4%
所有者权益合计	405	1,015	1,095	1,192	三项费用/营收	14.4%	14.3%	14.2%	14.3%
负债和所有者权益	2,100	2,951	3,357	3,807	EBIT/销售收入	8.6%	6.6%	6.6%	6.6%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利润率	5.7%	5.7%	5.7%	5.8%
净利润	66	83	105	128	ROE	16.3%	8.2%	9.6%	10.7%
折旧与摊销	24	46	73	98	营运能力				
财务费用	3	1	0	1	总资产周转率	55.4%	50.0%	54.7%	58.6%
存货的减少	-20	-141	-139	-151	资产结构				
营运资本变化	23	-3	12	12	资产负债率	80.7%	65.8%	67.6%	68.9%
其他非现金部分	16	54	32	34	现金流质量				
经营活动现金净流量	113	40	84	122	经营净现金流/净利润	1.72	0.48	0.80	0.95
投资活动现金净流量	-40	-212	-282	-282	每股数据(元/股)				
筹资活动现金净流量	63	507	-25	-33	每股收益	0.55	0.52	0.66	0.80
现金流量净额	137	335	-223	-193	每股净资产	3.37	6.35	6.85	7.45

资料来源：wind，华鑫证券研发部

分析师简介

杨靖磊：华鑫证券分析师，工学硕士，2016年4月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>