

2019年07月10日

证券研究报告·新股分析报告

交控科技(688015) 机械设备

合理价格区间

18.3~21.9元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

城轨信号系统龙头，新签合同大增

投资要点

- 公司根据第一项标准上市。
- 城轨信号系统领先企业。公司成立于2009年，是国内第一家掌握自主CBTC信号系统核心技术的高科技公司，专业从事城市轨道交通信号系统的研发、关键设备的研制、系统集成以及信号系统总承包，是国内轨道交通信号系统解决方案领域领先的高科技企业。公司主要业务包括信号系统总承包项目、维保服务和零星销售。公司2018年实现营业收入11.6亿元(+31.2%)，其中，信号系统总承包业务贡献营收11.0亿元，占比高达94.5%。
- 城轨信号系统年需求超百亿元。新增需求方面，截至2018年末，全国规划建设的城轨线路长度(不含已经开通)合计7611公里。信号系统单公里造价约为800-1200万元/公里，按1000万元/公里计算，预计新增需求约761.1亿元，假设5-6年完成，年均需求约126.9~152.2亿元。更新需求方面，城轨信号系统改造周期约15年，早期地铁线路主要采用基于轨道电路系统的准移动闭塞信号系统，目前开始产生更新改造需求。截至2018年年底，国内采用准移动闭塞线路合计565.1公里，平均运营时长11.7年，采用CBTC系统方案对既有线路进行升级的价格约1400-1800万元/公里，以中值计算，则更新需求约90.4亿元，假设3-5年内完成，年均需求18.1~30.1亿元。
- 新签合同大幅增长，2018年中标份额排名第一。2016-2018年全国公开招标正线线路条数分别为17条、29条、26条，公司中标线路分别为1条、7条、8条，中标率分别为5.9%、24.1%、30.8%，份额快速提升，2018年份额排名第一。公司2016-2018年签订合同金额分别为10.8亿元、18.2亿元、29.8亿元，为当期营收1.2倍、2.1倍、2.6倍，保障未来几年营收较快增长。
- 盈利预测与估值。公司产品主要用于轨交领域，业务成熟，可比公司众多，可使用PE估值。2019年可比公司众合科技、中国中车、今创集团、神州高铁等PE估值最低为17倍、最高为26倍，平均为21倍，结合公司2019年、2020年、2021年净利润增速分别为76.3%、43.5%和31.9%，我们认为，公司PE估值应高于行业平均，合理估值区间为对应2019年25-30倍PE，对应市值29.3~35.1亿元，对应股价18.3~21.9元。
- 风险提示：工程进展不及预期风险；盈利能力不及预期风险；城轨固定资产投资不及预期风险；募投项目建设及达产进度不及预期风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1162.52	1938.08	2505.49	2998.88
增长率	32.16%	66.71%	29.28%	19.69%
归属母公司净利润(百万元)	66.40	117.03	167.96	221.58
增长率	47.96%	76.27%	43.52%	31.92%
每股收益EPS(元)	0.41	0.73	1.05	1.38
净资产收益率ROE	16.27%	11.12%	14.24%	16.50%

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：梁美美

执业证号：S1250518100003

电话：021-58351937

邮箱：lmm@swsc.com.cn

所在行业市场表现



数据来源：聚源数据

本次发行情况

发行前总股本(万股)	12,000
本次发行(万股)	4,000
发行后总股本(万股)	16,000
2018年每股收益(摊薄后)(元)	0.55
2018年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	0.50

主要指标(2018)

每股净资产(元)	3.33
毛利率(%)	26.93
流动比率	1.22
速动比率	0.94
应收账款周转率	1.77
资产负债率(%)	80.71
净资产收益率(%)	16.63

相关研究

投资要件

关键假设

(1) **信号系统项目总承包**: 公司近几年中标线路数量较快提升, 金额大幅上升, 2016 年、2017 年、2018 年签订合同金额分别为 10.8 亿元、18.2 亿元、29.8 亿元, 是同期营收的 1.2 倍、2.1 倍、2.6 倍, 有力保障了未来几年业绩较快增长。假设新签订单未来三年内完成, 预计公司信号系统项目总承包业务增速分别为 70%、30%、20%。

(2) **维保服务业务**: 假设维保服务业务增速均为 10%, 毛利率维持 66% 不变。

(3) **零星销售业务**: 假设零星销售业务增速均为 10%, 毛利率维持 42% 不变。

公司亮点

公司是国内第一家掌握自主 CBTC 信号系统核心技术的高科技公司, 专业从事城市轨道交通信号系统的研发、关键设备的研制、系统集成以及信号系统总承包。近年来, 公司中标份额不断攀升, 2018 年中标率市场排名第一, 保障公司未来几年业绩增速超过行业平均水平, 实现较快增长。

股价上涨的催化因素

1) 中标新的线路; 2) 项目进展超预期; 3) 城轨固定资产投资超预期。

估值和目标价格

公司产品主要用于轨交领域, 业务成熟, 可比公司众多, 可使用 PE 估值。2019 年可比公司众合科技、中国中车、今创集团、神州高铁等 PE 估值最低为 17 倍、最高为 26 倍, 平均为 21 倍, 结合公司 2019 年、2020 年、2021 年净利润增速分别为 76.3%、43.5% 和 31.9%, 我们认为, 公司 PE 估值应高于行业平均, 合理估值区间为对应 2019 年 25~30 倍 PE, 对应市值 29.3~35.1 亿元, 对应股价 18.3~21.9 元。

投资风险

1) 工程进展不及预期风险; 2) 盈利能力不及预期风险; 3) 城轨固定资产投资不及预期风险; 4) 募投项目建设及达产进度或不及预期风险

目 录

1 轨交信号系统领先企业.....	1
2 城轨投资持续较快增长，信号系统需求旺盛	6
2.1 城轨营业里程持续提升，固定资产投资保持较快增长.....	6
2.2 信号系统空间超百亿元，持续较快增长	9
3 技术领先，份额较快提升.....	11
4 盈利预测与估值.....	18
4.1 盈利预测	18
4.2 相对估值.....	19
5 风险提示	20

图 目 录

图 1: 公司核心产品: 城市轨道交通信号系统	1
图 2: 2018 年公司信号系统总承包业务营收占比 94.5%	3
图 3: 2018 年公司信号系统总承包中 I-CBTC 营收占比 71.2%	3
图 4: 2018 年公司营业收入为 11.6 亿, 增长 32.2%	3
图 5: 2018 年公司归母净利润 0.7 亿, 增长 48%	3
图 6: 2016-2018 年公司毛利持续增长	4
图 7: 公司分业务毛利率情况	4
图 8: 2016-2018 年公司 CBTC 系统营收占比逐年下降	4
图 9: 公司 CBTC 系统逐渐被替代, 营收下降	4
图 10: 公司 I-CBTC 系统营收高增长	5
图 11: 公司 FAO 系统营收波动大	5
图 12: 公司新签合同金额高增长	5
图 13: 2018 年公司新签合同/当年营收比例达到 2.6 倍	5
图 14: 截至 2019 年 6 月, 公司股权结构分散	6
图 15: 全国城轨投资稳步上升	7
图 16: 全国历年城轨营业里程稳步增加	7
图 17: 近三年全国新增城轨营业里程均大于 500 公里	7
图 18: 公司城轨领域市场份额稳步增加	7
图 19: 全国新增营业里程预测	9
图 20: 全国城轨固定资产投资预测	9
图 21: 全国新建线路里程对信号系统的需求预测	10
图 22: 2018 年公司营收 (亿元) 按区域划分	13
图 23: 按中标线路, 公司市场份额不断提升, 2018 年达到 30.8%	14
图 24: 截至 2018 年末, 公司提供服务地铁线路 14 条	15
图 25: 截至 2018 年末, 公司提供服务地铁线路里程 484.9 公里	15
图 26: 2018 年公司新签合同/营收比例达到 2.6 倍	17
图 27: 2019 年预计公司营收 19.4 亿元 (+66.7%)	17

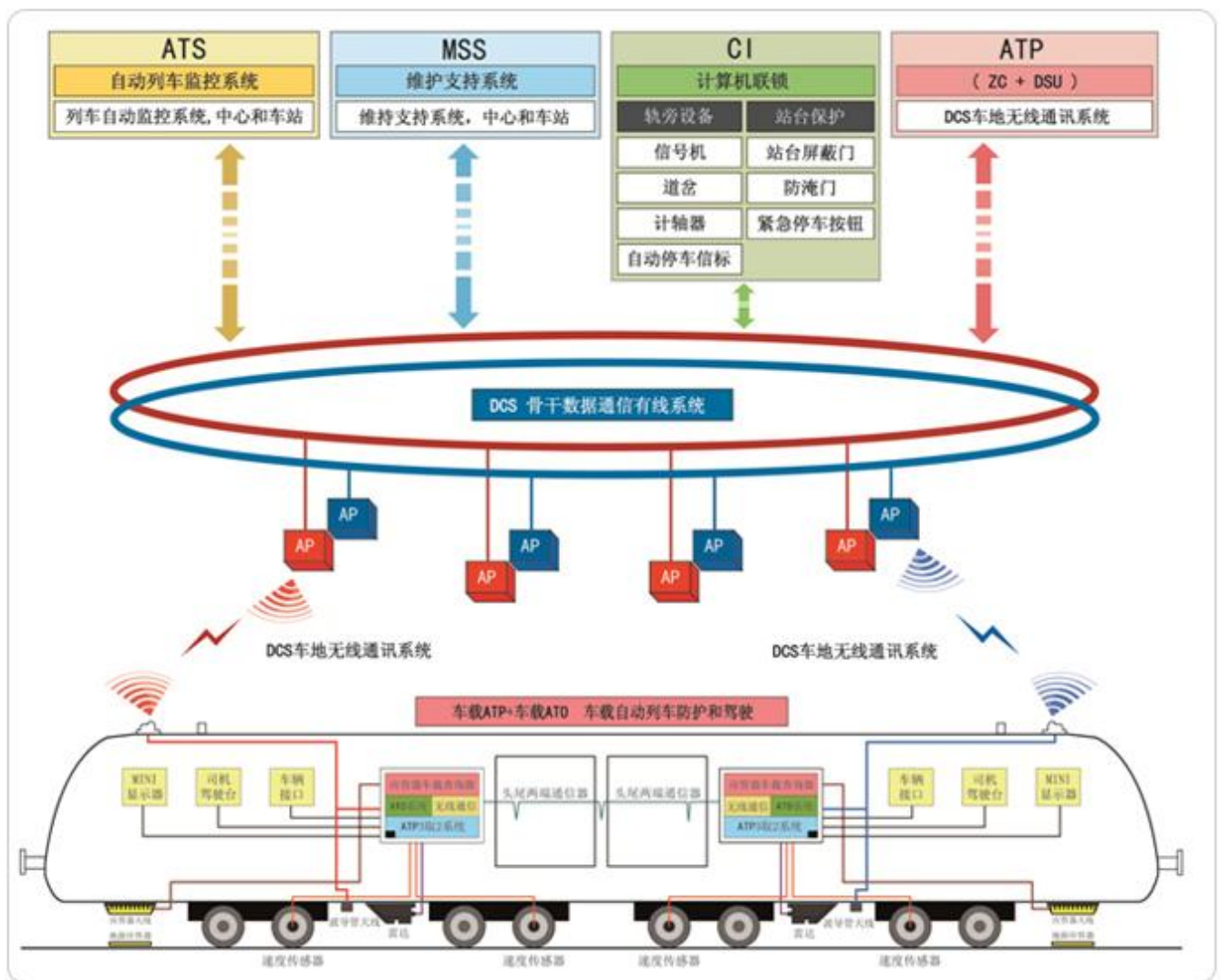
表 目 录

表 1: 公司发展历史.....	2
表 2: 公司核心产品介绍.....	2
表 3: 2018 年城轨获批城市里程信息.....	7
表 4: 截至 2018 年底, 国内准移动闭塞线路统计.....	10
表 5: 公司 CBTC 系统故障率对比国内外厂商 CBTC 系统有显著优势.....	12
表 6: 公司 CBTC 系统达到了国际领先标准.....	12
表 7: 公司与竞争对手对比, 技术领先, 销售区域覆盖全国.....	13
表 8: 公司 2018 年营收占比按区域划分.....	14
表 9: 按中标线路, 2018 年公司市场份额排名全国第一.....	14
表 10: 公司分合同和业务的收入情况.....	15
表 11: 公司大量合同正处于建设期, 未来营收高增长有保障.....	16
表 12: 公司募投项目情况.....	17
表 13: 公司各业务收入预测.....	18
表 14: 可比公司估值情况 (截止 2019 年 7 月 5 日收盘).....	19
附表: 财务预测与估值.....	21

1 轨交信号系统领先企业

公司介绍：公司是国内第一家掌握自主 CBTC 信号系统核心技术的高科技公司，是国内轨道交通信号系统解决方案领域领先的高科技企业，成立于 2009 年 12 月，以具有自主知识产权的 CBTC 技术为核心，专业从事城市轨道交通信号系统的研发、关键设备的研制、系统集成以及信号系统总承包。公司主要产品包括三种：基础 CBTC 系统、CBTC 互联互通列车运行控制系统（I-CBTC 系统）、全自动运行系统（FAO 系统）。

图 1：公司核心产品：城市轨道交通信号系统



数据来源：公司官网，西南证券整理

表 1：公司发展历史

时间	事件
2009 年 12 月	公司前身北京交控科技有限公司成立，注册资本为 1000 万元。
2010 年 1 月	北京交大与交控科技签署了《CBTC 核心技术许可协议》，许可交控科技有权设计、制造、使用、销售 CBTC 核心产品，交控科技每年向北京交大支付许可费。
2011 年	中标并承担重庆市轨道交通三号线三期信号系统总包项目； 中标并承担北京地铁 14 号线信号系统总包项目。
2013 年	北京地铁 14 号线西段正式开通，为国博园保驾护航；获得莱茵 IRIS、ISO14001、OHSAS18001 认证证书。
2013 年 6 月	以资本公积 8319.3 万元转增为注册资本，注册资本增至 1.0 亿元。
2014 年 12 月	爱地浩海以货币认缴新增注册资本 450.1 万元，北交联合以货币认缴新增注册资本 801.1 万元，合计新增注册资本 1251.2 万元，注册资本增至 1.1 亿元。
2015 年	公司与其他三家信号系统厂商在中国城市轨道交通协会的指导下共同完成了互联互通标准的制定工作。
2015 年 12 月	整体变更为股份公司，注册资本为 1.2 亿元；北京 14 号线中段和昌平线二期顺利开通。
2016 年 3 月	公司被国家发改委认定为“城市轨道交通列车通信与运行控制国家工程实验室”承担单位。目前，公司是国内城市轨道交通信号系统领域国家发改委唯一确定的国家工程实验室。
2017 年 12 月	公司的 FAO 系统在北京燕房线开通，是我国第一条全自主技术的全自动运行线路；2018 年以来公司陆续中标了北京新机场线、北京 17 号线、北京 19 号线、武汉 5 号线、南宁 5 号线、济南 R2 号线等 FAO 线路。
2018 年 12 月	公司成功实现 I-CBTC 的工程应用。

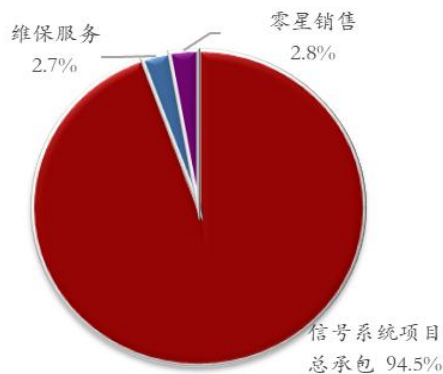
数据来源：公司公告，西南证券整理

表 2：公司核心产品介绍

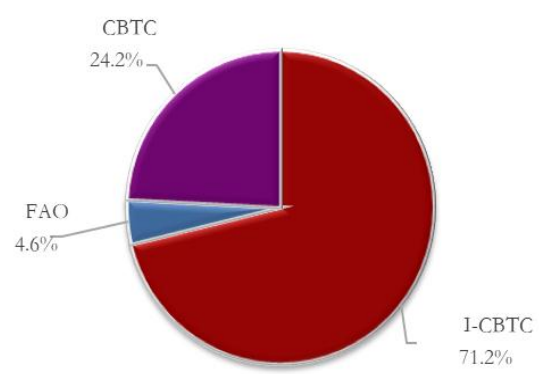
产品	描述	优势
基础 CBTC 系统	CBTC，即基于通信的列车自动控制系统，主要由 ATP（列车自动保护）、ATO（列车自动运行）、ATS（列车自动监控）、DCS（数据通信系统）、CI（计算机联锁系统）等子系统构成，主要特点是可以实现车—地之间的双向通信，使用无线双向通信代替轨道电路实现对列车运行的控制，能够有效、安全地提高线路通行能力并缩短行车间隔	有效、安全地提高线路通行能力并缩短行车间隔
CBTC 互联互通 列车运行控制系统 (I-CBTC 系统)	互联互通的 CBTC 系统(I-CBTC 系统)是基于统一规范和标准，实现不同厂商的信号设备互联互通，实现列车跨线运营的 CBTC 系统。I-CBTC 系统是基于 CBTC 系统的升级，主要特点是将不同厂商的信号系统相互兼容，使装备不同厂家车载设备的列车可以在装备不同厂家轨旁设备的一条轨道交通线路或多条轨道交通线路上至少支持以连续式列车控制级别无缝安全可靠运营，满足列车跨线运营、提高设备的利用率和运营能力。	实现不同线路车辆的资源共享 实现运营组织调度和司机人员的资源共享 实现车辆段、停车场、正线线路、换乘车站共享 有利于实现城市轨道交通的网络化运营
全自动运行系统 (FAO 系统)	公司自主研发的全自动运行系统(Fully Automatic Operation, FAO)是一套全功能自动化运行、无司机在线参与值守的列车运行控制系统。 国际公共交通协会将列车运行的自动化水平(Grades of Automation, 简称 GoA)划分为 GoA0 到 GoA4 五个等级，其中 CBTC 系统为 GoA2 级，FAO 为 GoA3 和 GoA4 级。 公司的 FAO 系统基于 CBTC 的自主技术，自动化水平可以达到 GoA4 级，是无人值守下的列车自动运行，可以实现列车唤醒、休眠、调整、停车、关闭车门、干扰事件下运行等均为自动运行模式，不需要司机或乘务员操作。	高度自动化水平 提升系统的安全性 提升系统的可靠性 提高运营组织的效率和灵活性

数据来源：公司公告，西南证券整理

信号系统项目总承包业务占公司收入 **94.5%**。公司主要业务包括信号系统总承包项目、维保服务和零星销售，其中信号系统总承包业务按产品类型可分为基础 CBTC 系统、CBTC 互联互通列车运行控制系统(I-CBTC 系统)和全自动运行系统(FAO 系统)。2018 年信号系统总承包贡献收入 11.0 亿元，占比 94.5%，是公司的支柱业务，其中基础 CBTC 系统、I-CBTC 系统和 FAO 系统，2018 年的收入占比分别为 24.2%、71.2%、4.6%。

图 2：2018 年公司信号系统总承包业务营收占比 94.5%


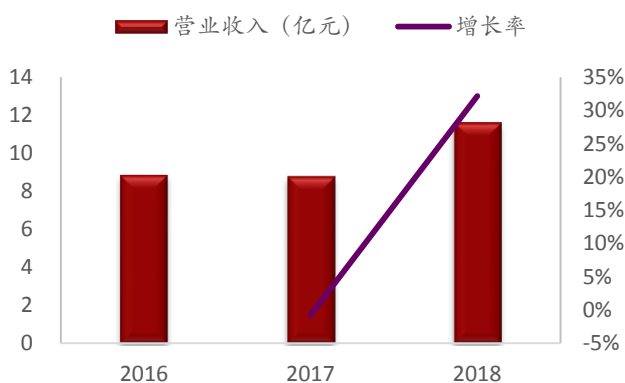
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：2018 年公司信号系统总承包中 I-CBTC 营收占比 71.2%


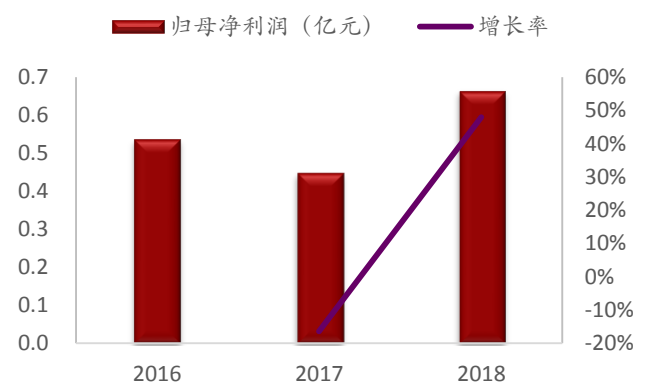
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司 2018 年营收达到 **11.6 亿**，同比增长 **32.2%**。2016-2018 年度公司营业收入从 8.9 亿增长到 11.6 亿，2018 年增长率达到 32.2%，增长较快。2016-2017 年，公司营业收入基本持平，维持在 8.8 亿元左右，2018 年公司 I-CBTC 系统营收增速快，总营业收入大幅提高。

公司 2018 年归母净利润达到 **0.7 亿**，同比增长 **48%**。2016-2017 年公司归母净利润从 5370 万下降到 4487 万元，同比下降 16.4%，2018 年归母净利为 6640 万元，同比增长 48%。

图 4：2018 年公司营业收入为 11.6 亿，增长 32.2%


数据来源：公司公告，西南证券整理

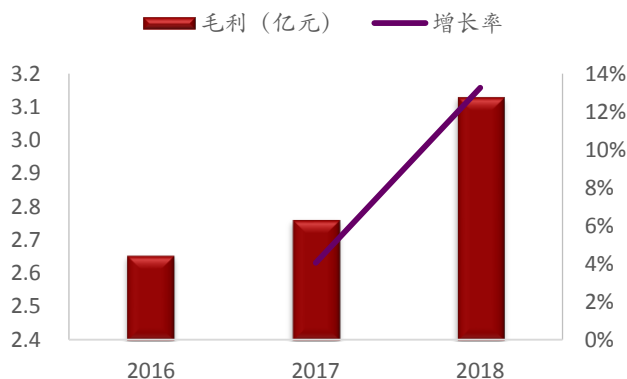
图 5：2018 年公司归母净利润 0.7 亿，增长 48%


数据来源：公司公告，西南证券整理

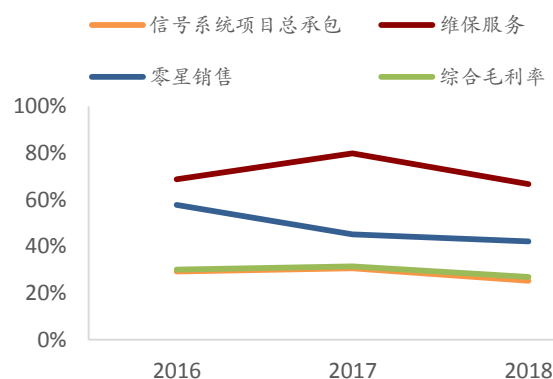
公司毛利持续增长，2018 年达到 **3.1 亿**，同比增长 **13.3%**，毛利率水平有所下降。公司 2016-2018 年毛利稳步提升，2018 年达到 3.1 亿，增长率为 13.3%。公司综合毛利率 2016-2017 年稳定于 30%左右，2018 年下降到 26.9%，下降原因在于：2016 年前后，各信号系统总承包商为了抢先占领西南地区市场，西南地区线路的毛利率整体水平有所下降。同时，公司西南地区的项目总承包范围扩大，成都 3 号线、成都 5 号线和重庆环线均在总承包

合同中增加了安装施工业务，公司将安装施工业务按照总承包合同基本一致的价格分包给专业的电气安装公司，导致项目综合毛利率进一步下降。

重要子系统毛利率水平稳定在 50%。公司自制的核心子系统主要包括 VOBC（车载控制器）、ZC（区域控制器）、MSS（维护支持系统）等，是信号系统的核心设备，技术附加值高，具有较高的毛利率水平。公司重要子系统的分包商交大微联 2016 年、2017 年和 2018 年的综合毛利率稳定在 50% 左右，表明信号系统的重要子系统具有较高的毛利率水平。

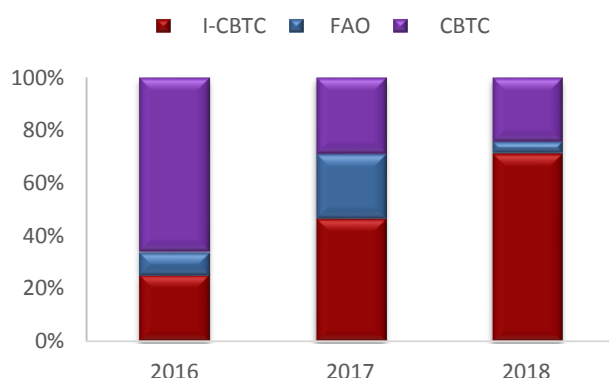
图 6：2016-2018 年公司毛利持续增长


数据来源：公司公告，西南证券整理

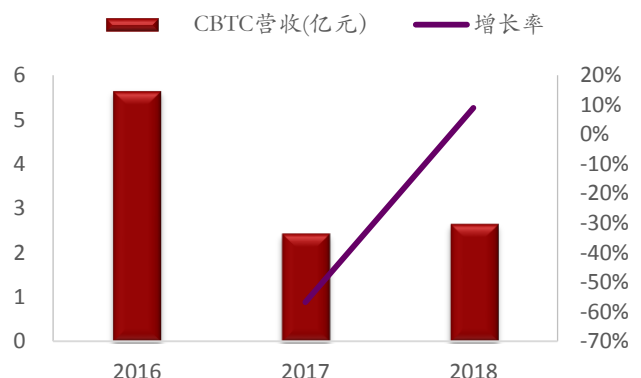
图 7：公司分业务毛利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

核心业务系统 I-CBTC 逐渐替代 CBTC，营收高增长；FAO 系统处于发展阶段，营收波动大。公司核心业务信号系统分为基础 CBTC 系统、I-CBTC 系统和 FAO 系统，2018 年的收入占比分别为 24.2%、71.2%、4.6%。2016-2018 年，公司 CBTC 系统逐渐被技术更先进的 I-CBTC 系统所替代，因此，CBTC 系统营收呈下降趋势，同时由于城轨政策环境利好、公司订单增长、公司信号系统产品的不断更新升级，I-CBTC 系统营收高速上升，2017 和 2018 年增长率分别达到 80.5% 和 98.3%，2018 年营收达到 7.8 亿。FAO 系统由于市场正处于发展上升阶段，公司所签合同较少，营收波动较大，2017 年公司实行的北京燕房项目取得了重大营收，导致 2017 年 FAO 业务收入大幅增加，2018 年项目营收减少，业务营收下降。

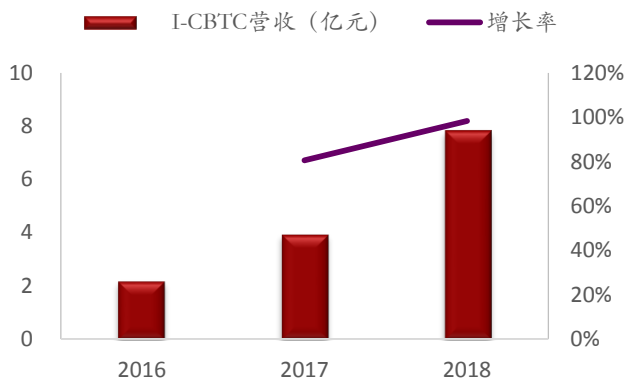
图 8：2016-2018 年公司 CBTC 系统营收占比逐年下降


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：公司 CBTC 系统逐渐被替代，营收下降


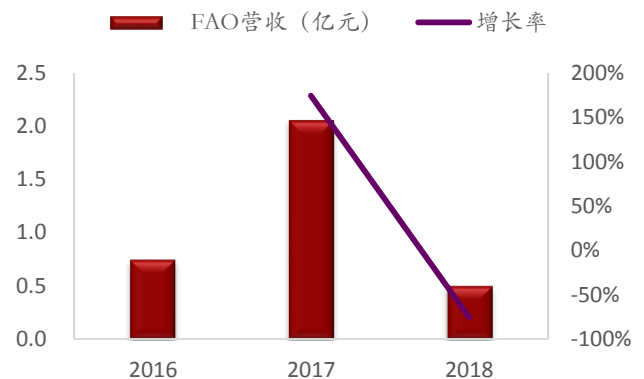
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10: 公司 I-CBTC 系统营收高增长



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

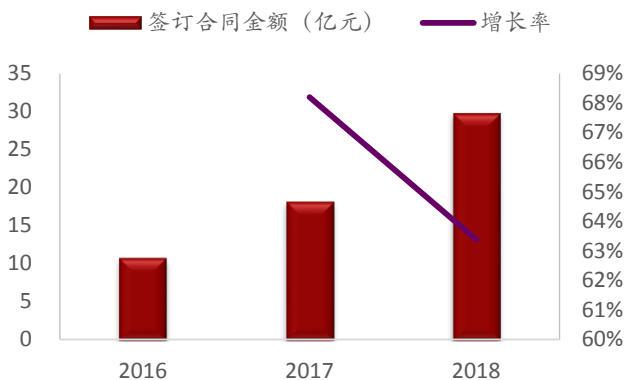
图 11: 公司 FAO 系统营收波动大



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

新签合同金额快速增长, 公司业绩有稳定的保障。2016-2018 年, 公司新签合同金额从 10.8 亿增长到 29.8 亿, 复合增长率为 65.8%, 增长较快。2018 年公司新签合同金额达到营收的 2.6 倍。由于信号系统单个项目工程建设的时间一般在 3 年左右, 收入主要在合同签订后的第二年和第三年确认。因此, 公司未来三年营收有稳定的增长保障。

图 12: 公司新签合同金额高增长



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

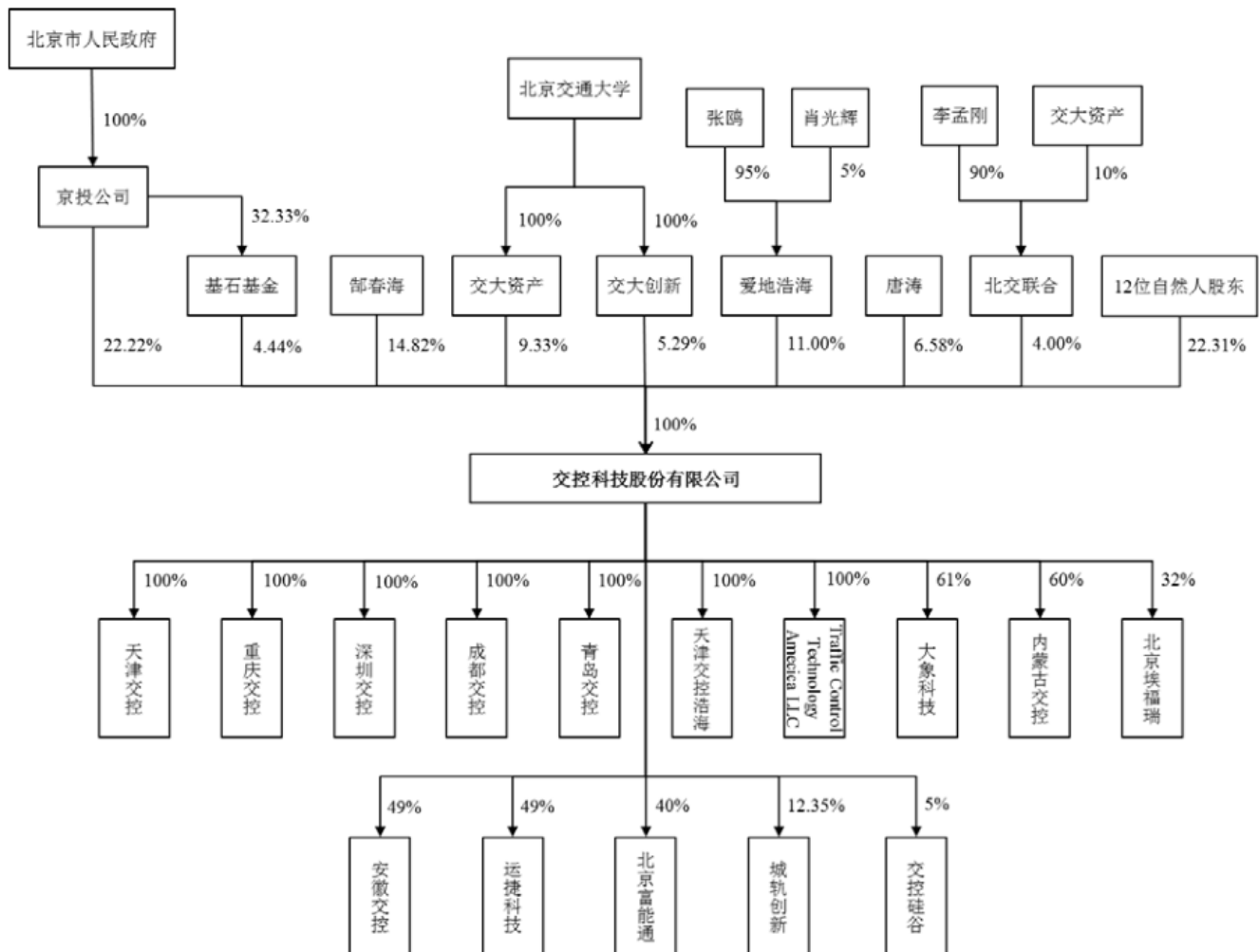
图 13: 2018 年公司新签合同/当年营收比例达到 2.6 倍



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司股权结构分散, 无实控人。截至 2019 年 6 月, 公司共有 20 名股东, 其中第一大股东京投公司及其一致行动人基石基金合计持股比例为 26.7%, 第二大股东部春海持股比例为 14.8%, 第三大股东交大资产及其一致行动人交大创新合计持股比例为 14.6%, 第四大股东爱地浩海持股比例为 11.0%。单一股东所持股权比例没有绝对优势, 公司主要股东之间也不存在共同控制的安排。因此, 公司不存在控股股东和实际控制人。

图 14: 截至 2019 年 6 月, 公司股权结构分散



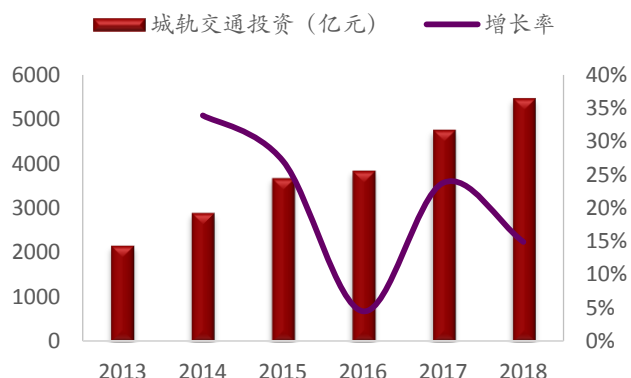
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 城轨投资持续较快增长, 信号系统需求旺盛

2.1 城轨营业里程持续提升, 固定资产投资保持较快增长

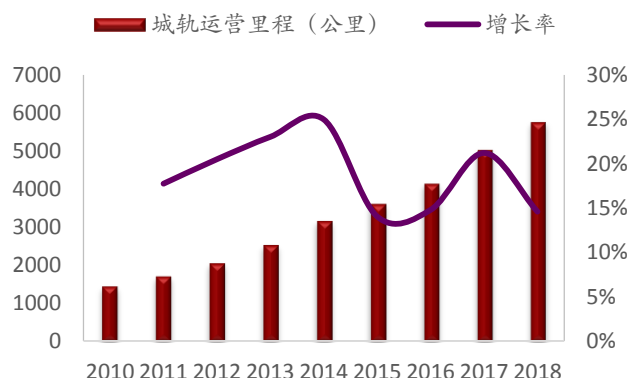
城轨投资逐年增长, 公司市场份额稳步上升。2018 年城轨投资达到 5470.2 亿元, 同比增长 14.9%。全国在建线路里程为 6374 公里, 规划建设线路里程为 7611 公里, 遍布全国 61 个城市, 未来城轨市场将有广阔的需求。公司在城轨业务领域处于市场领先地位。按中标线路数量计算, 2018 年公司市场份额由 2016 年的 5.9% 上升至 30.8%, 排名全国第一。

图 15: 全国城轨投资稳步上升



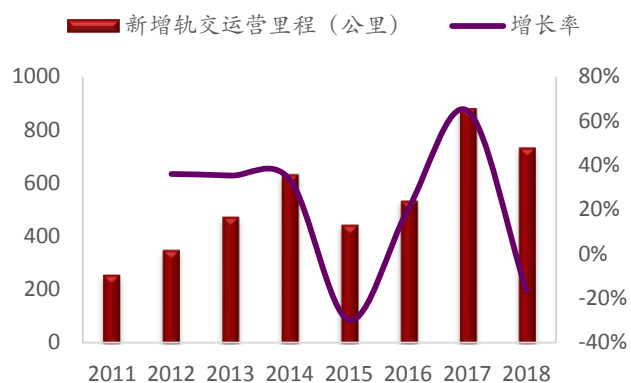
数据来源: 中国城市轨道交通协会, 西南证券整理

图 16: 全国历年城轨运营里程稳步增加



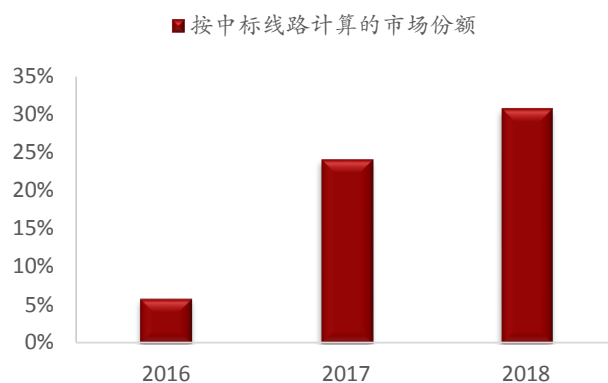
数据来源: 中国城市轨道交通协会, 西南证券整理

图 17: 近三年全国新增城轨运营里程均大于 500 公里



数据来源: 中国城市轨道交通协会, 西南证券整理

图 18: 公司城轨领域市场份额稳步增加



数据来源: 中国城市轨道交通协会, 西南证券整理

表 3: 2018 年城轨获批城市里程信息

城市	运营线路长度 (公里)	在建线路长度 (公里)	规划建设线路长度 (公里)
北京	713.0	430.5	438.9
上海	784.6	207.5	413.1
天津	226.8	183.1	295.7
重庆	313.4	171.8	267.5
广州	463.9	426.7	271.2
深圳	297.6	265.5	263.5
武汉	348.0	383.7	291.0
南京	394.3	160.9	240.3
沈阳	128.4	100.8	123.8
长春	117.7	43.5	162.5
大连	181.3	36.2	144.3
成都	329.8	395.5	347.5
西安	123.4	194.9	224.3
哈尔滨	21.8	69.7	72.1

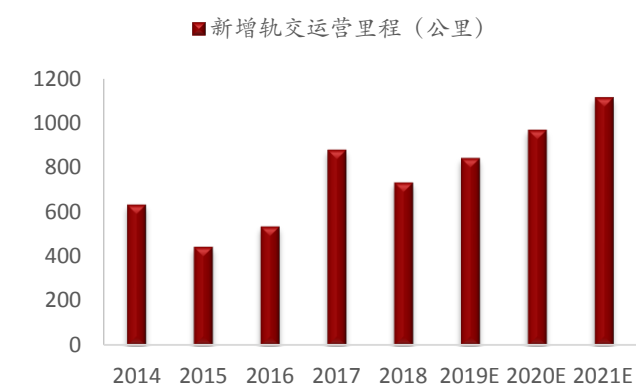
城市	运营线路长度 (公里)	在建线路长度 (公里)	规划建设线路长度 (公里)
苏州	164.9	195.5	312.7
郑州	136.6	105.0	106.1
昆明	88.7	126.0	110.0
杭州	114.7	330.5	399.7
佛山	21.5	123.2	116.8
长沙	67.3	236.8	213.1
宁波	74.5	110.7	124.0
无锡	55.7	58.2	59.1
南昌	48.5	91.9	96.4
兰州	61.0	35.0	36.0
青岛	178.2	300.0	211.3
淮安	20.1	-	-
福州	24.6	154.0	150.9
东莞	37.8	58.0	126.9
南宁	53.1	100.2	100.2
合肥	52.3	123.3	123.3
石家庄	28.4	50.1	56.5
济南	-	47.7	84.4
太原	-	23.6	49.2
贵阳	33.7	118.7	140.9
乌鲁木齐	16.7	88.7	89.7
厦门	30.3	157.7	227.5
珠海	8.8	-	-
徐州	-	64.3	67.0
常州	-	62.2	61.3
温州	-	115.9	156.5
呼和浩特	-	49.0	49.0
洛阳	-	40.8	41.3
南通	-	60.0	59.6
绍兴	-	44.9	44.9
芜湖	-	46.8	46.9
包头	-	-	42.1
南平	-	26.2	26.2
红河州	-	13.3	62.3
弥勒	-	18.8	18.9
文山	-	20.9	17.2
德令哈	-	15.0	14.8
三亚	-	8.4	8.7
泉州	-	-	53.7

城市	运营线路长度 (公里)	在建线路长度 (公里)	规划建设线路长度 (公里)
台州	-	-	70.5
黄石	-	-	27.0
渭南	-	-	55.0
天水	-	12.9	20.1
安顺	-	26.4	26.9
毕节	-	-	28.1
泸州	-	-	44.2
瑞丽	-	-	35.5
黔南州	-	22.0	22.0
保山	-	21.0	21.0
合计	5761.4	6374.0	7611.0

数据来源：中国城市轨道交通协会，西南证券整理

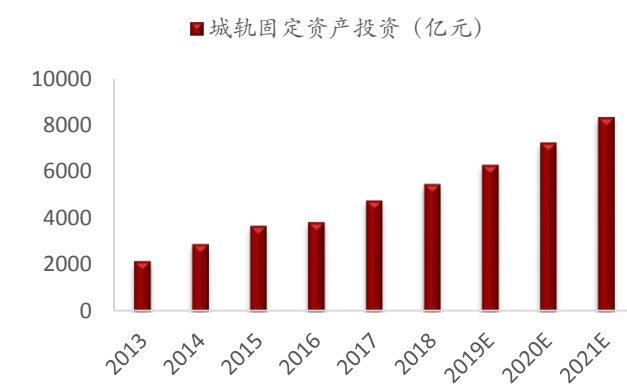
2018 年全国在建线路里程为 6374 公里，城轨建设项目根据建设周期将逐年完成建设，预期未来三年全国新增营业里程将持续增长。

图 19：全国新增营业里程预测



数据来源：中国城市轨道交通协会，西南证券整理

图 20：全国城轨固定资产投资预测

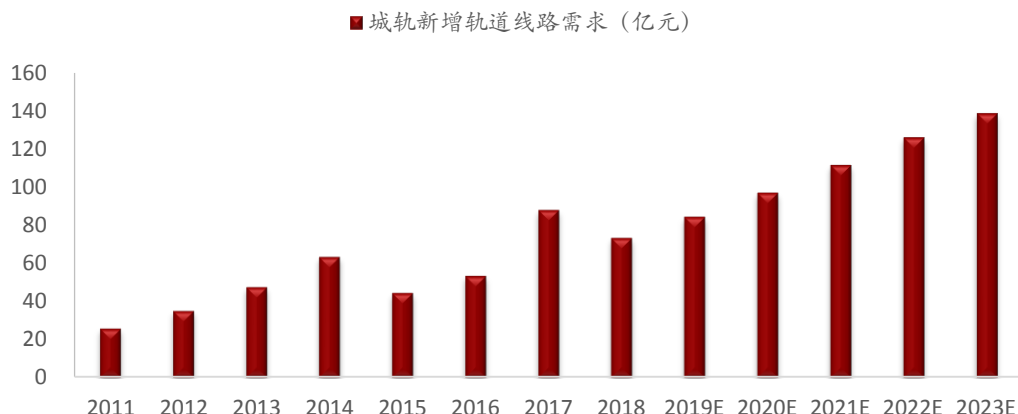


数据来源：中国城市轨道交通协会，西南证券整理

2.2 信号系统空间超百亿元，持续较快增长

已规划新建城市轨道交通线路市场容量达 761.1 亿元。根据中国城市轨道交通协会发布的《城市轨道交通 2018 年度统计和分析报告》，截至 2018 年末，全国各个城市规划建设的城市轨道交通线路长度（不含已经开通运营的线路）合计 7611 公里。

图 21: 全国新建线路里程对信号系统的需求预测



数据来源: 中国城市轨道交通协会, 西南证券整理

目前信号系统的单公里造价大约为 800-1200 万元/公里, 按照不同项目的定制需求实际的单公里造价有所差异。按照单公里造价中位值 1000 万元/公里计算, 根据目前已获批的城市轨道交通线路规划情况, 预计新建城市轨道交通线路市场的市场容量约为 761.1 亿元。

既有线路升级改造市场的市场容量超 90 亿。城市轨道交通信号系统的改造周期一般在 15 年左右, 国内的城市轨道交通信号系统已经经历了近 20 年的发展, 早期地铁线路主要采用基于轨道电路系统的准移动闭塞信号系统, 目前开始产生更新改造需求。根据《中国城市轨道交通发展报告》, 截至 2018 年年底, 国内采用准移动闭塞线路合计 565.1 公里, 平均运营时长 11.7 年。

目前我国开通的非 CBTC 线路里程合计为 565.1 公里, 采用 CBTC 系统方案对既有线路进行升级的价格约为 1400-1800 万元/公里, 以中位值造价考虑, 则既有线路升级改造市场的市场容量为 90.4 亿元。

表 4: 截至 2018 年底, 国内准移动闭塞线路统计

线路	里程 (km)	开通时间	运营时长 (年)
北京 5 号线	27.6	2007 年 10 月	11.5
北京 13 号线	40.9	2003 年 1 月	16.2
深圳 1 号线	40.8	2004 年 12 月	14.3
		2009 年 9 月	9.6
		2011 年 5 月	7.9
深圳 4 号线	4.5	2004 年 12 月	14.3
	15.9	2011 年 6 月	7.8
广州 1 号线	18.5	1999 年 6 月	19.8
广州 8 号线	15.8	2003 年 6 月	15.8
		2005 年 12 月	13.3
南京 1 号线	21.7	2005 年 9 月	13.6
	25.1	2010 年 5 月	8.9
南京 10 号线	21.6	2014 年 7 月	4.8

线路	里程 (km)	开通时间	运营时长 (年)
上海 2 号线	60.3	2000 年 6 月	18.9
上海 3 号线	40.2	2000 年 12 月	18.3
		2006 年 12 月	12.3
		2012 年 10 月	6.5
上海 4 号线	33.8	2005 年 12 月	13.3
		2007 年 12 月	11.3
天津 9 号线	52.2	2012 年 10 月	6.5
重庆 2 号线	31.3	2005 年 6 月	13.8
		2006 年 7 月	12.8
		2014 年 12 月	4.3
哈尔滨 1 号线	14.4	2013 年 9 月	5.6
	3.1	2014 年 9 月	4.6
大连 3 号线	46.7	2003 年 5 月	16.0
	2.4	2004 年 9 月	14.6
	-	2008 年 12 月	10.3
长春轻轨 3 号线	14.6	2002 年 10 月	16.5
	17.3	2006 年 12 月	12.4
长春轻轨 4 号线	16.3	2011 年 12 月	7.4
合计	565.1		

数据来源：中国城市轨道交通协会，西南证券整理

3 技术领先，份额较快提升

产品安全和效率两项关键指标达到国际领先水平。国际厂商的产品在经过多年的技术积累发展和全球化应用后更为标准化，但是国内的城市轨道交通建设具有速度快、客流量大、发车间隔小等特点，国外厂商的标准化产品无法适应国内轨道交通线路特点。在达到同等的国际标准要求和安全性等级的基础上，公司的产品为国内客户提供了更为稳定的系统选择方案。

安全和效率是城市轨道交通信号系统最为重要的功能和目标，也是衡量信号系统技术水平的关键指标。

(1) 在安全性方面，公司的 CBTC 系统达到了 IEC 安全标准最高的安全等级 SIL4 级，公司提供 CBTC 核心设备的北京亦庄线获得国际独立第三方（劳氏）颁发的 CBTC 全功能载客运营安全认证。根据《中国轨道交通发展报告（2017 年）》，公司的自主 CBTC 系统在开通第一年的故障率明显低于进口 CBTC 系统，故障率处于较低水平，具体对比如下：

表 5：公司 CBTC 系统故障率对比国内外厂商 CBTC 系统有显著优势

应用线路名称	核心设备供应商	故障率 (次/车万公里)
北京亦庄线	交控科技	0.092
北京昌平线	交控科技	0.073
北京 7 号线	交控科技	0.055
北京 2 号线	阿尔斯通	0.288
北京 10 号线	西门子	0.358
北京 5 号线	西屋	0.443

数据来源：公司公告，西南证券整理

(2) 在效率方面，公司的 CBTC 系统实现了列车最小设计间隔 90 秒的安全追踪、平稳运行和精确停车；达到了 CBTC 技术的最新国际标准 IEEE1474.1-2004 的要求。该标准规定了 CBTC 系统的基本功能和性能参数，代表了 CBTC 技术的最高水平；西门子、阿尔斯通、泰雷兹等世界一流公司也都按照此标准进行系统开发。公司的 CBTC 系统与国际标准的参数对比如下：

表 6：公司 CBTC 系统达到了国际领先标准

参数	IEEE1474.1-2004	公司的自主 CBTC 系统
轨旁区域控制单元处理的最大列车数	10~40	40
测量列车位置的分辨率 (m)	$\pm 0.25 \sim \pm 6.25$	± 0.01
在正常操作模式下列车定位的精确度 (m)	$\pm 5.0 \sim \pm 10.0$	± 3.0
ATO 在车站的定点停车精度 (m)	± 0.25	± 0.20
ATP 测量列车速度的分辨率 (km/h)	$\pm 0.50 \sim \pm 2.00$	± 0.36
列车速度指令的分辨率 (km/h)	$\pm 0.5 \sim \pm 5.0$	± 5.0
列车到轨旁消息通信的时延 (s)	0.5~2.0	0.8
轨旁到列车消息通信的时延 (s)	0.5~2.0	0.8
轨旁 CBTC 设备反应时间 (s)	0.07~1.0	0.4
列车 CBTC 设备反应时间 (s)	0.07~0.75	0.2
列车退行检测标准 (m)	0.5~2.0	1.0
平均维修时间 MTTR (h)	0.5	0.5

数据来源：公司公告，西南证券整理

国内首家成功研制并应用自主化 CBTC 核心技术，技术工程应用领先国内厂商 5 年。城市轨道交通信号解决方案是系统性工程，技术壁垒高，研发时间和产品工程化应用时间长。公司通过自主研发率先在国内率先自主掌握了 CBTC 的核心技术并在北京亦庄线实现工程应用，相比于国内其他厂商自主 CBTC 技术的首次工程应用领先了 5 年。公司的 FAO 技术于 2017 年应用于北京燕房线，是目前国内唯一一家具有全自主 FAO 技术工程应用经验的厂商，在 FAO 线路招标中具有明显的先发优势。2018 年全国共公开招标 7 条 FAO 城市轨道交通正线线路，公司中标了其中 3 条线路。

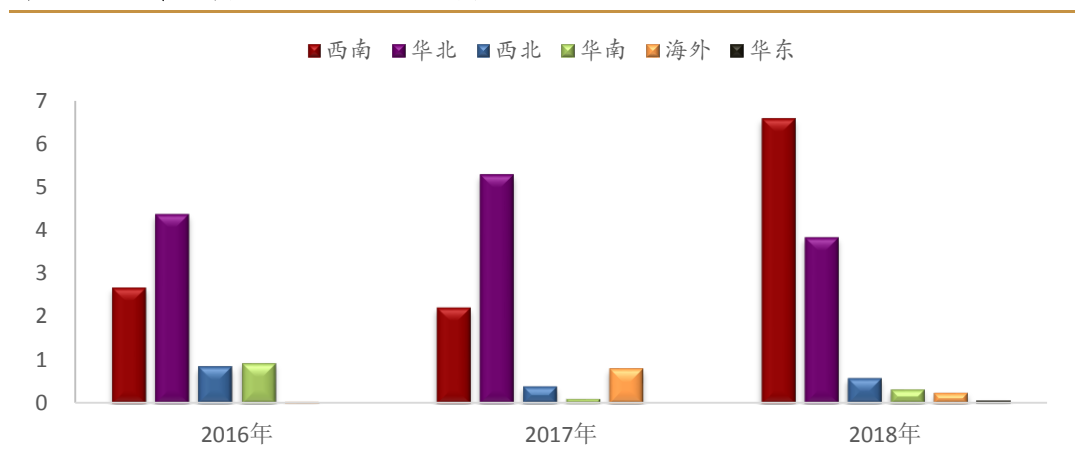
表 7：公司与竞争对手对比，技术领先，销售区域覆盖全国

公司名称	合作外资方	自主 CBTC 产品 工程应用时间	自主 I-CBTC 产品 工程应用时间	自主 FAO 产品工程应用时间	最近三年 销售区域
交控科技	-	2010 年	2018 年	2017 年	全国
卡斯柯	阿尔斯通	2017 年	2018 年中标呼和浩特 2 号线，尚未开通	2018 年中标北京 3 号线，尚未开通	全国
通号国铁	西门子、庞巴迪	2015 年	2017 年	2018 年中标北京 12 号线，尚未开通	全国
电气泰雷兹	泰雷兹	-	-	2017 年中标上海 14 号线，尚未开通	华东
众合科技	安萨尔多	2017 年	2018 年	-	华东、西南
华铁技术	-	2016 年	2017 年	-	-
恩瑞特	西门子	2018 年	-	-	华东
中车时代电气	西屋、西门子	2018 年	-	-	中部、华东
富欣智控	阿尔卡特（泰雷兹前身）、庞巴迪	-	-	-	华东
和利时	日立	-	-	-	-
交大微联	日信、日立	-	-	-	-
新誉庞巴迪	庞巴迪	-	-	-	华东

数据来源：公司公告，西南证券整理

产品销售区域覆盖全国，西南和华北占据营收总额 89.8%。近三年公司信号系统产品覆盖了全国各个区域，主要集中于西南和华北地区，占据了营收总额的 89.8%，主要项目集中在重庆、成都、北京等发展较快、对城轨需求较大的城市。

图 22：2018 年公司营收（亿元）按区域划分



数据来源：公司公告，西南证券整理

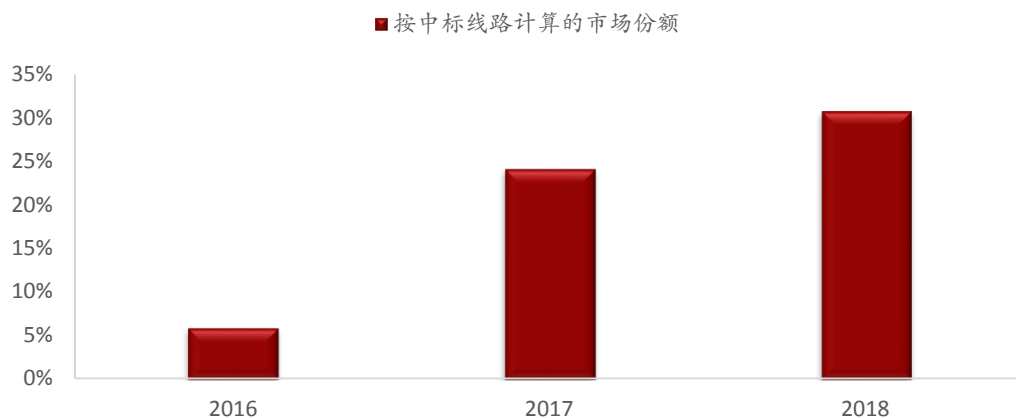
表 8：公司 2018 年营收占比按区域划分

	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入 (亿元)	占比	收入 (亿元)	占比	收入 (亿元)	占比
西南	2.7	30.3%	2.2	25.3%	6.6	56.8%
华北	4.4	49.3%	5.3	60.1%	3.8	33.0%
西北	0.8	9.5%	0.4	4.4%	0.6	5.0%
华南	0.9	10.4%	0.1	1.3%	0.3	2.8%
海外	0	0.5%	0.8	9%	0.2	2.1%
华东	-	-	-	-	0	0.4%

数据来源：公司公告，西南证券整理

市场份额逐步提升，2018 市占率达到 30.8%，排名第一。公司凭借过硬的技术实力、快速的服务响应速度和高效的产品定制化开发等竞争优势获得了客户的认可，2016-2018 年内市场份额不断提高。根据每年城市轨道交通正线线路公开招标的情况统计，公司的市场份额由 2016 年的 5.9% 上升至 2018 年的 30.8%，市场排名第一。

图 23：按中标线路，公司市场份额不断提升，2018 年达到 30.8%



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 9：按中标线路，2018 年公司市场份额排名全国第一

年度		2018	2017	2016
全国公开招标正线线路 (条)		26	29	17
交控科技	中标线路	8	7	1
	中标率	30.8%	24.1%	5.9%
卡斯柯	中标线路	6	10	5
	中标率	23.1%	34.5%	29.4%
通号国铁	中标线路	3	2	1
	中标率	11.5%	6.9%	5.9%
恩瑞特	中标线路	3	1	2
	中标率	11.5%	3.5%	11.8%
电气泰雷兹	中标线路	2	2	4
	中标率	7.7%	6.9%	23.5%

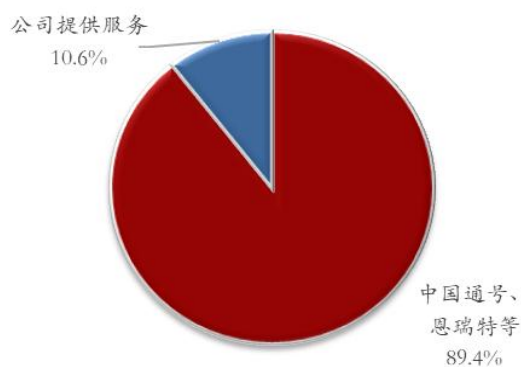
数据来源：公司公告，西南证券整理

根据中国城市轨道交通协会发布的《城市轨道交通 2018 年度统计和分析报告》及公开信息，截至 2018 年末，全国开通地铁线路 132 条。目前开通运营的地铁线路中，公司提供服务的线路合计 14 条，按照截至 2018 年末全国已经建成的地铁线路条数计算，公司市场份额为 10.6%。

截至 2018 年末，全国地铁运营里程合计 4354.3 公里。目前开通运营的地铁线路中，公司提供服务的线路里程合计 484.9 公里。按照截至 2018 年末全国已经建成的地铁线路里程计算，公司市场份额为 11.1%。

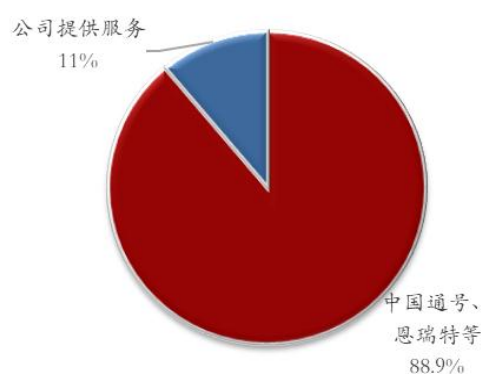
由于公司的产品于 2010 年末首次完成工程应用，按照全国已经建成的线路计算的公司市场份额会相对偏低。在 2010 年以前，国内的城市轨道交通线路信号系统的核心技术均由国外厂商提供，国内厂商在与国外厂商的合作中仅作为集成商或联合体牵头方。

图 24：截至 2018 年末，公司提供服务地铁线路 14 条



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 25：截至 2018 年末，公司提供服务地铁线路里程 484.9 公里



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 10：公司分合同和业务的收入情况

合同名称	合同名称	2016 收入金额 (亿元)	2017 收入金额 (亿元)	2018 收入金额 (亿元)	合同金额(亿元)
基础 CBTC 系统	成都 3 号线 2、3 期	-	0.65	1.19	2.61
	北京 7 号线 2 期	-	0.02	0.62	1.89
	天津 6 号线	1.11	0.65	0.30	3.87
	北京 16 号线	1.04	0.56	0.24	4.66
	成都 3 号线 1 期	0.35	0	0.22	1.77
	石家庄 3 号线	0.57	0.18	0.08	2.02
	北京 7 号线	0.15	-	-	2.61
	北京 14 号线	0.41	-	-	4.07
	长沙 1 号线 1 期	0.32	-	-	1.88
	深圳 7 号线	0.92	0.10	-	2.95
	重庆 3 号线北延段	0.80	0.20	-	1.17
	北京昌平线	-	0.08	-	-
	成都 5 号线 1、2 期	-	0.01	2.14	4.98
I-CBTC 系统	重庆环线 1、2 期	0.26	0.59	1.90	5.63
	青岛 13 号线	0.07	1.39	1.11	3.85

合同名称	合同名称	2016 收入金额 (亿元)	2017 收入金额 (亿元)	2018 收入金额 (亿元)	合同金额(亿元)
	贵阳 1 号线	0.97	0.77	1.02	3.76
	乌鲁木齐 1 号线	0.84	0.39	0.58	2.55
	呼和浩特 1 号线	-	-	0.33	2.59
	越南河内线	0.04	0.79	0.24	1.53
	深圳 10 号线	-	-	0.20	2.85
	成都 8 号线	-	-	0.12	3.28
	南宁 4 号线	-	0	0.06	2.19
	宁波 4 号线	-	-	0.05	2.49
	天津 Z4 线	-	0	0.05	3.52
	佛山 2 号线	-	-	0.03	2.73
FAO 系统	燕房示范平台	-	1.15	0.22	1.61
	北京新机场线	-	-	0.20	1.74
	北京燕房线	0.75	0.90	0.04	2.62
	汕头试验线	-	0.01	0.04	0.21

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 11：公司大量合同正处于建设期，未来营收高增长有保障

合同名称	签订金额	合同金额 (百万元)
贵阳 2 号线 2 期	2018 年 8 月	103
北京 17 号线	2018 年 10 月	683
北京 19 号线	2018 年 10 月	382
贵阳二号线 1 期	2018 年 11 月	262
厦门 3 号线	2018 年 11 月	280
石家庄 2 号线	2019 年 1 月	143
朔黄重载铁路	2019 年 3 月	300
北京 5 号线	2019 年 4 月	245
武汉 5 号线	2019 年 4 月	362
南宁 5 号线	2019 年 4 月	365
合肥 5 号线	2019 年 5 月	337
济南 R2 号线	2019 年 5 月	396

数据来源：公司公告，西南证券整理

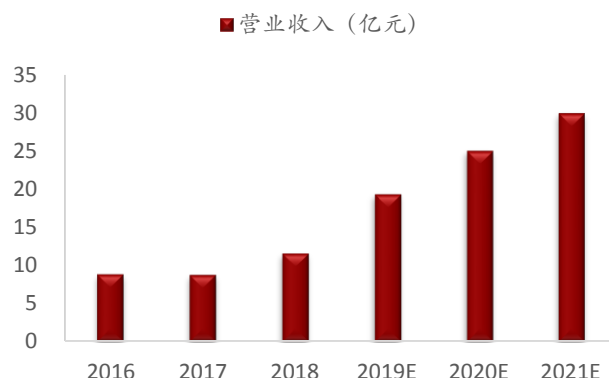
公司新签合同金额快速增长，保障未来业绩高增长。公司 2016-2018 年签订合同金额均超过当年营收，2018 年达到营收的 2.6 倍，鉴于合同金额一般未来 2-3 年为收入确认高峰期，大量新签合同有利于保障公司未来几年业绩高增长。

图 26: 2018 年公司新签合同/营收比例达到 2.6 倍



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 27: 2019 年预计公司营收 19.4 亿元 (+66.7%)



数据来源: 西南证券整理

募投项目:公司申请公开发行不超过 4000 万股 A 股 (超额配售选择权行使前)。新股发行所募集资金扣除发行费用后将全部用于与本公司主营业务相关的项目及补充营运资金, 相关项目如下:

表 12: 公司募投项目情况

项目名称	项目描述	项目总投资 (百万元)	使用本次募 集资金金额 (百万元)	预计投入时间 (百万元)
轨道交通列控系统高科产业园建设项目	项目规划总建筑面积约 10136 平方米。公司已在天津新技术产业园区武清开发区通过招拍挂方式取得编号 120114015009GB00179 的工业用地使用权, 计划用于本项目的建设。通过引进一系列国内外先进的生产及检测设备, 并配备相应的生产和技术人员, 实现对公司现有的 CBTC、I-CBTC、FAO 等系列产品的扩产。通过本项目的实施, 公司将更好地满足市场对上述产品的需求, 解决市场需求旺盛与公司产能不足的矛盾, 并为公司提供良好的投资回报和经济效益。 项目建设期为两年, 总投资 2.6 亿元, 其中, 建设投资 2.2 亿元、铺底流动资金 3329 万元。预计将新增设备仪器 57 台 (套), 新增劳动定员数量为 128 人。项目具有较好的经济发展前景。	257	250	2 年
新一代轨道交通列车控制系统研发与应用项目	项目将在位于北京市丰台区科技园海鹰路 6 号院北京总部国际 2、3 号楼的现有办公场地内, 通过已有研发团队和生产、检测、测试设备, 形成一系列专利技术等相关知识产权和相关产品, 实现城市轨道交通下一代列车控制系统——基于车车通信的列车控制系统 (VBTC) 产品, 并将 VBTC 应用于既有线路改造、城市轨道交通内部互联互通、城市轨道交通与城际铁路的互联互通等市场。 项目建设期为两年, 总投资 9024 万元, 其中硬件设备购置费 3090 万元、软件购置费 300 万元、研发人员投入 4345 万元、铺底流动资金 1290 万元。项目具有较好的经济发展前景。	90.2	90	2 年
列车智能网络控制与健康管	项目将在位于北京市丰台区科技园海鹰路 6 号院北京总部国际 2、3 号楼的现有办公场地内, 并引进一系列国内外先进研发及检测设备, 并配备一批高级	60.7	60	2 年

项目名称	项目描述	项目总投资 (百万元)	使用本次募 集资金金额 (百万元)	预计投入时间 (百万元)
理信息系统建设与应用项目	技术人员，通过全自动运行、高效服务能力、节能与乘客服务、以及车地协同的云端健康管理四个方面深入研究，形成一系列专利技术等知识产权和相关产品，实现基于统一平台的列车智能网络控制与健康管理系统产品并进行应用。列车智能网络控制系统为在 FAO 的基础上，通过车辆与信号的一体化设计，实现对车辆的精细控制和全方位远程控制，全面提升 FAO 的控车水平和自动化等级；列车健康管理系统通过云平台和大数据获取列车运行的全生命周期数据，并基于人工智能、机器学习等技术手段对系统健康进行智能化监测和管理、预测故障发生，进而提高运维效率。			
补充营运资金	鉴于公司所处行业下游客户的资金状况及付款特点、项目执行垫资情况、公司资金营运现状和未来业务扩张及业务发展需要，公司拟投入 1.5 亿元用于补充营运资金。	150	150	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

(1) **信号系统项目总承包**：公司近几年中标线路数量较快提升，金额大幅上升，2016 年、2017 年、2018 年签订合同金额分别为 10.8 亿元、18.2 亿元、29.8 亿元，是同期营收的 1.2 倍、2.1 倍、2.6 倍，有力保障了未来几年业绩较快增长。假设新签订单未来三年内完成，预计公司信号系统项目总承包业务增速分别为 70%、30%、20%，毛利率维持 25% 不变。

(2) **维保服务业务**：假设维保服务业务增速均为 10%，毛利率维持 66% 不变。

(3) **零星销售业务**：假设零星销售业务增速均为 10%，毛利率维持 42% 不变。

表 13：公司各业务收入预测

	亿元	2018A	2019E	2020E	2021E
合计	营业收入	11.63	19.38	25.05	29.99
	yoy	32.16%	66.71%	29.28%	19.69%
	成本	8.49	14.33	18.57	22.25
	毛利	3.13	5.05	6.49	7.74
	毛利率	26.93%	26.04%	25.89%	25.82%
信号系统项目总承包	收入	10.99	18.68	24.28	29.14
	yoy	30.09%	70.00%	30.00%	20.00%
	成本	8.22	14.01	18.21	21.86
	毛利	2.77	4.67	6.07	7.29

	亿元	2018A	2019E	2020E	2021E
	毛利率	25.21%	25.00%	25.00%	25.00%
维保服务	收入	0.32	0.35	0.38	0.42
	yoy	466.48%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	0.11	0.12	0.13	0.14
	毛利	0.21	0.23	0.25	0.28
	毛利率	66.68%	66.00%	66.00%	66.00%
零星销售	收入	0.32	0.35	0.39	0.43
	yoy	9.52%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	0.19	0.21	0.23	0.25
	毛利	0.14	0.15	0.16	0.18
	毛利率	42.10%	42.00%	42.00%	42.00%

数据来源: Wind, 西南证券

综上, 我们预计公司 2019-2021 年营收分别为 19.4 亿元、25.1 亿元和 30 亿元, 同比增速分别为 66.7%、29.3%和 19.7%, 毛利率分别为 26%、25.9%和 25.8%。

4.2 相对估值

公司产品主要用于轨交领域, 业务成熟, 可比公司众多, 可使用 PE 估值。2019 年可比公司众合科技、中国中车、今创集团、神州高铁等 PE 估值最低为 17 倍、最高为 26 倍, 平均为 21 倍, 结合公司 2019 年、2020 年、2021 年净利润增速分别为 76.3%、43.5%和 31.9%, 我们认为, 公司 PE 估值应高于行业平均, 合理估值区间为对应 2019 年 25~30 倍 PE, 对应市值 29.3~35.1 亿元, 对应股价 18.3~21.9 元。

表 14: 可比公司估值情况 (截止 2019 年 7 月 5 日收盘)

证券代码	证券简称	EPS (元)			PE		
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
000 925	众合科技	0.05	0.29	0.46	153	26	16
601766	中国中车	0.39	0.46	0.52	21	18	16
603680	今创集团	0.73	0.99	1.17	23	17	14
000008	神州高铁	0.12	0.15	0.20	33	25	19
平均值					57	21	16

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

- 1) **工程进展或不及预期风险。**公司根据城市轨道交通的工程进度供应信号系统软硬件设备,供货及结算时间等受地铁实际施工进度影响较大。由于城市轨道交通施工建设复杂,且受到政府政策调控、节点性审批流程长、地质条件复杂等多种因素的影响,地铁实际施工进度可能较合同约定的时间延长。公司信号系统总承包业务根据完工百分比法确认收入,如地铁线路实际施工进度延长,公司面临收入和业绩实现延后的风险。
- 2) **盈利能力或不及预期风险。**目前国内有 12 家城市轨道交通信号系统总承包商,截至 2018 年末,国内已经有 6 家竞争对手实现了自主 CBTC 技术的工程应用,3 家竞争对手实现了 I-CBTC 技术的工程应用。随着行业技术水平进步以及市场竞争加剧,未来如果公司不能保持产品的持续创新,公司可能面临毛利率下降的风险。
- 3) **城轨固定资产投资或不及预期风险。**轨道交通信号系统行业与轨道交通行业作为城市基础设施建设的重要组成部分,受宏观调控政策、经济运行周期的综合影响。如果未来出台轨道交通行业发展的不利政策,或宏观经济增长水平回落导致政府财政趋于紧张,地方政府可能减少对轨道交通建设项目的投资,市场需求发生不利变化,从而对公司的经营状况和盈利能力产生影响。
- 4) **募投项目建设及达产进度或不及预期风险。**公司募投项目,主要包括轨道交通列控系统高科产业园建设项目、新一代轨道交通列车控制系统研发与应用项目、列车智能网络控制与健康管理系统建设与应用项目,用以提升公司 CBTC、I-CBTC、FAO 等系列产品的产能,实现城市轨道交通下一代列车控制系统——基于车车通信的列车控制系统 (VBTC) 产品等,若募投项目建设及达产进度不及预期,或对公司盈利产生影响。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1162.52	1938.08	2505.49	2998.88	净利润	65.91	117.03	167.96	221.58
营业成本	849.49	1433.32	1856.85	2224.67	折旧与摊销	25.37	22.97	29.00	36.76
营业税金及附加	8.52	15.41	19.40	23.43	财务费用	3.21	-1.94	-5.01	-6.00
销售费用	54.95	85.59	103.14	114.45	资产减值损失	20.97	10.00	10.00	10.00
管理费用	109.55	300.70	374.46	431.10	经营营运资本变动	45.97	330.00	46.67	75.35
财务费用	3.21	-1.94	-5.01	-6.00	其他	-48.13	-10.00	-10.00	-10.00
资产减值损失	20.97	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	113.30	468.06	238.62	327.69
投资收益	0.14	0.00	0.00	0.00	资本支出	3.76	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-43.97	-5.82	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	35.00	40.00	45.00	投资活动现金流净额	-40.21	-105.82	-100.00	-100.00
营业利润	75.25	129.99	186.65	246.22	短期借款	74.00	-74.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.95	0.00	0.00	0.00	长期借款	-1.53	0.00	0.00	0.00
利润总额	73.30	129.99	186.65	246.22	股权融资	-0.06	560.00	0.00	0.00
所得税	7.39	12.96	18.69	24.65	支付股利	-12.00	-23.24	-40.96	-58.79
净利润	65.91	117.03	167.96	221.58	其他	3.00	0.32	5.01	6.00
少数股东损益	-0.49	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	63.41	463.08	-35.95	-52.79
归属母公司股东净利润	66.40	117.03	167.96	221.58	现金流量净额	136.71	825.32	102.67	174.90
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	530.46	1355.79	1458.46	1633.36	成长能力				
应收和预付款项	944.93	1193.87	1670.40	2024.86	销售收入增长率	32.16%	66.71%	29.28%	19.69%
存货	425.24	799.35	1000.20	1212.44	营业利润增长率	44.22%	72.75%	43.58%	31.92%
其他流动资产	1.79	3.50	4.30	5.24	净利润增长率	44.00%	77.56%	43.52%	31.92%
长期股权投资	39.89	39.89	39.89	39.89	EBITDA 增长率	46.31%	45.45%	39.47%	31.50%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	95.97	179.82	257.65	327.71	毛利率	26.93%	26.04%	25.89%	25.82%
无形资产和开发支出	30.66	24.29	17.93	11.56	三费率	14.43%	19.83%	18.86%	17.99%
其他非流动资产	30.81	30.36	29.91	29.45	净利率	5.67%	6.04%	6.70%	7.39%
资产总计	2099.76	3626.88	4478.73	5284.51	ROE	16.27%	11.12%	14.24%	16.50%
短期借款	74.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.14%	3.23%	3.75%	4.19%
应付和预收款项	1394.30	2281.28	2959.00	3560.65	ROIC	307.76%	-149.19%	-131.82%	-335.74%
长期借款	10.06	10.06	10.06	10.06	EBITDA/销售收入	8.93%	7.79%	8.41%	9.24%
其他负债	216.41	282.66	329.79	371.14	营运能力				
负债合计	1694.77	2574.00	3298.86	3941.85	总资产周转率	0.65	0.68	0.62	0.61
股本	120.00	160.00	160.00	160.00	固定资产周转率	12.39	17.46	16.13	14.22
资本公积	108.90	628.90	628.90	628.90	应收账款周转率	1.77	2.04	1.99	1.84
留存收益	170.18	263.97	390.97	553.76	存货周转率	2.05	2.34	2.06	2.01
归属母公司股东权益	399.17	1052.87	1179.87	1342.66	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	80.54%	—	—	—
少数股东权益	5.82	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	404.99	1052.87	1179.87	1342.66	资产负债率	80.71%	70.97%	73.66%	74.59%
负债和股东权益合计	2099.76	3626.88	4478.73	5284.51	带息债务/总负债	4.96%	0.39%	0.31%	0.26%
					流动比率	1.22	1.37	1.30	1.28
					速动比率	0.94	1.04	0.99	0.96
					股利支付率	18.07%	19.86%	24.39%	26.53%
					每股指标				
					每股收益	0.41	0.73	1.05	1.38
					每股净资产	2.53	6.58	7.37	8.39
					每股经营现金	0.71	2.93	1.49	2.05
					每股股利	0.08	0.15	0.26	0.37
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	103.84	151.03	210.64	276.99					
PE	0.00	0.00	0.00	0.00					
PB	0.00	0.00	0.00	0.00					
PS	0.00	0.00	0.00	0.00					
EV/EBITDA	--	--	--	--					
股息率	--	--	--	--					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn