

运达科技 (300440)

证券研究报告

2020年01月21日

轨交转暖迎来业绩拐点，拓展新领域开启新篇章

运达科技：轨道交通智能系统供应商

公司成立于2006年，于2015年4月23日成功上市。运达科技主要从事轨道交通机务运用安全系统的研发、生产和销售，主要向顾客提供交通运营仿真培训系统、机车车载检测与控制设备和机车整备与检修作业控制系统等相关服务。

竞争力较强，受国铁采购周期影响历史业绩有所波动

公司产品应用在轨道交通领域，主要面向铁路市场和城轨市场，主要客户为国铁集团、各大铁路局及其下属单位等，从历史上看依靠国铁订单，公司业绩表现优异，2016和2017年营业收入分别实现5.97和5.95亿，归母净利润也达到1.35及1.19亿，近年来国铁采购订单的不稳定，导致公司业绩出现波动。

国铁设备投资改善，公司拓展全新领域

随着铁路系统改革逐步走向深水区，以京沪高铁上市为代表的资产证券化项目、对存量资产价值的再挖掘等，国铁体系的现金流与盈利能力有望改善，叠加铁路基建对稳定宏观经济作用的重要性、以及八纵八横路网的继续深化，铁路设备相关投资存在重新向上的可能。

同时公司涉足城市轨道交通领域，城轨交通设备投资额快速膨胀，5年内增长接近5倍，根据国家颁布的《城市轨道交通线网规划规范》，为达到500万及以上人口的大城市需实现50%以上的公共交通占比等标准，发展城轨交通成为国家现阶段重点建设任务，我们认为公司业务将有望在城轨交通的投资下茁壮成长。

在此背景下，公司积极拓展新客户新订单，并且于北京、上海及厦门实现首单突破，为布局全国打下坚实基础，由此可见公司即将迎来全新拐点。

投资建议

公司具有较强的技术能力与研发实力，在轨交设备领域处于领先地位，我们认为随着国铁设备采购转暖，以及公司积极拓展城轨领域客户，公司未来订单与收入都将恢复增长，当前处于公司业绩拐点。给予2019-2021年1.37、1.70、2.02亿净利润预测。考虑2019年公司业绩重回增长，进入增长拐点，以及公司横向看较高的净利润率和ROE水平，给予公司20年30倍估值，目标价11.4元，对应市值51亿。

风险提示：外延并购项目不及预期；商誉风险；铁路行业采购不及预期；城轨行业采购不及预期

投资评级

行业	计算机/计算机应用
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	9.02元
目标价格	11.4元

基本数据

A股总股本(百万股)	448.00
流通A股股本(百万股)	441.87
A股总市值(百万元)	4,040.96
流通A股市值(百万元)	3,985.63
每股净资产(元)	2.72
资产负债率(%)	32.09
一年内最高/最低(元)	9.86/5.73

作者

姜明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516110002
jiangming@tfzq.com

沈海兵 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517030001
shenhaibing@tfzq.com

黄盈 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080007
huangying1@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《运达科技-首次覆盖报告:轨交机务安全翘楚，立足产品布局运营实现二次腾飞》 2017-11-30

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	595.05	519.59	608.38	743.43	929.16
增长率(%)	(0.38)	(12.68)	17.09	22.20	24.98
EBITDA(百万元)	144.99	155.49	121.01	155.79	192.90
净利润(百万元)	118.87	105.32	137.38	169.58	202.00
增长率(%)	(11.68)	(11.40)	30.43	23.44	19.12
EPS(元/股)	0.27	0.24	0.31	0.38	0.45
市盈率(P/E)	34.86	39.35	30.17	24.44	20.51
市净率(P/B)	3.23	3.51	3.26	3.05	2.84
市销率(P/S)	6.96	7.98	6.81	5.57	4.46
EV/EBITDA	25.52	15.27	32.70	26.25	21.17

资料来源：wind，天风证券研究所



内容目录

1. 运达科技：轨道交通智能系统供应商	5
1.1. 公司简介和历史沿革.....	5
1.2. 股权架构.....	5
2. 市场定位明确，围绕高铁后市场布局	6
2.1. 公司主业：仿真培训及车载设备为主业.....	6
2.2. 公司业绩回顾.....	7
3. 订单与铁路设备投资相关，存在波峰波谷	9
3.1. 铁路投资进入稳态，铁路设备投资有所下滑.....	9
3.2. 城市轨道交通进入投资高速增长期，成为需求拉动新力量.....	11
4. 传统业务	12
4.1. 轨道交通运营仿真培训系统.....	12
4.1.1. 覆盖轨交多个使用场景.....	12
4.1.2. 城轨铁路拉动需求.....	14
4.1.2.1. 城轨：里程快速增长，所需运营人员数量较大.....	14
4.1.2.2. 铁路：培训走向规范化.....	14
4.2. 机车车辆车载监测与控制设备：进入平稳期.....	15
4.2.1. 车载监控设备：提前诊断机车隐形故障，受订单影响收入有所波动.....	15
4.2.2. 行业内具有较强竞争优势，采购低谷影响收入.....	16
4.3. 机车车辆整备与检修作业控制系统：高铁持续发展，步入维保周期.....	17
5. 寻找增量市场，收购实现业务版图扩张	20
5.1. 再生能量吸收装置：新兴业务，营收持续增长.....	20
5.2. 牵引供电设备：瞄准铁路电气化，未来需求量大.....	21
6. 新领域拓展初见成效，业绩重拾增长	22
6.1. 新业务、新订单.....	22
6.2. 新领域，新客户.....	23
6.3. 研发支出高，研发人员多，科研水平处于行业领先.....	23
7. 投资建议	24
8. 风险提示	25

图表目录

图 1：运达科技发展历程.....	5
图 2：股权架构（截至 2019 年半年报）.....	6
图 3：2014-2019Q3 年营业收入（亿）及同比（%）.....	7
图 4：2015-2018 年公司五大客户销售额（万元）及占比（%）.....	7
图 5：2014-2019Q3 年营业收入（亿）及同比（%）、归母净利润（亿）及同比（%）.....	8
图 6：2016-3Q2019 毛利率（%）及净利率（%）.....	8

图 7: 2014-2017 年营业收入 (亿) 及占比 (%)	8
图 8: 公司主营业务毛利额 (亿) 及占比 (%)	8
图 9: 公司各板块毛利率变化 (%)	9
图 10: 2013-2018 年全国固定资产投资额 (万亿) 及同比 (%)	9
图 11: 2013-2018 年铁路固定资产投资额 (亿元) 及同比 (%)	9
图 12: 2013-2018 年全国动车组拥有量及同比增量 (组)	10
图 13: 2013-2018 年铁路设备相关固定资产投资额变化 (亿)	10
图 14: 城市轨道交通设备制造投资额 (左轴, 亿) 及其同比 (右轴, %)	11
图 15: 对比我国与海外大城市轨道交通占公共交通比例 (%)	12
图 16: 轨交占公共交通出行比例要求	12
图 17: 2015-1H2019 年营业收入 (亿)、占比 (%) 及同比 (%)	14
图 18: 2015-1H2019 年毛利 (亿) 和毛利率 (%)	14
图 19: 2015 年-2018 年城轨车站数 (座) 及延误时间 (次)	15
图 20: 2013-2018 年铁路运输就业人员 (万人)	15
图 21: 2016 及 2018 年中国铁投 CMD 系统采购数量 (套)	17
图 22: 2013-2018 年动车组数 (标准组) 及同比 (%)	17
图 23: 2015-1H2019 年营业收入 (亿)、占比 (%) 及同比 (%)	17
图 24: 2015-1H2019 年毛利 (亿) 和毛利率 (%)	17
图 25: 2015-1H2019 年营业收入 (亿)、占比 (%) 及同比 (%)	19
图 26: 2015-2018 年毛利 (亿) 和毛利率 (%)	19
图 27: 2013-2018 动车组数量 (组)	19
图 28: 再生能量吸收装置产品示意图	20
图 29: 2017-2018 年营业收入 (亿)、占比 (%) 及同比 (%)	20
图 30: 2017-2018 年毛利 (亿) 和毛利率 (%)	20
图 31: 铁路运输工作量综合单耗及主营单耗 (吨标准煤/百万换算吨公里)	21
图 32: 国家铁路二氧化硫排放量 (吨)	21
图 33: 牵引供电设备产品示意图	21
图 34: 牵引供电设备产品营收 (亿)、毛利 (亿) 及毛利率 (%)	22
图 35: 中国铁路电气化率 (%)	22
图 36: 公司研发支出 (万元) 及占营业收入比例 (%)	24
图 37: 公司研发人员数量及同比增长 (%)	24
表 1: 公司主营业务及产品细分	6
表 2: 2012-2014 年公司五大客户销售额 (万元) 及占比 (%)	7
表 3: 当前八纵八横线路通车情况 (黑色字体为已通车, 红色字体为未通车)	10
表 4: 轨道交通仿真培训系统产品细分及简介	13
表 5: 机车车辆车载监测与控制设备产品细分及简介	16
表 6: 2018 年中国铁投 CMD 系统采购项目候选人公告	17
表 7: 机车车辆整备与检修作业控制设备产品细分及简介	18

表 8：动车组维修规章	19
表 9：公司历史主要收购	22
表 10：近期订单情况	23
表 11：新签项目地区及内容	23
表 12：运达科技收入分拆（蓝字为假设项）	24
表 13：运达科技与同行业公司估值横向对比	25

1. 运达科技：轨道交通智能系统供应商

1.1. 公司简介和历史沿革

公司成立于 2006 年，于 2015 年 4 月 23 日成功上市。运达科技主要从事轨道交通机务运用安全系统的研发、生产和销售，主要向顾客提供交通运营仿真培训系统、机车车载检测与控制设备和机车整备与检修作业控制系统等相关服务。

图 1：运达科技发展历程



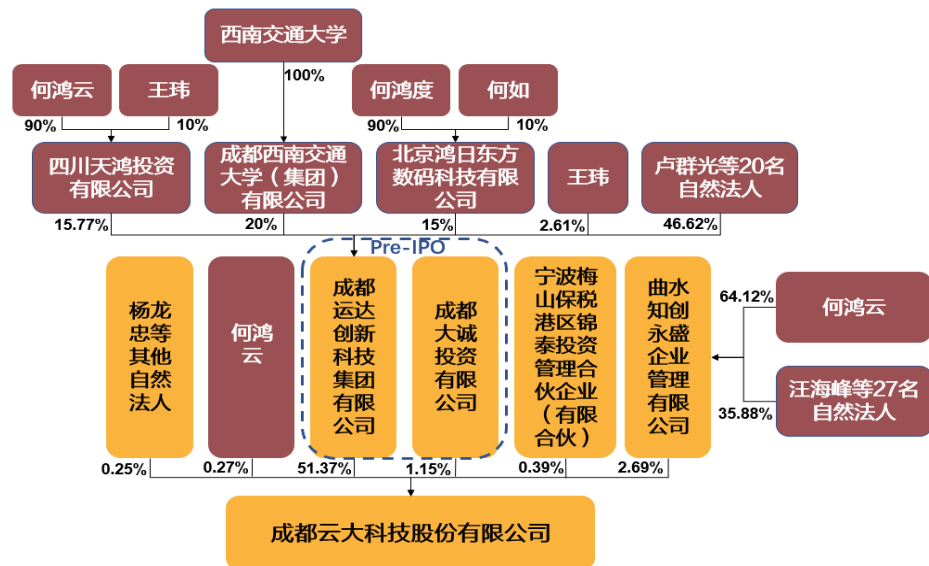
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2. 股权架构

公司实际控制人为何鸿云，与王玮、何鸿度及何如分别为夫妻、兄弟和兄妹关系。控制人于 2015 年与王玮、何鸿度、四川天鸿及鸿日东方签署《一致行动协议》，其合计持有公司 19.14% 股份，同时也是四川天鸿投资有限公司、曲水知创永盛企业管理有限公司的第一大股东及实际控制人。

- 1) 第一大股东为成都运达创新科技集团有限公司，直接持有 2.3 亿股股份，持有比例 51.37%，其中北京鸿日东方、四川天虹、王玮与何鸿云存在关联关系，合计持股成都运达创新 31.88% 股权；
- 2) 第二大股东为曲水知创永盛企业管理有限公司，直接持有 1204 万股股份，持有比例 2.69%。

图 2：股权架构（截至 2019 年半年报）



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 市场定位明确，围绕高铁后市场布局

2.1. 公司主业：仿真培训及车载设备为主业

运达科技通过运用信息技术提供轨道交通智能系统的相关产品和服务，加描述。

表 1：公司主营业务及产品细分

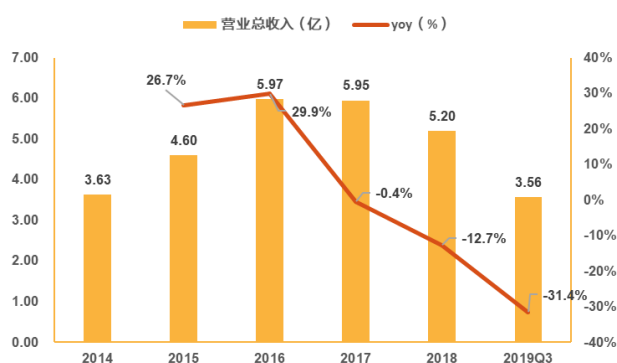
主要产品	产品细分
轨道交通运营仿真培训系统	列车驾驶仿真培训系统、调度指挥仿真培训系统、车站作业仿真培训系统、铁路救援起重仿真培训系统、运营综合仿真培训系统、城轨综合仿真培训系统；
机车车辆车载检测与控制设备	可编程逻辑控制单元（LCU）、走行部在线监测与故障诊断系统、机车运用安全平台及防火检测系统、中国机车远程检测与诊断系统（CMD）；
机车车辆整备与检修作业控制系统	机务信息化系统、股道管理自动化系统、自动化安全作业平台、安全防范系统；
牵引供电设备	
再生能量吸收装置	

资料来源：公司官网，天风证券研究所

受订单影响，公司过去数年业绩表现波动较大。2016、2017、2018、3Q2019 公司分别实现营收 5.97 亿、5.95 亿、5.20 亿与 3.56 亿，同比有所下降。

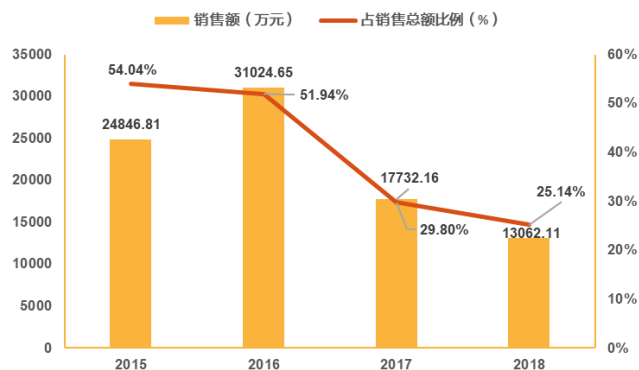
公司前五大客户主要为铁路总公司、各大铁路局及其下属单位，大客户与公司之间采购金额浮动较大，2016 年前增长较快，于 2016 年达到顶峰即 3.1 亿元，随后公司前五大客户的交易金额与金额占收入比重均有所缩减，2018 年，前五大客户销售额为 1.3 亿元，占比 25.14%。

图 3：2014-2019Q3 年营业收入（亿）及同比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：2015-2018 年公司五大客户销售额（万元）及占比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

表 2：2012-2014 年公司五大客户销售额（万元）及占比（%）

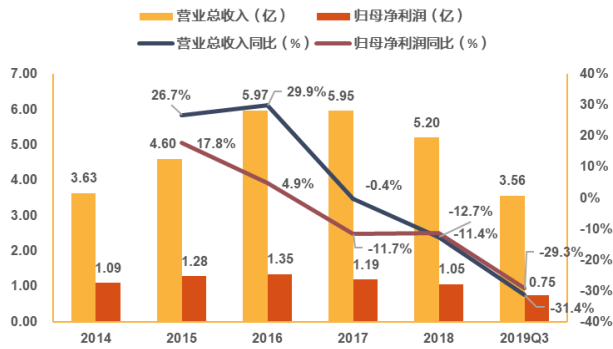
年份	客户名称	销售额 (万元)	占营业收入比例 (%)
2014	武汉铁路局	12,272.59	33.94%
	北京纵横机电技术开发公司	6,640.36	18.36%
	中国国铁集团	4,232.24	11.70%
	云桂铁路广西有限责任公司	1,429.45	3.95%
	北京铁路局	1,322.34	3.66%
	合计	25,896.98	71.61%
2013	北京纵横机电技术开发公司	7,979.20	25.67%
	北京铁路局	4,242.23	13.65%
	广州铁路局（集团）公司	3,542.62	11.40%
	沈阳铁路局	1,266.79	4.08%
	奥地利 M-U-T 环保技术与机械设备工程有限公司 北京代表处	999.15	3.21%
	合计	18,029.99	58.01%
2012	中国中铁股份有限公司	3,550.24	12.91%
	中国神华能源股份有限公司	3,299.70	12.00%
	成都铁路局	2,618.97	9.53%
	北京铁路局	2,130.88	7.75%
	中国南车股份有限公司	1,496.30	5.44%
	合计	13,096.09	47.63%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.2. 公司业绩回顾

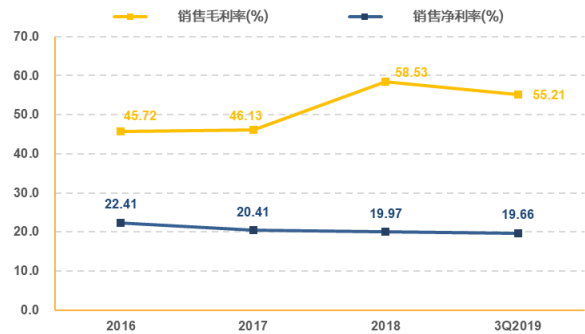
自 2016 年起归母净利润开始下降，2019 年有望出现业绩拐点。于 2016、2017、2018 及 2019 分别实现 1.35 亿、1.19 亿、1.05 亿与 0.75 亿，同比增长 4.9%、-11.7%、-11.4%及 -29.3%。历史上看公司净利润下滑的主要原因来自于订单和收入的影响，公司毛利率趋势向上，净利率整体维持到 19-20%左右水平。但随着订单情况改善，公司 2019 年 1 月 13 日披露业绩预告，2019 年公司预计实现归母净利润 1.26-1.47 亿，同比增长 20-40%。

图 5：2014-2019Q3 年营业收入（亿）及同比（%）、归母净利润（亿）及同比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2016-3Q2019 毛利率（%）及净利率（%）

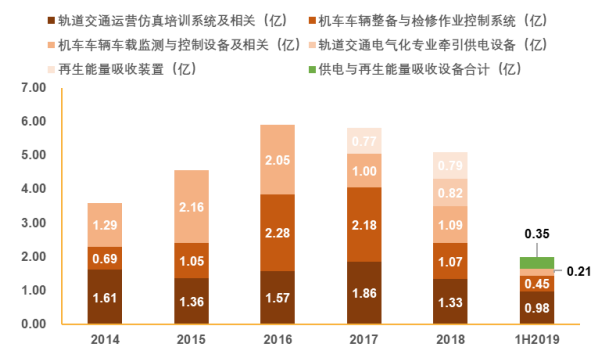


资料来源：wind，天风证券研究所

分板块来看，公司业务包括轨道交通运营仿真培训系统、机车车辆车载监测与控制设备和机车车辆整备与检修作业控制系统。过去几年公司业务结构有所变化，传统三大业务占比波动较大并且逐渐减少，新增业务（轨道交通电气化专业牵引供电设备与再生能量吸收装置）占比逐渐增大。分项来看：

- 1) 仿真培训系统业务：**仿真培训业务收入较为稳定，从 2016 年到 2018 年营业收入及占比分别为 1.57、1.86 和 1.33 亿元，26.3%、31.3%和 25.6%，2018 年仿真培训业务毛利额为 0.86 亿元，占比 28.3%。
- 2) 监测与控制设备业务：**从收入结构来看，检测与控制设备业务大幅增加后又大幅减弱，2016 和 2018 年营业收入及占比分别实现 2.05、1.0 及 1.09 亿元，34.3%、16.8%及 21%，其 2018 年毛利额为 0.68 亿元，占比 22.4%。
- 3) 整备与检修控制系统业务：**在收入接口方面与监测与控制设备业务类似，与 2016 年大幅增加后，在 2018 年巨幅削减，2016 至 2018 年收入及占比分别为 2.28、2.18 及 1.07 亿元，38.2%、36.6%及 20.6%，其 2018 年毛利额为 0.58 亿元，占比 19.1%。
- 4) 再生能量吸收装置：**该业务自收购湖南恒信电气有限公司后于两年内迅速崛起，2017 及 2018 年收入分别实现 0.77 及 0.79 亿元，营收占比为 12.9%及 15.2%，毛利额为 0.35 及 0.37 亿元。
- 5) 牵引供电设备：**2018 年收购四川汇友电气有限公司新增该业务，其营业收入为 0.82 亿元，占营收比例为 15.8%，毛利额为 0.5 亿元，占比 16.4%。

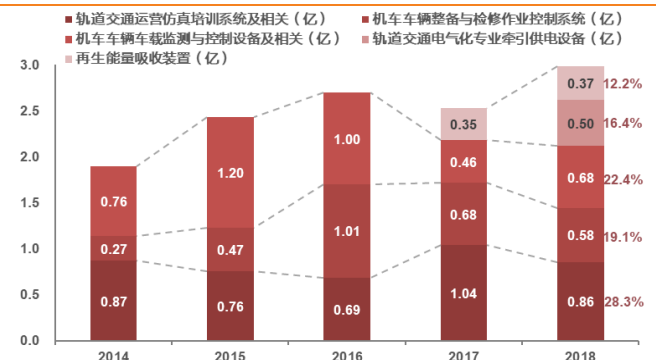
图 7：2014-2017 年营业收入（亿）及占比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

注：2019H1 公司并未单独披露供电设备与再生能量吸收设备的收入毛利情

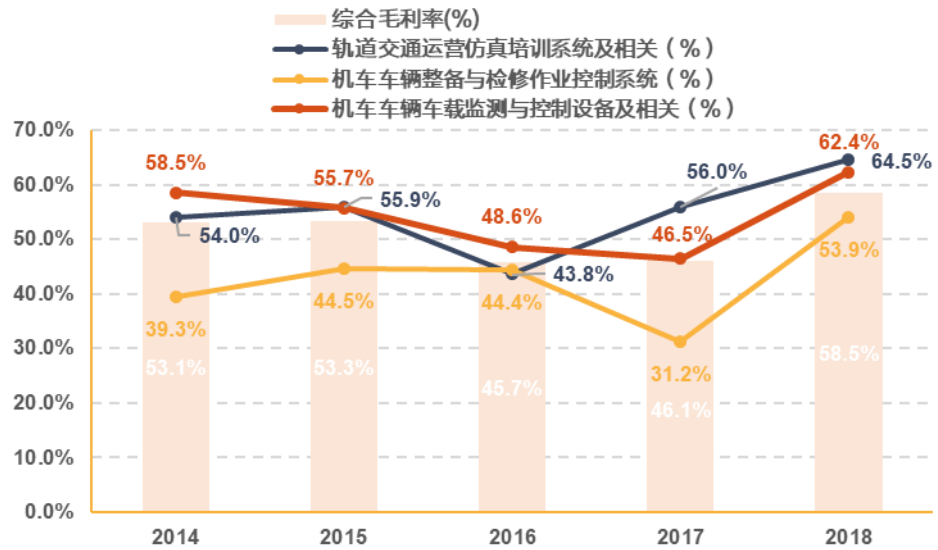
图 8：公司主营业务毛利额（亿）及占比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

况，故我们采用营收-传统业务所得

图 9：公司各板块毛利率变化（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

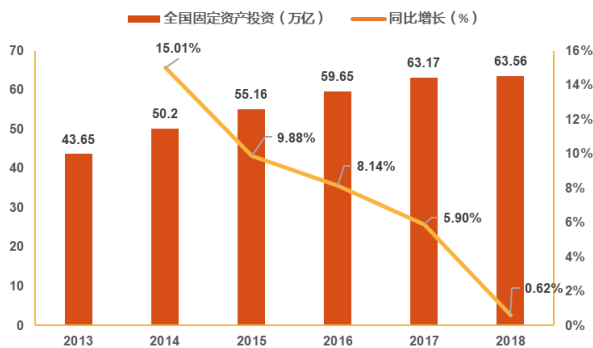
3. 订单与铁路设备投资相关，存在波峰波谷

前文已述，公司产品主要的面向市场为铁路市场和城轨市场，主要客户为国铁集团、各大铁路局及其下属单位等，主要为项目制采购形式，客户的采购需求于铁路及城轨投资额高度相关。

3.1. 铁路投资进入稳态，铁路设备投资有所下滑

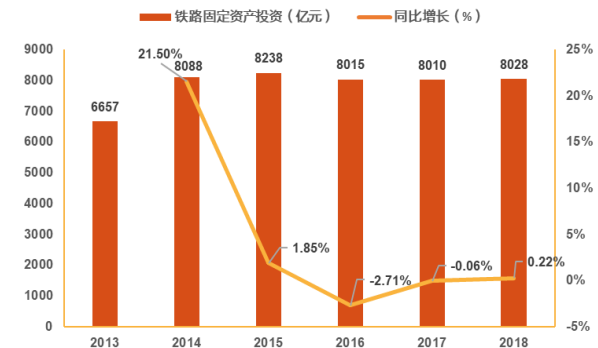
回顾过去的历史数据，自 2013 至 2018 年间，全国固定资产投资额持续上升，分别于 2017 和 2018 年实现 63.17 和 63.56 万亿元；其中铁路投资于 2013 年大幅增长后基本维持在 8000 亿元左右，于 2016、2017 和 2018 年分别实现 8015、8010 和 8028 亿元。

图 10：2013-2018 年全国固定资产投资额（万亿）及同比（%）



资料来源：国家铁路局，天风证券研究所

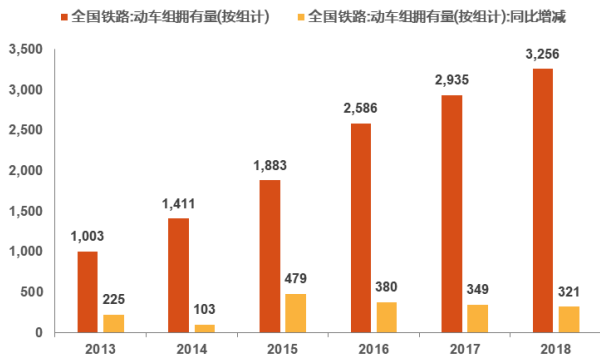
图 11：2013-2018 年铁路固定资产投资额（亿元）及同比（%）



资料来源：国家铁路局，天风证券研究所

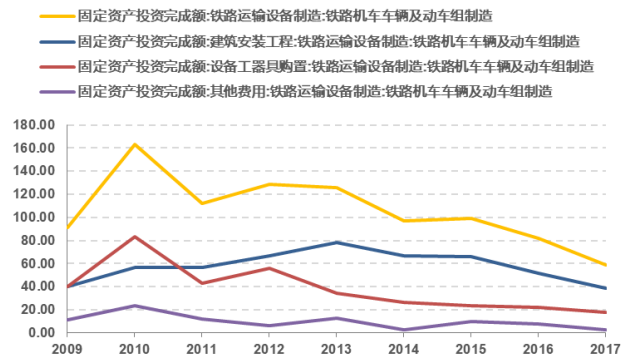
公司传统业务与铁路设备投资高度相关，从铁路投资的细分项看，过去铁路在设备相关方面的投资有所缩减，从全国动车组的增量看，2015-2018 年增量处于下滑区间，与之类似，整个铁路运输设备制造的固定资产投资额在 2010 年触顶，随后开始下滑。近年来铁路总公司在系统改制方面的步伐对招标工作进度亦有所影响。

图 12：2013-2018 年全国动车组拥有量及同比增量（组）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：2013-2018 年铁路设备相关固定资产投资额变化（亿）



资料来源：wind，天风证券研究所

当前来看，随着铁路系统改革逐步走向深水区，以京沪高铁上市为代表的资产证券化项目、对存量资产价值的再挖掘等，**国铁体系的现金流与盈利能力有望改善，叠加铁路基建对稳定宏观经济作用的重要性、以及八纵八横路网的继续深化，铁路设备相关投资存在重新向上的可能。**

表 3：当前八纵八横线路通车情况（黑色字体为已通车，红色字体为未通车）

八横			八纵		
通道名称	通道分支	通车情况	通道名称	通道分支	通车情况
绥满通道	绥芬河-牡丹江-哈尔滨-齐齐哈尔-海拉尔-满洲里		沿海通道	大连-丹东-秦皇岛-天津-东营-潍坊-青岛-连云港-盐城-南通-上海-宁波-福州-厦门-深圳-湛江-北海-防城	
京兰通道	北京-呼和浩特-银川-兰州		京沪通道		北京-天津-济南-南京-上海（全线开通）
青银通道	青岛-济南-石家庄-太原-银川		京港台通道	香港方向	北京-衡水-菏泽-商丘-阜阳-合肥（黄冈）-九江-南昌-赣州-深圳-香港
陆桥通道	连云港-徐州-郑州-西安-兰州-西宁-乌鲁木齐		京港台通道	台湾方向	北京-衡水-菏泽-商丘-阜阳-合肥-九江-南昌-福州-台北
沿江通道	1 上海-南京-合肥-武汉-重庆-成都		京哈-京港澳通道	香港线	香港线：哈尔滨-长春-沈阳-北京-石家庄-郑州-武汉-长沙-广州-深圳-香港
	2 南京-安庆-九江-武汉-宜昌-重庆		京港澳通道	澳门线	哈尔滨-长春-沈阳-北京-石家庄-郑州-武汉-长沙-广州-珠海-澳门
	3 万州-达州-遂宁		呼南通道		呼和浩特-大同-太原-郑州-襄阳-常德-益阳-邵阳-永州-桂林-南宁
沪昆通道	上海-杭州-南昌-长沙-贵阳-昆明		京昆通道		北京-石家庄-太原-西安-成都（重庆）-昆明（全线通车）
厦渝通道	厦门-龙岩-赣州-长沙-常德-张家界-黔江-重庆		包（银）海通道		包头-延安-西安-重庆-贵阳-南宁-湛江-海口-海南环岛。包含银川-西安
广昆通道	广州-南宁-昆明		兰（西）广通道		兰州（西宁）-成都-重庆-贵阳-广州。（全线通车）

资料来源：铁道迷，天风证券研究所

3.2. 城市轨道交通进入投资高速成长期，成为需求拉动新力量

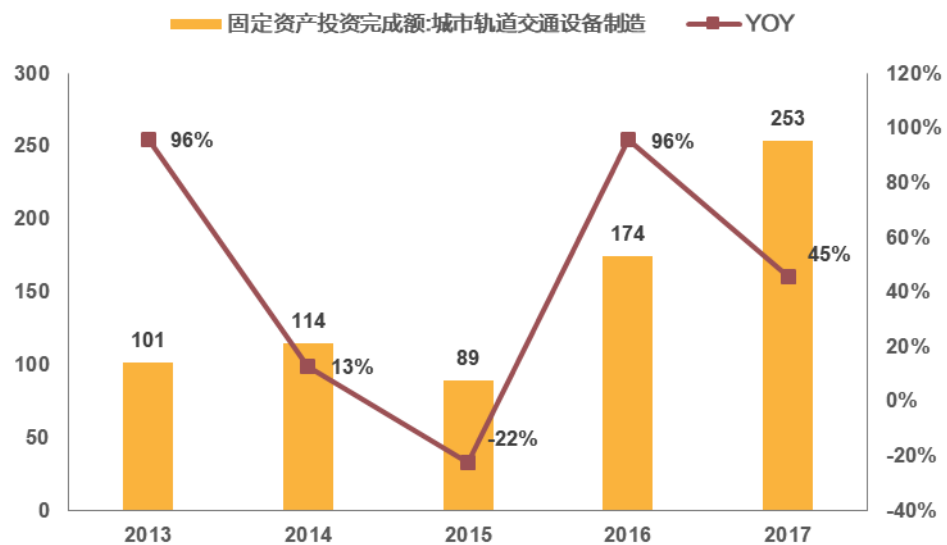
但与此同时，城市轨道交通却进入了高速扩张期。我们观察到过去几年的城轨设备固定资产投资额快速膨胀，从 2013 年的 101 亿增长至 2017 年的 253.5 亿。

快速成长的城市轨道交通设备需求，其背后是相比海外更密的人口密度，和更低的轨道交通占公共交通比例。横向对比如东京、伦敦等国际大都市，我国大城市除上海，其他城市的轨交/公共交通出行比例均在 50% 以下。

而根据 2018 年 3 月 3 日住建部颁布的《城市轨道交通线网规划规范（征求意见稿）》，规定 500 万及以上人口的大城市需实现 50% 以上的轨交/公共交通占比，300-500 万人口的城市则规定在 40% 以上，按此规定，我国绝大部分城市均并未达标，发展城市轨道交通成为国家现阶段重点推进的交通建设任务。

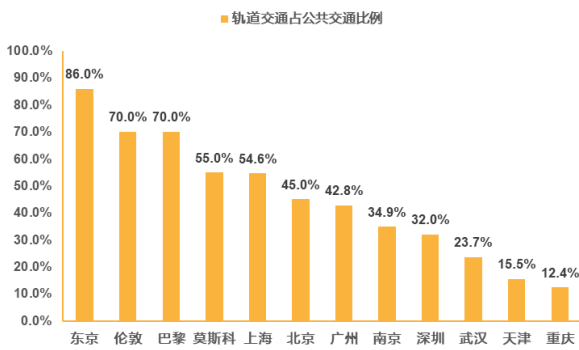
因此当前我国大量中大型城市正在进行与地铁、轻轨、有轨电车等相关建设，当前在建里程数为 6374 公里，拟建里程数为 7611 公里，当前运营线路长度 5761 公里，在建+拟建里程数远远大于当前已通车公里数。我们认为城轨的投资需求将成为拉动公司业务成长的新生力量，参照公司 2019 半年报披露的最新订单，其最新开拓的领域为上海、厦门区域的地铁 LCU 项目、华北区域的地铁走行部等。**根据公司年报，预计城市轨道交通智能运维有 200 亿的市场容量，每年约 20 亿的市场机会。未来三年的城轨信息化产品的市场容量预计为 12.5 亿元。**

图 14：城市轨道交通设备制造投资额（左轴，亿）及其同比（右轴，%）



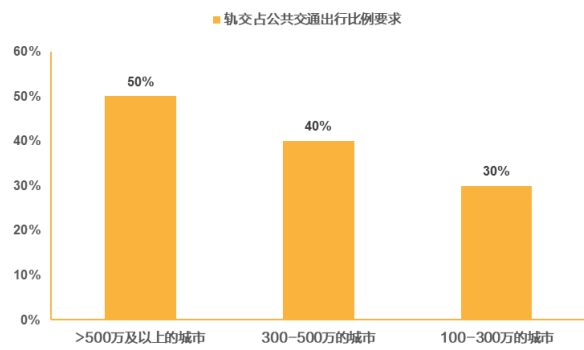
资料来源：wind，天风证券研究所

图 15: 对比我国与海外大城市轨道交通占公共交通比例 (%)



资料来源: 中国城市轨道交通协会, 天风证券研究所

图 16: 轨交占公共交通出行比例要求



资料来源: 《城市轨道交通线网规划规范 (征求意见稿)》, 天风证券研究所

从公司主业看, 各个业务板块的订单及收入与铁路、城轨投资紧密相连, 但由于铁路/城轨设备投资的跨度较大, 各领域皆有自身对应的细分行业, 我们需要在下文中对逐个行业进行需求端分析。

4. 传统业务

4.1. 轨道交通运营仿真培训系统

4.1.1. 覆盖轨交多个使用场景

公司的轨交运营仿真培训系统包括: 列车驾驶、调度指挥、车站作业、铁路救援起重机、运营综合、城轨综合等多个培训系统, 覆盖了较多高铁、城轨从调度、驾驶到运营的多个场景。

运达科技作为全国最早进入在该领域的团队之一已有 10 多年历史, 并在轨交仿真培训产品与技术领域创造多个第一, 该系统是依靠系统集成, 通过系统建模与仿真技术, 将仿真设备应用与仿真软件相结合, 模拟机车驾驶、车站作业及调度指挥等真实环境的系统设备。据 2013 年铁道部科学技术信息研究所数据, 公司在轨道交通运营仿真培训系统市场的占有率达 55.2%, 业内领先。

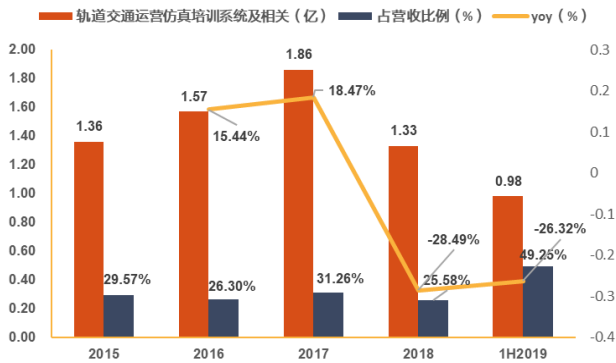
表 4：轨道交通仿真培训系统产品细分及简介

产品名称	用途简介	示意图
列车驾驶仿真培训系统	通过硬软件结合的方式，模仿列车驾驶运行的真实环境，并模拟各种事故遇突发事件，适用于新老司机的实操培训。	
调度指挥仿真培训系统	以仿真实际调度指挥系统为目标，通过计算机处理、通信技术、数据库技术等先进的技术手段结合，实现调度指挥人员的培训及考核。	
车站作业仿真培训系统	该系统基于计算机数字仿真技术，模拟现实交通运输车站工作场景，用于新老车站值班员的模拟训练和技能评估。	
铁路救援起重机仿真培训系统	利用计算机仿真技术，真实展现“吊车-吊索-负载”的动力学特性，模仿操作环境，实现起重机基本操作及救援等技能的培训与考核	
运营综合仿真培训系统	真实地模拟调度中心、车站、列车在各种运行环境下的运行状况、控制管理，能够从视觉、听觉、触觉等方面逼真地实现综合培训和综合演练	
城轨综合仿真培训系统	通过组合城轨运营及检修类实训产品，满足调度、车站、乘务、信号、供电、机电、线路等 9 大类专业人员的独立作业及联合演练实训需求。	

资料来源：公司官网，天风证券研究所

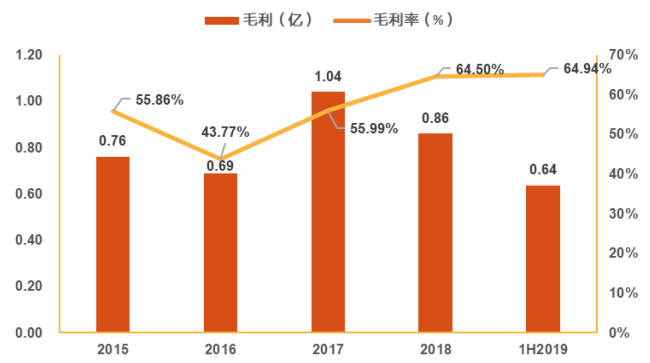
仿真培训系统业务占比稳定，成为收入支柱。该业务销售额逐步攀升于 2017 年达到最高值 1.86 亿元，其在营业收入中占比趋于稳定态势，无重大变化，自 2017 年后受订单波动销售额逐渐减少；毛利及毛利率保持稳定，于 2018 年分别实现 0.86 亿元及 64.9%。

图 17：2015-1H2019 年营业收入（亿）、占比（%）及同比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 18：2015-1H2019 年毛利（亿）和毛利率（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

4.1.2. 城轨铁路拉动需求

4.1.2.1. 城轨：里程快速增长，所需运营人员数量较大

自 2011 年以来，我国城市轨道交通运营线路长度各年度都保持 14% 以上的增长率，截至 2018 年末，中国大陆地区共 35 个城市开通城轨交通，共计开通城轨运营线路 185 条，运营线路总长度达 5,761.4 公里，其中地铁 4,354.3 公里，占比 75.6%。2018 年新增运营线路 20 条，新增运营线路长度同比增长 14.58%。

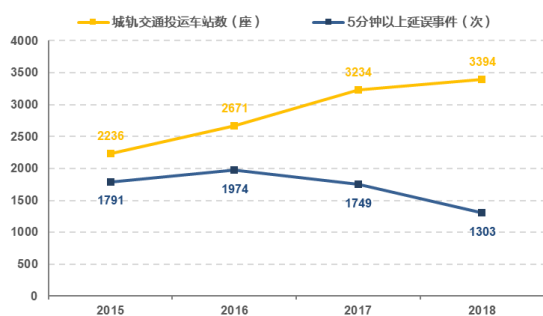
截至 2018 年末，中国内地共 53 个城市开工建设城市轨道交通（部分地方政府批复项目暂未纳入统计），共计在建城轨交通线路 258 条，在建线路长度达到 6,374 公里。截至 2018 年末，发改委批复的 44 个城市规划线路总投资达 38,911.1 亿元。据不完全统计，2018 年底，中国大陆地区在建线路可研批复投资累计 42,688.5 亿元。初设批复投资累计 35,035.2 亿元。2018 年当年完成投资 5,470.2 元，同比增长 14.9%，占可研批复投资的 12.9%。

以地铁为例，每公里地铁需要运营人员约 50-70 人。城市轨道交通运营线路长度与投资建设的快速发展将导致巨大的人才缺口，以 2018 年在建线路长度 6374 公里计算，则所需要的运营人员数量在 31.87-44.62 万人，城市轨道交通行业的未来人才需求很大程度上决定了上游仿真实训系统行业的市场容量。

4.1.2.2. 铁路：培训走向规范化

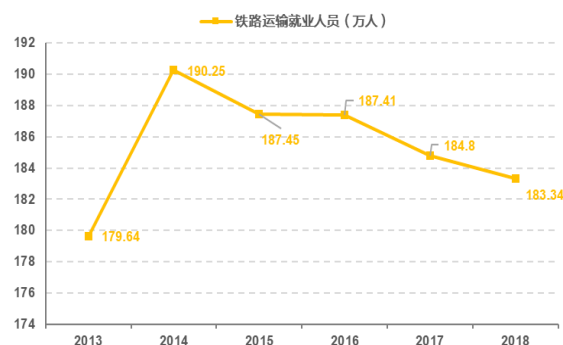
我国铁路运输行业从业人员在 2014 年的猛增后呈削减的状态，于 2018 年达到 183.34 万人。我国尚未针对机车司机上岗前模拟驾驶时长出台相关规定，但据铁道之旅，电力动车组司机须在上岗前进行适应性培训，实际操纵训练不得少于 3000 公里，鉴定合格后取得《高速铁路岗位培训合格证书》后方可上岗，我们认为待相关标准出台后，市场前景广阔。

图 19：2015 年-2018 年城轨车站数（座）及延误时间（次）



资料来源：中国城市轨道交通协会，天风证券研究所

图 20：2013-2018 年铁路运输就业人员（万人）



资料来源：wind，天风证券研究所

4.2. 机车车辆车载监测与控制设备：进入平稳期

4.2.1. 车载监控设备：提前诊断机车隐形故障，受订单影响收入有所波动

公司研发的车载监控设备，利用物联网技术，及早提示设备状态和发现设备的隐形故障，减少机车车辆带病运行，提升轨道交通车载牵引与控制系统自诊断能力和状态实时跟踪能力，将为机车车辆的运用安全提供保障。

表 5：机车车辆车载监测与控制设备产品细分及简介

产品名称	用途简介	示意图
可编程逻辑控制单元 (LCU)	采用无触点技术方案，解决车辆 110V 控制电路中继电器易 老化、变形、引起发热、发生触点粘连 的问题，将车辆控制状态信息进行存储，实时上传至 TCMS 系统并在 HMI 上进行显示。产品采用 1oo2D 或 2oo3 安全冗余控制架构，进一步提高了车辆逻辑控制电路的可靠性和安全性。	
走行部在线监测与故障诊断系统	主要用于铁路机车 走行部的轴承、齿轮、轮对踏面故障状态 的动态监控，用以确保铁路机车的行车安全，降低地铁车辆维修工作量及成本。	
机车运用安全平台及防火检测系统 (YDVS-6Z)	通过传感器采集机车 视频数据、火情数据、乘务员状态数据 等,实现车上与车下的联动报警,构造机车关键安全项点检测生态。	
中国机车远程检测与诊断系统 (CMD)	CMD 系统是铁路机务信息系统的 核心子系统 ,既是 机车车载数据的集成以及车地无线传输平台 ,也是实现 机车互联、人机互动、历史与实时海量数据集成应用的核心平台 。	

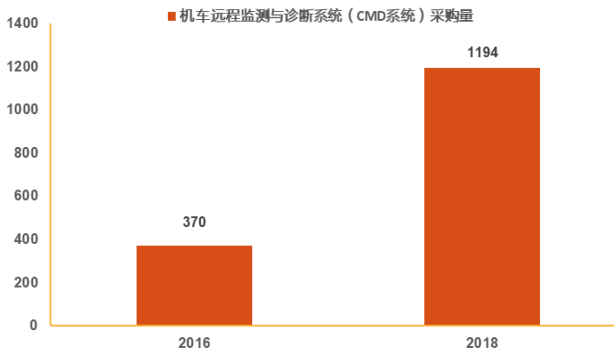
资料来源：公司官网，天风证券研究所

4.2.2. 行业内具有较强竞争优势，采购峰谷影响收入

运达科技在远程监测领域具有较强的竞争力，曾经获得 2017 年中国铁道学会科学技术奖的该领域特等奖。此外，**根据中国铁投招标公告显示 2018 年机车远程监测与诊断系统 (CMD 系统) 采购量达到 1194 套。其中 8 家中标候选人中运达科技占据 4 家席位。可见公司在此领域具有较强的竞争力。**

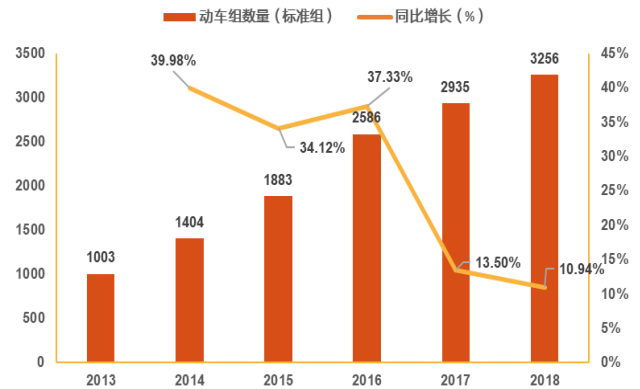
根据国家铁路局年报公告，2018 年动车组存量为 3256 个标准组，其增量进入平稳期。根据铁路科技创新工作会议数据，CMD 系统设备装车计划覆盖全路和谐型机车，计划总投资约 16 亿元，2017 年设备已装车 6000 余台，累计投资约 9.6 亿元，未来增量主要集中在新增动车组、未改造的机车以及非和谐号机车。

图 21：2016 及 2018 年中国铁投 CMD 系统采购数量（套）



资料来源：中国铁路投资有限公司，天风证券研究所

图 22：2013-2018 年动车组数（标准组）及同比（%）



资料来源：国家铁路局，天风证券研究所

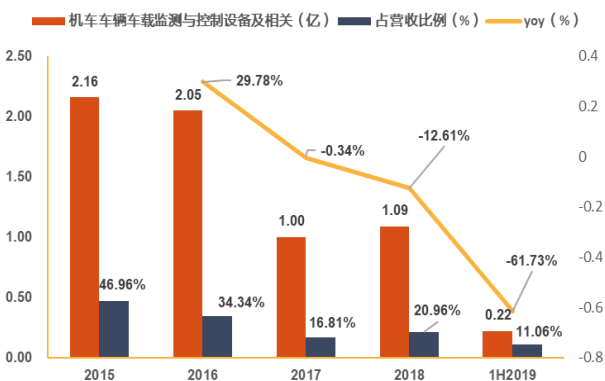
表 6：2018 年中国铁投 CMD 系统采购项目候选人公告

招标内容	中标候选人
中国机车远程监测与诊断系统（CMD 系统）车载子系统 （八轴机车加装改造 425 套）	株洲中车时代电气股份有限公司
	成都运达科技股份有限公司
	河南思维信息技术有限公司
中国机车远程监测与诊断系统（CMD 系统）车载子系统 （六轴机车加装改造 769 套）	成都运达科技股份有限公司
	武汉征原电气有限公司
	河南思维信息技术有限公司
	成都运达科技股份有限公司

资料来源：中国铁路投资有限公司，天风证券研究所

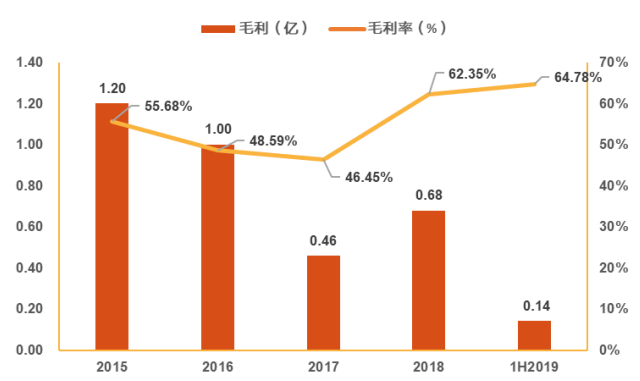
收入端，监测与控制设备业务销售额与占比均在减小，该业务销售额在 2015 年达到最高值 2.16 亿元后受订单影响趋势向下，其占营业收入比例逐步萎缩；毛利率有所提升，毛利及毛利率在 2017 年触底后有所反弹，于 1H2019 年分别实现 0.14 亿元/64.78%。

图 23：2015-1H2019 年营业收入（亿）、占比（%）及同比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 24：2015-1H2019 年毛利（亿）和毛利率（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

4.3. 机车车辆整备与检修作业控制系统：高铁持续发展，步入维保周期

机车车辆整备与检修作业控制系统是利用计算机逻辑联锁软件，实现机务段内整备场股道、道岔、信号联锁集中控制及机车车辆检修过程监控的系统，不仅可以减轻各级管理者和工作人员的工作强度，而且还可以使全过程更加规范化，提高机车检修效率和检修效益。

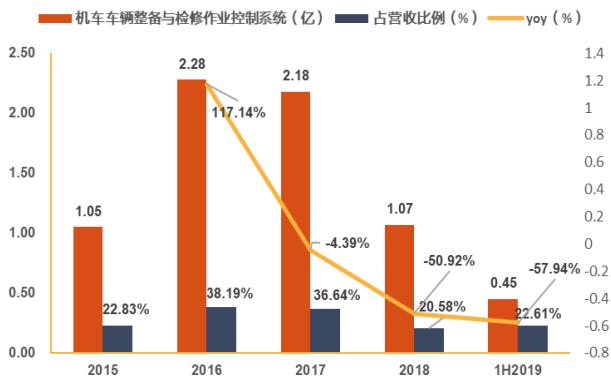
表 7：机车车辆整备与检修作业控制设备产品细分及简介

产品名称	用途简介	示意图
机务信息化系统	按照“专业化、集中修”的原则，实现机务段机车检修、整备、设备各修程的信息化、网络化管理，通过智能工装设备采集机车环节关键数据，为机车质量分析提供数据支撑	
股道管理自动化系统	适用于作业量较大标准轨内燃电力机务段、折返段、客运专线维修基地等需要进行调车作业的场所，通过整备场道岔集中控制、显示机车位置，配备视频设备，来保证段内机车运行及作业安全，提高作业效率，改善劳动条件，实现段内整备场股道管理自动化。	
自动化安全作业平台	该平台是一款作用于高压环境下的作业安全防护管理系统。主要用于隔离开关、接地装置和门禁等设备进行自动化联锁控制。	
安全防范系统	系统通过综合管理平台与外围安全技防设备相结合，实现对防区内人、物、安全相关行为的全面感知及信息交互，达到对非法入侵、人员及车辆进出、访客、违禁品检查、重点区域防护、巡查等业务的统一管理，与集中控制的目的，为防区正常生产运行提供环境安全支撑。	

资料来源：公司官网，天风证券研究所

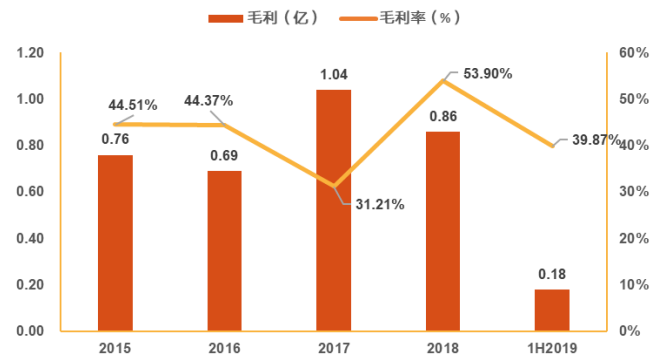
公司整备与检修控制系统业务在 2016 年创下最高收入 2.28 亿元，其占营业收入比例在大幅上升后稳定在 20%左右；毛利率维持稳定。

图 25：2015-1H2019 年营业收入（亿）、占比（%）及同比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

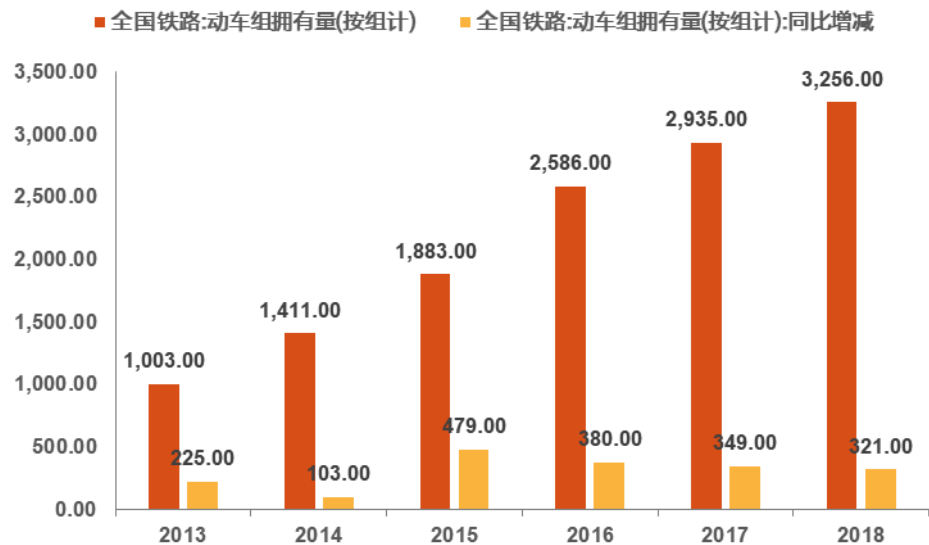
图 26：2015-2018 年毛利（亿）和毛利率（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

根据中国国铁集团发布的《中国动车组运用维修规程》，动车组维修共分为日常运用检修和高级修两个阶段。动车组使用 3 年或行驶 120 万公里需进行三级修，使用 6 年或行驶 240 万公里需进行四级修，使用 12 年或行驶 480 万公里需进行五级修。**由此可见动车组列车在 2014 年快速增长的 3 年后进入即将高级修状态，其未来市场规模可观。招股说明书披露预计到 2020 年机车车辆整备与检修作业控制系统市场将达到 20.2 亿元。**

图 27：2013-2018 动车组数量（组）



资料来源：wind，天风证券研究所

表 8：动车组维修规章

检修阶段	检修级别
日常运用检修	一级
	二级
	三级
高级修	四级
	五级

资料来源：中国国家铁路集团有限公司，天风证券研究所

5. 寻找增量市场，收购实现业务版图扩张

5.1. 再生能量吸收装置：新兴业务，营收持续增长

公司于 2017 年收购湖南恒信电气有限公司，其主要业务增加了再生制动能量吸收装置业务。该装置是城市轨道交通供电系统的重要组成部分，装置根据实时检测到的牵引网电压、交流母线电压值进行综合判断，当确认有列车处于再生制动状态并需要吸收能量时，装置立即投入工作，稳定牵引网电压不再上升，确保列车电制动功能充分有效利用，是地铁、轻轨车节能减排的最佳方式。

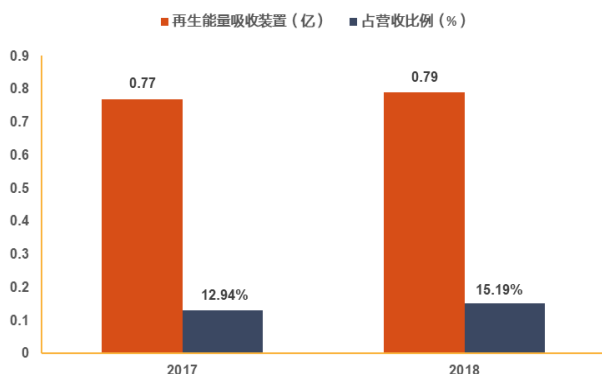
图 28：再生能量吸收装置产品示意图



资料来源：公司年报，天风证券研究所

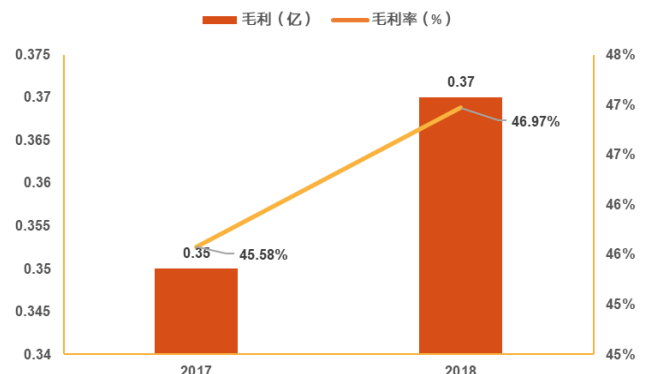
根据现有数据该业务销售额有小幅增加，其营业收入额正逐步追赶传统行业销量，于 2017 和 2018 年达分别实现 0.77 和 0.79 亿元；毛利及毛利率也有小幅度上升。

图 29：2017-2018 年营业收入（亿）、占比（%）及同比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 30：2017-2018 年毛利（亿）和毛利率（%）

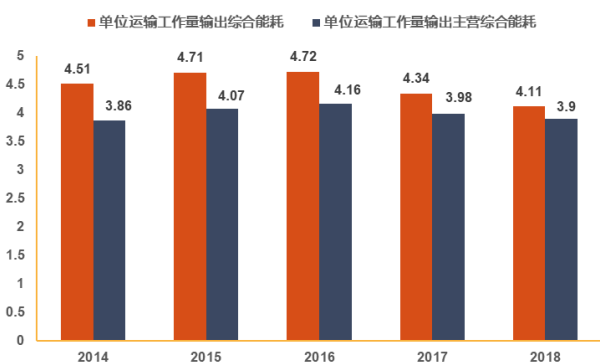


资料来源：wind，天风证券研究所

国家铁路运输工作量综合单耗及主营单耗逐年降低，于 2018 年达到 4.11 和 3.9 吨标准煤/百万换算吨公里；从 2014 年至 2018 年国家铁路的二氧化硫排放量也在逐年锐减，在 2018 年仅为 9836 吨；根据国家“十三五发展”规划要求加大节能减排力度，淘汰落后的机车设备，广泛使用节能型新技术、新装备、新材料，提高运输效率，进一步降低铁路运输的

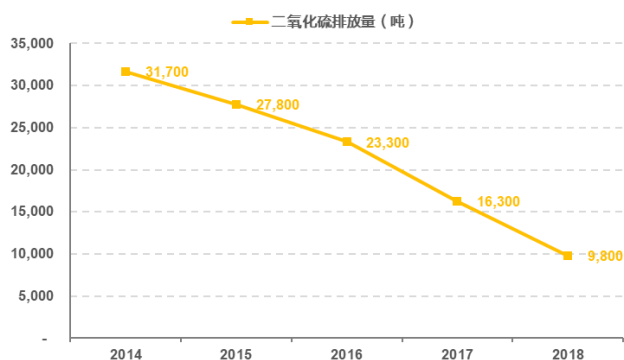
能耗水平，因此我们认为公司在领域的发展空间广阔。

图 31：铁路运输工作量综合单耗及主营单耗（吨标准煤/百万换算吨公里）



资料来源：国家铁路局，天风证券研究所

图 32：国家铁路二氧化硫排放量（吨）



资料来源：国家铁路局，天风证券研究所

5.2. 牵引供电设备：瞄准铁路电气化，未来需求量大

公司于 2018 年收购四川汇友电气有限公司，进入牵引供电设备业务领域。该系列产品采用箱式结构，将房建所高压室内的 27.5kV 一次设备和主控室内的二次设备均集成于箱内，占地小、接线简单及工厂化定制的特点大大降低了工程造价和运营成本。通过牵引降压将电力送至机车的整个供电系统，且由于占地小、工厂化制作，因此大大降低了造价及运营成本。

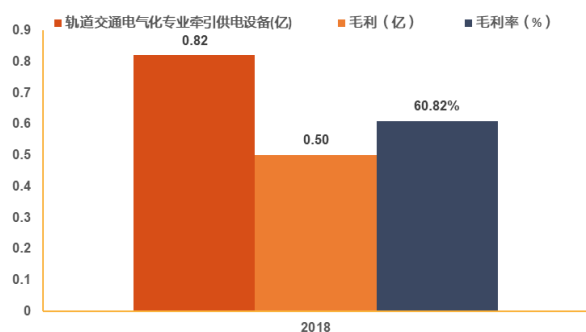
图 33：牵引供电设备产品示意图



资料来源：公司年报，天风证券研究所

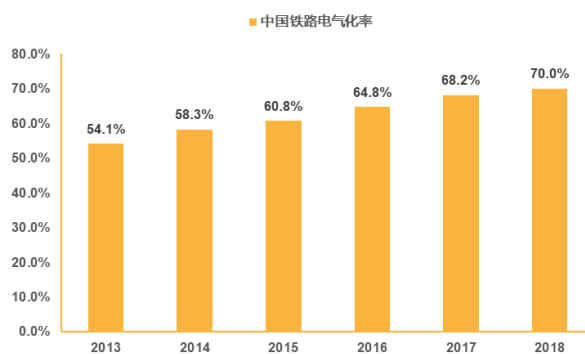
2018 年该业务收入为 0.82 亿元，毛利率为 60.28%；依据国家交通部《铁路“十三五”发展规划》的发展目标，2020 年铁路电气化率有望达到 70%，随着高铁网络进一步加速发展，轨道交通电气化专业牵引供电设备的需求量将大幅提升。

图 34：牵引供电设备产品营收（亿）、毛利（亿）及毛利率（%）



资料来源：国家铁路局，天风证券研究所

图 35：中国铁路电气化率（%）



资料来源：国家铁路局，天风证券研究所

6. 新领域拓展初见成效，业绩重拾增长

6.1. 新业务、新订单

公司近年来传统主业（仿真、车载监测、检修）增长不力，主要为受到国铁采购周期波动，进而影响订单，因此公司迅速调整战略方向，通过吸收兼并，将业务进一步沿着交通领域进行扩张，近年来涉及的再生制动能量吸收、牵引供电设备等均由此而来。2019 年，公司继续沿着该路径进行成长，继续收购在空乘仿真训练领域具有较大市场份额的西安维德、在城轨车辆安全监测方面具有扎实经验的华开领航。

表 9：公司历史主要收购

时间	对象	收购股权(%)	对价(亿)	业绩承诺/实际业绩(亿)					主业
				2017	2018	2019	2020	2021	
2017.3.10 首次披露	恒信 电器	89.95%	1.80	0.14/ 0.156	0.18/ 0.20	0.22	-	-	恒信电气的主营业务属于轨道交通领域，主要产品为轨道交通再生制动能量吸收装置和牵引变电所接地装置。位于湖南。
2018.11.19 首次披露	四川 汇友	100%	3.34	-	0.25/ 0.2609	0.3	0.36	0.36	汇友电气是轨道交通电气化专业牵引供电设备供应商，专业从事铁路电气设备研制、生产和服务，掌握了多项轨道交通牵引供电系统特有的关键技术问题解决方案，为满足轨道交通牵引供电技术的发展和用户的需求，目前已成功研制和推广了三大类十个系列主要产品
2019.11.6 首次披露	西安 维德	动车组	0.5838	-	-	0.08	0.1	0.12	西安维德长期致力于空乘训练设备的研发、制造，通过自主创新和集成创新，在 空乘训练设备市场占约 30%左右市场份额，自研内容有乘务训练设备、空保训练模拟舱、机务培训 设备、机场地面服务模拟器等设备。
2019.12.10 首次披露	华开 领航	51%	0.5	-	-	0.04	0.06	0.07	华开领航专注于 铁路、城轨车辆安全监测、线路安全检查及信息化等领域 ，以机器视觉、红外检测、声学等感知技术在轨道领域的应用为核心，是一家具备研发、生产、维修能力和系统集成能力的高新技术企业。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 10: 近期订单情况

日期	订单情况
1H2019	公司传统业务及新业务有序发展, 报告期内新签订合同约 2.91 亿元, 同比增长 76.6%, 截至 2019 年 6 月 30 日, 公司在手订单约 13.32 亿元, 创历史新高。
3Q2019	截至 2019 年第三季度, 公司各业务发展情况良好, 项目交付顺利, 公司在手订单约 11.86 亿元, 伴随《交通强国建设纲要》等政策的实施, 公司有望迎来更好的发展机遇。

资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

6.2. 新领域, 新客户

公司过去强项在铁路领域, 2018 年以来, 随着国铁招标金额波动较大, 对公司收入造成一定冲击, 公司快速反应, 于城轨领域分别在上海、厦门、北京、广州等区域开展新客户, 以分散风险, 谋求增长。**根据公司年报, 预计城市轨道交通智能运维有 200 亿的市场容量, 每年约 20 亿的市场机会。未来三年的城轨信息化产品的市场容量预计为 12.5 亿元。**

表 11: 新签项目地区及内容

日期	新签项目地区	新签项目内容
2018	广州	成立广州运达智能科技有限公司; 联合广州地铁和轨交基金合资成立该公司, 主要从事城市轨道交通列车智能运营维护系统的研发、生产与销售, 列车智能维修系统对改进车辆维保与检修方面(预测性维修)可起到至关重要的作用。
		地铁 LCU 项目: 车载可编程逻辑控制单元 (LCU) 实现车辆逻辑控制电路的设计可编程序化、驱动无机械触点化, 设备维护智能化, 大大提高车辆运营维护效率。
1H2019	上海	地铁 LCU 项目
	北京	地铁走行部产品项目: 在线实时监测走行部故障状态, 有效降低地铁车辆维修工作量及成本。

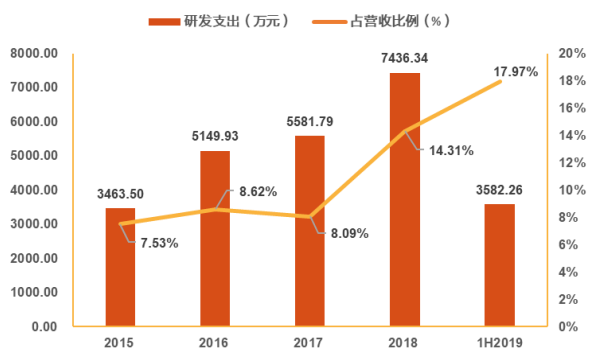
资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

6.3. 研发支出高, 研发人员多, 科研水平处于行业领先

运达科技处于轨道交通智能系统供应商的领先地位, 运达科技在远程监测领域具有较强的竞争力, 曾经获得 2017 年中国铁道学会科学技术奖的该领域特等奖。

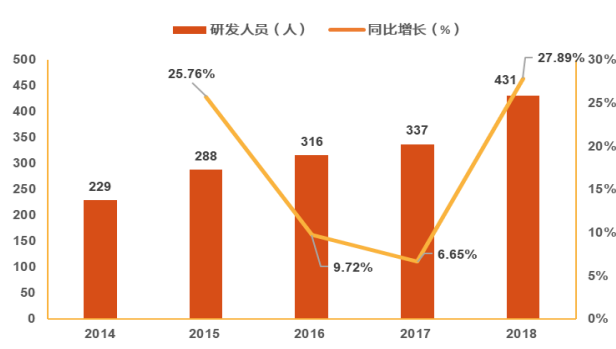
公司持续大力进行技术研发的投入, 其中 2018 年到达顶峰总研发支出为 7436 万元, 约占当年营业收入的 14.31%, 截止 2018 年底, 公司共获得 24 项发明专利及 53 个软件著作权; 为保持公司技术竞争力, 研发人员数量持续增长从 2014 年 229 人到 2018 年 431 人, 实现接近一倍的增长, 为公司科研水平带来强劲动力。

图 36: 公司研发支出 (万元) 及占营业收入比例 (%)



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

图 37: 公司研发人员数量及同比增长 (%)



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

7. 投资建议

公司具有较强的技术能力与研发实力, 在轨交设备领域处于领先地位, 我们认为随着国铁设备采购转暖, 以及公司积极拓展城轨领域客户, 公司未来订单与收入都将恢复增长, 当前处于公司业绩拐点。给予 2019-2021 年 1.37、1.70、2.02 亿净利润预测。

表 12: 运达科技收入分拆 (蓝字为假设项)

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E
营业总收入	595.05	519.59	608.38	743.43
营业总收入 YOY	-0.4%	-12.7%	17.09%	22.20%
一、轨道交通运营仿真培训系统	186.38	132.56	165.70	207.62
YOY	18.6%	-28.9%	25%	25%
占比	31.3%	25.5%	27.2%	27.9%
二、机车车辆整备与检修作业控制系统	218.33	107.27	145.89	201.32
YOY	-4.3%	-50.9%	36%	38%
占比	36.7%	20.6%	24.0%	27.1%
三、机车车辆车载监测与控制设备	99.56	108.59	125.10	146.36
YOY	-51.4%	9.1%	15%	17%
占比	16.7%	20.9%	20.6%	19.7%
四、轨道交通电气化专业牵引供电设备		82.18	89.41	99.25
YOY			9%	11%
占比	0.0%	15.8%	14.7%	13.3%
五、再生能量吸收装置	77.34	79.42	82.290	88.873
YOY		2.7%	6%	8%
占比	13.0%	15.3%	13.5%	12.0%

资料来源: wind, 天风证券研究所

估值方面, 与公司进行相似轨交设备系统主业的公司包括思维列控、众合科技、永贵电器等, 按照 PE-TTM 和 2020 年 PE 看, 运达科技当前市值在其中处于中间水平。考虑 2019

年公司业绩重回增长，进入增长拐点，以及公司横向看较高的净利润率和 ROE 水平，给予公司 20 年 30 倍估值，目标价 11.4 元，对应市值 51 亿。

表 13：运达科技与同行业公司估值横向对比

同行业可比公司	同行业可比公司	当前市值 (亿)	PE-TTM	2020E (亿)	2020E-PE (x)	净利润率 (%)	ROE (%)
300440	运达科技	41.44	34.29	1.70	24.4	19.7	6.2
000925	众合科技	38.52	55.06	2.01	19.2	4.9	3.6
300351	永贵电器	35.53	-7.27	1.20	29.6	9.5	3.6
平均	平均	-	27.36		24.38	11.36	4.47

资料来源：wind，天风证券研究所

注：运达科技 2020 年业绩采用我们的预测，其他公司采用 wind 一致预期

8. 风险提示

公司分别收购了恒信电气、四川汇友等公司，形成一定商誉，外延并购项目不及预期导致业绩低于预期导致商誉减值风险；
 铁路行业基建投资额不及预期，或设备端需求萎缩，造成公司订单不稳定，影响公司收入；
 城轨渗透率提升速度放缓，新建里程数较少，导致城轨相关设备采购不及预期，造成城轨相关订单不稳定，影响公司收入

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	814.59	174.49	187.72	59.47	74.33
应收票据及应收账款	599.47	721.60	731.76	983.35	1,258.55
预付账款	20.62	33.56	16.39	32.28	39.42
存货	171.20	218.32	166.73	307.68	293.44
其他	47.77	461.93	422.70	478.05	456.82
流动资产合计	1,653.64	1,609.90	1,525.29	1,860.83	2,122.55
长期股权投资	8.13	0.84	0.84	0.84	0.84
固定资产	123.89	142.73	160.11	177.13	193.79
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	20.32	31.60	40.85	49.91	58.79
其他	17.85	86.45	81.44	83.95	82.70
非流动资产合计	170.19	261.62	283.24	311.83	336.11
资产总计	1,823.83	1,871.53	1,808.53	2,172.66	2,458.67
短期借款	0.00	13.00	0.00	7.49	16.34
应付票据及应付账款	247.77	254.12	265.85	380.06	479.35
其他	272.16	392.97	242.58	399.52	477.42
流动负债合计	519.94	660.09	508.43	787.07	973.11
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	5.67	9.13	7.40	8.27	7.83
非流动负债合计	5.67	9.13	7.40	8.27	7.83
负债合计	525.61	669.22	515.83	795.34	980.95
少数股东权益	15.29	20.85	20.17	20.00	19.40
股本	455.99	448.00	448.00	448.00	448.00
资本公积	285.21	37.87	37.87	37.87	37.87
留存收益	886.03	755.84	824.53	909.32	1,010.32
其他	(344.29)	(60.26)	(37.87)	(37.87)	(37.87)
股东权益合计	1,298.22	1,202.31	1,292.70	1,377.32	1,477.72
负债和股东权益总	1,823.83	1,871.53	1,808.53	2,172.66	2,458.67

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	121.45	103.77	137.38	169.58	202.00
折旧摊销	14.05	17.73	3.37	3.92	4.46
财务费用	(9.60)	(12.08)	(14.60)	(18.59)	(18.58)
投资损失	(3.06)	(10.70)	(19.01)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	(82.40)	(535.05)	(37.54)	(194.27)	(68.85)
其它	45.99	425.37	(0.68)	(0.17)	(0.60)
经营活动现金流	86.42	(10.97)	68.92	(59.53)	98.42
资本支出	7.44	95.69	31.73	29.14	30.43
长期投资	(28.77)	(7.29)	0.00	0.00	0.00
其他	(605.27)	(94.16)	(42.72)	(39.14)	(40.43)
投资活动现金流	(626.60)	(5.76)	(10.99)	(10.00)	(10.00)
债权融资	0.00	13.00	0.00	7.49	16.34
股权融资	(70.20)	(205.62)	36.99	18.59	18.58
其他	85.78	96.00	(81.69)	(84.79)	(108.49)
筹资活动现金流	15.58	(96.63)	(44.70)	(58.71)	(73.56)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(524.60)	(113.36)	13.23	(128.25)	14.86

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	595.05	519.59	608.38	743.43	929.16
营业成本	320.58	215.50	260.27	318.85	405.86
营业税金及附加	7.02	7.11	7.79	9.07	10.87
营业费用	44.34	57.09	55.36	66.91	81.77
管理费用	81.53	92.96	97.34	118.95	148.67
研发费用	6.03	71.39	73.49	81.78	97.56
财务费用	(11.88)	(13.02)	(14.60)	(18.59)	(18.58)
资产减值损失	13.70	19.87	15.50	16.00	16.00
公允价值变动收益	0.00	(0.01)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.06	10.70	19.01	20.00	20.00
其他	(5.77)	(49.10)	(38.02)	(40.00)	(40.00)
营业利润	136.43	107.10	132.24	170.46	207.02
营业外收入	0.25	7.67	20.00	18.00	18.00
营业外支出	0.09	0.11	0.02	0.02	0.50
利润总额	136.60	114.66	152.22	188.44	224.52
所得税	15.15	10.90	15.53	19.03	23.13
净利润	121.45	103.77	136.69	169.41	201.40
少数股东损益	2.58	(1.56)	(0.68)	(0.17)	(0.60)
归属于母公司净利润	118.87	105.32	137.38	169.58	202.00
每股收益(元)	0.27	0.24	0.31	0.38	0.45

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	-0.38%	-12.68%	17.09%	22.20%	24.98%
营业利润	20.13%	-21.50%	23.47%	28.90%	21.45%
归属于母公司净利润	-11.68%	-11.40%	30.43%	23.44%	19.12%
获利能力					
毛利率	46.13%	58.53%	57.22%	57.11%	56.32%
净利率	19.98%	20.27%	22.58%	22.81%	21.74%
ROE	9.27%	8.91%	10.80%	12.49%	13.85%
ROIC	21.95%	18.15%	10.39%	12.58%	12.97%
偿债能力					
资产负债率	28.82%	35.76%	28.52%	36.61%	39.90%
净负债率	-62.75%	-13.43%	-14.52%	-3.77%	-3.92%
流动比率	3.18	2.44	3.00	2.36	2.18
速动比率	2.85	2.11	2.67	1.97	1.88
营运能力					
应收账款周转率	1.01	0.79	0.84	0.87	0.83
存货周转率	3.16	2.67	3.16	3.13	3.09
总资产周转率	0.33	0.28	0.33	0.37	0.40
每股指标(元)					
每股收益	0.27	0.24	0.31	0.38	0.45
每股经营现金流	0.19	-0.02	0.15	-0.13	0.22
每股净资产	2.86	2.64	2.84	3.03	3.26
估值比率					
市盈率	34.86	39.35	30.17	24.44	20.51
市净率	3.23	3.51	3.26	3.05	2.84
EV/EBITDA	25.52	15.27	32.70	26.25	21.17
EV/EBIT	28.26	17.24	33.64	26.93	21.68

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com