

改造与重载领域实现业务突破 技术与市场优势确保公司成长

核心观点:

1. 事件

公司发布 2019 年年报。2019 年公司实现营业收入 16.52 亿元，同比增长 42.1%；实现归母净利润 1.27 亿元，同比增长 91.7%；每股收益为 0.93 元/股。

2. 我们的分析与判断

(一) 受益于城轨投资高景气度，业务实现高速增长

2019 年公司信号系统总承包业务实现收入 15.7 亿元，同比增长 42.6%，占全部业务收入的 94.9%。信号系统总承包中 I-CBTC 系统、FAO 系统作为行业未来发展的主流趋势产品，分别实现收入 12.0 亿元、1.29 亿元，同比增长 53.4%、156.1%；基础 CBTC 业务收入为 1.51 亿元，同比下降 43.4%。公司在城轨改造和重载铁路业务方面均有所突破，分别实现收入 8,117 万元、609 万元，为公司贡献新的收入增长点。

零星销售与维保业务实现双增长。零星销售业务在云平台业务方面取得新订单，实现收入 5,036 万元，增长 56.7%；维保业务伴随着公司开通项目的增加及运维业务的拓展，实现收入 3,435 万元，增长 8.9%。

(二) 继续保持市场领先地位，在手订单充沛

2019 年公司共中标 9 条新线路，其中 6 个城市为新开拓市场。根据每年城市轨道交通线路公开招标的情况统计，公司 2019 年的市场占有率为 25%，市占率连续两年位列行业第一。此外，公司将移动闭塞技术应用在重载铁路市场，中标了重载 CBTC 信号系统技术项目，成功实现业务领域拓展。2019 年公司新增项目中标总金额为 34.32 亿元，其中信号系统项目为 31.50 亿元。我们认为，公司在 I-CBTC 系统与 FAO 系统领域深耕多年，具备核心技术优势，预计未来公司将继续保持行业领先地位，订单有望持续稳定增长。

(三) 整体毛利率保持稳定，费用管控向好

2019 年公司整体毛利率为 22.7%，同比下降 0.3pcts，整体保持相对稳定。其中信号系统总包业务毛利率为 26.8%，同比上升 1.6pcts。基础 CBTC 系统、I-CBTC 系统随着技术日趋成熟及规模化效应，毛利率略有增长；FAO 系统受新机场线项目毛利率较低的影响，2019 年有所下降。但随着 FAO 系统产品项目的增多，预计未来毛利率有望上升。

公司零星销售业务、维保维护业务毛利率分别为 10.4%、42.1%，同比下降 36.2pcts、24.6pcts。零星销售业务毛利率下降主要受呼和浩特城轨云平台项目影响，该项目涉及多专业平台接口统一化及标准制定等工作，需要投入较高成本，导致毛利率较低。维保维护服务主要是业务结

交控科技 (688015. SH)

推荐 首次评级

分析师

李良

☎: 010-66568330

☐: liliang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515090001

范想想

☎: 010-83571383

☐: faxiangxiang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130518090002

特此鸣谢

吴佩苇

☎: 010-66568846

☐: wupeiwei_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2020-4-8

A 股收盘价(元)	46.35
A 股一年内最高价(元)	52.59
A 股一年内最低价(元)	29.00
上证指数	2,815.37
市盈率 (TTM)	58.24
总股本 (万股)	16,000
实际流通 A 股(万股)	3,454
限售的流通 A 股(万股)	12,546
流通 A 股市值(亿元)	16.01

相对上证指数表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

构变化所致。公司从 2019 年以前高毛利率的硬件销售向毛利率相对较低的线路运营维护服务拓展，运维收入占比增加导致维保维护服务整体毛利率降幅较大。

公司 2019 年销售费用、管理费用分别为 0.68、1.47 亿元，占营业收入的 4.1%、8.9%，两项费用率自 2017 年以来持续下降，反应了公司管控力度的加大。财务费用为 0.16 亿元，主要系新签订合同的增加，相应开具保函额度增加导致手续费增长所致。研发费用为 1.13 亿元，占营业收入的 6.9%，继续保持较高投入。2019 公司项目回款较好，应收款项的周转天数下降，预售账款比率增加。公司经营活动产生的现金流量净额为 4.3 亿元，较 2018 年增长 279.8%。

3. 投资建议

作为城轨信号控制系统的先行者，公司具备核心技术优势。在城轨新线领域保持市场份额领先的同时，城轨改造与重载铁路实现了突破，为公司贡献新的增长点。我们认为，公司未来将受益于国内城轨市场的高景气度，收入与订单增长具有较强持续性。随着国内线路向网状化、规模化发展，互联互通将是未来行业重要发展方向，公司作为城轨信号系统龙头有望持续受益。

我们预计公司 2020-2021 年营业收入分别为 23.4 亿元、30.3 亿元；归母净利润 1.91、2.38 亿元，对应每股收益为 1.20、1.49 元，4 月 8 日收盘价格对应 PE 为 38.8x、31.1x。相对于可比公司，公司估值水平较高。但考虑到公司具备技术与市场优势，受益于城轨市场的高速发展，我们预计未来业绩有望保持较快增长趋势，首次覆盖，给予“推荐”评级。

4. 风险提示

城轨投资不及预期的风险；市场份额下滑的风险；市场竞争加剧的风险。

表 1：分业务预测表（单位：百万元）

		2018A	2019A	2020E	2021E
信号系统项目 总承包	收入	1098.8	1567.1	2249.1	2943.3
	YOY	30.09%	42.61%	43.52%	30.87%
	毛利率	25.21%	26.84%	26.42%	26.36%
(1)城轨新线	收入	1098.8	1479.8	1969.1	2593.3
	YOY	30.09%	34.67%	33.07%	31.70%
	毛利率	25.21%	25.71%	25.00%	25.00%
(2)城轨改造	收入	-	81.2	160.0	200.0
	YOY	-	-	97.11%	25.00%
	毛利率	-	47.58%	45.00%	45.00%
(3)重载铁路	收入	-	6.1	120.0	150.0
	YOY	-	-	1869.60%	25.00%
	毛利率	-	25.51%	25.00%	25.00%
零星销售	总收入	32.2	50.4	50.0	50.0
	YOY	9.54%	56.63%	-0.71%	0.00%
	毛利率	46.58%	10.36%	45.00%	45.00%
维保服务	总收入	31.6	34.4	37.8	41.6
	YOY	466.43%	8.88%	10.00%	10.00%
	毛利率	66.68%	42.08%	40.00%	40.00%

合计	总收入	1162.5	1651.8	2336.9	3034.9
	YOY	32.16%	42.08%	41.48%	29.87%
	毛利率	26.93%	26.65%	27.04%	26.85%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

表 2: 可比上市公司估值

代码	简称	股价	EPS				PE			
			2018A	2019A	2020E	2021E	2018A	2019A	2020E	2021E
688009.SH	中国通号	6.40	0.38	0.38	0.41	0.46	16.84	16.84	15.73	13.85
601766.SH	中国中车	6.44	0.39	0.41	0.49	0.53	16.51	15.71	13.14	12.15
000976.SZ	华铁股份	5.19	0.09	0.21	0.29	0.35	57.67	24.71	17.90	14.83
688015.SH	交控科技	46.35	0.41	0.80	1.20	1.49	111.69	58.26	38.75	31.10
平均值(剔除公司)							30.34	19.09	15.59	13.61

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 3: 公司主要财务指标预测

	2018A	2019A	2020E	2021E
营收 (单位:百万元)	1162.5	1651.8	2336.9	3034.9
yoY	32.16%	42.09%	41.48%	29.87%
净利润 (单位:百万元)	66.40	127.29	191.36	238.46
yoY	47.96%	91.72%	50.34%	24.61%
EPS (单位:元)	0.41	0.80	1.20	1.49
P/E	111.69	58.26	38.75	31.10

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李良，范想想，机械行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：航发动力 (600893.SH)、中国卫星 (600118.SH)、中航电子 (600372.SH)、中航重机 (600765.SH)、中航飞机 (000768.SZ)、中航机电 (002013.SZ)、航天电子 (600879.SH)、航天科技 (000901.SZ)、中航光电 (002179.SZ)、光电股份 (600184.SH)、国睿科技 (600562.SH)、航天通信 (600677.SH)、中国重工 (601989.SH)、中国动力 (600482.SH)、成飞集成 (002190.SZ)

杰瑞股份 (002353.SZ)、海油工程 (600583.SH)、中海油服 (601808.SH)、中集集团 (000039.SZ)、博迈科 (603727.SH)、中国中车 (601766.SH)、中国通号 (688009.SH)、华铁股份 (000976.SZ)、鼎汉技术 (300011.SZ)、埃斯顿 (002747.SZ)、机器人 (300024.SZ)、先导智能 (300450.SZ)、晶盛机电 (300316.SZ)、捷佳伟创 (300724.SZ)、迈为股份 (300751.SZ) 等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址： www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn