

运达科技 (300440)

公司研究/动态报告

收购运达电气，引领铁路储能新基建

—运达科技动态报告

动态研究报告/计算机

2021年11月11日

报告摘要:

● 现金收购运达电气增厚业绩，收购后估值具备安全边际

运达科技于21年11月10日发布公告，拟通过现金5.9亿元收购运达电气。标的公司运达电气主营牵引变电所自动化及广域保护系统，与运达科技自身的铁路再生能量回收装置及相关电气化业务充分协同。标的公司承诺21-23年扣非净利润分别不低于5,258.84、6,118.44、6,679.27万元，收购后将显著增厚公司业绩。若考虑收购后情况，公司当前市值对应21年估值为22倍，对应22年仅为15倍，具备良好安全边际。

● 铁路、轨交建设任重道远，配套市场潜力十足

从铁路、轨交整体市场看：1) 铁路市场呈现里程稳步增长、电气化持续渗透趋势，2020年铁路总里程达到14.63万公里，根据规划到25年达到17.5万公里，CAGR为3.7%，且电气化渗透率不断增加，预计到25年从73%增长至75%；2) 轨道交通建设快速增长，地铁占轨交线路长度89%，在20年整体线路长度为6651公里，同比增长29%，预计21-25年年均增长800公里，CAGR达到12%。

● 中标大单，奠定铁路、轨交储能市场引领者地位

中标重载铁路牵引供电能耗监测与应用项目，合同金额3645.8万元。该项目主要为铁路老旧变电站改造，通过系统建设、储能装置建设等措施实现能耗的实时管控监测，推动牵引供电系统智能化水平。我们通过两种方法测算市场空间，当前我国重载铁路里程1.6万公里，结合中标订单及行业经验，预计每百公里投资额为0.7亿元，行业初步建设期潜在市场空间约为112亿元。远期看，重载铁路由于起能耗电问题是初步重点建设的市场，而整体看2020年我国铁路运营里程14.63万公里，其中高铁（主要为客运）里程3.79万公里，因此货运铁路潜在里程能够达到10万公里以上，潜在市场空间或将达到重载铁路的6倍以上。

● 投资建议

预计公司21-23年分别实现营收9.3、11.0、13.0亿元，同比增速分别为34%、19%、18%；实现归母净利润分别为2.1、3.0、3.6亿元，同比增速分别为45%、43%、21%。公司在铁路、轨交智能化领域深耕多年，同时有望进入铁路、轨交储能的潜在巨大市场。公司当前市值对应21年PE仅为22倍，而可比公司在Wind一致预期下对应21年PE均值为34倍，考虑到公司广阔的前景，首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 风险提示

铁路、轨交建设力度不及预期；电气化项目投资力度不及预期；行业竞争加剧

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	694	930	1,104	1,297
增长率(%)	0.6%	34.1%	18.7%	17.5%
归属母公司股东净利润(百万元)	146	210	300	362
增长率(%)	11.8%	44.6%	42.7%	20.7%
每股收益(元)	0.32	0.47	0.67	0.81
PE(现价)	32.47	22.11	15.50	12.84
PB	2.99	2.92	2.46	2.06

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

首次评级

当前价格：10.39元

交易数据 2021-11-10

近12个月最高/最低(元)	10.8/6.13
总股本(百万股)	448
流通股本(百万股)	442
流通股比例(%)	98.66
总市值(亿元)	47
流通市值(亿元)	46

该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：吕伟

执业证号：S0100521110003

电话：18612109231

邮箱：lvwei@mszq.com

研究助理：丁辰晖

执业证号：S0100120090026

电话：18817739265

邮箱：dingchenhui@mszq.com

相关研究

目录

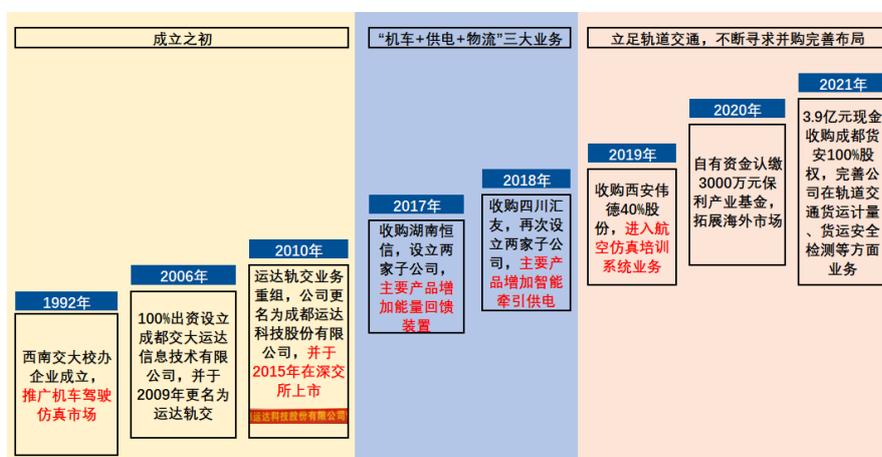
1	深耕铁路轨交智能化，收购扩展业务版图	3
1.1	起于西南交通大学，全面布局铁路轨交	3
1.2	收购顺利重启，有望增厚公司业绩	5
1.3	收入规模触底回升，经营质量向好	6
2	“新基建”引领铁路轨交投资，储能配套建设空间广阔	8
2.1	铁路、轨交建设仍有空间，配套市场方兴未艾	8
2.2	能量转化领军者，铁路储能系统建设空间广阔	9
2.3	铁路轨交信息化建设任重道远，运达深耕多年储备十足	12
3	投资建议	15
4	风险提示	17
	插图目录	19
	表格目录	19

1 深耕铁路轨交智能化，收购扩展业务版图

1.1 起于西南交通大学，全面布局铁路轨交

创立于西南交通大学，深耕铁路轨交智能化领域。运达科技创立于 1992 年，前身是西南交通大学运达高新技术实业公司。公司自成立后专注于铁路、轨交领域的客户提供信息化、智能化的解决方案，通过自研及收并购的方式不断拓展业务版图，触及范围覆盖至机车车辆、牵引供电、货运物流三大板块。2020、2021 年公司加快并购节奏，通过现金的方式分别以 3000 万、3.9 亿元认缴保利产业基金合伙份额与成都货安计量，完善在铁路轨交领域货运计量、监测业务的布局。

图1: 公司成立以来业务发展历程



资料来源：公司网站，民生证券研究院

构筑“3351”战略版图，深耕机车、供电、物流三大板块。目前运达科技通过一系列收购和业务拓展，已经形成体系化的战略布局，包括：1) “3”个板块，即机车车辆、牵引供电、货运物流；2) “3”大客户群，包括国铁、城轨、院校；3) “5”个解决方案，即智慧培训、智慧运维、智慧车辆段、智慧牵引供电、智慧物流；4) “1”个重点业务，即维保服务。

图2: 运达科技“3351”战略版图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图3: 运达科技四大核心业务具体案例



资料来源：公司官网，民生证券研究院

通过资本运作积极并购完善自身产业链，不断扩大业务领域。1) 增资嘉兴运达，完善交通设备零部件板块；2) 收购湖南恒信 88.8% 股份，初步涉足电气技术、设备领域；3) 收购四川汇友 100% 股份，建立智慧供电重要业务分支；4) 收购西安维德 40% 股份，开启航空设备仿真业务；5) 认缴保利产业基金，逐步拓展军工业务及其海外市场；6) 现金收购成都货安计量 100% 股份，进一步完备轨道交通领域业务。

表1: 运达科技上市以来收购情况梳理

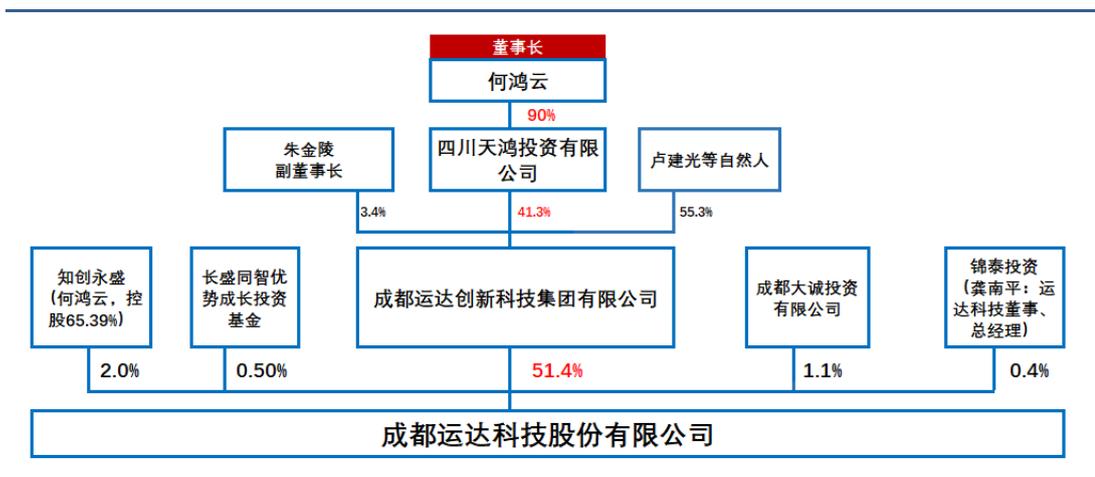
	收购对象	标的公司业务	交易标的	涉及金额
2016.01	嘉兴运达	轨道交通设备零部件	增资 (已持有 60% 股份)	700 万元
2017.04	湖南恒信	电气技术、设备	88.80% 股份	1.78 亿
2018.11	四川汇友	智慧牵引供电	100% 股份	3.34 亿
2019.11	西安维德	航空设备仿真	40% 股份	3918.37 万
2019.12	华开领航	牵引供电及工务工程 检测监测产品	51% 股份	3795.92 万
2020.05	交大运达 (终止)	轨交供电	100% 股份	6.01 亿
2020.12	认缴保利产业基金	军工技术及海外市场	产业基金份额	3000 万
2021.04	成都货安	轨道交通物流检测	100% 股份	3.91 亿

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

董事长及实控人何鸿云先生合计控股 53.4%，何总于 21 年 1 月 15 日购入其他自然人持有的运达科技创新集团的股份，何总及其一致行动人持有运达科技股份达到 58.83%。何总自 01 年进入运达科技，历任总经理、董事长。

2020 年公司推出股权激励，覆盖中层管理人员及核心技术（业务）人员 12 人，授予股权占总股本比例 0.12%，业绩考核指标为以 19 年净利润为基数（9217.32 万），21、22、23 年利润增长率分别不低于 20%、30%、60%。

图4: 运达科技股权架构情况 (截至 2021 年 9 月 30 日)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

1.2 收购顺利重启，有望增厚公司业绩

现金收购运达电气，电气事业部实现全方位协同。公司于 2021 年 11 月 10 日发布公告，拟以 59003.02 万元购买西藏立霖及何劲松、王初等 28 名交易对方持有的运达电气 100% 股权，收购后运达电气将成为运达科技的全资子公司。运达电气主营业务主要为牵引变电所自动化系统、广域保护系统、智能辅助监控系统，产品均为铁路牵引供电系统的关键装备，能够大大加强铁路牵引变电站的智能化水平。运达电气承诺实现的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润：2021 年不低于 5,258.84 万元、2022 年不低于 6,118.44 万元、2023 年不低于 6,679.27 万元。现金收购将显著增厚公司的业绩。

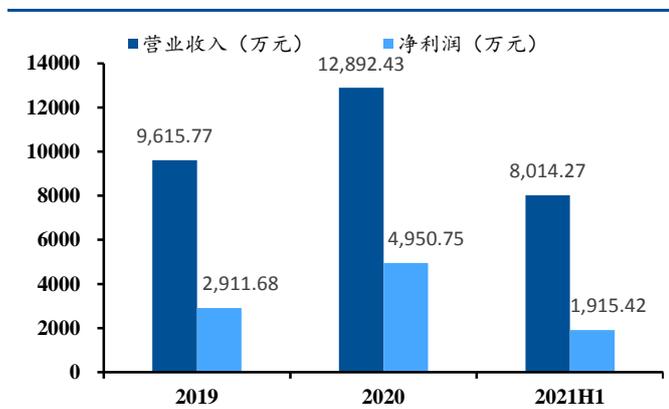
表2: 运达科技收购运达电气的交易概况

收购标的及支付方式			
收购标的	成都交大运达电气有限公司		
收购方式	现金收购		
付款方式	西藏立霖	自然人	
	第一期价款	交易价款的 15%，即 4,513.7310 万元	交易价款的 40%，即 11,564.5919 万元
	第二期价款	交易价款的 35%，即 10,532.0391 万元	交易价款的 20%，即 5,782.2960 万元
	第三期价款	交易价款的 30%，即 9,027.4621 万元	交易价款的 20%，即 5,782.2960 万元
	第四期价款	交易价款的 20%，即 6,018.3080 万元	交易价款的 20%，即 5,782.2960 万元
额外条款-自然人约定购买上市公司股票			
自然人购买方式	第一期价款	收款后 6 个月内，将价款的 10% 即 2,891.14798 万元，购买上市公司股票并锁定	
	第二期价款	收款后 6 个月内，将价款的 10% 即 2,891.14798 万元，购买上市公司股票并锁定	
	第三期价款	收款后 6 个月内，将价款的 10% 即 2,891.14798 万元，购买上市公司股票并锁定	
	第四期价款	收款后 6 个月内，将价款的 20% 即 5,782.2960 万元，购买上市公司股票并锁定	

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

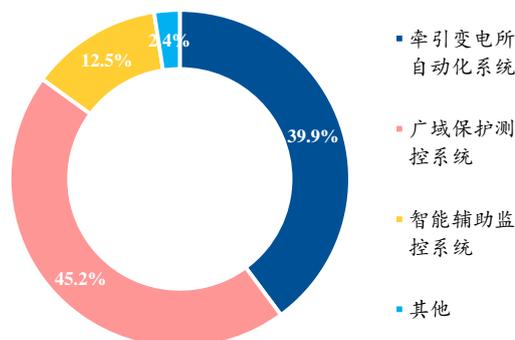
收入与利润保持增长，运达电气与公司业务有望充分协同。标的公司 2019-2021H 营业收入分别为 0.96、1.29、0.80 亿元，归母净利润分别为 0.29、0.50、0.19 亿元。从收入结构看，牵引自动化系统、广域保护测控系统、智能辅助系统是公司核心业务。标的公司运达电气在变电站智能化系统领域有充足的领先优势，与上市公司再生能源装置结合可以实现显著的协同作用，助力铁路变电站的智能化改造升级。

图5: 2019-2021H1 运达电气营收及利润情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图6: 2020 年运达电气主营业务结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.3 收入规模触底回升，经营质量向好

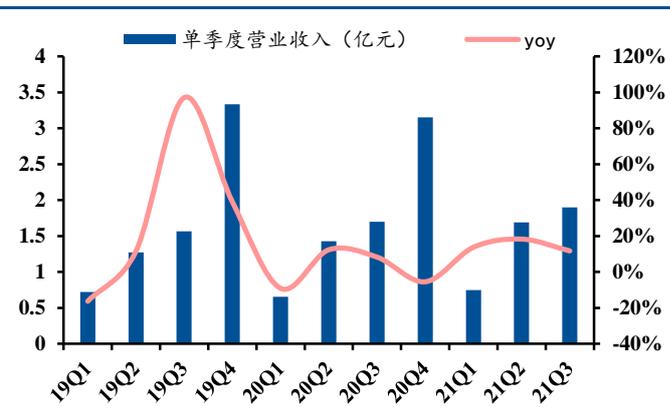
逐渐走出疫情影响，收入呈现明显季节性。运达科技 19、20、21Q3 实现营收分别为 6.9、6.94、4.34 亿元，同比增速分别为 33%、1%、4%。公司 21Q3 单季度营收同比增速略有下降，截至 21Q3 公司在手订单 12.7 亿元，去年同期为 11.86 亿元。公司下游客户主要为国铁、城轨、院校，采用严格的预算-建设-付款制度，因此项目多集中于 Q4 交付，收入确认有一定的季节性。

图7: 2015~2021Q3 运达科技营收及增速情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

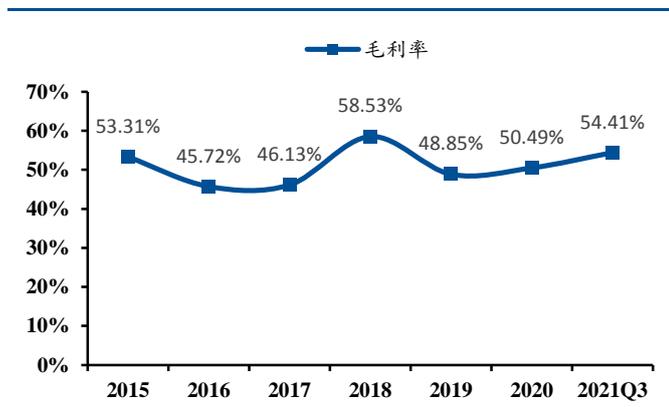
图8: 2019~2021Q3 公司单季度营收及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

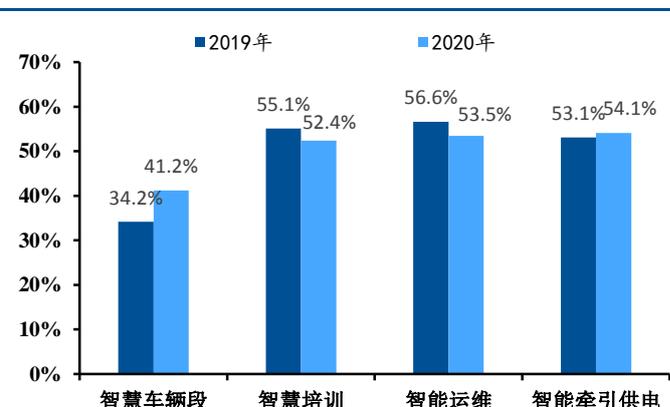
毛利率基本稳定，原材料占主要成本。公司业务的毛利率比较稳定，除 18 年受到收购和项目交付延后的影响外，基本保持在 50% 左右，且近年来有上升的趋势，19、20、21Q3 毛利率分别为 48.85%、50.49%、54.41%。具体分业务看，除智慧车辆段外，智慧培训、智能运维、智能牵引供电毛利率 2020 年分别为 52.4%、53.5%、54.1%。从业务成本看，2020 年原材料占比 79.85%，是公司的主要成本之一。

图9: 2015~2021Q3 运达科技毛利率情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

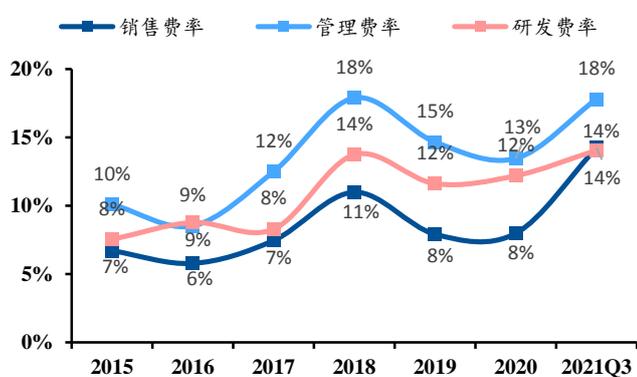
图10: 2019、2020 年运达四大板块业务毛利率情况



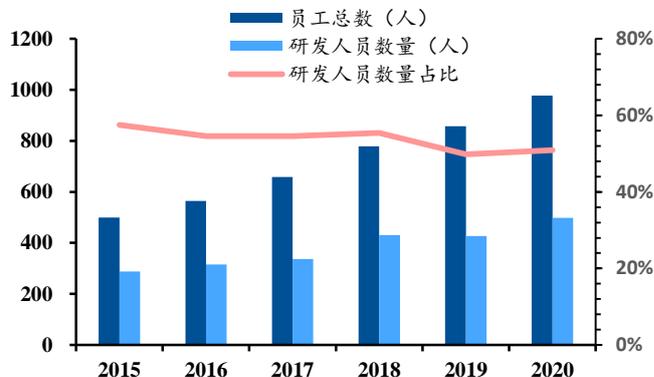
资料来源：公司公告，民生证券研究院

21 年加大营销投入，研发人员占比 50% 以上。运达主要费用集中于研发及管理费用，21Q3 销售费用同比增长 62%，主要为公司加大市场开拓力度所致。研发投入是公司重点，2020 年研发费率达到 12%，2020 年公司研发投入金额达到 1.02 亿元，其中约 17% 进行资本化处理。截至 2020 年本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

年公司整体员工人数为 978 人，其中研发人员为 498 人，研发人员占比连续多年超过 50%。公司近年来管理费率有上升趋势，主要为一系列收并购动作致中介费等费用支出加大。

图11: 2015~2021Q3 运达科技三大费率情况


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图12: 2015~2020 运达科技员工总数及研发人员


资料来源：公司公告，民生证券研究院

加大市场营销短期利润承压，现金流整体表现稳定。公司自 19 年实现触底反弹，19、20 年归母净利润分别为 1.3、1.5 亿元，同比增速分别为 24%、12%。2021Q3 公司归母净利润为 0.61 亿元，同比下滑 24%，主要为销售费用端加大投入所致。目前公司在手订单 12.7 亿，同比增长 6%，全年有望保持业绩增长。从现金流表现看，考虑到公司下游客户的属性，存在收入与回款季节性的问题，但从 19、20 年的净现金流及销售收现比表现看，现金流情况总体稳健。

图13: 2015~2021Q3 运达科技归母净利润及增速情况


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图14: 2015~2021Q3 运达科技整体现金流表现情况


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 “新基建”引领铁路轨交投资，储能配套建设空间广阔

2.1 铁路、轨交建设仍有空间，配套市场方兴未艾

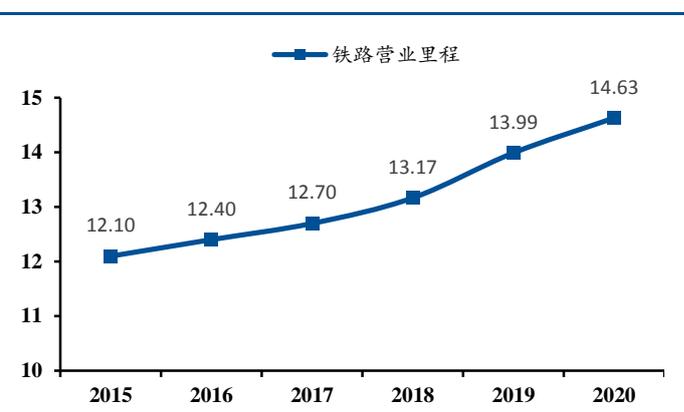
作为交通强国建设的关键环节，国家政策大力支持铁路交通。党的十九大提出“交通强国、铁路先行”的决策部署。2019年全国铁路固定资产投资完成8029亿元，其中国家铁路完成7511亿元；投产新线8489公里，其中高铁5474公里。2020年由于新冠疫情影响，铁路建设进程有所下降：全国铁路固定资产投资完成7819亿元，投产新线4933公里，其中高速铁路2521公里。截至2020年，铁路营业里程达到14.64万公里，15-20年CAGR达到3.9%。

图15: 2010~2020年全国铁路固定资产投资额(亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图16: 2015~2020年铁路营业里程(万公里)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

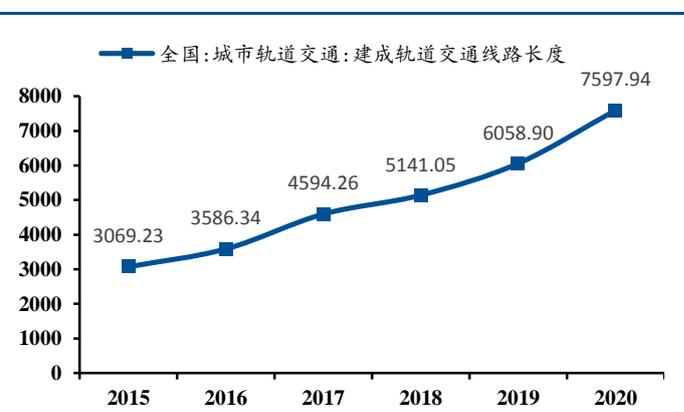
政策指引下，城市轨交投入力度有望持续加大。国家发改委、交通运输部《城镇化地区综合交通网规划》中制定了有关城市轨道交通发展目标：到2020年，京津冀、长江三角洲、珠江三角洲三大城市群将基本建成城际交通网络，相邻核心城市之间、核心城市与周边节点城市间实现一小时通达，其余城镇化地区初步形成城际交通网络骨架，大部分核心城市之间、核心城市与周边节点城市间实现一至两个小时通达。2020年轨道交通固定资产投资额达到6420.84亿元，同比增长9.7%，建成轨道交通线路长度达到7597.94公里，同比增长25.4%。

图17: 2015~2020年轨道交通固定资产投资额(亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图18: 2015~2020年城轨建成线路长度(公里)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

智能化引领轨交新一轮投资，市场空间有望持续增长。中国城市轨道交通行业将以城轨交通的关键核心业务为主线，构建高度集成的城轨云与大数据平台，以及八大智能体系。根据前瞻产业研究院的数据，2020年城轨交通智能化市场规模达到265亿元，同比增长11%。在轨道交通持续投资建设，交通网全面铺开的过程中，相关的智能化建设有望迎来广阔市场空间。

图19: 智慧城轨建设蓝图



资料来源:《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》，民生证券研究院

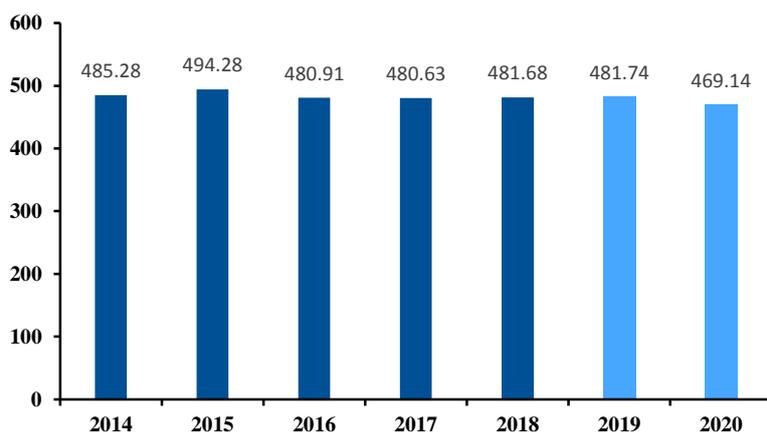
图20: 2013~2020年城轨交通智能化市场规模及增速



资料来源: 前瞻产业研究院, 民生证券研究院

铁路信息化市场空间大，投资金额占比从2%提升至6%。“十一五”期间，我国铁路建设中信息化投资约占铁路固定资产投资2%。随着国家对铁路领域信息化发展的侧重，以及增加对安全监控方面的投入，“十三五”期间信息化投资占固定资产投资的比例上升至6%左右。据此，推算2019、2020年，中国铁路信息化投资规模分别为481.74、469.14亿元左右。

图21: 运达我国铁路信息化投入市场空间测算 (19、20年为预测值)



资料来源: 前瞻产业研究院, 民生证券研究院

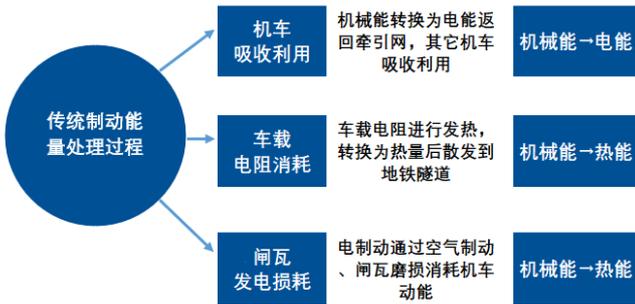
2.2 能量转化领军者，铁路储能系统建设空间广阔

传统铁路储能仍需完善，再生制动能量装置能够有效解决能量浪费。传统的机车制动过程中，通常会产生多余的能量，一般有3种方式实现，但除部分能量被机车回收外，大部分能量通过热

能的方式散发到隧道中，一方面造成了能量浪费，另一方面也使得隧道热量偏高。

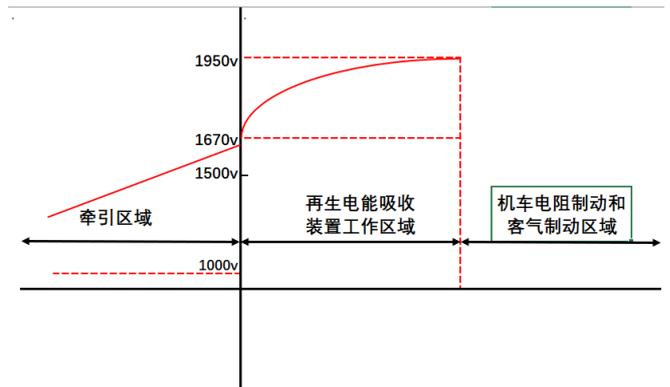
再生制动装置的工作原理是：当制动能量不能被机车本体吸收时，牵引网的电压将很快上升，上升到一定程度后，牵引变电所设置的再生能量装置进行工作，将多余再生电流吸收，使得汽车的电流保持稳定，从而回收多余能量。

图22: 机车制动能量转化的三种方式



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图23: 再生电能利用装置的主要原理



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

运达科技布局领先, 多款产品已实现落地运营。运达科技在列车制动再生能量方面实现技术进一步落地: 1) 逆变回馈型, 通过对牵引网直流电压控制, 将剩余制动能量回馈到交流电网, 降低牵引能耗; 2) 电容储能型, 将列车制动时产生的能量储存到超级电容中, 并在之后释放到牵引网; 3) 电阻能耗型, 利用电阻发热, 充分吸收列车再生制动能量; 4) 混合型, 结合电阻能耗型与逆变回馈型, 将列车再生制动产生的能量通过逆变回馈到交流电网。

图24: 运达科技列车制动再生能量产品的四种解决方案

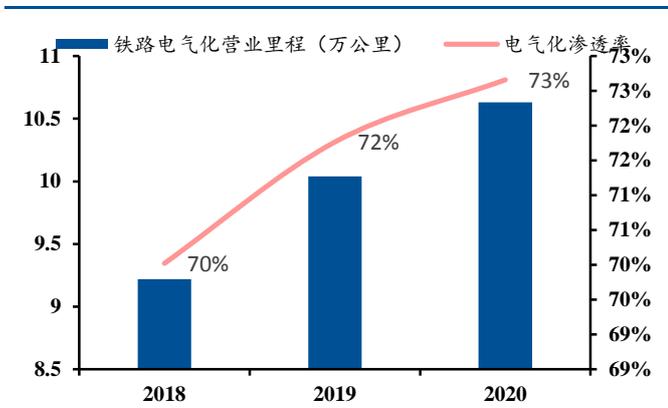
装置类型	技术原理	应用情况	示例
逆变回馈型	工作在逆变模式时, 通过对牵引网直流侧电压的稳压控制, 确保了列车再生电制动功能的充分发挥, 减少了闸瓦磨损, 改善了隧道环境, 将剩余制动能量回馈到交流电网, 降低牵引能耗, 实现了列车再生制动能量的再次利用	北京、成都、长沙、重庆、石家庄、天津、南昌、青岛、贵阳等城市20余条线路	
电容储能型	装置将列车再生制动时产生的能量储存到超级电容中, 并在列车牵引时释放到牵引网中, 从而实现列车再生制动能量的再次利用、改善了直流供电质量、减少了闸瓦磨损、改善了隧道环境	青岛地铁、京车装备	
电阻能耗型	装置将列车再生制动时产生的能量通过电阻发热方式进行吸收, 确保了列车电制动功能发挥、减少了闸瓦磨损、改善了隧道环境	国内21条线路正式运行220余套, 最长运行时间超15年	
混合型	装置结合了电阻能耗型和逆变回馈型产品优点, 将列车再生制动时产生的能量部分通过逆变回馈到交流电网, 部分通过电阻发热方式进行吸收, 确保了列车电制动功能发挥、实现了制动能量的部分再次利用、减少了闸瓦磨损、改善了隧道环境		

资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

铁路电气化渗透率持续提升, 预计到2025年电气化率提升至75%。截至2020年我国铁路运营总里程达到14.63万公里, 同比增长5%, 根据《中长期铁路网规划(2016)》, 到2025年全国铁路总里程达到17.5万公里, 预计到2030年达到20万公里。铁路里程持续建设的背景下, 电气化率有望不断提升, 根据2020年的数据当前电气化率达到73%, 电气化铁路里程为10.63万公里,

预计到 2025 年有望达到 75%。

图25: 2018~2020 年铁路电气化营业里程及渗透率



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

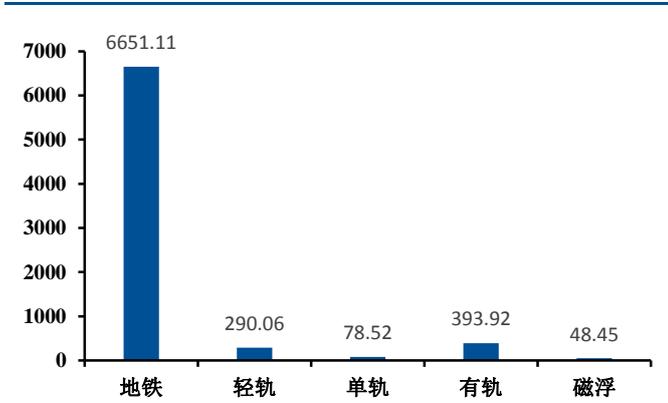
图26: 2010~2019 年新投产电气化铁路里程



资料来源: 铁道统计公报, 民生证券研究院

地铁建设不断铺开, 城市地铁线路数稳步增长。牵引供电行业发展的另一大重要市场即为城轨领域, 根据住建部的数据, 2020 年建成的城轨里程中地铁占比为 89%, 达到 6651 公里, 地铁目前全部采用电气化牵引方式。根据交通部数据, 2019 年我国城市地铁运营线路数为 159 条, 2011-2019 年 CAGR 为 16.8%, 地铁建设作为城市化的重要组成部分预计仍有较大的建设空间。

图27: 2020 年城轨里程的具体结构情况 (公里)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图28: 2011~2019 年城市地铁运营线路数



资料来源: 铁道统计公报, 民生证券研究院

市场空间测算: 运达科技的铁路轨交储能业务具备广阔的市场空间, 在当前“碳中和”目标的指导下, 预计铁路、轨交领域对于牵引供电自动化及相应的储能装置建设需求空间极大。

对于潜在的市场空间, 我们根据铁路电气化建设、城轨（主要是地铁）建设的远期规划, 结合公司近期中标的储能订单, 通过两种方法进行测算。

1) 根据公开渠道信息, 当前我国铁路中货运铁路里程约为 1.6 万公里, 结合公司中标的订单来看, 预计单个变电站投资金额平均在 3500 万, 考虑到每 50km 一个变电站, 预计每 100 公里的投资金额在 7000 万, 因此铁路货运牵引变电智能化及储能建设市场空间在 112 亿元。

2) 铁路领域潜在市场空间: 根据《中长期铁路网规划 (2016)》, 预计到 2025 年铁路营业里程达到 17.5 万公里, 21-25 年 CAGR 为 3.65%; 而电气化渗透率到 2025 年达到 75%。根据行业

经验看，平均每 50km 建立一座变电站；根据公司中标合同预计客单价在 3500 万，且随着新建项目和模块扩张（从产品到监测维护系统），预计客单价将稳步提升。考虑到当前铁路货运里程 1.6 万公里及客运铁路的潜在市场，预计 21 年铁路牵引变电系统的潜在渗透率为 15%，并逐年提升。预计 2021 年铁路牵引变电智能化改造及储能装置建设的潜在市场空间为 117.4 亿元。

表3: 牵引变电解决方案（含储能装置）潜在市场空间测算

	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
铁路营业旅程	14.63	15.22	15.82	16.38	16.95	17.5
YOY	5%	4.00%	4.00%	3.50%	3.50%	3.24%
电气化水平	72.7%	73.50%	74.00%	74.50%	75.00%	75.00%
电气化铁路里程（万公里）	10.63	11.18	11.71	12.20	12.71	13.13
变电站数量-每 50km	2126	2237	2342	2440	2543	2625
一体化解决方案单价		3500	3800	4000	4200	4500
潜在渗透率		15%	17%	19%	21%	22%
铁路牵引供电解决方案市场空间（含储能）		117.4	151.3	185.5	224.3	259.9

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

2.3 铁路轨交信息化建设任重道远，运达深耕多年储备十足

智慧培训业务：立足西南交大，提供完整解决方案。智慧培训解决方案属于公司传统业务板块与基本盘。目前，运达智慧培训解决方案已广泛应用于中国铁路和地铁运营单位，在国内市场占有率第一并且多次获得各类国家级科技奖项。目前累计生产销售达 700 余套，并积极跟随国家“一带一路”战略步伐远销海外，服务于伊朗、越南、埃塞俄比亚等国家。

图29: 运达科技智慧培训解决方案详解



资料来源：公司网站，民生证券研究院

智能运维业务：将铁路、轨交机车数字化，实现全方位实时感知。运达的智能运维解决方案实现列车及设备的信息互联。将基于场景的车载数据、轨旁检测数据、检修业务数据有效耦合，对车辆状态特征和运行机理进行深度诊断。智能运维业务在城轨、国铁领域均有应用，符合模块快速配置与扩展需求，具备车辆运维无盲区监控功能，能够保障列车运维更加安全，并提供多专

业耦合诊断分析，支持运维资源优化配置。

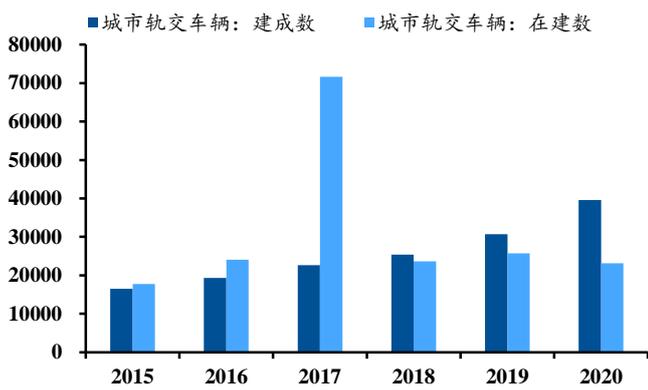
图30: 运达科技智能运维解决方案示意图



资料来源：公司网站，民生证券研究院

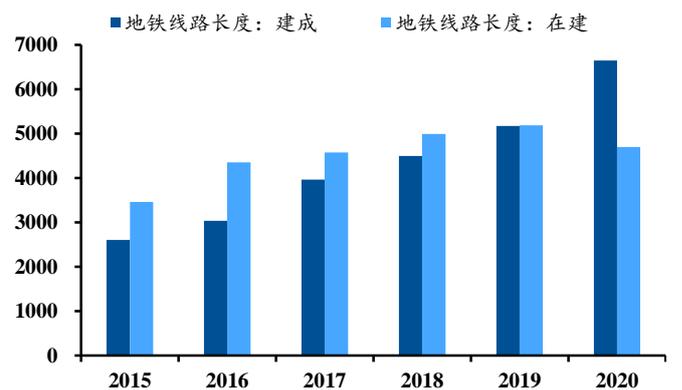
智能运维业务：城轨领域是主战场，增长空间广阔。目前城轨，特别是地铁领域对于智能运维的建设积极性较高，从当前的城轨建设情况看，运维业务的空间广阔。目前城轨车辆建成数达到 3.96 万辆，同比增长 29%，在建城轨车辆规模仍有 2.3 万辆，相关车辆的智能运维系统建设有较为充足的需求；从地铁线路长度看，2020 年地铁建成线路长度达到 6651 公里，同比增长 28.6%，当前在建线路长度仍有 4697 公里，潜在建设需求空间广阔。

图31: 2015~2020 年城市轨交车辆建成及在建数 (辆)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图32: 2015~2020 年城轨建成线路长度 (公里)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

智慧车辆段：聚焦机车智慧检修的解决方案，市场空间较大。公司在轨道交通机务段、车辆段工艺设备领域积累了丰富的项目经验，拥有一套完整的产品安全生产管理体系、健全的供应链管理系统及一批优秀的集成项目交付团队，其业绩涵盖国铁、地铁、轻轨、有轨、磁浮等各领域。公司智慧车辆段业务属于集成解决方案类，20 年收入 1.77 亿元，毛利率 41% 相对较低，但该业务具备广阔的市场空间，良好的客户粘性以及海量的数据积累，能够帮助运达更加深刻地理解下

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

3 投资建议

根据我们的测算，考虑到公司传统铁路业务在信息化、智能化建设下推动下，有望实现良好的增速，而智慧电气相关业务（考虑收购运达电气情况）有望在电气化持续渗透、储能加大投资建设的背景下实现较快的增长，从而带动公司整体业务的高速增长。

对于传统的铁路智能化业务，我们预计 21-23 年间，智慧培训业务收入增速分别为 15%、10%、10%；智能运维营收增速分别为 20%、15%、15%；智慧物流增速分别为 15%、10%、10%；智慧车辆段营收增速分别为 15%、15%、15%；运维服务营收增速分别为 20%、20%、20%。在铁路营运里程稳步增长，电气化渗透率逐步提升，智能化程度加速发展的背景下，传统的铁路智能化业务有望迎来稳步发展。

对于智能牵引供电业务，一方面考虑到收购带来的业绩合并，另一方面考虑到在铁路储能建设的大背景下，结合新中标的大单判断公司相关业务有望迎来高速增长。故预计运达科技的铁路电气化业务 21-23 年营收增速分别为 100%、30%、25%。

表4: 运达科技 2021-2023 年各细分业务收入及增速预测 (亿元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6.95	9.30	11.04	12.97
YOY	0.72%	33.88%	18.67%	17.48%
智慧培训	1.76	2.02	2.23	2.45
智能运维	1.48	1.78	2.04	2.35
智能牵引供电	1.47	2.94	3.82	4.78
智慧物流	0.21	0.24	0.27	0.29
智慧车辆段	1.78	2.05	2.35	2.71
运维服务	0.23	0.28	0.33	0.40
YOY	2020A	2021E	2022E	2023E
智慧培训		15%	10%	10%
智能运维		20%	15%	15%
智能牵引供电		100%	30%	25%
智慧物流		15%	10%	10%
智慧车辆段		15%	15%	15%
运维服务		20%	20%	20%

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

预计公司 21-23 年实现营收分别为 9.3、11.0、13.0 亿元，同比增速分别为 34%、19%、18%；预计 21-23 年实现归母净利润分别为 2.1、3.0、3.6 亿元，同比增速分别为 45%、42%、21%。

表5: 运达科技 2021-2023 年收入及利润预测 (亿元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	694	930	1,104	1,297
营业成本	344	457	523	597
营业税金及附加	7	9	11	13
销售费用	55	84	88	104
管理费用	93	112	121	143
研发费用	85	93	105	123
财务费用	-1	-2	-3	-5
营业利润	165	234	334	403
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	164	234	334	403
所得税	19	23	33	40
净利润	145	210	300	362
归属于母公司净利润	146	210	300	362

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院整理

我们选择鼎汉技术、高铁电气作为运达科技的可比公司, 当前公司市值对应的 21 年 PE 仅为 22.1 倍, 而可比公司在 Wind 一致预期下对应的 21 年 PE 均值为 34.2 倍。考虑到公司在传统铁路智能化领域的稳固优势, 以及铁路、轨交储能领域潜在的广阔空间, 公司当前的估值仍有提升空间, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

表6: 运达科技可比公司估值情况 (截至 2021 年 11 月 10 日)

	市值 (亿元)	PE(TTM)	PE(2021E)
鼎汉技术	42.12	/	48.34
高铁电气	33.79	27.82	20.11
均值	37.96	10.17	34.23
运达科技	46.54	37.14	22.11

资料来源: Wind, 民生证券研究院整理

4 风险提示

1) 铁路、轨交建设力度不及预期

铁路、轨交建设属新基建提及的重点领域，前景广阔。但若是整体宏观经济形势发生变化，可能会对铁路等基础设施建设产生一定的不利影响。

2) 铁路、轨交相关电气化项目投资力度不及预期

铁路轨交相关的电气化渗透、电气化改造升级目前处于持续加速的态势，若相关的投资力度和项目招标节奏进展不及预期，可能会对公司相关的业务增长产生不利影响。

3) 行业竞争加剧致毛利率下滑

目前公司在牵引供电领域及铁路轨交储能领域具备领先优势，且拥有标杆案例落地，若行业持续有新进入者参与竞争，可能会对公司毛利率产生一定不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	694	930	1,104	1,297
营业成本	344	457	523	597
营业税金及附加	7	9	11	13
销售费用	55	84	88	104
管理费用	93	112	121	143
研发费用	85	93	105	123
EBIT	139	232	330	398
财务费用	-1	-2	-3	-5
资产减值损失	-6	-8	-9	-10
投资收益	16	33	39	45
营业利润	165	234	334	403
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	164	234	334	403
所得税	19	23	33	40
净利润	145	210	300	362
归属于母公司净利润	146	210	300	362
EBITDA	157	240	339	407
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	223	345	507	720
应收账款及票据	661	826	982	1,153
预付款项	28	37	42	48
存货	270	343	392	448
其他流动资产	457	504	542	585
流动资产合计	1,639	2,054	2,465	2,953
长期股权投资	45	45	45	45
固定资产	129	130	131	131
无形资产	24	24	24	24
非流动资产合计	341	343	343	344
资产合计	1,980	2,397	2,808	3,297
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	317	438	501	573
其他流动负债	259	343	391	446
流动负债合计	576	781	893	1,019
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	6	6	6	6
非流动负债合计	6	6	6	6
负债合计	582	787	898	1,025
股本	448	448	448	448
少数股东权益	18	18	18	18
股东权益合计	1,399	1,609	1,910	2,272
负债和股东权益合计	1,980	2,397	2,808	3,297

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	0.6	34.1	18.7	17.5
EBIT 增长率	17.7	66.5	42.6	20.4
净利润增长率	11.8	44.6	42.7	20.7
盈利能力				
毛利率	50.5	50.9	52.7	54.0
净利润率	20.9	22.6	27.2	27.9
总资产收益率 ROA	7.3	8.8	10.7	11.0
净资产收益率 ROE	10.5	13.2	15.9	16.1
偿债能力				
流动比率	2.85	2.63	2.76	2.90
速动比率	2.14	1.96	2.09	2.22
现金比率	0.39	0.44	0.57	0.71
资产负债率	29.4	32.9	32.0	31.1
经营效率				
应收账款周转天数	331.68	330.00	330.00	330.00
存货周转天数	287.13	280.00	280.00	280.00
总资产周转率	0.35	0.39	0.39	0.39
每股指标 (元)				
每股收益	0.32	0.47	0.67	0.81
每股净资产	3.08	3.55	4.22	5.03
每股经营现金流	0.22	0.22	0.30	0.40
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	32.47	22.11	15.50	12.84
PB	2.99	2.92	2.46	2.06
EV/EBITDA	24.97	17.93	12.22	9.66
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	145	210	300	362
折旧和摊销	18	9	9	10
营运资金变动	-42	-110	-163	-179
经营活动现金流	99	99	133	178
资本开支	-4	-10	-10	-10
投资	-38	0	0	0
投资活动现金流	-30	23	29	35
股权募资	20	-0	0	0
债务募资	-5	0	0	0
筹资活动现金流	-9	-0	0	0
现金净流量	59	122	162	213

插图目录

图 1: 公司成立以来业务发展历程	3
图 2: 运达科技“3351”战略版图	3
图 3: 运达科技四大核心业务具体案例	3
图 4: 运达科技股权架构情况 (截至 2021 年 9 月 30 日)	4
图 5: 2019~2021H1 运达电气营收及利润情况	5
图 6: 2020 年运达电气主营业务结构	5
图 7: 2015~2021Q3 运达科技营收及增速情况	6
图 8: 2019~2021Q3 公司单季度营收及增速	6
图 9: 2015~2021Q3 运达科技毛利率情况	6
图 10: 2019、2020 年运达四大板块业务毛利率情况	6
图 11: 2015~2021Q3 运达科技三大费率情况	7
图 12: 2015~2020 运达科技员工总数及研发人员	7
图 13: 2015~2021Q3 运达科技归母净利润及增速情况	7
图 14: 2015~2021Q3 运达科技整体现金流表现情况	7
图 15: 2010~2020 年全国铁路固定资产投资额 (亿元)	8
图 16: 2015~2020 年铁路营业里程 (万公里)	8
图 17: 2015~2020 年轨道交通固定资产投资额 (亿元)	8
图 18: 2015~2020 年城轨建成线路长度 (公里)	8
图 19: 智慧城轨建设蓝图	9
图 20: 2013~2020 年城轨交通智能化市场规模及增速	9
图 21: 运达我国铁路信息化投入市场空间测算 (19、20 年为预测值)	9
图 22: 机车制动能量转化的三种方式	10
图 23: 再生电能利用装置的主要原理	10
图 24: 运达科技列车制动再生能量产品的四种解决方案	10
图 25: 2018~2020 年铁路电气化营业里程及渗透率	11
图 26: 2010~2019 年新投产电气化铁路里程	11
图 27: 2020 年城轨里程的具体结构情况 (公里)	11
图 28: 2011~2019 年城市地铁运营线路数	11
图 29: 运达科技智慧培训解决方案详解	12
图 30: 运达科技智能运维解决方案示意图	13
图 31: 2015~2020 年城市轨交车辆建成及在建数 (辆)	13
图 32: 2015~2020 年城轨建成线路长度 (公里)	13
图 33: 运达科技智慧车辆段方案示意图	14

表格目录

表 1: 运达科技上市以来收购情况梳理	4
表 2: 运达科技收购运达电气的交易概况	5
表 3: 牵引变电解决方案 (含储能装置) 潜在市场空间测算	12
表 4: 运达科技 2021-2023 年个细分业务收入及利润预测	15
表 5: 运达科技 2021-2023 年收入及利润预测	16
表 6: 运达科技可比公司估值情况 (截至 2021 年 11 月 10 日)	16
公司财务报表数据预测汇总	18

分析师与研究助理简介

吕伟，民生证券计算机行业首席分析师，北京大学硕士研究生，计算机新财富白金团队核心成员，2021年加入民生证券研究院。

丁辰晖，民生证券计算机行业助理研究员，复旦大学资产评估硕士，2020年加入民生证券研究院。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。