思维列控

列控系统龙头供应商，行车安全信息化急先锋

新股点评

无评级

分析员 孔令鑫
SAC 执证编号：S0080514080006
SFC CE Ref：BDA769
linqxin.kong@cicc.com.cn

分析员 吴慧敏
SAC 执证编号：S0080511030004
SFC CE Ref：AUZ699
huimin.wu@cicc.com.cn

公司简介

思维列控是我国列车运行控制系统龙头供应商，主营产品为列控与记录系统（LKJ）及机务安防系统（包括 6A 车载音视频显示终端和 CMD 系统车载子系统）。公司和南车时代电气是国内仅有的两家 LKJ 系统供应商之一，公司市场份额达 40.7%。

亮点

LKJ 系统龙头供应商，受益铁路行业快速发展。我们预计“十三五”期间我国铁路运营里程增加 3.5 万公里，铁路固定资产投资达 4.2 万亿元。公司主要产品 LKJ 系统主要用于机车及 250km/h 动车组，将显著受益于铁路市场发展。截至 2014 年底，我国机车/动车组保有量 2.1 万台/1,411 列，预期未来五年每年分别增加 1,000 台/400 列，LKJ 系统更新替换及新造需求每年为 10.9 亿元。

拓展机车安防系统成绩斐然。公司 2012 年研制出 6A 车载音视频显示终端，并于 2013 年在我国铁路市场推广应用；2014 年成功研制出 CMD 系统车载子系统，并开始小批量生产，当年机务安防系统业务板块收入大幅增长 507%至 1.4 亿元。我们预计上述两个产品合计年均市场容量 9.9 亿元，公司市场份额仍存在提升空间。

历史经营业绩快速增长，盈利能力极强。2011~2014 公司收入和净利润的复合增速分别为 28.7%和 28.6%。特别地，公司过去四年毛利率持续提升至 60%以上，净利润率维持在 35%以上，在轨交装备上市公司中盈利能力最强，主要在于其产品的高科技性、对行车安全影响的关键性、以及公司在行业内的垄断地位。

目标成为行车安全信息化解决方案供应商。公司此次公开发行募集资金总额 13.4 亿元，其中将投入 12.7 亿元用于新型列车运行控制系统、机车安全防护系统、车联网系统、机车远程监测与诊断系统等项目的研发及补充流动资金，往前看，公司有望成为行车安全信息化综合解决方案供应商。

盈利预测：我们预计公司 2015/16 年收入分别增长 12.2%和 12.7%至 7.2 亿和 8.1 亿元，归属母公司股东的净利润分别同比增长 14.2%和 14.1%至 **2.7 亿元和 3.1 亿元**。

投资建议：综合考虑公司未来的业绩增长以及可比公司估值水平，我们认为公司的合理交易价格区间对应 2016e 市盈率为 **35~45x**。特别地，远望谷（002161.SZ）持有思维列控 20%的股权，思维列控上市后若股价超预期表现，则可能为远望谷带来交易性机会。

风险

市场竞争加剧风险，新产品拓展风险。

目录

我国列控系统的领军企业 3
公司是国内仅有的两家列车运行监控记录装置（LKJ）系统供应商之一 3
历史经营业绩快速增长，盈利能力极强 4
立足列车运行控制系统，积极拓展机车安防市场 5
主业稳定增长，打造列车运行信息化整体解决方案 6
“十三五”期间铁路投资将保持高位 6
LKJ 系统领军企业，处于寡头垄断地位 6
拓展机务安防市场，完善公司产品链 8
具备核心竞争优势，朝整体解决方案提供商发展 10
募投资金解决产能瓶颈，提升盈利能力 11
盈利预测与估值 12
盈利预测 12
估值与建议 13
风险 15

图表

图表 1：思维列控发展历程 3
图表 2：部分董事会及高管背景介绍 3
图表 3：思维列控上市前股本结构 4
图表 4：思维列控历史收入及净利润 4
图表 5：思维列控总资产及净资产状况 4
图表 6：毛利率、净利润率保持高位 5
图表 7：思维列控分版块收入和毛利占比 5
图表 8：铁路运营里程 6
图表 9：机车保有量 6
图表 10：LKJ 系统示意图 7
图表 11：LKJ 与 ATP 对比 7
图表 12：LKJ 需求量 7
图表 13：LKJ 市场竞争格局 8
图表 14：6A 系统构成与功能 9
图表 15：6A 系统车载音视频显示终端 9
图表 16：CMD 系统与其他系统的关系 10
图表 17：CMD 车载子系统示意图 10
图表 18：募集资金使用用途 11
图表 19：分版块营业收入 12
图表 20：分版块毛利 12
图表 21：毛利率情况 12
图表 22：财务状况 13
图表 23：可比公司估值 14

我国列控系统的领军企业

公司是国内仅有的两家列车运行监控记录装置（LKJ）系统供应商之一

公司是国内仅有的两家 LKJ 系统供应商之一。思维列控成立于 1993 年，为河南省“高新技术企业”，主营产品为 LKJ 系统及机务安防系统（包括 6A 车载音视频显示终端和 CMD 系统车载子系统）。公司为国内仅有的两家 LKJ 系统供应商之一，2014 年市场份额 40.72%，并在机务安防系统领域实现了突破。

1993 年，思达设备公司（思维列控吸收合并公司）成立，同年公司研制的产品 JK-2H 监控装置在北京铁路局全面推广，并从 1994 年开始在全路推广使用。1997 年公司监控装置生产开始由 JK-2H 向 LKJ-93 转型。1998 年，李欣、李立、王卫平和胡克成立了河南思维自动化设备有限公司（思维有限），注册资本 300 万元。2000 年，思维有限吸收合并思达设备公司，同年 LKJ2000 型监控装置通过铁道部科学技术成果鉴定，并于 2004 年开始在各路局批量安装使用。2011 年，李欣和王卫平分别将所持有的 10%股权转让给远望谷，同年思维有限整体变更为股份有限公司。2013 年，李立因病去世，其配偶郭洁继承其股权。

图表 1：思维列控发展历程

年份	事件
1993	思达设备成立，JK-2H监控装置在北京铁路局推广。
1994	JK-2H被铁道部认定为机车安全控制设备并在全路推广使用。
1997	公司监控装置生产开始由JK-2H向LKJ-93转型。
1998	思维有限成立，注册资本300万。
2000	思维有限吸收合并思达设备公司，同年LKJ2000型监控装置通过铁道部科学技术成果鉴定。
2004	LKJ2000型监控装置开始在各路局批量安装使用。
2005	公司启动第四代列车监控产品的立项和研发。
2006	LKJ2000型监控装置在各路局大批量安装使用。
2011	思维有限整体变更为股份有限公司。

资料来源：公司资料，中金公司研究部

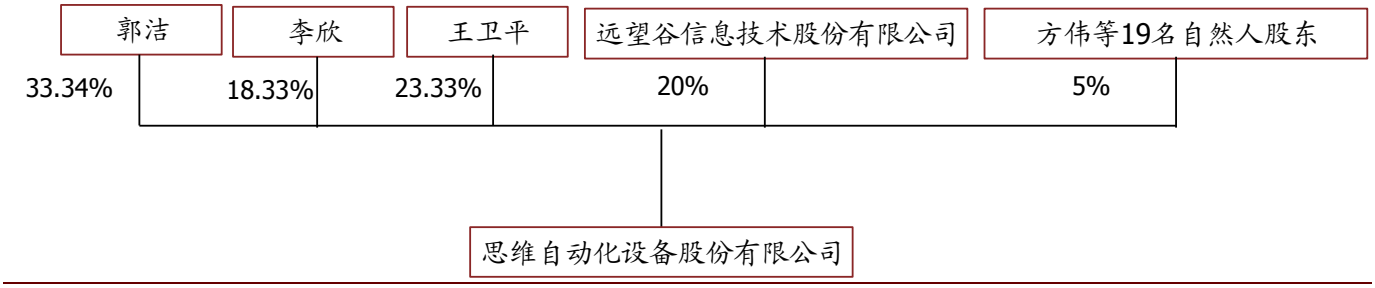
图表 2：部分董事会及高管背景介绍

姓名	职位	背景
李欣	董事长	1954年出生，曾任郑州铁路局电务器材厂副厂长,河南思达自动化设备有限公司董事,总经理,河南思维自动化设备有限公司董事长,总经理。曾获郑州市五一劳动奖章,劳动模范,优秀企业家等荣誉。现任河南省软件服务业协会常务副理事长,世界轨道交通发展研究会常务专家理事。
方伟	董事	1973年出生,硕士学历,毕业于中国人民大学EMBA工商管理硕士专业。曾在郑州富炜新材料有限公司,河南思达自动化设备有限公司任职；曾任河南思维自动化设备有限公司销售部主任,副总经理,总经理。现任郑州市信息化促进会副会长,中国软件行业协会嵌入式系统分会理事,郑州市企业联合会,企业家协会,工业经济联合会第五届理事会理事,郑州市中原区政协委员。现任本公司董事,总经理,质量安全总监。
郭洁	董事	1955年出生,大专学历,工程师.曾任河南思达自动化设备有限公司董事会秘书。现任本公司,郑州思维物业管理有限公司董事,北京思维鑫科信息技术有限公司,河南思维信息技术有限公司,深圳市思维能源材料有限公司监事。
解宗光	董事	1965年出生,大学学历。曾任济南铁路局机务处监控中心工程师,高级工程师,主任,机务检测所所长,电务处电务检测所副所长,电务处车载科高级工程师,于2013年6月正式从济南铁路局离职。现任本公司董事。
高亚举	副总经理	1970年出生,硕士学历,高级工程师。曾任郑州铁路局郑州机务段检修车间助理工程师,河南思达自动化设备有限公司开发部副主任,设计部主任,北京思维鑫科信息技术有限公司副总经理,河南思维自动化设备有限公司副总经理。现任本公司副总经理,北京思维鑫科信息技术有限公司总经理.

资料来源：公司资料，中金公司研究部

此次公司拟发行新股 4,000 万股，占发行后总股本的 25%。发行后第一大股东郭洁的持股比例由 33.34%降至 25.01%。

图表 3：思维列控上市前股本结构

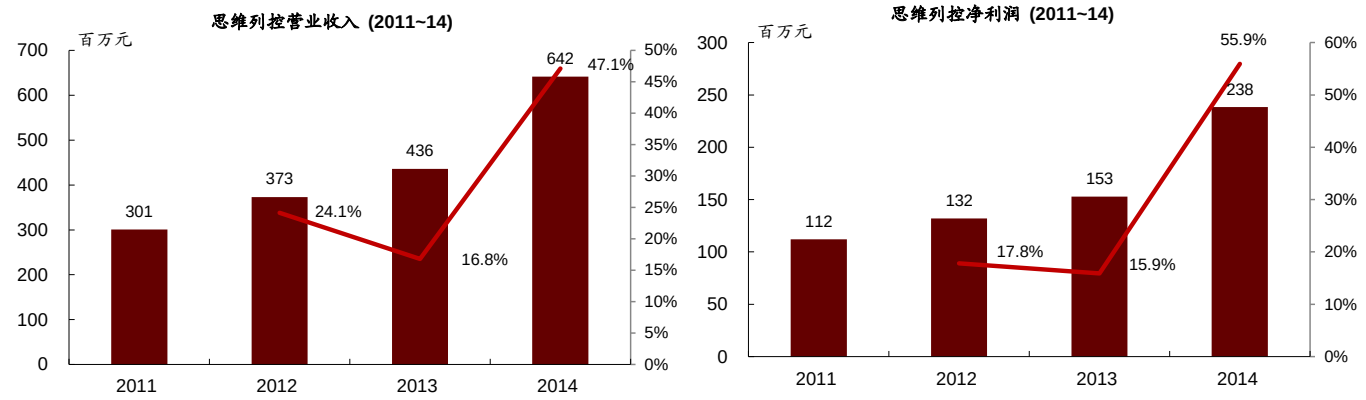


资料来源：公司资料，中金公司研究部

历史经营业绩快速增长，盈利能力极强

2011~2014 公司营业收入由 3.01 亿元增长到 6.42 亿元，年均复合增长率为 28.7%，归属于母公司股东净利润由 1.12 亿元增长到 2.38 亿元，年均复合增速为 28.6%。业绩经营稳健。

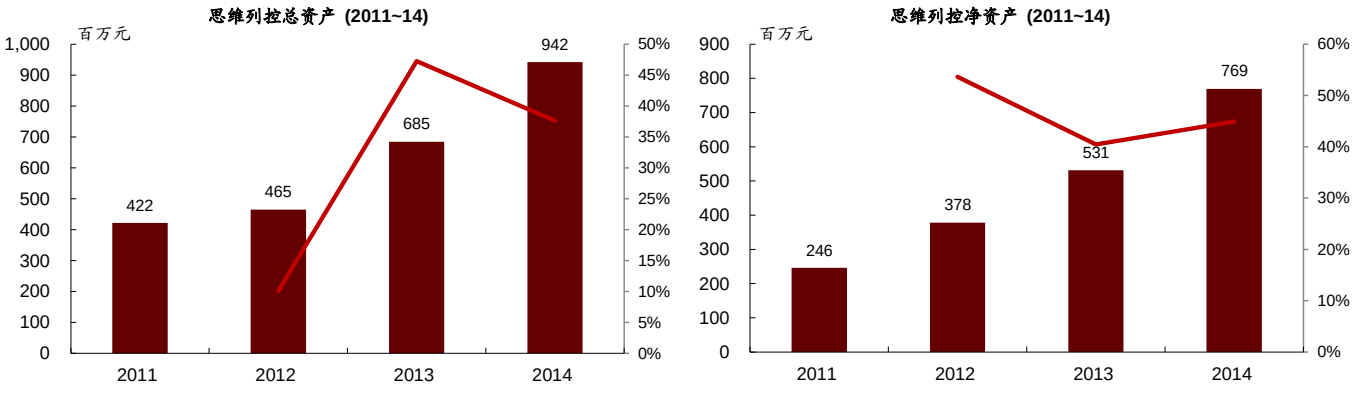
图表 4：思维列控历史收入及净利润



资料来源：公司资料，中金公司研究部

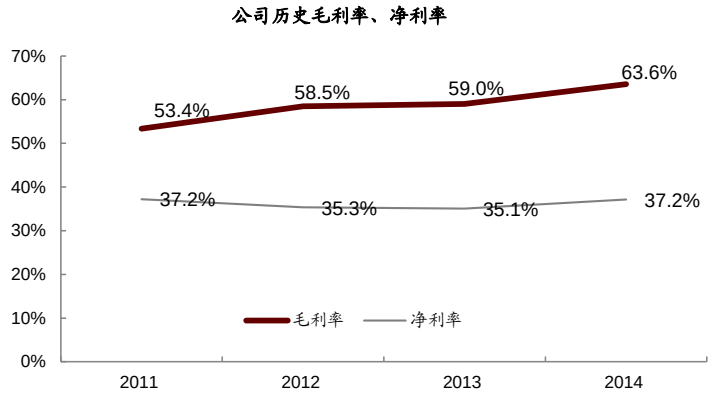
2011~2014 公司总资产由 4.22 亿元增长到 9.42 亿元，年均复合增长率为 30.7%，归属于母公司股东净资产由 2.46 亿元增长到 7.49 亿元，年均复合增速为 46.2%。

图表 5：思维列控总资产及净资产状况



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 6：毛利率、净利润率保持高位

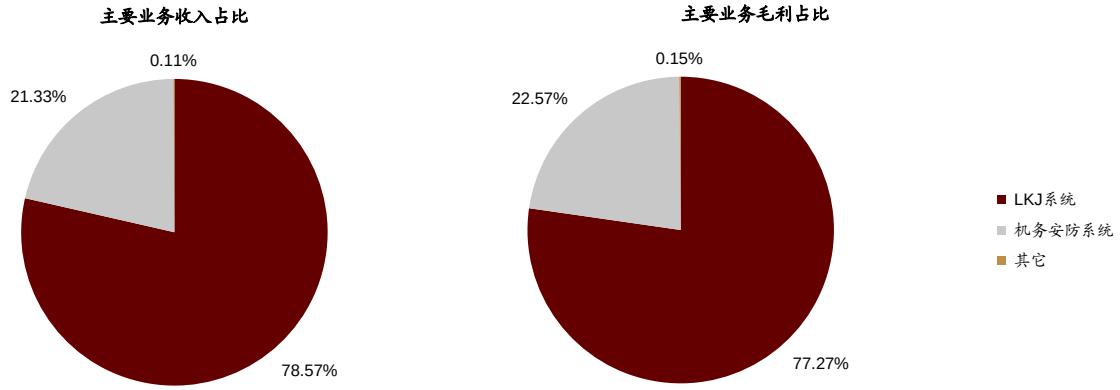


资料来源：公司资料，中金公司研究部

立足列车运行控制系统，积极拓展机车安防市场

公司以列车运行安全控制为基础，在机务安防领域积极拓展市场，新产品包括 6A 车载音视频显示终端和 CMD 系统车载子系统。2014 年，公司 LKJ 系统和机务安防系统分别实现收入 5.04 亿元和 1.37 亿元，收入占比约为 8:2。2014 年两大板块毛利率水平均超过 60%，毛利占比也约为 8:2。

图表 7：思维列控分版块收入和毛利占比



资料来源：公司资料，中金公司研究部

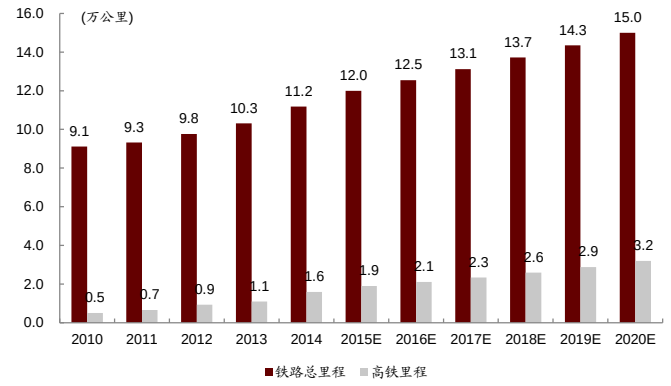
主业稳定增长，打造列车运行信息化整体解决方案

“十三五”期间铁路投资将保持高位

“十三五”期间铁路新增里程带来可观的增量市场。我们根据《中长期铁路网规划（2008~2020 年）》，发改委目前的铁路项目，以及各大城镇群等区域已有的城际铁路规划，自下而上汇总计算出“十三五”期间铁路竣工总里程达到 3.5 万公里，比“十二五”期间增长 22%。我们预计“十三五”期间铁路投资额有望达到 4.2 万亿元。新线里程的增长为列车运行控制系统和机务安防系统带来可观的新增需求。

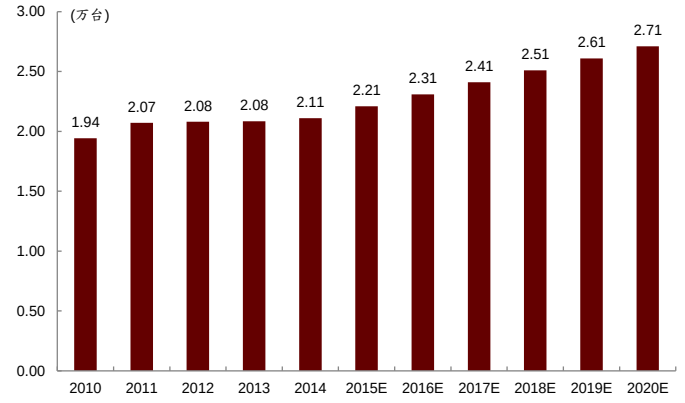
存量市场带来巨大更新替换需求。截至 2014 年底，我国铁路总里程为 11.15 万公里，预计到 2020 年底为 15 万公里。2014 年底，我国机车保有量 2.11 万台，预期每年增加 1,000 台。系统设备都有一定的生命周期，存量市场为设备带来了巨大的更新替换需求。另外，随着行业技术水平的提升，产品也将有更新换代的需求。

图表 8：铁路运营里程



资料来源：铁路统计公报，中金公司研究部

图表 9：机车保有量



资料来源：铁路统计公报，中金公司研究部

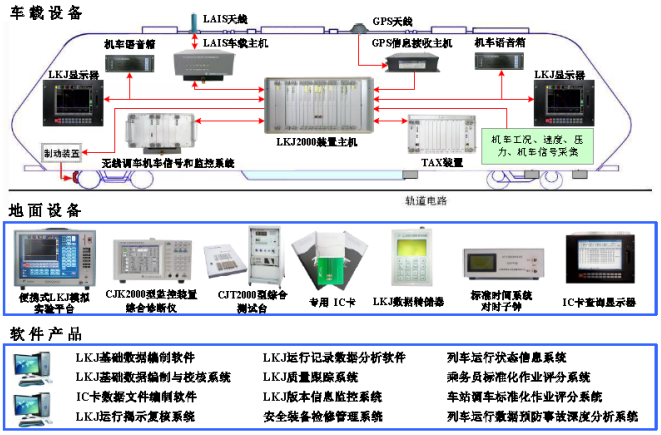
LKJ 系统领军企业，处于寡头垄断地位

LKJ 系统是我国使用最广泛的列控设备

LKJ 是基于车载数据的列车运行监控装置，是用于防止列车冒进信号、运行超速事故和辅助司机提高操纵能力的重要行车设备。LKJ 系统主要包括 LKJ 车载设备、地面设备、LKJ 管理及信息化软件系统。车载设备主要包括负责列车运行速度控制的 LKJ2000 型列车运行监控装置和负责行车安全监测的 TAX 装置（机车安全信息综合检测装置）以及 LAIS 车载设备（列车运行状态信息系统车载设备）。地面设备包括辅助 LKJ 设备功能实现的 LKJ 辅助设备（如 LKJ 数据转储器、专用 IC 卡等）和诊断 LKJ 设备工作状态的 LKJ 测试设备（如便携式 LKJ 模拟实验平台）。LKJ 管理及信息化软件系统则负责协助机务安全管理及电务车载数据的安全管理。

LKJ2000 是我国目前使用最广泛的列车运行控制系统车载设备，已经全面覆盖了全路机车和时速 200 公里速度级别的动车组，截至 2014 年底，LKJ2000 已经完成了在全路 2 万余台机车和时速 200 公里速度级别动车组的安装，主要应用于 160km/h 及以下线路区段。而另一种列控系统 ATP 系统则是通过国外列控技术的引进消化，以 ATP 技术为核心而产生的国产化 CTCS-2 级、CTCS-3 级列控系统，主要运用于 200km/h 及以上区段，截至 2014 年底，ATP 系统共装备动车 1,411 列。

图表 10：LKJ 系统示意图



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 11：LKJ 与 ATP 对比

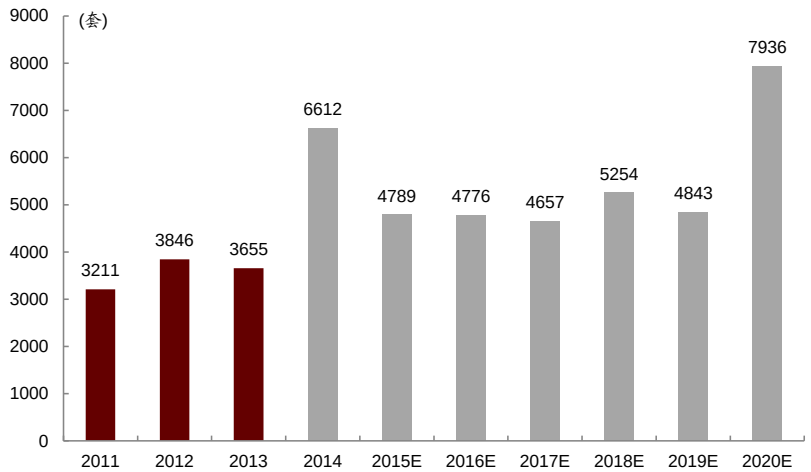
分类	适用线路情况	装车运用情况	价格	备注
CTCS-0	160km/h及以下区段；时速200km/h等级的区段（LKJ作为CTCS-2的记录、后备系	LKJ2000覆盖全路2万余台机车、动车组	LKJ2000及其相关车载设备合计价格约20万元/套	LKJ2000为CTCS-0级列控系统
CTCS-1				目前我国铁路无该等级产品应用
CTCS-2	时速200km/h、300km/h等级的区段	截至2014年末，CTCS-2级、CTCS-3级列控系统装备动车1,411列	CTCS-2约为120万/套	CTCS-2、CTCS-3在我国统称为ATP系统
CTCS-3			CTCS-3约为300万/套	
CTCS-4			目前我国铁路无该等级产品的应用	目前我国铁路无该等级产品的应用

资料来源：招股说明书，中金公司研究部

LKJ 系统每年市场空间 10 亿元

LKJ 安装在机车和时速 200km 的动车组上，每台机车安装 1 套 LKJ2000 型装置，每列 200km 时速动车组安装 2 套 LKJ 型装置（分别安装在动车组列车两端的驾驶室）。按照铁路运输企业固定资产管理办法规定，通信信号设备的使用期限为 6~8 年，然而由于 LKJ 系统实际工作环境严酷，因此根据经营，实际使用寿命约为 6 年。我们假设一半动车组安装 LKJ 装置，LKJ 装置 6 年更新替换一次，则据我们的测算，“十三五”期间平均每年 LKJ 需求量为 5,493 套，每套价格约为 20 万元，则每年市场空间为 10.9 亿元（2004 年 LKJ2000 开始批量安装使用，2006 年开始大范围在各路局使用，我们假设 2009 年底全路机车都已安装）。

图表 12：LKJ 需求量



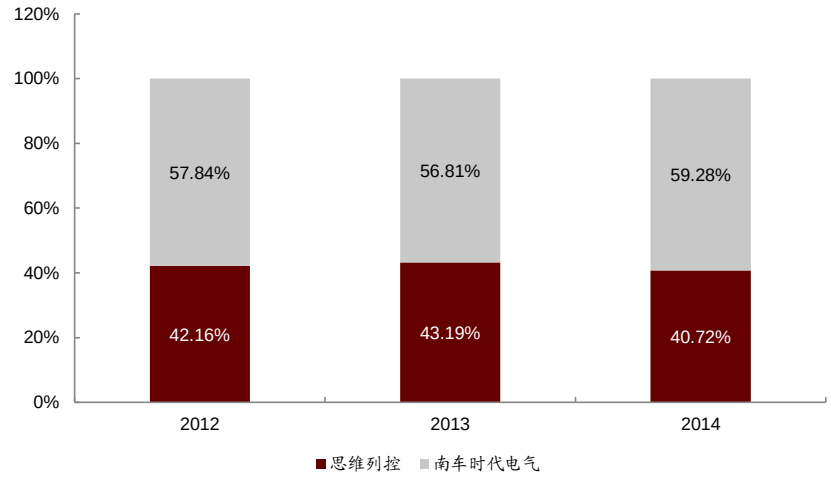
资料来源：招股说明书，中金公司研究部

公司在 LKJ 市场占有率 40%

截至 2014 年底，LKJ2000 市场存量 27,122 套，占我国列控系统市场存量的 90.58%，其中，公司在 LKJ2000 列控系统的市场占有率为 40.72%。目前，公司是国内仅有的两家 LKJ 供应商之一，竞争对手为南车时代电气，未来竞争格局也将继续保持。

CTCS-2、CTCS-3 的生产厂家主要有铁科院、南车时代电气、和利时自动化和中国通号。

图表 13：LKJ 市场竞争格局



资料来源：招股说明书，中金公司研究部

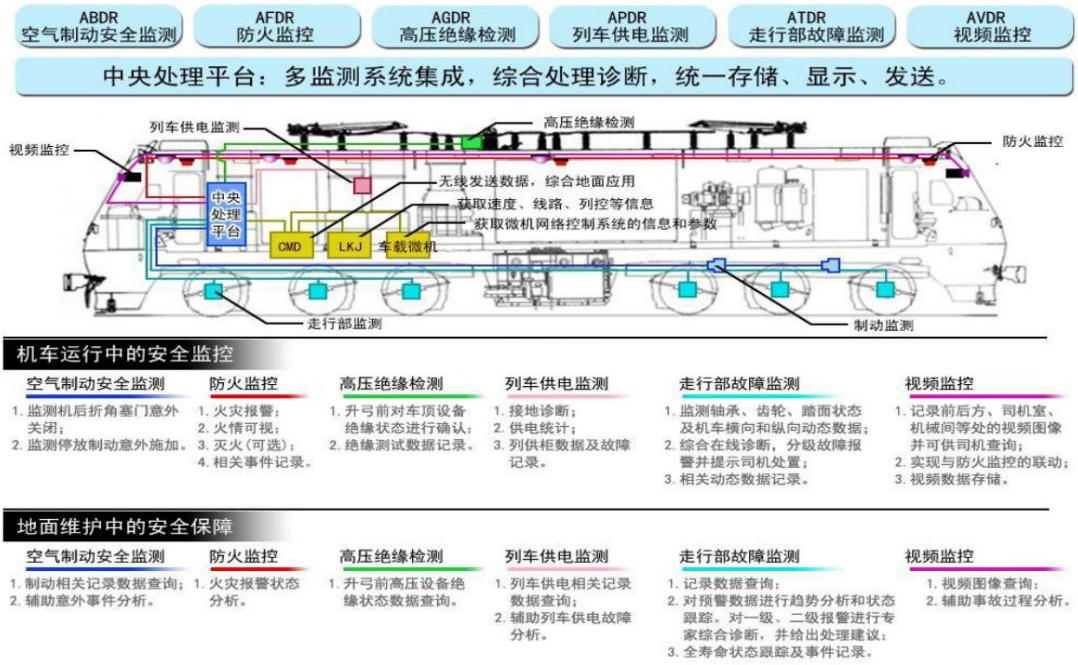
拓展机务安防市场，完善公司产品链

机务安防产品包括 6A 车载音视频显示终端和 CMD 系统车载子系统

公司于 2012 年研制出 6A 车载音视频显示终端，并于 2013 年在我国铁路市场推广应用。2014 年，公司成功研制出 CMD 系统车载子系统，并开始小批量生产。自此公司在列控系统的基础上向机务安防市场拓展。

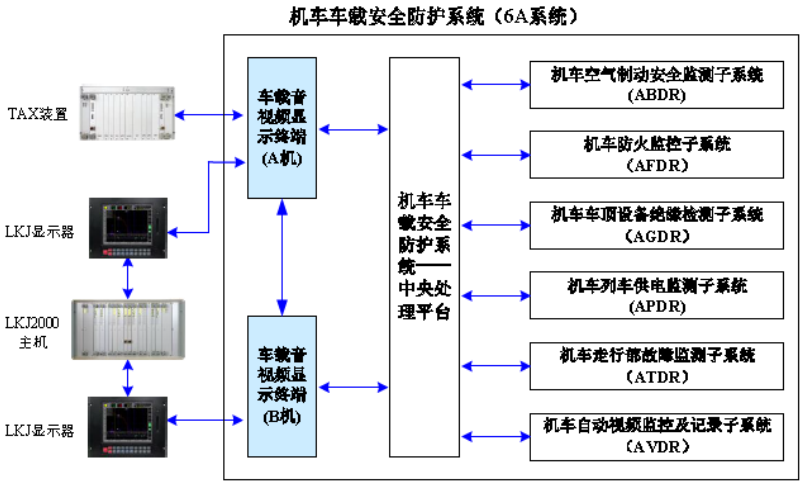
6A 车载音视频显示终端负责显示播报 6A 系统的信息信号。机车车载安全防护系统（6A 系统）是针对机车的制动系统、防火、高压绝缘、列车供电、走行部、视频等危及安全的重要事项、重点部件和部位，采用实时检测、监视、报警并可实现网络传输、统一固态存储和智能人机界面，整体研究设计而形成平台化的安全防护装置。6A 系统主要包括中央处理平台和六个子系统：机车空气制动安全监测子系统（ABDR）、机车防火监控子系统（AFDR）、机车高压绝缘检测子系统（AGDR）、机车列车供电监测子系统（APDR）、机车走行部故障监测子系统（ATDR）和机车自动视频监控及记录子系统（AVDR）。而 6A 车载音视频显示终端则可集中显示或播报 6A 各子系统发送过来的参数信息和语音报警信号，从而简化机车操纵环境，提高机车检修效率。

图表 14：6A 系统构成与功能



资料来源：招股说明书，中金公司研究部

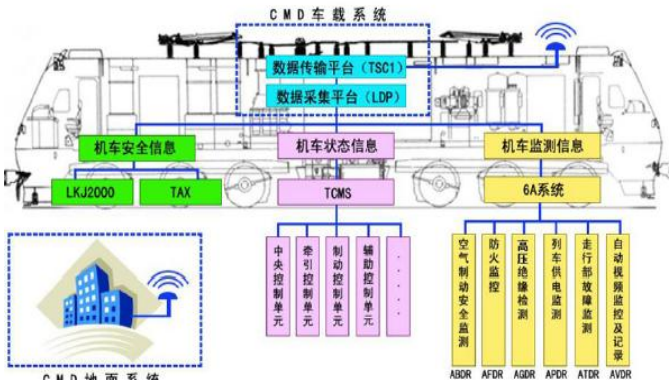
图表 15：6A 系统车载音视频显示终端



资料来源：招股说明书，中金公司研究部

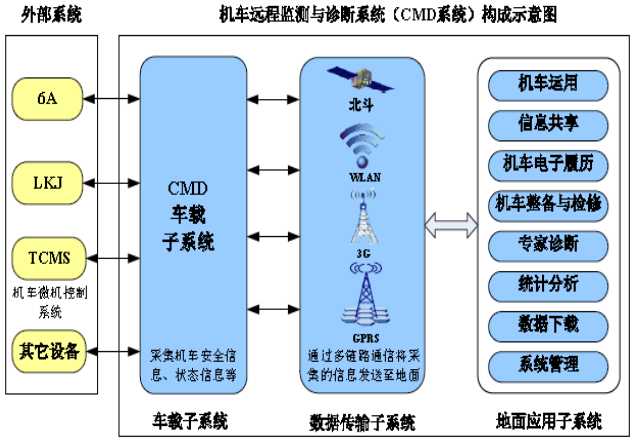
CMD 沟通着 LKJ2000、TAX、TCMS 和 6A 系统，是机务信息化的平台。CMD 系统主要实现对机车安全信息（来源于 LKJ2000 和 TAX）、机车状态信息（来源于 TCMS）和机车监测信息（来源于 6A 系统）的全面实时采集、分析和处理。该系统主要应用于铁路机车和铁路系统机务管理部门，由车载子系统、传输子系统和地面应用子系统三部分组成，其中车载子系统和传输子系统已经成为新造机车的标准配置，在全路范围内实施推广，预期将在我国既有铁路机车上全面推广。

图表 16：CMD 系统与其他系统的关系



资料来源：铁路统计公报，中金公司研究部

图表 17：CMD 车载子系统示意图



资料来源：铁路统计公报，中金公司研究部

6A 车载音视频显示终端和 CMD 系统车载子系统市场空间

6A 车载音视频显示终端市场空间 1.9 亿元。考虑到每个机车配备 1 个 6A 车载音视频显示终端，截至 2015 年底，机车保有量预计达到 22,096 台，我们假设在五年内安装完毕，则既有车辆安装年均需求为 4,419 套，新造机车需求为 1,000 套/年，则年均需求总量为 5,419 套，假设每套 6A 车载音视频显示终端价格 2.6 万元，则年均市场空间为 1.4 亿元。

未来五年 CMD 系统车载子系统市场规模超过 40 亿元。截至 2015 年底，机车保有量预计达到 22,096 台，动车组保有量预计达到 2,162 列。若 CMD 系统车载子系统在 5 年内完成全面推广计划，则未来 5 年 CMD 系统车载子系统市场规模超过 40 亿元，平均每年 8 亿元。

机务安防市场竞争格局

公司在 6A 车载音视频显示终端的竞争对手主要为南车时代电气。在 CMD 系统车载子系统领域的竞争对手有南车时代电气、武汉征原电气以及成都运达科技等。

具备核心竞争优势，朝整体解决方案提供商发展

公司是列控系统行业领军企业，具有如下核心竞争力：

- **拥有众多核心技术：**公司一直是铁路主管部门制定的 LKJ 系列列控系统的联合攻关单位，在二十多年的发展历程中积累了丰富的研发、产业化、产品认证和应用化推广经验，掌握了包括 LKJ 车载数据、控制模式、运行数据记录等在内的多项核心技术。具体来说，公司拥有应用于列车运行控制系统的核心技术 22 项，应用于列车安全监测系统的核心技术 10 项，应用于铁路安全管理与信息化系统的核心技术 10 项。公司已获得 4 项部级和 19 项局级科学技术成果鉴定，拥有 66 项专利，134 项软件著作权。公司注重研发，技术人员占公司员工总数的比例为 42.25%。
- **与铁路主管单位建立起了良好的合作关系：**公司在二十多年的发展历程中，已经与铁路主管部门在产品研发、技术改进等方面建立起了良好的合作关系，先后多次被铁路主管部门指定参与新产品的联合攻关，并参与起草或制定了 2 项铁道部颁布的行业标准以及 8 项技术规章。通过与铁路主管单位的合作，公司可以及时了解市场需求和行业未来发展趋势。

- **公司具有渠道优势，建立了完备的技术支持体系：**公司与各路局、各站段、地方铁路及机车厂均保持着紧密的联系，能够及时收集用户的反馈意见和信息，并迅速做出响应。同时，公司组建了覆盖各路局、站段、地方铁路及机车厂的驻点技术支持体系，为客户提供全天候的技术支持，例如公司技术支持人员长期现场驻扎，全天候解答客户疑问。

公司未来将朝着整体解决方案供应商发展。未来公司将着力增强在列车运行控制系统、行车安全监控系统、LKJ 安全管理及信息化系统等领域内的整体解决方案能力。公司目前在 LKJ 系统和 LAIS 系统的基础上，开展了新型列车运行控制系统和机车车联网系统的研发。此外，基于 6A 车载音视频显示终端，展开了机车车载安全防护系统的研发和集成工作。公司将不断丰富产品链，增强在列车运行控制系统、行车安全监测系统、LKJ 安全管理及信息化系统等领域的整体解决方案能力，提高综合竞争力。

募投资金解决产能瓶颈，提升盈利能力

公司旨在打造成为整体解决方案供应商，立足现有的 LKJ 系统和 LAIS 系统，开展新产品的研发生产，丰富产品链，提供整体的解决方案。本次公司拟发行 4,000 万新股，募集资金将用于新型列车运行控制系统、机车车载安全防护系统、车联网系统和机车远程监测与诊断系统的研发及产业化项目，以及铁路行车安全装备生产线扩建和列控工程技术研究中心项目。本次发行价格为 33.56 元，对应 2014 年 22.99x 的市盈率。

图表 18：募集资金使用用途

募投项目	投资总额（万元）	备注
新型列车运行控制系统	36,750	应用于列车运行控制，在采用车载数据的同时，增加了地面应答器信息接收与处理，升级核心控制系统，实现对 LKJ2000型列控设备的全面升级换代，并为更高等级列控系统的研发、产业化奠定基础 。
机车车载安全防护系统	15,495	应用于行车安全监测，将多种安防设备集成起来，为机车在途故障动态监控提供统一的软硬件平台。
车联网系统	14,980	应用于行车安全管理及信息化，实现铁路机车实时状况信息采集，提供全面的机车及车载设备工作状态详实信息。
机车远程监测与诊断系统	20,000	应用于行车安全，实现机车状态的远程监测、机车故障的远程诊断等。
铁路行车安全装备生产线扩建	6,000	
列控工程技术研究中心项目	9,575	
补充流动资金	24,627	
合计	**127,427**	

资料来源：招股说明书，中金公司研究部

盈利预测与估值

盈利预测

我们预计公司 2015/16 年收入分别增长 12.2%和 12.7%至 7.2 亿和 8.1 亿元，归属母公司股东的净利润分别同比增长 14.2%和 14.1%至 2.7 亿元和 3.1 亿元。

图表 19：分版块营业收入

营业收入（百万元）	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
LKJ系统	277	373	413	504	555	621
(+/-%)		*35%*	*11%*	*22%*	*10%*	*12%*
机务安防系统	-	-	23	137	164	189
(+/-%)				*507%*	*20%*	*15%*
其它	24	0	1	1	1	1
(+/-%)		*-99%*	*234%*	*-25%*	*35%*	*35%*
合计	**301**	**373**	**436**	**642**	**720**	**811**
(+/-%)		***24%***	***17%***	***47%***	***12%***	***13%***

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 20：分版块毛利

毛利（百万元）	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
LKJ系统	159	218	245	315	347	388
(+/-%)		*37%*	*12%*	*29%*	*10%*	*12%*
机务安防系统	-	-	12	92	111	127
(+/-%)				*695%*	*20%*	*15%*
其它	2	0	1	1	1	1
(+/-%)		*-82%*	*232%*	*-32%*	*35%*	*35%*
合计	**161**	**218**	**257**	**408**	**458**	**517**
(+/-%)		***36%***	***18%***	***59%***	***12%***	***13%***

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 21：毛利率情况

毛利率	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
LKJ系统	57%	58%	59%	63%	63%	63%
机务安防系统			51%	67%	67%	67%
综合毛利率	**53%**	**59%**	**59%**	**64%**	**64%**	**64%**

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 22：财务状况

损益表（百万元）	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	301	373	436	642	720	811
营业成本	140	155	179	234	262	295
营业税金及附加	3	5	5	8	9	10
销售费用	17	19	24	28	31	34
管理费用	43	53	72	125	138	154
财务费用	1	0	-0	0	-8	-16
资产减值损失	-6	3	8	3	4	4
投资收益	5	0	1	3	4	4
营业利润	108	139	149	246	288	336
营业外收入	26	14	24	26	29	32
营业外支出	1	0	0	0	0	0
归母净利润	112	132	153	238	278	322
现金流量表						
经营活动产生的现金流量净额	59	101	49	176	228	229
投资活动产生的现金流量净额	170	-14	-46	-30	-27	-33
融资活动产生的现金流量净额	-257	-79	-1	-11	1,218	-11
资产负债表						
货币资金	90	94	98	237	1,657	1,841
应收账款	88	149	257	301	341	410
预付账款	1	2	2	3	4	4
存货	169	132	177	193	233	266
长期股权投资	-	-	-	-	-	-
固定资产	46	49	50	53	54	55
在建工程	4	9	63	70	92	119
无形资产	11	12	15	18	20	23
资产总计	422	465	685	942	2,438	2,764
短期借款	30	10	10	-	-	-
应付账款	42	42	100	90	106	133
预收款项	37	16	8	27	25	26
长期借款	-	-	-	-	-	-
负债合计	176	87	154	173	182	213
归母所有者权益合计	246	378	531	769	2,257	2,551
少数股东权益	-	-	-	-	-	-
负债和权益	422	465	685	942	2,438	2,764
财务指标						
毛利率	53%	57%	58%	62%	62%	62%
净利润率	37%	35%	35%	37%	39%	40%
净资产收益率	46%	42%	34%	37%	12%	13%
总资产收益率	27%	28%	22%	25%	11%	12%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

估值与建议

我们选取鼎汉技术、永贵电器、辉煌科技、世纪瑞尔、康尼机电、运达科技和神州高铁作为可比公司，上述公司对应平均 2015/16e 的 P/E 分别为 62.1x/47.3x。参考可比公司的估值水平，我们认为公司上市后合理交易价格区间对应 2016e 市盈率为 35~45x。

图表 23：可比公司估值

公司名称	股票代码	货币单位	股价 2015/12/6	市值（百万）	EPS			P/E			P/B		
					14A	15E	16E	14A	15E	16E	14A	15E	16E
铁路设备													
鼎汉技术	300011.SZ	RMB	27.1	17,288	0.34	0.61	0.86	80.8	44.5	31.7	7.8	6.6	5.6
永贵电器	300351.SZ	RMB	31.3	10,554	0.34	0.45	0.59	92.5	69.0	53.0	10.3	9.2	8.0
辉煌科技	002296.SZ	RMB	19.9	7,495	0.26	0.33	0.44	75.7	59.5	45.2	5.4	5.0	4.6
世纪瑞尔	300150.SZ	RMB	16.0	8,651	0.23	0.31	0.41	69.2	50.9	38.9	5.9	5.5	4.9
康尼机电（备考）	603111.SH	RMB	31.5	9,289	0.43	0.69	0.93	72.9	45.4	33.9	10.8	5.3	4.7
运达科技	300440.SZ	RMB	92.0	10,304	0.97	1.22	1.58	94.6	75.6	58.3	19.6	8.6	7.8
神州高铁（备考）	000008.SZ	RMB	11.9	28,745	0.00	0.13	0.17	4,361	90.0	70.4	59.3	6.2	5.8
平均值								**80.9**	**62.1**	**47.3**	**17.0**	**6.6**	**5.9**
中值								**80.8**	**59.5**	**45.2**	**10.3**	**6.2**	**5.6**

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

风险

公司主要产品 LKJ 系统市场地位下降的风险：虽然目前 LKJ 系统是全路运用范围最广的列控系统，但随着全国高速客运专线大量投入使用，LKJ 系统的市场占有率或将呈下降趋势。如果 ATP 列控系统提高适用性并以较低成本推广使用，且 LKJ 系统未能实现向更高速度等级列控系统发展，则 LKJ 系统的市场地位将下降，导致公司利润受影响。

市场竞争加剧的风险：如果潜在竞争者进入本行业，打破现有竞争格局，那么公司的利润将会受到负面影响。

政策风险：铁路系统的改革如果改变现有的采购模式，或推迟新造车建设进度，都会对公司的生产经营造成波动。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/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，中金公司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。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、 38 条、 47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

研究报告评级分布可从 http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm 获悉。

个股评级标准：“确信买入”(Conviction BUY)：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30%以上；绝对收益在 20%以上的个股为“推荐”、在-10%~20%之间的为“中性”、在-10%以下的为“回避”；绝对收益在-20%以下“确信卖出” (Conviction SELL)。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10%以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10%以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707
编辑：杨梦雪

北京
中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街 1 号
国贸写字楼 2 座 28 层
邮编：100004
电话：(86-10) 6505-1166
传真：(86-10) 6505-1156

上海
中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

香港
中国国际金融（香港）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

深圳
中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道 7088 号
招商银行大厦 25 楼 2503 室
邮编：518040
电话：(86-755) 8319-5000
传真：(86-755) 8319-9229

Singapore
China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

United Kingdom
China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部
北京市建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
邮编：100022
电话：(86-10) 8567-9238
传真：(86-10) 8567-9235

北京科学院南路证券营业部
北京市海淀区科学院南路 2 号
融科资讯中心 A 座 6 层
邮编：100190
电话：(86-10) 8286-1086
传真：(86-10) 8286-1106

上海淮海中路证券营业部
上海市淮海中路 398 号
邮编：200020
电话：(86-21) 6386-1195
传真：(86-21) 6386-1180

上海德丰路证券营业部
上海市奉贤区德丰路 299 弄 1 号
A 座 11 楼 1105 室
邮编：201400
电话：（86-21) 5879-6226
传真：（86-21) 6887-5123

深圳福华一路证券营业部
深圳市福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 201
邮编：518048
电话：(86-755) 8832-2388
传真：(86-755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部
杭州市教工路 18 号
世贸丽晶城欧美中心 1 层
邮编：310012
电话：(86-571) 8849-8000
传真：(86-571) 8735-7743

南京汉中路证券营业部
南京市鼓楼区汉中路 2 号
亚太商务楼 30 层 C 区
邮编：210005
电话：(86-25) 8316-8988
传真：(86-25) 8316-8397

广州天河路证券营业部
广州市天河区天河路 208 号
粤海天河城大厦 40 层
邮编：510620
电话：(86-20) 8396-3968
传真：(86-20) 8516-8198

成都滨江东路证券营业部
成都市锦江区滨江东路 9 号
香格里拉办公楼 1 层、16 层
邮编：610021
电话：(86-28) 8612-8188
传真：(86-28) 8444-7010

厦门莲岳路证券营业部
厦门市思明区莲岳路 1 号
磐基中心商务楼 4 层
邮编：361012
电话：(86-592) 515-7000
传真：(86-592) 511-5527

武汉中南路证券营业部
武汉市武昌区中南路 99 号
保利广场写字楼 43 层 4301-B
邮编：430070
电话：(86-27) 8334-3099
传真：(86-27) 8359-0535

青岛香港中路证券营业部
青岛市市南区香港中路 9 号
香格里拉写字楼中心 11 层
邮编：266071
电话：(86-532) 6670-6789
传真：(86-532) 6887-7018

重庆洪湖西路证券营业部
重庆市北部新区洪湖西路 9 号
欧瑞蓝爵商务中心 10 层及欧瑞
蓝爵公馆 1 层
邮编：401120
电话：(86-23) 6307-7088
传真：(86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部
天津市和平区南京路 219 号
天津环贸商务中心（天津中心）10 层
邮编：300051
电话：(86-22) 2317-6188
传真：(86-22) 2321-5079

大连港兴路证券营业部
大连市中山区港兴路 6 号
万达中心 16 层
邮编：116001
电话：(86-411) 8237-2388
传真：(86-411) 8814-2933

佛山季华五路证券营业部
佛山市禅城区季华五路 2 号
卓远商务大厦一座 12 层
邮编：528000
电话：(86-757) 8290-3588
传真：(86-757) 8303-6299

云浮新兴东堤北路证券营业部
云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼 C1 幢二楼
邮编：527499
电话：(86-766) 2985-088
传真：(86-766) 2985-018

长沙车站北路证券营业部
长沙市芙蓉区车站北路 459 号
证券大厦附楼三楼
邮编：410001
电话：(86-731) 8878-7088
传真：(86-731) 8446-2455

宁波扬帆路证券营业部
宁波市高新区扬帆路 999 弄 5 号
11 层
邮编：315103
电话：(86-0574) 8907-7288
传真：(86-0574) 8907-7328

福州五四路证券营业部
福州市鼓楼区五四路 128-1 号恒力城办公楼
38 层 02-03 室
邮编：350001
电话：(86-591) 8625 3088
传真：(86-591) 8625 3050

CICC
中金公司