

# 轨交业务将迎拐点，多元同心战略推进

2017年12月15日

## 投资要点

- 收入增速快于利润，多元同心化战略顺利推进。**公司 2017 年前三季度实现营业收入 8.49 亿元，同比增长 40.18%，实现归母净利润 1.22 亿元，同比增长 13.95%。公司利润增速慢于收入，主要受制于：1) 轨道交通板块，动车连接器下滑影响板块收入增速，动车连接器毛利率也高于地铁，交付结构变化拖累板块整体毛利率；2) 新能源汽车板块，收入增速较高，但毛利率水平不及轨交产品；3) 募投项目投产和翊腾电子并表带来折旧摊销增加。我们认为，公司收入结构变化带来的毛利率变动，是推进多元同心化战略的结果，轨交板块景气已经步入拐点，明年公司业绩有望重拾高增。
- 轨道交通：动车招标拐点已至，地铁料将延续高增。**我们预计 2017 年高铁通车里程或不足 1500 公里，若要完成 2020 年通车 3 万公里规划（2016 年底通车 2.2 万公里），则 2018-2020 年均通车里程中枢将抬升至 2500 公里，带动动车招标回暖。近期动车招标加速，佐证我们行业景气已过拐点的判断，公司有望延后半年左右获得订单，轨交连接器毛利率将随动车交付占比回升而回升。此外，公司连接器在标动份额提升明显，市占率有望从 25% 升至 50%。地铁方面，2018-2020 年将迎来行业通车里程高峰，我们预计公司相关业务仍将延续靓丽增长，复合增速有望高于 30%。同时，公司在油压减震器、计轴、门系统等新产品储备方面也有序推进。
- 新能源汽车：客户优质产品完善，发展料将快于行业增速。**2017 年前 11 月，新能源乘用车和商用车销量为 47.6 和 13.3 万辆，分别同比增长 64.4% 和 17.9%，我们认为，行业虽然短期受到补贴扰动，但长期空间和景气并未改变，实行在即的油耗积分和新能源积分制度将保障行业健康发展。公司已经形成北汽、比亚迪、奇瑞、东风等优质客户群，未来可能继续拓展合资整车厂商，连接器、充电桩、BMS 管理系统等产品布局逐步完善，上半年公司新能源汽车板块收入同比增加 46.02% 至 1.79 亿元，公司追求资源配置合理，我们预计公司明年仍将维持高于行业增速的发展。
- 通信：翊腾电子带动板块收入大幅增长，全年预计大概率完成利润承诺。**上半年翊腾电子并表带动公司通信连接器板块收入同比增长 145.48% 至 1.77 亿元。期间翊腾电子持续加大投入满足客户需求，按照上半年 4281 万元的盈利情况推算，全年完成 1.09 亿元扣非利润承诺应是大概率事件。结合切入华为为供应商体系的深圳永贵看，公司有望在 3C 领域实现进一步产业整合，确立在精密连接器和结构件领域的优势地位。
- 风险提示。**轨交订单量低于预期；新能源市场发展不及预期等。
- 盈利预测及估值。**我们认为，动车招标拐点已至，有望带动公司轨交连接器板块订单和收入回暖，动车连接器占比提升将提高板块结算毛利率，地铁连接器将受益于 2018-2020 年通车里程高峰维持高增，传统轨交业务有望在 2018 年重拾快速增长。此外，公司同心多元化战略持续推进，新能源汽车和通信发展良好，军工产品有望形成新增盈利点。考虑年内动车交付拖累，我们下调公司 2017-2019 年净利润预测至 1.76、2.51、3.17 亿元（原预测为 2.08、2.65、3.34 亿元），维持“增持”的评级。

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	511	955	1,222	1,626	2,084
营业收入增长率	33.08	86.91	27.93	33.07	28.16
净利润(百万元)	115	161	176	251	317
净利润增长率	-0.66	40.60	8.85	42.87	26.25
每股收益 EPS(基本)(元)	0.30	0.42	0.46	0.65	0.82
毛利率%	45.02	41.12	35.75	37.64	37.66
净资产收益率 ROE%	10.44	8.50	6.34	8.52	9.97
PE	50.8	36.1	33.2	23.2	18.4
PB	5.2	2.1	2.0	1.9	1.8

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2017 年 12 月 14 日收盘价



买入 (维持)

当前价：15.15 元

## 中信证券研究部

刘海博

电话：0755-23835418

邮件：liuhaibo@citics.com

执业证书编号：S1010512080011

左腾飞

电话：021-20262127

邮件：zuotengfei@citics.com

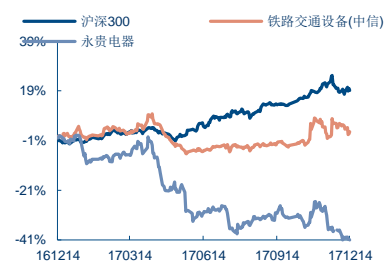
执业证书编号：S1010516100002

联系人：李睿鹏

电话：0755-23835402

邮件：liruipeg@citics.com

## 相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

## 主要数据

沪深 300 指数	4026.15 点
总股本/流通股本	384.6/237.8 百万股
近 12 月最高/最低价	26.06 元/15.15 元
近 1 月绝对涨幅	-18.63%
近 6 月绝对涨幅	-15.18%
今年以来绝对涨幅	-40.79%
12 个月日均成交额	56.6 百万元

## 相关研究

- 永贵电器 (300351) 2016 年年报点评——新能源通信快速增长，多元同心化持续推进…………… (2017-04-25)
- 永贵电器 (300351) 跟踪报告——轨交新能源高景气，平台战略有序推进…………… (2016-07-22)

**利润表** (百万元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	511	955	1,222	1,626	2,084
营业成本	281	563	785	1,014	1,299
毛利率	45.02%	41.12%	35.75%	37.64%	37.66%
营业税金及附加	4	11	9	11	14
销售费用	35	66	79	109	138
营业费用率	6.84%	6.92%	6.50%	6.71%	6.60%
管理费用	63	126	148	198	253
管理费用率	12.24%	13.16%	12.10%	12.15%	12.13%
财务费用	-10	-9	-8	-6	-1
财务费用率	-1.91%	-0.94%	-0.66%	-0.35%	-0.07%
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	128	181	199	285	361
营业利润率	25.03%	18.97%	16.25%	17.52%	17.31%
营业外收入	4	7	6	5	6
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	132	187	203	289	366
所得税	19	29	30	43	55
所得税率	14.64%	15.38%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	-2	-3	-3	-5	-6
归属于母公司股东的净利润	115	161	176	251	317
净利率	22.46%	16.89%	14.37%	15.43%	15.20%

**现金流量表** (百万元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	115	161	176	251	317
所得税支出	-2	-3	-3	-5	-6
折旧和摊销	14	39	39	41	44
营运资金的变化	-83	-183	-255	-235	-349
其他经营现金流	13	26	1	9	19
经营现金流合计	56	39	-42	62	26
资本支出	-266	-152	-123	-123	-123
投资收益	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-41	-413	0	0	0
投资现金流合计	-307	-564	-123	-123	-123
发行股票	0	835	0	0	0
负债变化	0	-15	-29	0	121
股息支出	-20	-25	-29	-40	-52
其他融资现金流	-18	0	8	6	1
融资现金流合计	-38	795	-50	-35	71
现金及现金等价物净增加额	-290	270	-214	-96	-26

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

**资产负债表** (百万元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	251	544	330	234	208
存货	156	258	411	502	661
应收账款	221	567	722	962	1,232
其他流动资产	88	110	180	212	288
流动资产	716	1,479	1,641	1,911	2,390
固定资产	244	620	704	785	863
长期股权投资	42	71	71	71	71
无形资产	94	161	161	161	161
其他长期资产	186	775	776	777	778
非流动资产	566	1,627	1,711	1,794	1,873
资产总计	1,282	3,106	3,353	3,704	4,263
短期借款	0	29	0	0	121
应付账款	126	263	367	474	608
其他流动负债	49	108	136	174	218
流动负债	175	400	503	648	948
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	8	8	8	8	8
非流动性负债	8	8	8	8	8
负债合计	182	407	510	656	955
股本	337	385	385	385	385
资本公积	406	1,813	1,813	1,813	1,813
归属于母公司所有者权益合计	1,099	2,699	2,842	3,048	3,308
少数股东权益	27	32	29	24	18
负债股东权益总计	1,282	3,106	3,353	3,704	4,263

**主要财务指标**

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	33.08	86.91	27.93	33.07	28.16
营业利润	-1.4	41.6	9.6	43.4	26.6
净利润	-0.66	40.60	8.85	42.87	26.25
毛利率	45.02	41.12	35.75	37.64	37.66
EBITDA Margin	25.1	19.8	16.4	18.1	18.3
净利率	22.5	16.9	14.4	15.4	15.2
净资产收益率	10.4	8.5	6.3	8.5	10.0
总资产收益率	9.15	7.46	5.49	7.17	8.00
资产负债率	14.23	13.11	15.22	17.71	22.41
所得税率	14.6	15.4	15.0	15.0	15.0
股利支付率	17.63	15.49	16.56	16.02	16.29

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSASingaporePteLtd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSASingapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSASingapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系CLSASingapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且分别与CSI-USA和CLSA Americas 进行交易的主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2017 版权所有。保留一切权利。