

鼎汉技术 (300011.SZ)

铁路设备行业

评级：增持 首次评级

公司研究

市场价格 (人民币): 18.43 元  
 目标价格 (人民币): 21.45-21.45 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 369.05  
 总市值(百万元) 9,713.16  
 年内股价最高最低(元) 55.80/16.30  
 沪深 300 指数 3135.41



## 地面到车辆布局加码，内生与外延共推成长

## 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.247	0.335	0.501	0.601	0.720
每股净资产(元)	3.37	3.48	3.96	4.51	5.23
每股经营性现金流(元)	0.08	0.28	0.50	0.46	0.56
市盈率(倍)	61.69	51.44	59.46	34.99	29.18
行业优化市盈率(倍)	34.01	47.02	89.19	66.86	66.86
净利润增长率(%)	377.17%	207.46%	49.93%	20.36%	19.91%
净资产收益率(%)	7.32%	9.64%	12.70%	13.43%	13.86%
总股本(百万股)	231.19	522.99	524.65	527.03	527.03

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **“地面到车辆”、“增量到存量”战略布局逐渐落实。**公司传统业务为地面电源设备，有较高市场份额。根据“十三五”规划，未来五年铁路投资基本稳定，预期公司该部分业务保持平稳。近年公司发展战略是“从地面到车辆”，从“增量到存量”，并取得了一定成效。2015 年公司车辆业务订单超过地面业务订单，车辆产品实现收入占总收入比例达 60%以上；2015 年更名子公司，打造轨道交通高端服务平台。此外，公司新产品普铁车载辅助电源、屏蔽门系统、车载安全检测系统 2015 年度中标 2.55 亿元，同比增长超过 3.5 倍，业绩拓展迅速。
- **内生发展：新兴业务增长显著，研发布局将显成效。**地面装备方面，公司中标贵阳市轨道交通屏蔽门项目，金额 6292 万元，随着项目落实和公司凭借自主研发的核心技术进一步开拓市场，屏蔽门项目将有明显业绩提升。车辆设备方面，公司铁道客车 DC600V 电源装置已获得中铁检验认证中心颁发的 3 项铁路产品认证证书，2015 年业绩拓展良好；车载检测产品 2015 年取得 3000 万元左右的订单，预计今年大部分将确认收入，并且毛利率也将随着规模扩大和技术成熟有所提升。
- **外延收购：配合公司战略，发挥协同效应。**公司 2015 年 1 月收购中车有限 100% 股权，进入机车车辆空调市场。中车有限是中国铁路机车车辆空调的三个定点生产厂家之一，2015 年度实现中标 8 亿元，同比增长 56.85%，收购后整合情况良好。公司 2015 年 6 月增资奇辉电子，增资后持有其股权 27.57%；奇辉电子深耕于铁路信息化建设领域，与公司软件及检测产品在业务渠道、技术开发等方面产生互补，能够发挥协同效应。此外，子公司海兴电缆 2015 年业绩有所下滑，但考虑到高铁建设规划以及海兴电缆的进口替代空间，预计其业绩将有所恢复。

## 估值

- 预计公司 2016 年、2017 年的营业收入分别为 13.8 亿元、16.0 亿元，归属于母公司的净利润分别为 3.16 亿元、3.79 亿元，EPS 分别为 0.60 元、0.72 元。对应当前 18.43 元的股价，PE 分别为 34.99x、29.18x。12 个月 21.45 元目标价，给予“增持”评级。

## 风险

- 公司新业务发展不合预期风险，外延收购整合不佳风险。

徐才华 分析师 SAC 执业编号: S1130516010004  
 (8610)66216932  
 xucaihua@gjzq.com.cn

潘贻立 分析师 SAC 执业编号: S1130515040004  
 (8621)60230252  
 panyili@gjzq.com.cn

沈伟杰 联系人  
 (8621)60870933  
 shenweijie@gjzq.com.cn

## 内容目录

1. “地面到车辆”、“增量到存量”战略布局逐渐落实.....	3
1.1 公司拥有核心技术，近几年业绩向好.....	3
1.1 传统地面电源业务未来业绩平稳.....	5
1.2 布局细分领域跨界发展，打造轨道交通领域一流供应商.....	5
2. 内生发展：新兴业务增长显著，研发布局将显成效.....	7
2.1 车辆设备：车载辅助电源和车载检测产品拓展良好.....	7
2.2 地面新装备：屏蔽门系统获得中标.....	8
2.3 更名子公司，打造轨道交通高端服务平台.....	9
3. 外延收购：配合公司战略，发挥协同效应.....	9
3.1 收购中车有限，进入车辆空调市场.....	10
3.2 增资奇辉电子，加码铁路信息化建设.....	11
3.3 海兴电缆业绩有波动，预期将逐步恢复.....	11
4. 盈利预测.....	12

## 图表目录

图表 1：公司股权结构.....	3
图表 2：公司传统电源产品.....	3
图表 3：公司收入增速趋势和行业增速趋同.....	4
图表 4：公司近年营业收入情况.....	4
图表 5：公司近年净利润情况.....	4
图表 6：我国高速铁路规划图.....	5
图表 7：近十年我国铁路机车车辆购置投资情况.....	6
图表 8：公司 2014 年各项业务收入总收入比重.....	6
图表 9：公司车载辅助电源系统示意图.....	7
图表 10：公司 4C 接触网悬挂状态监测装置功能完善.....	8
图表 11：公司屏蔽门系统示意图.....	9
图表 12：公司发展策略.....	10
图表 13：中车有限 2014、2013 年财务状况（单位：万元）.....	10
图表 14：中车有限部分车辆空调产品图.....	11
图表 15：奇辉电子近期财务状况（单位：万元）.....	11

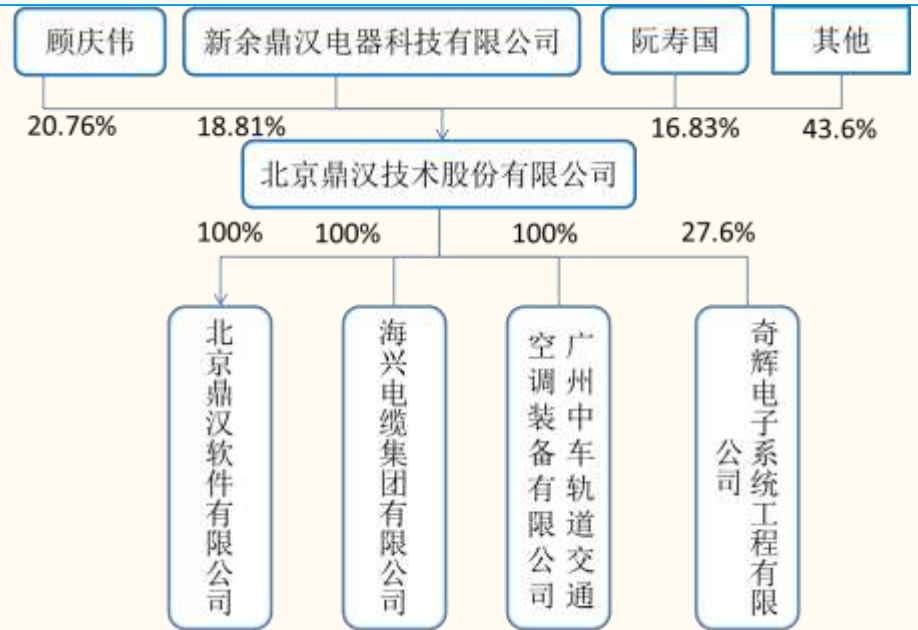
## 1. “地面到车辆”、“增量到存量”战略布局逐渐落实

### 1.1 公司拥有核心技术，近几年业绩向好

鼎汉技术成立于 2002 年 6 月，主要从事轨道交通各类电气及其自动化系统等业务。主要产品是轨道交通领域的各种电源系统。

公司核心团队来自于华为，长期从事电源系统的研发工作。在电源系统拥有核心技术，以及开发能力。

图表 1：公司股权结构



来源：公司财报，国金证券研究所

公司传统业务主要给铁路车站等固定场所提供各种电源系统，即“地面业务”。公司的传统地面电源包括地面专用电源和地面综合电源，主要用在火车站、地铁站内。

其中，火车站、地铁站的信号电源是公司最主要的产品，占公司传统电源业务的 50% 以上的销售收入。公司在车站信号电源领域处于市场绝对领先的位置。铁路系统的信号电源市场占有率超过 50%，而在城市轨道交通系统市占率达 80% 以上。

图表 2：公司传统电源产品



智能信号电源系统

电力操作电源系统

电力操作电源系统

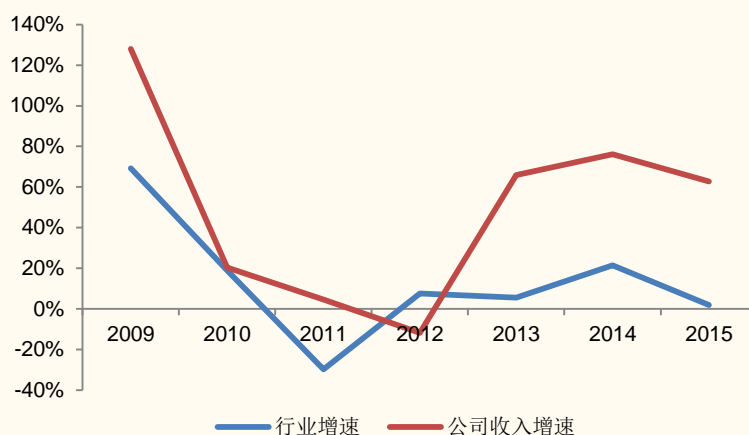
来源：公司官网，国金证券研究所整理

尽管公司在城市轨道交通市占率更高，但由于城市轨道交通电源市场规模只有铁路系统的不足 20%，因此公司过去的收入增长趋势也基本上跟着全行业固定资产投资波动。由于电源产品也是在基建完成之后才逐渐安装，其周期性也是略滞后于基建投资的高峰大约半年到一年。

公司地面电源业务属于增量市场，需求主要来自新增铁路建设的需求，和城市轨道交通建设的需求。还有部分原有线路的改造升级，由于中国高铁及地铁大规模推广是从 2008 年之后的事情，还没有到更新换代的时期，因此原有线路更新改造需求主要集中在老旧的普通铁路站点。主要增长来自于新建轨道交通站点所驱动。因此，其收入增速与铁路行业投资增速基本保持一致。

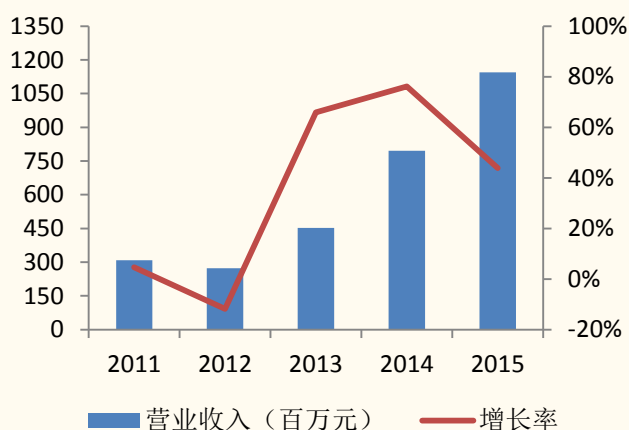
从历史数据看，铁路行业投资增速在 2011 年受 723 高铁事故影响大幅向下，公司收入增速也是在 2012 年见底，之后逐渐复苏。

图表 3：公司收入增速趋势和行业增速趋同



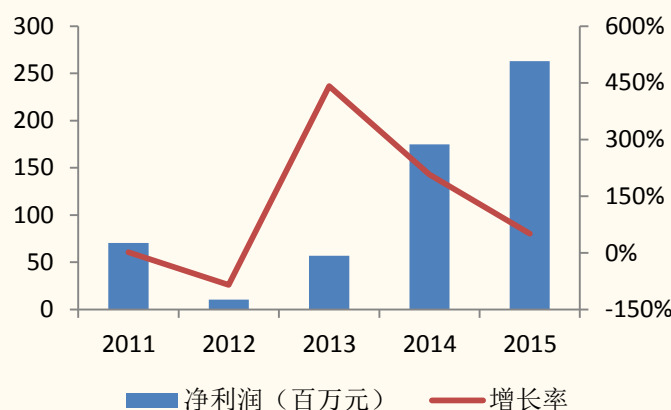
来源：公司财报，国金证券研究所

图表 4：公司近年营业收入情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：公司近年净利润情况



来源：公司公告，国金证券研究所

2013-2014 年，公司收入增速和净利润总额都快速复苏。2014 年度中标金额突破 15 亿元。2015 年，随着公司在手订单的陆续执行和中车有限本年合并报表，公司全年实现营业收入 11.45 亿元，较去年同期增长 43.84%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.63 亿元，较去年同期增长 50.44%。

### 1.1 传统地面电源业务未来业绩平稳

公司传统地面电源业务主要由铁路行业固定资产投资驱动，根据国家铁路局《铁路“十三五”发展规划征求意见稿》和《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要(草案)》，在十三五期间，我国铁路固定资产投资规模在 3.5 万亿至 3.8 万亿元，其中基本建设投资约 3 万亿元，建设新线 3 万公里，至 2020 年，全国铁路营业里程达到 15 万公里，其中高速铁路 3 万公里，覆盖 80% 以上的大城市。

图表 6：我国高速铁路规划图



来源：国金证券研究所

根据今年两会的《中国政府工作报告》，2016 年完成铁路投资 8000 亿元以上。十三五期间铁路建设平均每年 7000-8000 亿的投资，与“十二五”整体基本持平。

因此，公司传统地面电源业务未来五年基本上能够跟着行业走。在经济下行的大背景下，铁路建设和城市轨道交通建设也是维持经济增速的有效手段，具有逆周期性。未来投资还有可能超出规划，公司在铁路系统的收入预计能够持平，在城市轨道交通领域的收入有望贡献成长性。

### 1.2 布局细分领域跨界发展，打造轨道交通领域一流供应商

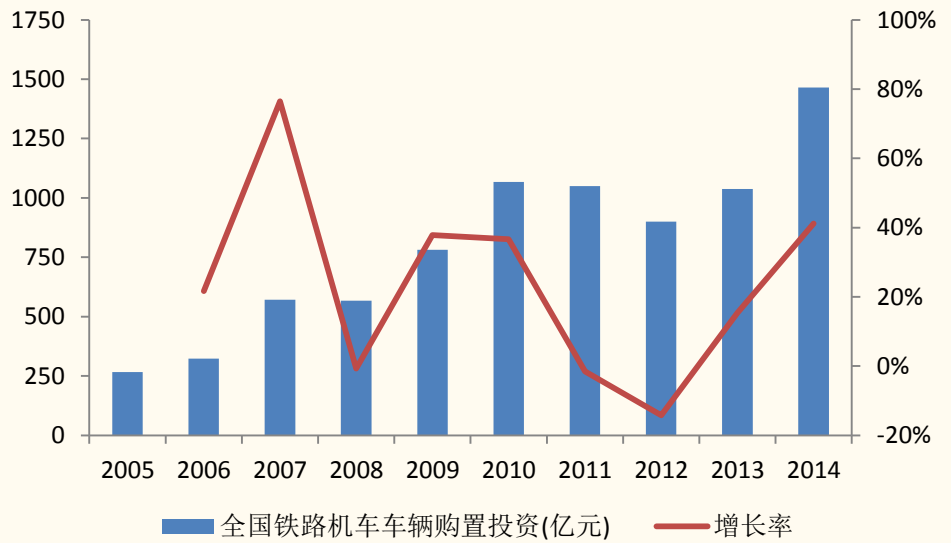
尽管 2020 年之前，公司传统业务保持稳定及一定的增长无太大困难，但中国的高铁网络到 2020 年之前，就基本成型，2020 年之后可能会有下滑。因此，公司未雨绸缪，已经开始规划新的成长点。

公司长期的愿景是成为“国际一流的轨道交通高端装备供应商”，发展战略是“从地面到车辆”，从“增量到存量”，以进一步打开市场空间，促进公司的跨界和可持续发展。

目前，公司已经在“从地面到车辆”这个方向上有所布局。其思路是：

- 随着中国铁路网络的逐渐完善，地面车站的各种产品需求将会减少。但车辆的采购在大规模基建完成后，还会保持一定的需求，景气的持续性远远好于地面设备。
- 中国高铁自 2008 年大规模推广以来，各种设备的国产化率仍然偏低，2020 年之后，这些设备逐渐进入更新周期，有望大量采用国产设备。公司的车辆设备可以在国产化的浪潮中获得较好的成长性。

图表 7：近十年我国铁路机车车辆购置投资情况



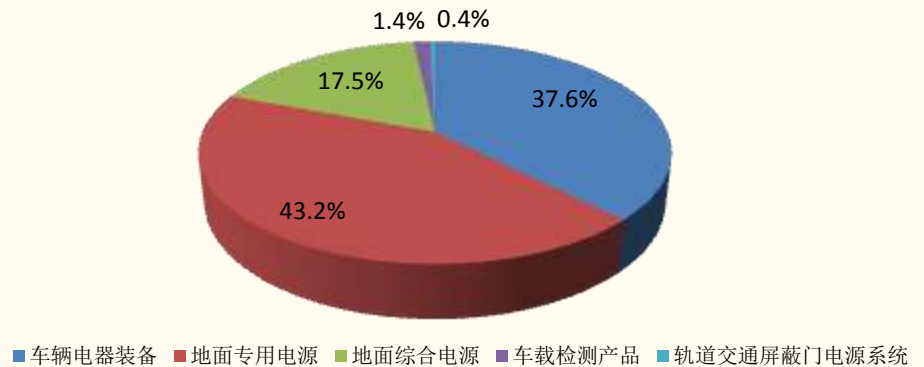
来源：国金证券研究所

如上图所示，铁路机车车辆购车投资和整体的铁路固定资产略有不同。由于已通车的既有线上仍需逐渐补充铁路车辆，铁路机车车辆的投资周期要比整体铁路固定资产投资更平滑，持续性也更强。2020 年之后，铁路基建投资可能大幅回落，但铁路机车车辆投资可能仍然会维持在高位。

因此，公司的“车上战略”仍然围绕在高铁、地铁、有轨电车领域的高端装备，同时，在此基础上，公司对行业外的产品也适当的进行投资与管理，通过创业孵化占据行业外新市场、新机会。

2014 年上半年，公司以发行股份的方式收购了海兴电缆公司 100% 的股权，从而进入了“车上领域”。海兴电缆主要产品是用于地铁列车和高铁动车组的各种特种电缆。

图表 8：公司 2014 年各项业务收入总收入比重



来源：公司年报，国金证券研究所

2014 年，公司车辆电气装备收入为 2.98 亿元，占到主营业务收入的 37.6%。2015 年上半年公司电气装备收入为 2.84 亿元，占到营业收入的 61.8%，数额上也已接近 2014 年全年该部分的收入。

2015 年，公司年度车辆产品实现的收入占总收入的比例已达 60% 以上，初步实现了“从地面到车辆”的战略落地。此外，公司 2015 年三季报显示，公司车辆产品 1-9 月累计实现中标 9.16 亿元，地面领域产品合计中标金额 3.59 亿元，车辆领域产品中标量大幅超过地面产品。车辆产品的持续拓展为公司多元化产品布局实现规模销售奠定了基础。

## 2. 内生发展：新兴业务增长显著，研发布局将显成效

除了上述公司传统的地面电源业务之外，公司自身也在贯彻“从增量到存量”、“从地面到车上”的战略。

**“从增量到存量”战略正在落实。**公司另外一个战略路线是进入存量设备的维保行业，即“存量”市场。公司打造轨道交通高端服务平台，建立鼎汉服务品牌。2014年12月公司获得铁道客车DC600V电源装置大修资质，随着近年来中国铁路投资和建设规模总量的增加，固定资产存量市场的相关设备每年将存在一定量的维修维护需求，且呈现增长趋势。2015年4月，公司将其全资子公司“北京鼎汉软件有限公司”的名称变更为“北京鼎汉机电设备服务有限公司”，希望建立更加系统、专业、高效的服务团队，打通从建设到运营全周期、全方位的可持续、可增值的一体化服务平台。

**“从地面到车上”继续拓展。**2015年起，公司新产品（普铁车载辅助电源、屏蔽门系统、车载安全检测系统）2015年度中标2.55亿元，占总中标额的比例为13.74%，新产品中标金额同比增长超过3.5倍，实现了大幅度的拓展。

### 2.1 车辆设备：车载辅助电源和车载检测产品拓展良好

公司车载辅助电源系统主要为车载空调、电热器、通风机、信息显示装置等辅助电气设备供电，虽然不涉及列车核心的动力系统，但也是完善列车服务设施、提升旅客乘坐舒适度的核心动力之源。

**公司的车载辅助电源系统具有技术优势。**依托公司十年来在轨道交通信号智能电源系统领域的深刻技术积累，公司自主开发了车载辅助电源系统。

车载辅助电源是将列车从受电弓引下来的高压电能，经过处理后，储存并供应给列车上的各种辅助电气设备。包括空调、照明、通风，各种显示设备，以及供旅客使用的电源插座等。其中，空调因为功率大，是车载辅助电源最重要的服务对象。

图表 9：公司车载辅助电源系统示意图



来源：公司官网，国金证券研究所

**铁道客车 DC600V 电源发展空间大。**铁道客车 DC600V 电源装置是公司 IPO 募投项目之一，也是公司为落实“地面到车辆”发展战略的重要突破点。公司的铁道客车 DC600V 电源装置已获得中铁检验认证中心（CRCC）颁发的 3 项铁路产品认证证书，成为中国铁路总公司成立以来，首家获得铁道客车 DC600V 电源装置供应商资质的新厂商。产品认证的取得将进一步促进公司战略转型，也增强了公司未来在车辆高端装备技术领域持续投入的信心。2015 年，公司在铁道客车 DC600V 电源业务上取得很好拓展业绩；随着产品的应用逐渐成熟，公司业绩将获得进一步的推动。

**动车高铁辅助电源进口替代空间巨大。**动车电源是公司期望在未来有明显增长的业务之一，目前我国动车电源还未实现国产化。凭借提早的研发布局，公司的动车高铁辅助电源已通过了型式试验，逐渐具备投向市场的能力。国产代替进口将是动车电源发展的领域发展的趋势，随着新增动车增加，以及原有动车有很大部分已经接近要替换核心部件的时点，公司将凭借其核心技术优势与认证资质获得显著的市场拓展。

公司在动车高铁辅助电源领域的市场主要有两块，一块是中国高铁动车每年仍有较大的新增需求，公司产品能够进入配套体系。另一块是存量的大量高铁动车陆续进入核心零部件的更换周期，公司电源产品能够随之进入更新的配套体系。

**车载检测产品在手订单较多，且毛利提升空间大。**车载检测也是公司布局的新业务。公司的车在检测设备采用当今世界先进的测量原理和捷联式检测系统结构。2015年，公司的车载检测产品取得了良好的拓展业绩，取得3000万元左右的订单，预计今年大部分将确认收入。

铁路4C产品实现了在夜间高速行驶状态和复杂线路环境下的应用；铁路2C产品在前期实现了一体化的基础上，还突破了业内隧道内成像的技术瓶颈。车载检测产品是公司从增量到存量战略的布局点之一，属于软件系统，随着业务不断拓展，该部分的毛利率将有较为明显的提高，利润空间将进一步增大。

**图表 10：公司 4C 接触网悬挂状态监测装置功能完善**



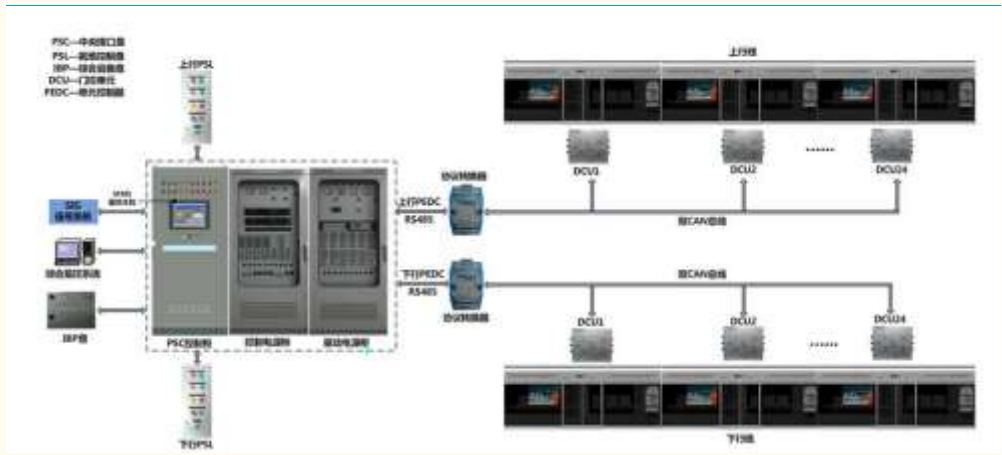
来源：公司官网，国金证券研究所

## 2.2 地面新装备：屏蔽门系统获得中标

**公司拥有自主研发的屏蔽门核心技术。**屏蔽门系统是公司近年主推的产品之一，公司的屏蔽门系统由具备多年该系统开发、工程经验的专业化团队自主研发，已拥有3项发明专利、2项实用新型专利、6项外观专利、1项软件著作权，核心组件100%自主研发。公司屏蔽门系统采用模块化设计，更换便捷；同时开放式控制系统接口，可按照不同用户需求按需定制监控界面，操作便利。



图表 11：公司屏蔽门系统示意图



来源：公司官网，国金证券研究所

**公司获得六千多万元中标项目。**今年 2 月初左右，“贵阳市轨道交通 1 号线工程屏蔽门/安全门设备采购及安装项目”投标结果公示，公司中标，项目总价为 6292 万元。该项目的实施将对公司屏蔽门系统的市场拓展产生积极推动作用，同时对公司的收入和利润也将产生积极影响。

**屏蔽门系统应用前景广阔。**屏蔽门系统主要在新建地铁线和既有线改造中应用。目前新建地铁已经要求必须安装屏蔽门系统；同时，城市有轨电车、城市快速公交也会逐步加大对安全门（半高屏蔽门）系统的需求。公司作为屏蔽门为数不多的拥有自主知识产权的核心系统供应商，将有良好的应用前景。

### 2.3 更名子公司，打造轨道交通高端服务平台

为打造轨道交通高端服务平台，建立鼎汉服务品牌，公司于 2015 年 4 月发布将其全资子公司“北京鼎汉软件有限公司”名称变更为“北京鼎汉机电设备服务有限公司”，同时相应变更了其经营范围。

鼎汉服务将从事高铁、地铁、普铁领域的轨道交通电气产品的工程、安装、维护、维保，并建立车辆电气设备第三方维修服务平台，进行车辆电气产品的维护、维修、保养。鼎汉服务将依托母公司的技术研发能力，不断为轨道交通用户提供全面、专业、可靠、经济的服务产品。通过变更，公司将建立更加系统、专业、高效的服务团队，强化在轨道交通行业的专业化、定制化服务能力，进而打通从建设到运营全周期、全方位的可持续、可增值的一体化服务平台。

### 3. 外延收购：配合公司战略，发挥协同效应

公司的外延式收购仍然围绕着“从地面到车辆”的发展战略。公司陆续收购了广州中车有限公司；增资奇辉电子。凸现公司将业务完全覆盖轨道设备行业的产品和服务的发展意图，公司将被打造成一个领先的高端轨道设备生产服务平台。

图表 12: 公司发展策略



来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 3.1 收购中车有限, 进入车辆空调市场

2015年1月, 公司公告以3.6亿元的价格收购了广州中车轨道交通空调装备有限公司100%股权, 进入机车车辆空调市场。

中车有限的主要产品是干线铁路客车及动车组、城轨地铁机车车辆和轻轨车辆等轨道车辆空调系统, 拥有我国自主知识产权的列车空调系统的全部配套产品, 技术水平已经达到国内领先、国际先进水平。

中车有限在普铁车辆空调市场有40%左右的份额, 在地铁车辆空调市场有30%左右的份额。2014年中车有限实现收入3.59亿, 同比增28.67%, 实现净利润0.36亿元, 同比增长140%。

图表 13: 中车有限 2014、2013 年财务状况 (单位: 万元)

	2014 年	2013 年
营业收入	35,941	27,855
营业利润	4,118	1,304
净利润	3,567	1,480
	2014 年末	2013 年末
实收资本	7,000	7,000
资产总额	88,120	82,012
负债总额	69,290	62,029
净资产	18,829	19,982

来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司收购中车有限, 中车有限的原有股东离开管理层, 因此无额外的业绩承诺。公司接受中车有限后, 业务上也与公司的传统业务进行了深度的融合。

**收购中车有限符合公司发展战略。**一方面, 收购中车有限有助于公司实现跨界式成长。轨道交通行业市场庞大, 不同的细分行业属性和技术属性将其划分为多个细分市场。由于技术标准、资质要求、客户基础等因素的影响, 潜在竞争者直接进入某细分领域非常困难。公司通过收购进入了机车车辆空调市场, 成为此领域的行业龙头。

另一方面, 收购中车有限将推进“地面到车辆”战略的落实, 中车有限是中国铁路机车车辆空调的三个定点生产厂家之一, 也是城市轨道交通车辆空调系统主要国产化配套厂家之一, 具有轨道车辆空调系统研发设计和制造近三十年的经验, 通过外延收购, 公司在车辆方向业务的比重将明显提升。

**更重要的是, 公司通过收购中车有限能够实现协同效应。**公司是轨道交通行业电源系统的龙头, 目前正在从地面电源向车辆辅助电源发展。而车辆辅助电源最重要的供电对象就是车载空调系统。公司收购中车有限后, 可以使车载电源

及车载空调产品协调性更好；同时提供车载电源及车载空调也更容易进入配套体系；中车有限在车载空调领域的客户及商务关系，对公司车载电源的推广也有积极的作用。

图表 14：中车有限部分车辆空调产品图



来源：公司官网，国金证券研究所

中车有限 2015 年业绩良好，动车空调将成新增长点。中车有限 2015 年度实现中标 8 亿元，同比增长 56.85%。

由于高铁的发展，中国普铁客运车辆的需求可能会下滑。中国地铁建设仍在积极推进，公司在城市轨道交通领域的市场有望继续维持。

公司未来主要的成长性是高铁动车空调。中国动车空调尚未实现完全的国产化，国产替代进口是行业趋势。目前公司高铁空调系统已经通过了 CRH3 型车的技术鉴定，已实现 CRH6 型车的小规模销售，在 CRH2 和 CRH5 型车上的上道试验也进展顺利，2016 年有望批量供应。

### 3.2 增资奇辉电子，加码铁路信息化建设

2015 年 6 月，公司以 9650 万元增资辽宁奇辉电子系统工程有限公司，获得 27.57% 股份。奇辉电子业绩承诺为 2015-2017 年度实现的净利润分别不低于 4000 万、5000 万、6000 万，也将给公司带来一定的投资收益。

图表 15：奇辉电子近期财务状况（单位：万元）

	2014 年	2015 年 1-4 月
营业收入	24,287	2,619
净利润	419	24
	2014 年末	2015 年 4 月底
资产总额	25,066	18,060
负债总额	17,963	10,932
所有者权益	7,103	7,127

来源：公司公告，国金证券研究所

增资有助于公司加快铁路信息化建设。奇辉电子是早期货运检测生产课题组 5 名成员之一，后参与的货运系统、客运系统等均为轨道交通核心信息系统，公司业务聚焦在货运、客运生产、安全检测等领域，同时已经建立了较多的案例基础，在铁路信息化方面具有行业地位优势。参股奇辉电子，将推动公司铁路信息化建设的商业尝试，以捕捉更多行业信息化的机会。

公司有能力和奇辉电子实现协同效应。一方面，奇辉电子深耕于铁路信息化建设领域，对于铁路相关软件开发、智能分析、视频监控等具有深刻的理解，同时能更深入的捕捉客户需求，与公司软件及检测产品在业务渠道、技术开发等方面产生互补；另一方面，公司业务覆盖轨道交通领域地面设备、车辆设备、服务平台及系统化集成，具备全国范围内的客户资源及营销渠道，可以推动奇辉电子相关产品的拓展。

### 3.3 海兴电缆业绩有波动，预期将逐步恢复

2014 年 4 月，公司发行股份收购安徽省巢湖海兴电缆集团有限公司 100% 的股权。

收购海兴电缆的对价为 7.6 亿元，8.30 元/股，总计发行股份 9157 万股。另外收购时还配套融资 1.12 亿元。海兴电缆的业绩承诺是 2014-2016 年度实现的净利润分别不低于 7900 万，8400 万，9180 万元。2014-2016 三年净利润合计不低于 2.54 亿元。

海兴电缆主要产品是应用于机车车辆的电力传输、电气装置控制及信号传送的各种电缆，是铁道部电缆生产定点厂，也是建设部、国家电力公司、中国石油天然气集团公司炼化设备一级供应网络厂家。

图表 16：海兴电缆产品图(薄壁电缆和多芯电缆)



来源：公司官网，国金证券研究所

海兴电缆除了是国内南北车的核心供应商之外，还是法国阿尔斯通、德国西门子、加拿大庞巴迪三大欧系动车组、高铁的国内独家供应商。也是日系动车组、高铁的合格供应商。

由于公司产品直接给动车组供货，其收入受高铁动车生产和周期波动影响较大。从过去几年的数据看，海兴电缆的收入波动挺大。

2014 年铁总动车组集中交付，海兴电缆实现业绩爆发，实现净利润在 1.7 亿元，远超预期；2015 年，受到上一年动车招标规模较大的影响，该公司业绩有所下滑，净利润在 1 亿元左右。

预计十三五期间，海兴电缆的业绩能够继续保持稳定增长。一方面，在高速铁路市场,国内根据《铁路“十三五”发展规划征求意见稿》，未来五年我国将建成北京至沈阳、北京至张家口至呼和浩特、大同至张家口等 23 个高速铁路项目；同时开工建设郑州至万州、太原至郑州、贵阳至南宁等 21 个高速铁路,至 2020 年末，中国高速铁路里程要达到 3 万公里，

另一方面，中国铁路行业已经在海外中标多个项目，包括印尼，中泰，中緬，阿根廷等多个高铁项目。

其次，在城市轨道和地铁项目市场，北京、上海、广州、成都、南京、南昌等多个城市城轨地铁新建和扩建项目陆续开工，将继续带动大量的车辆需求。

海兴电缆的产品具有极高性价比，同样产品报价比进口产品低 20%左右，有很大的进口替代空间。因此，从需求和供给两方面来看，海兴电缆凭借鼎汉技术公司在轨道装备行业内的优势地位，未来几年的业绩增长有较大的把握。

#### 4. 盈利预测

我们将公司业务分为地面专用电源、地面综合电源、轨道交通屏蔽门电源系统、车辆电器装备、车载检测产品、维修业务和其他几部分。

为充分考虑外延收购对公司业绩的影响，将单独分析海兴电缆、中车有限、奇辉电子的业绩，其中海兴电缆、中车有限的业绩纳入合并报表，奇辉电子的业绩贡献反映于公司的投资收益。

考虑到近几年我国轨道交通建设的增量基本保持不变，以及公司在轨道交通地面电源产品领域的龙头地位，保守估计地面专用电源、地面综合电源两个板块业绩平稳。实际上公司仍能通过加强销售等措施扩大市场份额。

公司中标 6000 多万元的屏蔽门项目，将在今年实现收入，进而屏蔽门业务将有明显增长。

2014 年报表中车辆电气装备业务项主要来自海兴电缆，海兴电缆 2014 年 8 月纳入合并报表范围，2015 年净利润在 1 亿左右，由于铁路建设规划和进口替代趋势，预计 2016 年业绩会有所回升。

本部方面，公司 2014 年就开始布局研发投入，2015 年新产品铁道客车 DC600V 电源也取得了很好拓展业绩，未来前景向好。

中车有限 2015 年 2 月纳入合并报表，该公司近两年业绩高速增长，2014 年实现营业收入 3.59 亿元，同比增 28.67%。考虑到铁路建设投资稳定，以及动车空调的国产替代进口空间，预计近年该公司业绩有一定增长。

公司的车载检测产品也在 2015 年取得良好拓展业绩，在手订单 3000 万元左右，大部分将在 2016 年确认收入，进而 2016 年该板块业绩会有较为明显的提升。此外，由于规模扩张，该部分业务的毛利率也会有提高。

维修业务是公司“从增量到存量”布局方向之一，该部分 2015 年尚无收入，预计 2016 年开始贡献收入，由于更名子公司和收购奇辉电子的协同效应，预计该部分业务前期成长较好。

奇辉电子业绩承诺为 2015 年度、2016 年度、2017 年度实现的净利润分别不低于 4000 万元、5000 万元、6000 万元，以业绩承诺和公司持股比例预计这部分的投资收益。

预计公司 2016 年、2017 年的营业收入分别为 13.8 亿元、16.0 亿元，归属于母公司的净利润分别为 3.16 亿元、3.79 亿元，EPS 分别为 0.60 元、0.72 元。对应当前 18.43 元的股价，PE 分别为 34.99x、29.18x。12 个月 21.45 元目标价，给予“增持”评级。

图表 17：同行业公司估值比较

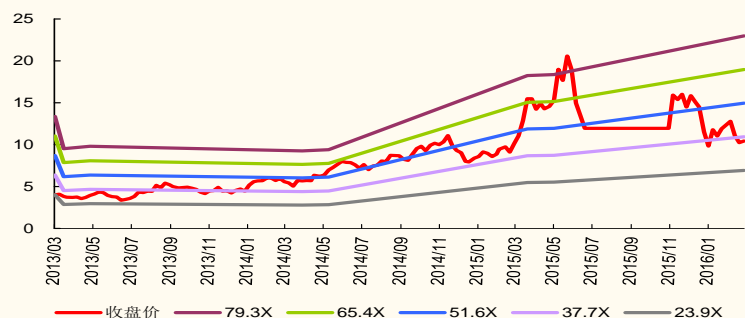
代码	名称	收盘	市值	EPS			PE		
				2015	2016	2017	2015	2016	2017
300150	世纪瑞尔	12.12	65.4	0.21	0.29	0.39	57.7	41.8	31.1
300011	鼎汉技术	18.43	97.1	0.5	0.56	0.65	36.9	32.9	28.4
002296	辉煌科技	13.86	52.2	0.28	0.32	0.39	49.5	43.3	35.5

来源：国金证券预测，辉煌科技为 Wind 一致预期数据。

在主要的铁路装备公司中，公司市值较大，估值较低。同时，公司目前估值水平，处在自身历史估值的相对低点。

整体上看，今年整体市场偏弱，中小创板块整体估值仍然较高，近期公司估值仍有可能随着板块进一步下滑。但如上所述，铁路装备行业的业绩确定性远远优于很多新兴产业的小市值公司，如果股价近期随市场进一步下跌，则是更好地布局时机。给予“买入”评级。预计 2017 年公司仍能够维持当前的估值，按照一年后股指继续维持在 33 倍附近计算，则 12 个月内的目标价约为 21.45 元。

图表 18：公司 PE 走势



来源：Wind，国金证券研究所

**图表 19：公司业务模型**

		2014	2015E	2016E	2017E
<b>地面专用电源</b>	销售收入(万元)	34,209	34,209	35,919	37,715
	增长率			0%	5%
	毛利率	39.1%	39.1%	39.1%	39.1%
	毛利收入(万元)	13,376	13,376	14,044	14,747
<b>地面综合电源</b>	销售收入(万元)	13,847	13,847	14,539	15,266
	增长率			0%	5%
	毛利率	31.4%	31.4%	31.4%	31.4%
	毛利收入(万元)	4,345	4,345	4,562	4,790
<b>轨道交通屏蔽门电源系统</b>	销售收入(万元)	303	450	1,750	2,100
	增长率		49%	289%	20%
	毛利率		20.0%	20.0%	20.0%
	毛利收入(万元)	-180	90	350	420
<b>车辆电气装备(本部)</b>	销售收入(万元)	8,152	8,274	9,515	11,418
	增长率		2%	15%	20%
	毛利率	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%
	毛利收入(万元)	1,669	1,694	1,948	2,338
<b>子公司海兴电缆</b>	销售收入(万元)	21,605	21,372	26,715	33,393
	增长率			25%	25%
	毛利率	60.0%	62.5%	62.5%	62.5%
	毛利收入(万元)	12,963	13,347	16,697	20,871
<b>子公司中车有限</b>	销售收入(万元)		34,554	43,349	49,852
	增长率				15%
	毛利率		30.0%	35.0%	35.0%
	毛利收入(万元)		10,366	15,172	17,448
<b>车载检测产品</b>	销售收入(万元)	1,088	1359	2719	3399
	增长率		25%	100%	25%
	毛利率	13.7%	20.0%	30.0%	40.0%
	毛利收入(万元)	149	272	816	1,359
<b>维修业务</b>	销售收入(万元)			3,000	5,000
	增长率				67%
	毛利率			50.0%	50.0%
	毛利收入(万元)			1,500	2,500
<b>其他业务</b>	销售收入(万元)	370	394	413	434
	增长率		6%	5%	5%
	毛利率	-4.7%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利收入(万元)	-18	20	21	22
<b>合计</b>	销售收入(万元)	79,572	114,458	138,438	153,651
	增长率			44%	21%
	毛利率	40.6%	37.4%	37.6%	40.8%
	毛利收入(万元)	32,304	42,756	52,008	62,678
	增长率			32%	22%
<b>投资收益</b>	奇辉电子		1,120	1,400	1,680
	其他	-65	-52	-41	-33
	合计	-65	1,068	1,359	1,647

来源：国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营业务收入</b>	<b>272</b>	<b>452</b>	<b>796</b>	<b>1,145</b>	<b>1,384</b>	<b>1,598</b>	货币资金	222	264	372	911	975	1,140
增长率		65.9%	76.1%	43.8%	21.0%	15.4%	应收款项	336	382	584	672	769	860
主营业务成本	-175	-274	-473	-717	-864	-988	存货	47	51	146	157	189	217
%销售收入	64.2%	60.7%	59.4%	62.6%	62.4%	61.9%	其他流动资产	25	29	31	72	86	99
毛利	98	177	323	428	520	610	流动资产	630	726	1,133	1,812	2,020	2,315
%销售收入	35.8%	39.3%	40.6%	37.4%	37.6%	38.1%	%总资产	76.8%	76.0%	53.3%	58.3%	60.4%	63.3%
营业税金及附加	-3	-4	-7	-9	-11	-13	长期投资	32	38	50	50	50	50
%销售收入	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	104	103	189	499	509	510
营业费用	-51	-60	-58	-84	-101	-117	%总资产	12.6%	10.8%	8.9%	16.1%	15.2%	13.9%
%销售收入	18.6%	13.3%	7.2%	7.3%	7.3%	7.3%	无形资产	43	76	741	747	765	781
管理费用	-30	-43	-63	-92	-111	-128	非流动资产	190	229	994	1,297	1,325	1,342
%销售收入	11.0%	9.6%	7.9%	8.0%	8.0%	8.0%	%总资产	23.2%	24.0%	46.7%	41.7%	39.6%	36.7%
息税前利润 (EBIT)	14	70	196	243	297	352	<b>资产总计</b>	<b>820</b>	<b>955</b>	<b>2,128</b>	<b>3,109</b>	<b>3,345</b>	<b>3,657</b>
%销售收入	5.3%	15.4%	24.6%	21.3%	21.5%	22.0%	短期借款	0	68	0	69	35	15
财务费用	5	0	-4	-2	-7	1	应付款项	77	86	102	228	289	331
%销售收入	-1.8%	-0.1%	0.5%	0.1%	0.5%	0.0%	其他流动负债	18	20	62	127	155	171
资产减值损失	-11	-10	-7	-11	-8	-10	流动负债	95	174	163	424	479	517
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	460	370	280
投资收益	0	0	0	11	14	17	其他长期负债	2	2	145	155	139	124
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	3.7%	3.9%	3.9%	<b>负债</b>	<b>97</b>	<b>176</b>	<b>308</b>	<b>1,038</b>	<b>988</b>	<b>920</b>
营业利润	8	60	185	241	295	360	<b>普通股股东权益</b>	<b>722</b>	<b>779</b>	<b>1,820</b>	<b>2,071</b>	<b>2,357</b>	<b>2,738</b>
营业利润率	2.9%	13.3%	23.3%	21.1%	21.3%	22.5%	少数股东权益	1	0	0	0	0	0
营业外收支	6	6	19	50	55	60	<b>负债股东权益合计</b>	<b>820</b>	<b>955</b>	<b>2,128</b>	<b>3,109</b>	<b>3,345</b>	<b>3,657</b>
税前利润	14	66	204	291	350	420	<b>比率分析</b>						
利润率	5.2%	14.6%	25.6%	25.4%	25.3%	26.3%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-4	-9	-29	-28	-34	-41	<b>每股指标</b>						
所得税率	26.2%	13.9%	14.0%	9.7%	9.7%	9.7%	每股收益	0.078	0.247	0.335	0.501	0.601	0.720
净利润	11	57	175	263	316	379	每股净资产	4.687	3.368	3.480	3.960	4.507	5.234
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	-0.274	0.077	0.282	0.501	0.461	0.563
归属于母公司的净利润	12	57	175	263	316	379	每股股利	0.020	0.060	0.060	0.080	0.100	0.100
净利率	4.4%	12.6%	22.0%	23.0%	22.9%	23.7%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	1.65%	7.32%	9.64%	12.70%	13.43%	13.86%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	1.46%	5.98%	8.24%	8.46%	9.46%	10.38%
净利润	11	57	175	263	316	379	投入资本收益率	1.46%	7.09%	9.21%	8.42%	9.69%	10.47%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	19	20	26	36	40	53	主营业务收入增长率	-11.86%	65.89%	76.14%	43.84%	20.95%	15.44%
非经营收益	-2	0	2	-36	-42	-56	EBIT 增长率	-77.29%	386.79%	180.98%	24.28%	22.16%	18.55%
营运资金变动	-70	-59	-56	-1	-73	-82	净利润增长率	-83.10%	377.17%	207.46%	49.93%	20.36%	19.91%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-42</b>	<b>18</b>	<b>147</b>	<b>262</b>	<b>241</b>	<b>294</b>	总资产增长率	-4.92%	16.39%	122.88%	46.13%	7.60%	9.32%
资本开支	-30	-25	-36	-286	-5	0	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	364.3	260.7	194.5	180.0	170.0	165.0
其他	0	0	24	11	14	17	存货周转天数	82.3	65.1	76.1	80.0	80.0	80.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-30</b>	<b>-25</b>	<b>-12</b>	<b>-275</b>	<b>9</b>	<b>17</b>	应付账款周转天数	83.5	59.1	45.2	75.0	70.0	70.0
股权募资	0	0	125	30	-30	0	固定资产周转天数	138.9	81.9	86.8	65.4	83.1	95.0
债权募资	0	68	-94	537	-139	-125	<b>偿债能力</b>						
其他	-84	-4	-54	-15	-17	-21	净负债/股东权益	-30.71%	-25.16%	-20.43%	-18.45%	-24.19%	-30.87%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-84</b>	<b>64</b>	<b>-23</b>	<b>552</b>	<b>-186</b>	<b>-146</b>	EBIT 利息保障倍数	-2.9	-196.8	50.6	145.4	39.9	-459.4
<b>现金净流量</b>	<b>-156</b>	<b>56</b>	<b>112</b>	<b>539</b>	<b>64</b>	<b>165</b>	资产负债率	11.80%	18.46%	14.48%	33.40%	29.54%	25.16%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD