

## 鼎汉技术 (300011.SZ)

## 打造“国际一流轨交装备供应商”，业绩重回快车道

**评级：买入(维持)**

市场价格：15.66

目标价格：20-22

分析师：王华君

执业证书编号：S0740517020002

电话：01059013814

Email: wanghj@r.qlzq.com.cn

联系人：于文博

Email: yuwb@r.qlzq.com.cn

联系人：范炜

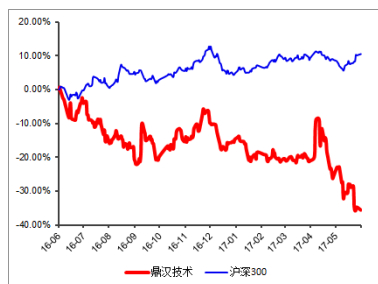
Email: fanwei@r.qlzq.com.cn

联系人：朱荣华

Email: zhurh@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	531.05
流通股本(百万股)	423.13
市价(元)	15.66
市值(百万元)	8316.24
流通市值(百万元)	6626.22

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

《鼎汉技术(300011): 2017年业绩有望重回快车道; 看好公司海外战略》2017.4.21

《鼎汉技术(300011): 收购 SMA RT100%股权, “从国内到国外”迈出实质性步伐; 2017年业绩有望大幅增长, 看好公司持续海外并购》2017.4.6

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,144.58	953.99	1,171.72	1,473.37	1,882.81
增长率 yoy%	43.84%	-16.65%	22.82%	25.74%	27.79%
净利润	262.85	111.22	294.83	401.46	524.71
增长率 yoy%	50.44%	-57.69%	165.08%	36.17%	30.70%
每股收益(元)	0.50	0.21	0.56	0.76	0.99
每股现金流量	0.18	0.11	0.55	0.59	0.66
净资产收益率	12.68%	5.13%	13.74%	15.76%	17.08%
P/E	60	99	28	21	16
PEG	1.18	—	0.17	0.57	0.52
P/B	7.58	5.07	3.88	3.26	2.71

**投资要点**
**■ 鼎汉技术：定位“国际一流轨交装备供应商”；收 SMA RT 迈出国际化第一步**

公司定位于“国际一流的轨道交通高端装备供应商”，战略聚焦轨道交通领域。从收入结构看，公司车辆产品实现的收入稳步提升，已经从2014年的38.76%提升至2016年的64.45%。公司“从地面到车辆”战略持续推进。

公司从2014年开始积极探索国际化道路，2017年3月通过香港鼎汉收购 SMA RT100%股权，迈出国际化第一步。

**■ “十三五”轨交投资保持高位，动车招标逐步恢复，城轨建设保持较快增速**

“十三五”铁路建设投资有望维持8000亿元左右/年的高位，按照《中长期铁路规划》，到2020年铁路网规模达到15万公里，由于2016-2017新线投产低谷，2018-2020年将成为新线投产高峰。根据现行指标轨交基建新增订单来看，未来3-5年城轨增长加速，铁路稳健增长。

我们预计：2017-2020年，动车招标逐渐恢复，年招标有望稳定在350-400列；城轨地铁复合增速有望超过25%。

**■ 国际轨交巨头：并购加强核心产品优势，最终实现多元化发展**

通过对国际轨交巨头克诺尔集团和西屋制动发展历程的梳理，我们发现其最初都是通过并购加强核心产品优势，待发展到一定规模后再进军其他产品板块，最终实现多元化发展，不断增长并成为行业内的巨头。

鼎汉技术2017年收购 SMA RT，迈出国际化第一步。同时，在国内近几年通过参股奇辉电子，收购中车有限、海兴电缆不断拓展业务线，有望复制国际轨交巨头成长模式，迈向“国际一流的轨道交通高端装备供应商”。

**■ 鼎汉技术：三大业务稳健增长，新产品有望实现突破**

公司地面电源系统将保持行业领先水平。车载空调受益城轨地铁快速发展，有望进入动车市场。轨交电缆将保持动车龙头地位，同时加大城轨地铁市场推广，将受益动车招标逐步恢复；“奥凯电缆事件”净化电缆市场，产品优质企业有望受益。

新产品中，动车组辅助电源和地铁制动储能系统，目前两款产品均已完成样机开发，进入试用阶段。屏蔽门系统中标贵阳屏蔽门项目，金额6292万元。未来新产品有望实现持续突破。

**■ 鼎汉技术：一季度业绩高增长，业绩有望重回快车道；增发有望近期完成**

公司2017年第一季度营收同比上升15.69%；归母净利润同比增长198.85%，业绩有望重回快车道。公司定增有望近期完成，由高管及合作伙伴高管认购。

**■ 投资建议：公司“从国内到国外”战略迈出实质性步伐，看好公司海外并购。暂不考虑增发摊薄，预计公司2017-2019年业绩为2.95亿元、4.01亿、5.25亿元，对应PE为28/21/16倍，维持“买入”评级。**
**■ 风险提示：定增进展低于预期；铁路投资下滑风险；新产品开拓低于预期**

## 内容目录

一、“地面到车辆”转型推进，积极探索国际化道路.....	- 3 -
民营轨道交通高端装备供应商，主要提供车辆和地面产品 .....	- 3 -
完成“地面到车辆”转型，2016 年受行业及搬迁影响业绩下降 .....	- 3 -
在手订单较为充足，“内生+外延”促持续增长，积极探索国际化道路.....	- 4 -
实际控制人持股 34.39%；高管认购定增显信心 .....	- 5 -
核心团队来自华为公司；管理团队战略执行能力强 .....	- 6 -
二、“十三五”铁路投资维持高位，轨交行业保持较高景气度 .....	- 6 -
“十三五”铁路建设投资有望维持 8000 亿元/年高位.....	- 6 -
2018-2020 年均投产新线有望达 8000 公里 .....	- 7 -
先行指标——轨交基建新增订单：城轨增长加速，铁路稳健增长 .....	- 8 -
动车组：动车招标逐渐恢复，年招标有望稳定在 350-400 列 .....	- 8 -
城轨地铁：2017-2020 年复合增速有望超过 25%.....	- 10 -
三、对标国际轨交龙头，持续并购推动发展.....	- 11 -
克诺尔：设立子公司+并购，打造国际领先轨交零部件企业 .....	- 11 -
西屋制动：制动产品起家，并购助推全球发展.....	- 13 -
鼎汉技术：收购 SMA RT，迈出国际化第一步，持续并购推动发展.....	- 15 -
四、轨交电源：地面电源系统国内领先，拓展车载电源产品 .....	- 16 -
地面电源系统国内领先，将保持稳健发展 .....	- 16 -
拓展车载辅助电源产品，未来将覆盖普铁，动车，地铁全轨交市场.....	- 18 -
五、车载空调：受益城轨地铁快速发展，有望进入动车市场 .....	- 18 -
普铁、城轨地铁空调龙头，进军动车市场 .....	- 18 -
搬迁已完成，新厂区产能有望翻倍 .....	- 19 -
毗邻广东中车，受益江门轨交产业集群.....	- 20 -
六、轨交电缆：动车招标逐步恢复，“奥凯电缆事件”净化市场.....	- 20 -
动车电缆龙头，将加大城轨地铁市场推广，受益动车招标逐步恢复.....	- 21 -
“奥凯电缆事件”净化市场，产品优质企业有望受益.....	- 22 -
七、投资奇辉电子：布局铁路货运、客运信息化领域 .....	- 22 -
八、新产品：车载辅助电源、地铁储能系统及屏蔽门系统.....	- 23 -
动车组辅助电源： 2016 年末已开始装车试用 .....	- 23 -
地铁制动储能系统：获得了产品试用机会，成立工作组保障产品顺利交付.....	- 24 -
屏蔽门系统：中标贵阳屏蔽门项目，金额 6,292 万元.....	- 25 -
进军车辆维保后市场，“增量到存量”战略转型初见成效 .....	- 26 -
九、盈利预测：预计公司重回增长快车道，维持“买入”评级 .....	- 27 -
预计公司重回增长快车道，看好持续并购 .....	- 27 -
风险提示 .....	- 27 -

### 一、“地面到车辆”转型推进，积极探索国际化道路

- 公司定位于“国际一流的轨道交通高端装备供应商”，战略聚焦轨道交通领域。从收入结构看，公司车辆产品实现的收入稳步提升，已经从2014年的38.76%提升至2015年的63.18%和2016年的64.45%。公司“从地面到车辆”战略持续推进，同时着眼于海外市场，不断发掘新机会。

#### 民营轨道交通高端装备供应商，主要提供车辆和地面产品

- 目前公司主要产品分为轨道交通车辆设备和轨道交通地面设备两大类，其中轨道交通车辆设备主要包括：车载空调系统、车载辅助电源系统、车载安全检测设备和车辆特种线缆；轨道交通地面设备包括：信号智能电源系统、通信电源和不间断电源系统、综合供电系统等，还包括屏蔽门/安全门系统、地铁制动储能系统等。同时公司也根据客户需求提供其他配套产品及服务。
- 公司产品已覆盖轨道交通车辆、电务、工务、供电、运营等专业领域，成为民营轨道交通高端装备供应商，在产品之外，公司同时拓展后端运维市场，布局“从增量到存量”发展。

图表1：公司主要产品分为轨道交通地面设备和轨道交通车辆设备两大类，并向后端运维市场拓展



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

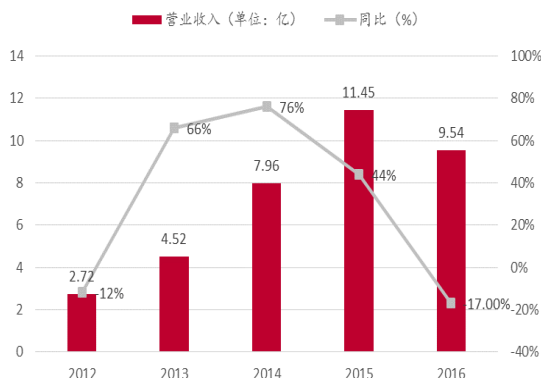
### 完成“地面到车辆”转型，2016年受行业及搬迁影响业绩下降

- 公司2011-2015年营收及业绩呈快速增长趋势，营收复合增速达31%，公司业绩复合增速超30%。2016年由于动车招标低于预期，全国铁路投产新线里程大幅下降，以及公司刚完成部分收购交接事宜、加之厂房



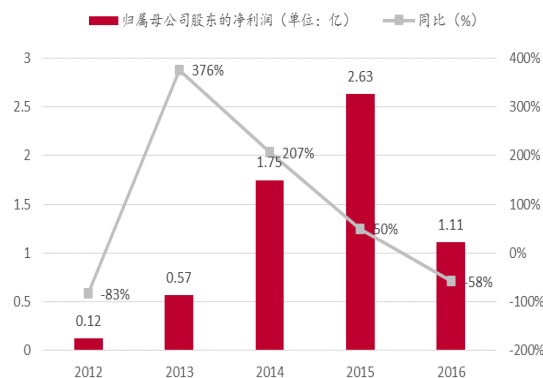
搬迁，产生了高额费用，导致 2016 年业绩同比下降。

**图表 2：受动车招标低谷和中车有限搬迁影响 2016 年收入出现下滑**



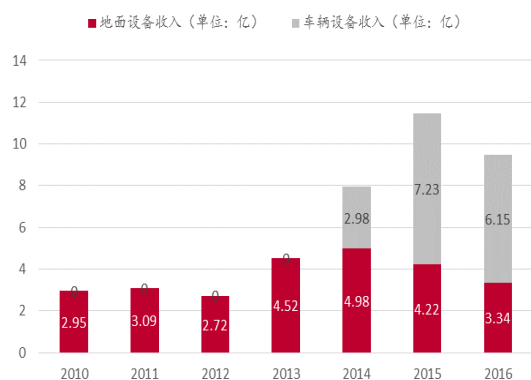
资料来源：wind，中泰证券研究所

**图表 3：受收入下降和中车有限搬迁一次性费用计提影响，2016 年业绩同比下降**



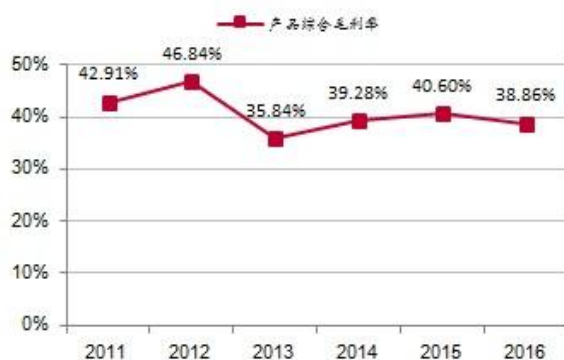
资料来源：wind，中泰证券研究所

**图表 4：公司车辆设备收入占比不断提升**



资料来源：wind，中泰证券研究所

**图表 5：公司销售毛利率维持高位**



资料来源：wind，中泰证券研究所

- 2013 年，公司明确提出了“地面到车辆，增量到存量”发展战略；2015 年公司完成了“地面到车辆”的战略转型，成为我国轨道交通高端装备的领军企业之一。2015 年公司实现营业收入 11.45 亿元，较去年同期增长 43.84%，其中车辆设备实现营业收入 7.23 亿元，占总营收 63%，较去年同期增长 134.46%。受动车招标低谷和中车有限搬迁影响，2016 年公司实现营业收入 9.54 亿元，较去年同期下降 16.65%，综合毛利率 38.86%，维持较高位置。

**在手订单较为充足，“内生+外延”促持续增长，积极探索国际化道路**

- 截止 2016 年底，公司在手待执行订单为 14.32 亿元，在手订单较为充足，受动车招标影响同比略有下降。内生方面公司通过 IRIS（国际铁路行业标准）认证、积极开发拓展新产品

**图表 6：公司在“内生”方面进展显著：通过 IRIS 认证并有一系列新产品研发和市场开拓取得进展**

“内生”项目	“内生”进展
动车组车载电源	2015 年完成了样机的开发，2016 年末已开始装车试用，公司将全力保障试用考核顺利完成，及早获取技术审查合格证书，具备市场拓展资质。

地铁制动储能系统	在 2015 年完成了产品样机开发，具备了投标资格，2016 年获得了产品试用机会，公司已成立地铁制动储能系统交付项目工作组，保障该产品顺利交付，力争尽快取得客户使用报告，参与市场推广。
高铁空调系统	中车有限高铁空调系统已经通过了部分动车车型的技术鉴定和上道试验，部分已实现小规模销售
车辆特种电缆产品	海兴电缆部分车辆特种电缆产品进入了我国具有完全自主知识产权、时速 350 公里的“中国标准”动车组的样车应用
屏蔽门系统	中标贵阳轨道交通 1 号线，中标金额 6292.14 万元，使公司突破了屏蔽门产品的应用业绩障碍
鼎汉检测	鼎汉检测轨道检测产品实现了多个重点项目交付，检测精度国内领先；积极向城轨电客车弓网检测、铁路机车弓网检测、城轨车辆段地面检测等领域拓展。2016 年，鼎汉检测与沈阳铁路局西部铁路电气化工程建设指挥部签署了《接触网悬挂状态检查监测装置 4C 物资采购合同》，合同金额合计为 1,043.40 万元。本次合同的签署是公司车载安全检测产品单个项目千万级订单的首次突破，
轨道交通服务平台	公司成立北京鼎汉机电设备服务有限公司，打造轨道交通服务平台；存量业务如地面电源服务销售、DC600V 电源大修、大铁空调大修等产品和服务销售 2015 年获得近 3 亿订单
通过 IRIS 体系认证	公司产品通过 IRIS 认证，一方面与世界先进管理方法及理念接轨，有效提高公司管理水平；另一方面将提高公司产品质量、降低生产成本，提高公司经济效益；同时公司的证书将被发布到全球 IRIS 数据库及国际权威网站，被全球范围内的客户所认识，为公司带来更多参与国际竞争的机会，促进公司的国际化

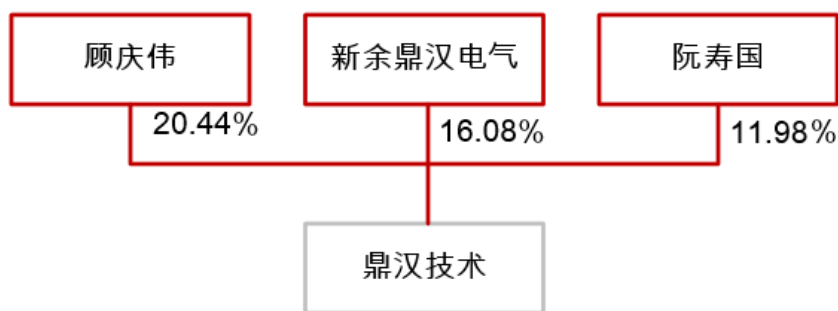
资料来源：Wind，中泰证券研究所

- 外延方面，公司先后收购德国 SMA Railway Technology GmbH，参股奇辉电子，收购中车有限、海兴电缆不断拓展业务线，并积极探索国际化道路。

#### 实际控制人持股 34.39%；高管认购定增显信心

- 公司董事长顾庆伟为实际控制人，直接持股 20.50%，通过其控制的鼎汉电气间接持股 13.89%，合计持股比例 34.39%，合计持股表决权 36.62%。第三大持股人阮寿国为海兴电缆原股东。

图表 7： 公司董事长顾庆伟为实际控制人，持股 34.39%



资料来源：Wind，中泰证券研究所

- 公司于 4 月 12 日公告，收到中国证监会核准非公开发行股票批文。本次非公开发行拟募集资金总额为 41,150 万元，扣除发行费用后的募集资金净额将全部用于补充公司流动资金。本次非公开发行的发行对象为顾庆伟、侯文奇、张霞和辛建平，均为公司或合作伙伴公司高管，彰显对公司信心。

图表 8： 本次非公开发行认购对象均为公司或合作伙伴公司高管，彰显对公司信心

认购对象	认购金额	认购对象简介
------	------	--------

顾庆伟	16,650 万	公司控股股东、实际控制人，担任公司董事长
侯文奇	20,000 万	奇辉集团董事长
张霞	2,500 万	鼎汉电气的总裁，其直接持有公司 4,178,784 股股份，占公司总股本的 0.79%
幸建平	2,000 万	公司审计监察部督导，直接持有公司 4,580,000 股股份，占公司总股本的 0.86%。

资料来源：公司公告、中泰证券研究所

### 核心团队来自华为公司；管理团队战略执行能力强

- 公司 6 名董事其中 3 名曾在华为公司任职，1 名来自金沙江创投。我们认为公司董事会、管理团队优秀，富有活力，战略执行能力强。

**图表 9：公司 6 名董事其中 3 名曾在华为公司任职；1 名来自金沙江创投**

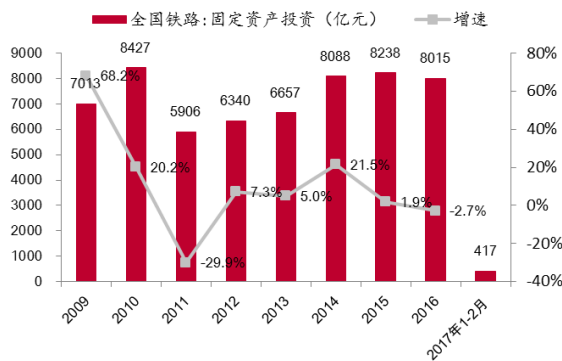
姓名	职务	年龄	个人简历
顾庆伟	董事长、董事	45	1996 年-1999 年任华为技术有限公司财经管理部部门主管；1999 年-2000 年任华为公司山东华为财务总监；2000 年-2003 年任华为公司北方华为财务总监。
黎东荣	董事、总裁	45	1997 年-2001 年任华为技术有限公司产品部门主管，2001 年-2005 年任港湾网络有限公司产品部总经理，市场部副总等职务；2006-2010 年任华为中东北非片区战略和 Marketing 总监。
张雁冰	董事、副总裁	52	1987 年 7 月-1995 年 5 月任甘肃省友谊公司主管会计，第二经营部副经理。1995 年 5 月--2010 年 2 月历任华为技术有限公司财务经理，山东华为副总经理，河北华为副总经理，乌克兰华为财经管理部长等职务。
潘晓峰	董事	51	1995 年-2003 年任北电网络(中国有限公司)高级经理；2003 年-2004 年任亚洲无线(中国)有限公司副总裁；2004 年至今任金沙江创业投资管理有限公司董事，总经理。
万卿	董事、副总裁	39	清华大学本科学历。2011 年至今历任公司产品部总经理，副总裁，董事会秘书；现任第四届董事会董事，副总裁，战略及投资管理部总经理。
王生堂	董事	44	2010 年至 2014 年历任公司副总裁，市场部总经理；现任本公司副总裁。

资料来源：公司公告、中泰证券研究所

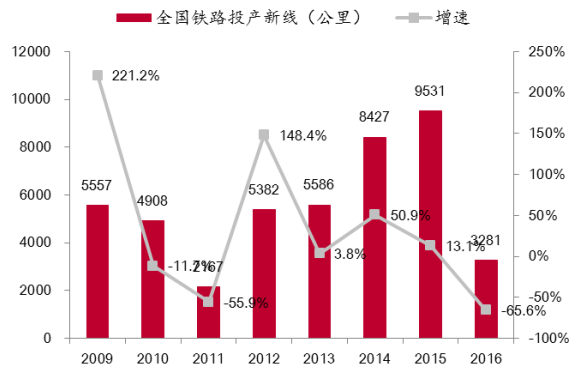
## 二、“十三五”铁路投资维持高位，轨交行业保持较高景气度

### “十三五”铁路建设投资有望维持 8000 亿元/年高位

- 2016 年全国铁路固定资产投资为 8015.16 亿元，和 2014、2015 年基本持平。2017 年 1-2 月全国铁路固定资产投资为 416.88 亿元，比去年同期增长 0.2%。

**图表 10: 2016 年铁路投资总额与前两年基本持平**


资料来源: 中国铁路总公司, 中泰证券研究所

**图表 11: 2016 年全国铁路投产新线出现下滑**


资料来源: 中国铁路总公司, 中泰证券研究所

- 2017 年 3 月 5 日, 李克强总理在两会上做政府工作报告时也表示, 2017 年将完成铁路建设投资 8000 亿元。2017 年 3 月, 全国人大代表、中国工程院院士王梦恕在接受上证报记者采访时表示, “中国的铁路还少, 仍有很大的建设空间, 预计每年中国铁路投资保持 8000 亿的水平可以持续十年”。我们认为“十三五”期间, 铁路建设投资有望维持 8000 亿元/年较高水平, 轨交行业将保持较高景气度。

**图表 12: 预计 2017 年铁路固定资产投资保持在 8000 亿元以上, 2017-2020 年年均投产新线 8000 公里**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
固定资产投资 (亿元)	2521	4168	7013	8427	5906	6340	6657	8088	8238	8015	8000	8000	8000	8000
基建投资 (亿元)	1772	3376	6006	7075	4611	5185	5328	6623	--	--	--	--	--	--
投产新线里程 (公里)	678	1730	5557	4908	2167	5382	5586	8427	9531	3281	2100	6000	8000	10000
新投产高铁 (公里)	--	1134	2319	1554	1421	2723	1672	5569	3306	1903	1365	1700	2400	2535
铁路营业里程(万公里)	7.8	8	8.6	9.1	9.3	9.8	10.4	11.2	12.1	12.4	12.6	13.2	14.0	15.0
高铁营业里程 (公里)	--	672	2699	5133	6601	9356	11028	16456	19838	22000	23365	25065	27465	30000

资料来源: 中国铁路总公司, 中泰证券研究所

### 2018-2020 年均投产新线有望达 8000 公里

#### 2020 年铁路网规模达到 15 万公里, 新线投产将集中在 2018-2020 年

- 2016 年 7 月由国家发展改革委、交通运输部、铁路总公司联合编制的《中长期铁路网规划》发布, 按照《规划》, 到 2020 年, 一批重大标志性项目建成投产, 铁路网规模达到 15 万公里, 其中高速铁路 3 万公里, 到 2025 年, 铁路网规模达到 17.5 万公里左右, 其中高速铁路 3.8 万公里左右。

#### 2018-2020 年需投产新线年均 8000 公里, 远超 2016-2017 水平

- 财新网报道《铁路十三五发展规划征求意见稿》中提出, “十三五”期间铁路固定资产投资规模将达 3.5 至 3.8 万亿元, “十三五”期间中央将进一步加大预算内资金对交通基础设施的支持力度, 重点投向中西部铁路、城际铁路, 地方财政性资金也将向城际铁路、城市轨道交通等领域倾斜。2016 年全国铁路投产新线里程、车辆招标出现下滑, 2017-2018 年有望逐步恢复, 按照《规划》2018-2020 年需投产新线 2.4 万公里, 年均 8000 公里, 远超 2016-2017 水平, 接近 2014-2015 年投产峰值。

## 先行指标——轨交基建新增订单：城轨增长加速，铁路稳健增长

铁路车辆采购早于通车 8-12 个月，城轨新线地铁采购早于通车 2 年

- 铁路工程和城轨地铁的工程建设从开工到通车，一般需要 3 至 5 年的周期。铁路车辆采购通常早于通车 8-12 个月，城轨新线地铁的采购需要系统设备调试、列车试运行，通常早于通车 2 年。中国中铁和中国铁建是国内铁路基建主要承担企业，铁路基建订单可以作为车辆采购先行指标。**铁路车辆：2017 年有望实现触底反弹，并逐步进入稳健增长阶段**

- 2011、2012 年因一系列动荡和重大事故，中国中铁、中国铁建铁路工程新签合同出现大幅下滑，经过 5 年左右周期，2016、2017 年投产新线出现低谷。2016 年投产新线 3281 公里，同比下降 65.6%，2017 年 1 月 3 日，中国铁总工作会议公布 2017 年计划投产新线 2100 公里，较 2016 年下降 36%。

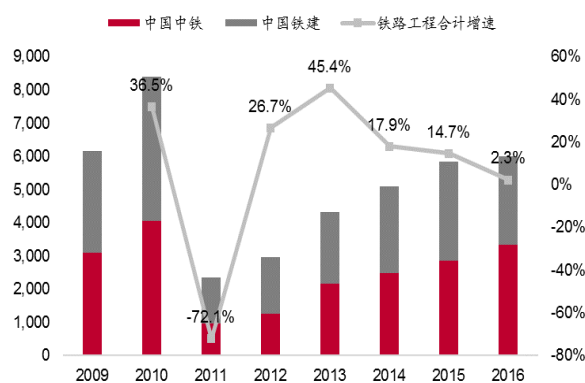
- 随着 2013 年起，铁路工程新签合同的迅速恢复，铁路投产新线有望触底反弹，并在 2019-2020 年左右开始进入稳健增长阶段。

- 招标考虑到车辆采购早于通车半年左右，铁路车辆有望在 2017 年下半年实现反弹，并在 2019 年左右逐步进入稳健增长阶段。

**城轨地铁：增长将逐步加速**

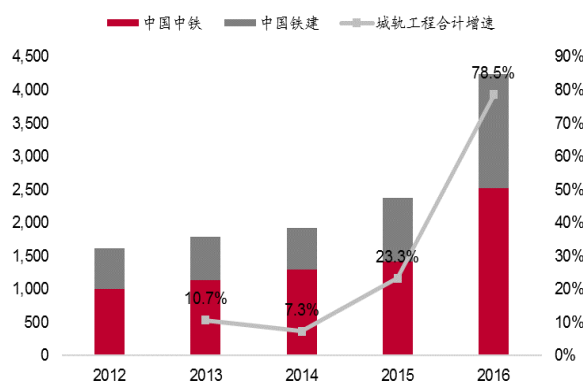
- 2012-2015 年，中国中铁和中国铁建合计新签铁路工程合同额呈现加速上升趋势，2016 年新签铁路工程合同额 4236 亿元，同比大幅增长 78.5%。我们认为城轨地铁未来 5 年有望逐步加速。

图表 13：中国中铁、中国铁建铁路工程新签合同（亿元）保持稳健增长



资料来源：中国中铁公告，中国铁建公告，中泰证券研究所

图表 14：中国中铁、中国铁建城轨工程新签合同（亿元）增长加速



资料来源：中国中铁公告，中国铁建公告，中泰证券研究所

**动车组：动车招标逐渐恢复，年招标有望稳定在 350-400 列**

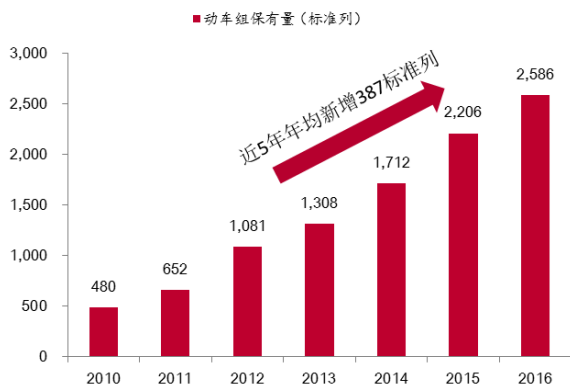
- 截至 2016 年年底，我国共有动车组 2586 标准列、20688 辆，比上年增加 380 列、3040 辆。2015 年铁总正式招标 418 列动车组，总价近 800 亿元，达到历史最高水平，其中 350 公里动车组仍保持超过 60% 的较高比例。2016 年铁总正式招标 116 列动车组，与 2015 年相比大幅下滑。
- 从 2016 年 12 月 13 日到 2017 年 1 月 19 日，铁总陆续招标 160 标准列动车组。中铁投 2017 年 1 月 18 日公告，采购 350 公里动车组（长编）15 列，250 公里动车组 20 列；2016 年 12 月 13 日招标 250 公里动车组 70 列，2016 年 12 月 15 日招标 250 公里动车组（高寒）20 列，250 公里动



动车组（长编）10列。

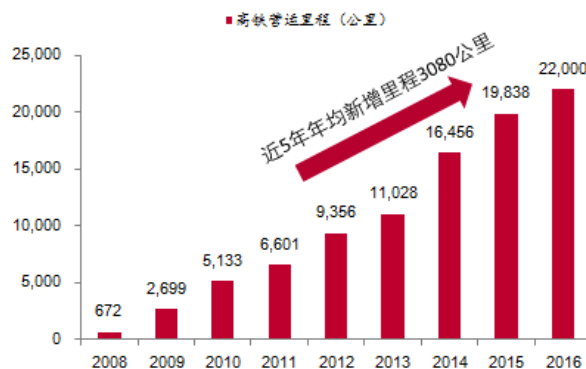
- 我们认为中铁总招标有望逐步恢复正常，动车组招标呈现“多批量、小批次”特点，同时不排除大规模集中招标可能。近5年动车组保有量年均增长387标准列，高铁运营里程年均增长3080公里，随着高铁投产新线触底反弹，2017-2020年招标有望稳定在350-400列。

**图表 15: 动车组保有量保持增长趋势**



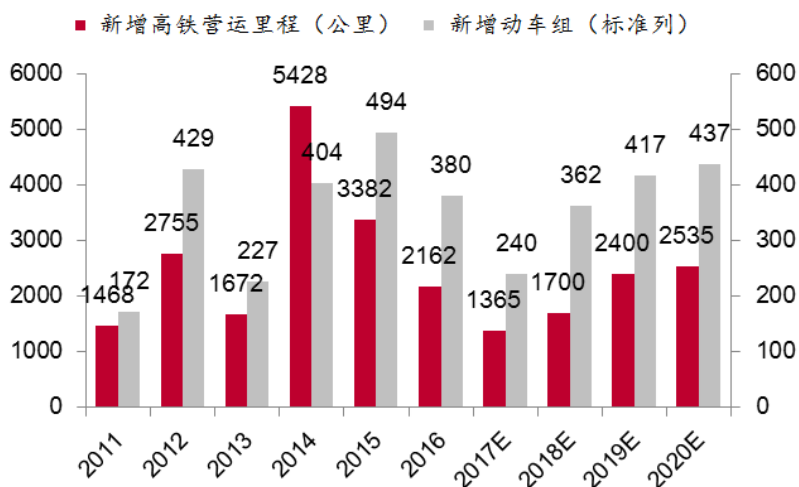
资料来源：国家铁路局，中泰证券研究所（2010、2011年为按组计）

**图表 16: 高铁运营里程稳健增长**



资料来源：国家铁路局，中国铁路总公司，中泰证券研究所

**图表 17: 新增动车组有望随通车高铁运营里程触底反弹**



资料来源：国家铁路局，中泰证券研究所（2010、2011年为按组计）

备注：新增动车组=当年年终动车组保有量-上年年终动车组保有量

**标动获颁许可证，有望迎来较大批量生产**

- 2017年1月3日，由我国自行设计研制、拥有全面自主知识产权的中国标准动车组获颁型号合格证和制造许可证。这标志着中国标动具备了大规模生产许可条件和上线商业运营资格。随着动车新车型统型，未来有望迎来较大批量生产。
- 中国标动是指形成中国标准体系的动车组。其采用的重要标准涵盖了动车组基础通用、车体、走行装置、司机室布置及设备、牵引电气、制动及供风、列车网络标准、运用维修等全部13个大的方面，其中大量采用了国家标准、行业标准、中国铁路总公司企业标准，以及专门为中国标

准动车组制定的一批技术标准。通过中国标动研制，动车组九大关键技术和十项配套技术的部件实现了国产化。

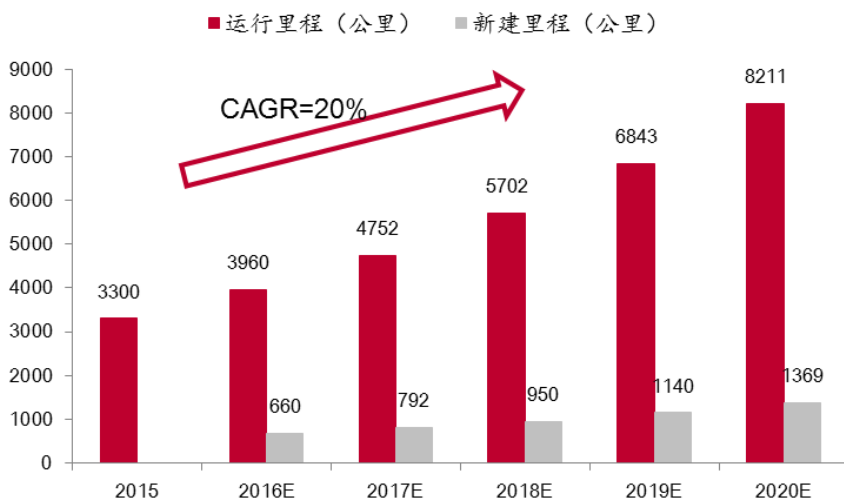
**客运量增加、动卧、货运动车促进加密需求**

- 目前中国高铁动车组密度仍较低，随着高铁客运量的增长，高铁动卧、货运动车组等新班次的增加，加密需求将成为提升动车组需求的重要因素。动车组密度提升有望进一步提升轨交装备需求。

**城轨地铁：2017-2020 年复合增速有望超过 25%**

- 假设“十三五”末我国城市轨道交通总里程实现翻番，则未来 5 年年均复合增速将达到 15%。我们预计“十三五”期间城市轨道交通建设速度有望超预期，到 2020 年城市轨道交通实际新建里程有望达到 5000 公里，年复合增速有望超过 20%。

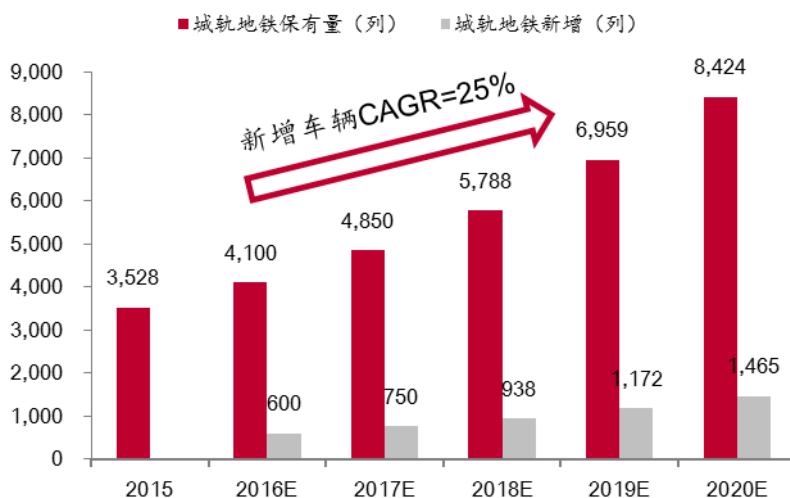
**图表 18：预计“十三五”期间我国城市轨道交通新建里程有望达到 5000 公里，年复合增速超过 20%**



来源：中国铁路总公司，中泰证券研究所

- 据中国中车公告，2016 年中车实现城轨地铁销售 4962 辆，同比增长 23.3%，2017 年 1 季度，由于交付的城市轨道车辆同比增加，城轨与城市基础设施业务收入同比大幅增长 42.16%。我们认为城轨地铁车辆已经开启高增长，而且未来增速将不断加速。
- 据中国城市轨道交通协会公布的不完全统计数据，截止 2015 年末，全国轨道交通累计配属车辆 3528 列，我们预计 2017-2020 年，城轨地铁车辆复合增速将超过 25%。

**图表 19：预计 2017-2020 年，城轨地铁新增车辆复合增速将超过 25%**



来源：中国铁路总公司，中泰证券研究所

### 三、对标国际轨交龙头，持续并购推动发展

- 我们发现，如克诺尔、西屋制动等轨交零部件行业巨头均是通过并购实现了产品延伸和国际化，它们的发展历程对于国内领先企业未来的成长具有重要参考意义。我们认为鼎汉技术定位于“国际一流的轨道交通高端装备供应商”，未来有望持续并购推动发展。

#### 克诺尔：设立子公司+并购，打造国际领先轨交零部件企业

- 克诺尔集团于 1905 年创立，总部设在德国慕尼黑，是世界领先的轨道车辆和商用车辆制动系统的制造商。克诺尔自 1990 年起，通过并购和国际化战略成长为轨交零部件国际巨头。2015 年公司实现收入 58.3 亿欧元，其中轨道车辆系统部门收入达到 33.4 亿欧元，同比增长 12%；实现净利润 6.45 亿欧元，全球雇员人数达 24000 以上。1985-2015 年的 20 年间，公司收入复合增速达到 16%。

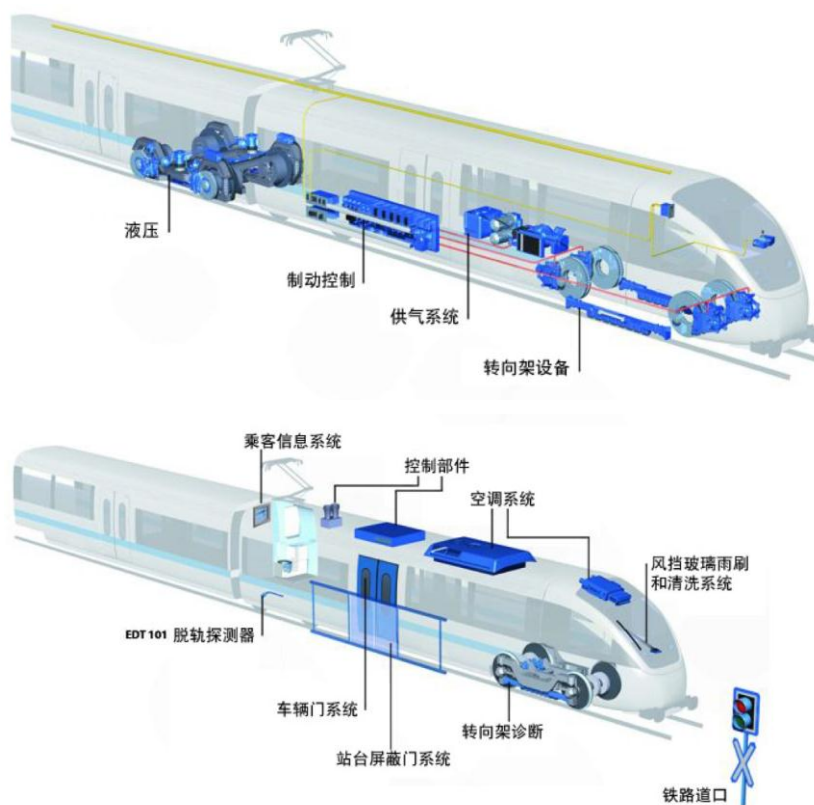
**图表 20：克诺尔集团过去 20 年收入从 3 亿欧元增长至 58 亿欧元**



来源：克诺尔官网，中泰证券研究所

- 克诺尔集团的轨道车辆系统业务部为地铁、电车、货运列车、机车和客运列车及高速列车配备产品。除了制动系统之外，其还包括了智能登车系统、空调设备、电力供应系统、控制组件、玻璃刮水器、月台屏蔽门、摩擦材料以及驾驶员辅助系统。此外，克诺尔集团还提供驾驶模拟装置和电子学习系统。

**图表 21：克诺尔集团轨道车辆系统产品：除制动系统外，还包括门系统、空调设备等**

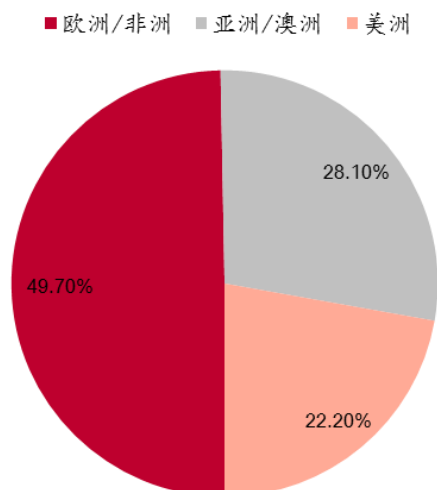


来源：克诺尔官网，中泰证券研究所

- 克诺尔于 1960-1980 年代进入美国市场，从 1990 年开始，通过设立子公司及收购的方式开始国际化之路，逐步扩大全球业务。
- 1990-2000 年期间，克诺尔与 VEB 柏林制动设备制造厂和罗伯特博世股份公司建立合资公司，并收购 NYAB（空气制动系统及列车控制系统）和 IFE（轨交门系统）；2000 年至今，公司加大并购力度，先后收购了 Westinghouse（西屋月台屏蔽门）、Bendix（刹车片和摩擦材料）、Zelisko（电力互感器等）、Microelettrica（开关设备）、Merak（轨道车辆空调系统），近两年又收购了 SelectronSystemsAG（轨交车辆控制）、TMDFriction 旗下的铁路交通部门（制动闸片）。
- 克诺尔目前已成为轨交零部件国际巨头，2016 年欧洲/非洲地区收入占比约 49.7%，美洲地区收入占比为 22.2%，亚洲及澳洲收入占比 28.1%。



图表 22：2015 年克诺尔集团欧洲以外地区收入已超过 55%



来源：公司网站，中泰证券研究所

### 西屋制动：制动产品起家，并购助推全球发展

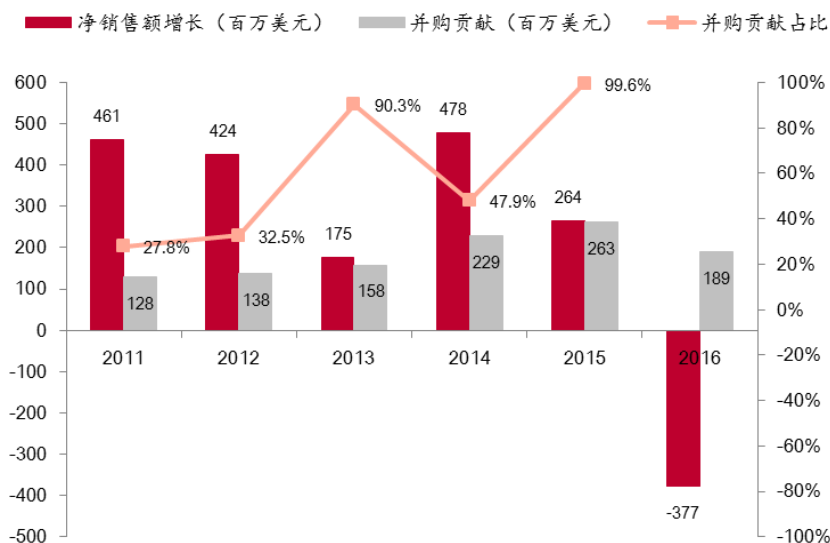
- 西屋制动建立于 1869 年，从空气制动机起家，1999 年与动力工业公司（创立于 1970 年，主营业务为火车头制造，1991 年制定了收购火车头制造和配件公司的战略，于 1994 年上市）合并后形成了目前的西屋制动公司。
- 西屋制动目前已发展为北美最大的铁路产品和服务供应商之一，是机车、货车、城轨车辆、巴士等精密工程部件及系统的全球供应商，在气动、机械、电子、系统集成、售后、维护与支持各个领域拥有专用技术。公司销售的产品和提供的服务遍布全球近 130 个国家。
- 经过多年的发展，西屋制动目前产品可分为特色产品和电子产品、制动产品、再制造大修和建设以及其他交通产品四大板块。近年来传统业务制动产品收入占比持续下降，从 2006 年的 36%（为第一大板块）降至 2016 年的 20%（第二大板块，收入占比仅略高于第三大板块 1%）。

图表 23：西屋制动产品分为特色和电子、制动、再制造大修和建设以及其他交通产品四大板块

产品板块	包含内容
特色产品和电子产品	列车控制系统，电控气动制动产品，铁路电子产品，信号设计和工程服务，货车卡车零部件，缓冲器、耦合器、调整臂，空气压缩机和干燥器，机车和发电设备的换热器和冷却产品，道岔等
制动产品	铁路制动设备及相关配件，刹车片等摩擦类产品
再制造大修和建设	再制造机车产品，机车检修和翻新等服务
其他交通产品	公共汽车及地铁用门窗配件及无障碍电梯，牵引电机等

来源：西屋制动官网，中泰证券研究所

- 西屋制动产品的多元化及国际化进程中，并购起到了重要的作用。2011 至 2015 年并购对公司净销售额增长的贡献保持增长态势，最高达到 99.6%。2016 年，特色产品和电子产品、制动产品等多个产品板块销售额下滑，导致公司净销售额下降约 3.77 亿美元，但并购贡献了约 1.89 亿美元的增长。

**图表 24：西屋制动近 6 年来并购对净销售额增长占比的贡献保持高水平**


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 2010 年以来，西屋制动每年均实施 3 起以上并购，标的涉及刹车设备、铁路电子、机车检修等多个领域，标的所在地包括意大利、加拿大、英国、巴西、澳大利亚等多个美国外国家。

**图表 25：2010 年以来西屋制动每年均实施 3 起以上并购**

时间	并购情况
2008 年 6 月	收购位于意大利的铁路刹车设备生产商 POLIS.p.A (年销售额 0.45 亿美金)，增进技术互补并获取欧洲市场。
2008 年 12 月	收购位于美国的机车头和运输车厢生产商 StandardCarTruckCompany (年收入 2.25 亿美金)，增进了 wabtec 在货运市场的投资组合。
2009 年 10 月	收购位于美国的冷却系统供应商 UnifinInternationalLP (年收入 0.45 亿美金)，作为其在冷却系统市场的试金石，便于更进一步挖掘市场潜力。
2010 年 3 月	收购美国的领先的铁路信号工程和设计服务商 XoraiLLC (年收入 0.4 亿美金)，充实了其在铁路电子方面的业务。
2010 年 7 月	收购美国的生产铁轨及铁路信号产品 G&BSpecialties(年收入 0.2 亿美金)，可看作是收购 Xorail 的配套收购。
2010 年 8 月	收购加拿大的铁路电子仪器设备生产商 Bach-Simpson (年收入 0.1 亿美金)，增强其在铁路电子设备方面的地位。
2010 年 11 月	收购位于美国的领先的牵引电机和电线圈生成企业 SwigerCoilSystems (年收入 0.35 亿美金)，延长了其运输市场的产品线，对现有服务网络的战略补充。
2011 年 2 月	收购英国的机车检修服务商 BrushTraction (年销售额 0.55 亿美金)，增强了其机车售后服务市场。
2011 年 6 月	收购 GE 的货运售后服务业务 (年销售额 0.15 亿美金)，打开了客运车厢的推进和控制装置的售后市场。
2011 年 11 月	收购位于美国的电机部件生产商 Fulmer (年销售额 0.15 亿美金)。
2011 年 11 月	收购英国的冷却系统和发电装置生产商 BearwardEngineering (年销售额 0.7 亿美金)，增强了其热管理业务。
2012 年 7 月	收购位于美国的生产液压制动系统的公司 TecTranCorp (年销售额 0.1 亿美金)。
2012 年 8 月	收购一家在巴西拥有良好货运和客运设备销售网络的公司 Winco (年销售额 0.15 亿美金)，扩展其巴西市场的份额。
2012 年 10 月	收购英国的 LHGroup (年销售额 0.65 亿美金)，增强了其检修各种机车的售后服务业务。
2013 年 2 月	收购位于英国的生产主要用于发电的涡轮增压机 NapierTurbochargers (年销售额 0.55 亿美金)。
2013 年 7 月	收购位于美国制造涡轮增压和压力控制设备 Turbonetics (年收入 0.15 亿美金)。
2013 年 9 月	收购 LongwoodIndustriesInc(年收入 0.7 亿美金)，扩展了其在橡胶制品上的份额。
2014 年 6 月	2.2 亿美金收购 FandstanElectricGroupLtd，成功进入欧洲市场，并增加了产品目录。

2014年8月	收购位于巴西的领先的摩擦件制造公司 Dia-Frag (年收入 0.4 亿美金)。
2014年9月	收购位于澳大利亚的领先的铁路信号设计服务 C2CEptyLtd. (年收入 0.35 亿美金)。
2015年2月	收购美国铁路信号施工企业 RailroadControls (年收入 0.75 亿美金)，扩展了其在铁路信号方面的业务。
2015年6月	收购服务欧洲、中国和印度的西班牙橡胶件生产企业 Metalocaucho (年收入 0.25 亿美金)，扩展了其在橡胶件产品方面的产品。
2015年10月	协议以 18 亿美金的现金加股票以及借贷并购了位于法国的 FaiveleyTransportS.A, 占 51% 的股权, FaiveleyTransportS.A 为铁路设备的集成制造和供应商。
2015年12月	收购服务亚洲和中东, 位于澳大利亚的电子保护和控制装置生产企业 RelayMonitoringSystems (年收入 0.15 亿美金), 与其 2012 年收购的 MorsSmitt 形成战略契合。
2016年5月	0.45 亿美金收购 UnitracRailroadMaterials 和 PrideBodies, 扩展了 wabtec 在铁轨方面的业务。
2016年11月	0.138 亿美金收购一家设计并生产高性能涡轮增压器、排气泄压阀、热交换器的企业 PrecisionTurbo&Engine。
2016年12月	0.443 亿美金收购货车零部件供应商 WorkhorseRailLLC。
2017年3月	收购工程货运汽车零部件制造商 AeroTransportationProducts (年收入 0.4 亿美金)，扩展了 Wabtec 在汽车部件方面的业务。

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 西屋制动美国以外地区收入占比近年来稳中有升, 2006 年这一占比约为 34%, 2016 年这一占比达到 53.5% 的较高水平。
- 在产品延伸和国际化的推动下, 西屋制动 2005—2015 收入和净利润均保持了较快增长, 年复合增速分别达到 13.2% 和 18.8%。2016 年受市场环境的影响, 西屋制动实现收入 29.31 亿美元, 同比下降 11.4%, 实现净利润约 3.13 亿美元, 同比下降 21.4%。目前, 西屋制动总市值约为 79.04 亿美元。

### 鼎汉技术：收购 SMART，迈出国际化第一步，持续并购推动发展

- 公司从 2014 年开始积极探索国际化道路, 2017 年 3 月通过香港鼎汉收购 SMA Railway Technology GmbH 100% 股权, 迈出国际化第一步。同时, 在国内近几年通过参股奇辉电子, 收购中车有限、海兴电缆不断拓展业务线, 促进收入、利润持续高增长。

**图表 26：收购 SMA RT，迈出国际化战略第一步，持续并购打造世界级轨交零部件平台**

“内生”项目	“内生”进展
2017年3月通过香港鼎汉收购 SMA RT100% 股权	SMA Railway Technology GmbH 是 SMA AG 旗下从事轨道交通业务的全资子公司, 在地铁和有轨电车辅助电源技术方面国际领先, 拥有 MEE-NT 技术平台, 可实现轻量化、小型化、灵活、高密度、高集成度的车载辅助电源, 并与国外各主机厂具有广泛的合作基础和应用案例。 鼎汉技术车载辅助电源产品目前已获取了普铁资质, 动车车载辅助电源正在研发中, 但缺少地铁的车载辅助电源相关产品和应用。而标的公司正是地铁车载辅助电源的全球领先企业, 将完善公司车载辅助电源序列的产品, 同时提升公司车载电源相关产品的研发实力。通过 SMA Railway Technology GmbH, 公司可以进一步打开国际市场, 同时加强对国际轨道交通市场的了解与理解, 接触更多拓展和合作的机会, 提升公司国际化水平。
2015年6月, 9650 万元参股奇辉电子 30% 股权	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, 公司通过参股奇辉电子, 布局铁路货运、客运信息化领域
2015年1月, 3.6 亿收购中车有限 100% 股权	通过收购公司进入车辆空调市场, 进一步实现了“地面到车辆”的战略落地。中车有限前身中车股份, 是铁道部机车、车辆空调的三个定点生产厂家之一, 也是华南地区唯一一家具有轨道交通车辆空调生产资质的大型民营企业
2014年3月, 7.6 亿收购海兴电缆	海兴电缆专注于轨道交通机车特种电缆生产、制造、销售和服务, 产品应用于轨道交通车辆 (350 公里动车、200 公里动车、地铁车辆、铁路客车) 等领域, 是国内机车车辆的主流供应商之一, 公司和海兴电缆的成功联姻, 使公司进入机车

车辆特种电缆领域，实质性的进入车辆市场，“地面到车辆”的战略迈出关键的一步。

资料来源：公司公告、中泰证券研究所

#### 四、轨交电源：地面电源系统国内领先，拓展车载电源产品

地面电源系统国内领先，将保持稳健发展

- 地面电源系统是公司起家产品，处于国内领先地位。地面电源系统主要包括：轨道交通信号电源系统、轨道交通通信电源系统、轨道交通电力电源系统、综合供电解决方案等，公司是国内第一家具备提供地面电源一体化装备能力的企业，在轨道交通信号电源系统在城轨市场占有率 80%，高铁市场占有率 40%以上，均为同行业第一。

图 27：公司地面电源覆盖信号电源、通信电源、屏蔽门电源等



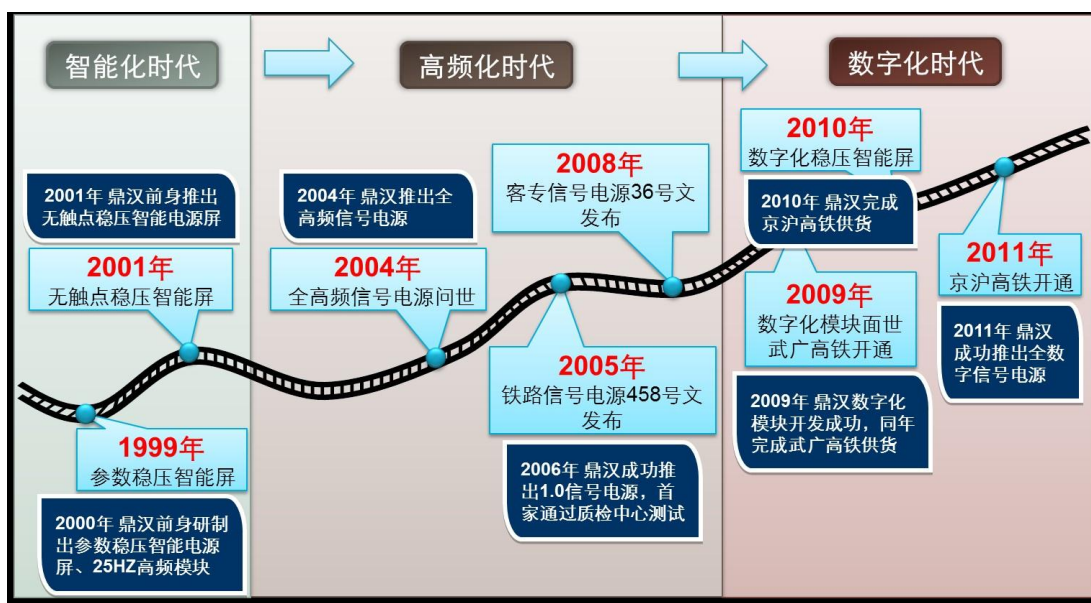
资料来源：鼎汉技术，中泰证券研究所整理

**信号电源：国内第一，全国路网六大干线里程占比 44%**

- 公司信号电源从 1999-2011 年间经历了智能化、高频化和数字化时代，同行业销量、市场占有率、开通站点数及城轨市场占有率均处于国内第一位置。



图 28：公司信号电源不断向高频化，数字化发展



资料来源：鼎汉技术，中泰证券研究所整理

- 针对不同类型市场（普通铁路、高铁客运专线、城轨地铁），公司提供有针对性的全方位的解决方案。兰新铁路全长 1903 公里，全线均采用鼎汉公司的信号智能电源屏。全国路网六大干线京哈线、京广线、京沪线、京九线、陇海线、浙赣线中，鼎汉技术设备累计分布 4410 公里，占比达 44%。我们预计轨交信号电源系统市场空间每年在 6-8 亿，公司占比约 50%。

**通信电源：与艾默生战略合作，市场占比有较大提升空间**

- 铁路通信电源系统是铁路通信设备正常运行的基础，是构成各种通信手段必不可少的组成部分，对确保通信质量具有重要的影响。铁路系统的改造，铁路通信、信号系统等要配套大量的电源产品。城市轨道交通通信电源系统承担车站、控制中心、车辆段通信设备的供电，主要由交流配电屏、UPS、高频开关电源、蓄电池组、电源监控、机房环境监控等子系统构成。
- 鼎汉技术公司与国际知名的通信电源设备供应商—艾默生网络能源有限公司进行战略合作，为我国轨道交通市场提供通信电源系统解决方案。合作方式为艾默生公司提供核心芯片设备，鼎汉技术进行系统方案设计与投标。服务方面除鼎汉技术自身提供服务外，艾默生通信电源产品可提供 7\*24 小时的艾默生原厂售前售后产品咨询服务。
- 公司目前通信电源系统产品主要服务于城市轨道交通系统和客运专线领域。在城市轨道交通系统方面的典型案例有北京地铁六号线。我们预计轨道交通通信电源市场规模每年在 40-50 亿元，公司市场占比较低，有较大提升空间。

**公司在轨交地面电源市场有望保持稳健发展**

- 我们认为公司在信号电源市场将保持龙头地位，信号电源市占率有望提升。随着 2018-2020 年铁路投产新线恢复高位，以及城轨地铁

快速发展，公司在轨交地面电源市场有望保持稳健发展。

### 拓展车载辅助电源产品，未来将覆盖普铁，动车，地铁全轨交市场

- 鼎汉技术的车载辅助电源产品已于 2014 年 4 月获取了普通铁路的资质，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，成为落实公司“地面到车辆”发展战略的重要突破点。
- 目前公司动车的车载辅助电源正在研发中，收购的德国 SMA Railway Technology GmbH 是地铁车载辅助电源的全球领先企业，补齐了地铁车载辅助电源相关产品和应用，将提升公司车载电源相关产品的研发实力，完善公司车载辅助电源系列产品，形成覆盖普铁、动车、地铁的轨交全市场车载辅助电源产品。

## 五、车载空调：受益城轨地铁快速发展，有望进入动车市场

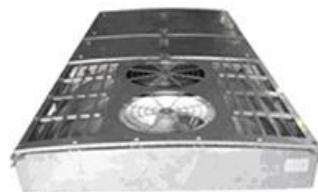
### 普铁、城轨地铁空调龙头，进军动车市场

- 2015 年公司以 3.6 亿元现金收购中车有限 100% 股权，并于 2015 年 1 月 30 日完成资产过户手续。广州中车轨道交通空调装备有限公司（以下简称“中车有限”）的前身中车股份，是铁道部机车、车辆空调的三个定点生产厂家之一，也是华南地区唯一一家具有轨道车辆空调生产资质的大型民营企业。
- 中车有限最初为广州冷冻机厂，成立于 1956 年。中车有限主营业务为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的开发、生产、销售、维修及售后服务等业务，拥有我国自主知识产权的列车空调系统的全部配套产品，技术水平达到国内领先、国际先进水平。中车有限具有列车空调、通风系统、控制系统方面的综合设计能力，率先实现了从单一的空调机组设计到列车空调系统集成设计的转变。
- 近年来中车有限地铁空调领域发展较快，相关产品已在北京、广州、成都、长春等地多条地铁及城轨线路上成功应用。

图 29：中车有限公司主要产品分为轨道交通地面设备和轨道交通车辆设备两大类



北京地铁房山线车辆空调 DLD29L



北京地铁四号线车辆空调 DL29E



长春轻轨一期车辆空调 KLD35B



广州地铁车辆变频空调 DL35

资料来源：中车有限公司网站，中泰证券研究所整理

- 中车有限空调市占率较高，干线普铁空调（主要为铁路客车硬座车、软座车、硬卧车、软卧车和餐车系列空调机组等）市占率约占 30%，地铁及轻轨空调约占 40-50%。现在国内高铁动车领域的车辆空调主要由合资企业供应，中车有限在高铁动车方面的应用比较少，但正在抓住国产化机遇积极研发。根据公司公告，中车有限高铁空调系统已经通过了部分动车车型的技术鉴定和上道试验，部分已实现小规模销售，我们判断中车有限高铁空调未来将在进口替代上有较大增长空间。
- 通过收购中车有限，公司一举进入国内车辆空调市场，加快了公司“从地面到车辆”的战略转型。根据公司 2015 年年报，2015 年 2-12 月中车有限实现归属母公司净利润 4191.74 万元，占公司归属公司净利润的 15.95%，有效促进了公司业务的增长。此外，凭借中车有限在车辆领域多年深耕细作的市场渠道，发挥协同效应，降低公司车辆产品的市场拓展成本，同时促进中车有限依靠鼎汉技术业务平台实现快速发展。

#### 搬迁已完成，新厂区产能有望翻倍

- 2016 年年报显示，因中车轨道生产基地搬迁至江门，原厂房 2016 年 1-6 月租金、搬迁造成的员工补偿、新基地人员储备费用、适当调整员工薪酬、新增固定资产折旧、基建贷款的费用化支出等造成中车轨道 2016 年度费用大幅增加，导致年度实现净利润大幅下滑，中车轨道报告期实现营业收入 35,319.82 万元，净利润 676.02 万元。
- 公司新建的江门生产基地于 2016 年 6 月正式投产，占地面积 10 万平米，面积两倍于原厂区，产能有望实现翻倍。新厂拥有国际最先



进的生产设备、检测设备和研发试验设备，建有壳体、换热器、总装及电气控制柜等 12 条生产线，具备年生产 12,000 台套空调机组的生产能力。生产基地拥有车辆空调性能实验室、淋雨实验室等试验装备等，是我国最大最完善、技术先进的轨道交通空调生产基地。目前，中车轨道已从旧有厂址顺利搬迁到江门生产基地，生产经营已步入正轨，业绩有望实现跨越式发展。

**图标 30：现代化智能制造基地——江门生产基地建设投产**



资料来源：公司公告，中泰证券研究所整理

- 2017 年，预计随着前述租金、员工补偿等一次此外，凭借中车有限在车辆领域多年深耕细作的市场渠道，发挥协同效应，降低公司车辆产品的市场拓展成本，同时促进中车有限依靠鼎汉技术业务平台实现快速发展。

#### 毗邻广东中车，受益江门轨交产业集群

- 2016 年 4 月，江门市政府印发《江门市轨道交通产业集群建设推进工作方案》，提出将通过龙头企业带动，聚集产业发展，计划 10 年时间打造成超千亿元产业集群，建设成为“国际先进，世界一流”轨道交通产业基地。总目标为到 2025 年，园区轨道交通装备制造产业实现工业总产值 1000 亿元以上，年均增长超过 30%。
- 在《方案》中，建设中国中车广东基地为推进江门轨交产业园建设的重点计划之一。江门将积极推动中国中车在粤资源的整合，以中车广东公司等轨交装备制造企业及研发机构为基础，整合组建广东中车总部。同时，江门还将与中国中车、广东省铁投集团加强沟通，明确中车广东公司为全国唯一的 CRH6 型城际动车组生产基地；拓展中车广东公司产品线，向高铁、有轨电车、中低速磁悬浮等新兴业务发展；中车广东公司在 10 年内逐步扩充产能至新造城际（高铁）动车组 150 列/年，地铁车辆 50 列/年，有轨电车 20 列/年。此外，江门还将积极发展轨道交通配套产业，根据铁路线路的建设实际引进轨道交通基础设施的建设生产企业等，重点完善中车广东公司广东中车整机配套项目的引进，到 2018 年园区对广东中车的整机配套率要达到 80% 以上。

## 六、轨交电缆：动车招标逐步恢复，“奥凯电缆事件”净化市场



动车电缆龙头，将加大城轨地铁市场推广，受益动车招标逐步恢复

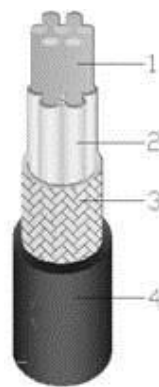
- 2014 年，公司通过向海兴电缆原股东阮寿国、阮仁义发行股份的方式购买了海兴电缆 100% 股权，海兴电缆是公司实现“地面到车辆”发展战略落地的重要载体，使公司成为国内动车组（含高铁）、地铁车辆电缆的优质供应商，业务链得到有效延伸。

图表 31：海兴电缆生产车间



资料来源：公司网站，中泰证券研究所

图表 32：海兴 WDZ-DC-B-ZP-H-90 多芯屏蔽护套电缆



资料来源：公司网站，中泰证券研究所

- 海兴电缆主营动车组（含高铁）、地铁车辆的车用电缆。公司作为国内唯一一家具有欧标车电缆供货能力的企业，具有 CRCC 与 CCC 认证资质。海兴通过多年的技术积累和市场开拓，已成为国内主流机车厂商在电缆方面的主要供应商之一，是中国铁路总公司、国家铁路局定点电线电缆专业生产企业，中国中车车辆制造厂商的战略合作伙伴。海兴也是法国阿尔斯通、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。
- 海兴轨交车辆电缆具有极强的信号传输功能、抗干扰性能以及优异的电气、机械性能，适用于车辆用信号传输、电控制动、网络通讯和电力传输。其中，海兴电缆来自动车组细分市场的收入占比较高。海兴电缆能够满足高铁动车组（300 公里、200 公里）、城轨、地铁、普通机车、客车等多种车辆需求。收购海兴电缆将使双方市场渠道共享，带来良好的协同作用。

图表 33：海兴电缆获得认证及近年来进展情况

时间	认证及其他进展
2004.11	率先通过中国铁路产品认证中心认证
2005 年初	部分产品先后获得德国 DIN5510 认证、法国 NFF16-101 认证及英国 BS6853 烟火毒性检测
2006.6	通过 ALSTOM 工厂质量管理体系审核，成为 ALSTOM 合格供应商
2006.8	通过庞巴迪全球采购质量管理体系审核
2007	海兴电缆自主研发的“DT 系列薄壁机车车辆用电缆”被评为“安徽省高新技术产品”、“国家重点新产品”。2007 年被国家知识产权局授予实用新型专利证书

2015 海兴电缆部分车辆特种电缆产品进入了我国具有完全自主知识产权、时速 350 公里的“中国标准”动车组的样车应用

资料来源：公司网站，中泰证券研究所整理

- 2016 年受铁路总公司动车招标量大幅下降影响，海兴电缆报告期实现营业收入 21,493.86 万元，净利润 6,572.82 万元。2017 年随着动车招标量逐步恢复以及公司地铁领域车辆电缆的市场推广，我们判断海兴电缆的业绩有望实现恢复。

### “奥凯电缆事件”净化市场，产品优质企业有望受益

- 3 月 20 日，西安市政府召开新闻发布会，公布经由西安市相关部门在西安地铁三号线“随机取样”的由陕西奥凯公司生产的五份电缆样品，检测结果均为“不合格”。
- 除参与地铁项目竞标外，奥凯公司还曾经参与过兰新、宝兰、兰渝等多条高铁项目的招标，以及重庆至贵阳铁路扩能改造工程等其他铁路项目招标。其中，在兰新和宝兰两条高铁线路的项目的竞标中，奥凯公司有中标记录。
- 因奥凯事件引发了全国性电缆行业以及质检行业的大规模自查，鉴于该企业在其他城市的问题，成都市有关部门也有意将奥凯电缆纳入招投标“黑名单”。

图表 34：多地轨交单位自检奥凯电缆

轨交单位	自检进展
合肥地铁	3 月 22 日，合肥城市轨道交通有限公司发布公告，称合肥地铁 1 号线部分电缆为奥凯电缆，目前已经取样送交第三方机构检测，检测结果最快将于本月 28 日公布。此前，成都轨道集团也通过官方微博表示，无论最后对奥凯电缆的检测结果如何，将全部更换成都地铁的该品牌电缆。
成都地铁	3 月 22 日，成都轨道集团召集中国中铁股份有限公司、中国电建成都建设投资有限公司、四川中铁建地铁投资管理有限责任公司负责人召开专题会，中国中铁、中国电建两家央企表示，将立即着手更换所有已使用、已安装的陕西奥凯公司生产的电缆。而有轨电车蓉 2 号线合同还未签订，负责该项目的中国铁建表示，将不再与其签订合同。
西安地铁	西安地铁公司介绍，目前已经邀请国内知名电缆专家及全国地铁设计、建设和运营领域十多位专家，对三号线奥凯电缆整改问题进行了论证，形成包括《三号线奥凯问题电缆整改实施方案》等解决办法，对问题电缆进行全部彻底更换，将在确保运营安全平稳的前提下，在 100 天内完成整改目标。

资料来源：北京青年报、中泰证券研究所

- “奥凯电缆事件”引发市场对电缆质量关注，有望净化轨交电缆市场，海兴电缆作为技术领先，产品优质的龙头企业，有望持续受益。

## 七、投资奇辉电子：布局铁路货运、客运信息化领域

- 2015 年，公司以 9650 万元参股奇辉电子，实现铁路信息化建设的商业尝试，推动公司跨界增长模式的新边界探索。
- 铁路信息化是国家重点发展的领域，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，作为专注于铁路行业信息化建设、软件开发、智能分析、视频监控的科技型企业，奇辉电子在涉及的铁路运输、货运、客运、机务、安全等领域向全国众多的铁路用户提供技术支持。

**图表 35：陶瓷行业相关环保事件汇总**

名称	业务主要内容
人像智能识别系统	依托网络视频监控网络，能自动采集人像信息传送到后台服务器中进行比对。通过用户建立后台重点人员的人像数据库，实现对嫌疑人员和在逃人员的布控管理
专用线货车交接统计分析系统	系统共分为五部分：地面识别车号识别系统、CPS 管理系统、数据传输通讯系统、货车调送单管理系统、汇总统计分析查询系统；可加速铁路货车的周转使用，提高有限数量车皮的运输效率，扩大铁路货运部门的运输能力
货车装载状态高清视频监控系统	该系统是高清视频监控系统在货检方面的具体应用。利用高清视频监控系统，货检作业人员可以足不出户，不受风雨干扰进行货车装载状态的检测
新型货运综合信息管理系统	采用条码、EDI(电子数据交换)、RFID(射频识别)、数据库、无线传输、高清视频等技术手段，对车辆、货物、货主、货区货位、作业人员、设备等各要素进行数字化信息管理

资料来源：奇辉电子网站，中泰证券研究所整理

- 奇辉电子业务聚焦在货运、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一定行业地位优势。
- 2016 年，奇辉电子除在原有优势区域保持领先的市场占有率外，积极加强与其他城市建立业务联系进行市场铺垫，为推动业绩增长打下坚实的基础。除此之外，奇辉电子根据国家创新发展导向及技术发展应用趋势，确定轨道交通领域大数据技术及机器视觉智能识别技术两个主要技术方向，持续加大人才及资源投入计划，加快推进商业化导入、树立铁路信息化领域创新典范。同时，为了实现铁路设备的全生命周期管理，从手持应用到管理平台，实现铁路设备管理的业务模式创新，奇辉电子组织开发了设备设施运维管理平台并取得了良好的发展成果。
- 奇辉电子 2015-2017 年度业绩承诺分别为 4,000 万元、5,000 万元、6,000 万元；2015 年奇辉电子实现净利润 4,946 万元。2016 年，奇辉电子实现净利润 5,005.33 万元，公司确认投资收益 1,379.97 万元。我们判断 2017 年奇辉电子业绩将保持快速增长。

## 八、新产品：车载辅助电源、地铁储能系统及屏蔽门系统

- 2014 年公司布局了两个新产品：动车组辅助电源和地铁制动储能系统。目前两款产品均已完成样机开发，进入试用阶段。屏蔽门系统中标贵阳屏蔽门项目，金额 6,292 万元

### 动车组辅助电源： 2016 年末已开始装车试用

- 目前我国动车组车载辅助电源/辅助变流器等系统，主要依赖进口。随着我国高速铁路车辆高端进口装备国产化率提升，自主化产品替代进口将是大势所趋。公司发挥自身铁路专用电源技术的优势积累，依托国内外合作，将通过高铁车载电源能进一步实现扩张。

图表 36：公司 DC600V 空调逆变电源



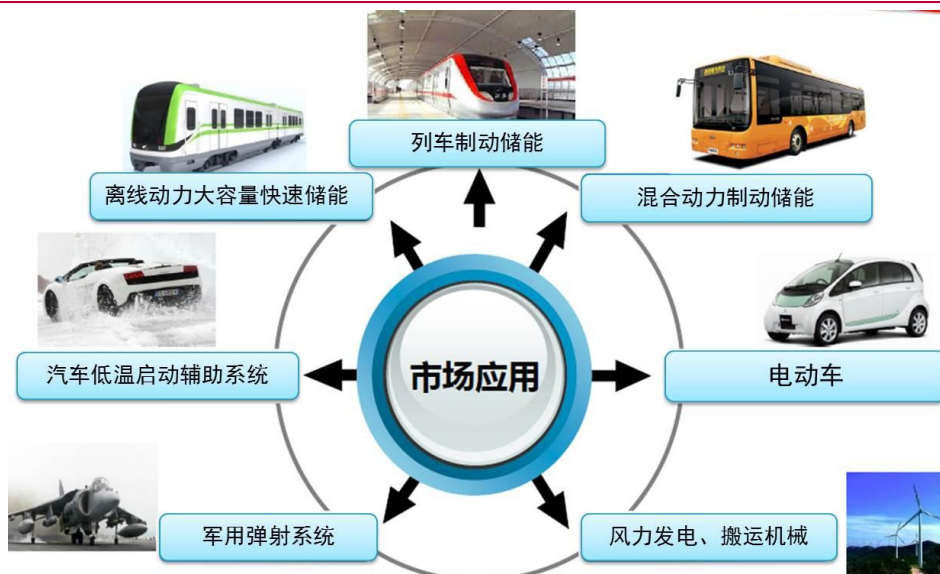
资料来源：公司网站，中泰证券研究所整理

- 2016 年末已开始装车试用，公司将全力保障试用考核顺利完成，及早获取技术审查合格证书，具备市场拓展资质。动车组车载电源未来进口替代市场空间较大，我们判断动车组车载辅助电源未来将成为公司业绩重要增长点。

**地铁制动储能系统：获得了产品试用机会，成立工作组保障产品顺利交付**

- 地铁制动储能系统国内技术应用尚处于空白，主要应用难点在于储能单元符合性、充放电控制以及与中国特色的地铁车辆动能回收相匹配的一体化设计。储能装置属于通用装备，地铁属于大容量应用场景，公司研制的储能系统未来如能实现地铁领域的规模应用，同样有机会在大容量、中小容量周期性充放电场具有广阔应用前景，该产品依托轨道交通应用为基础，具备跨行业发展基础。

图表 37：储能系统主要应用——大容量、短时间、周期性、充放电场景

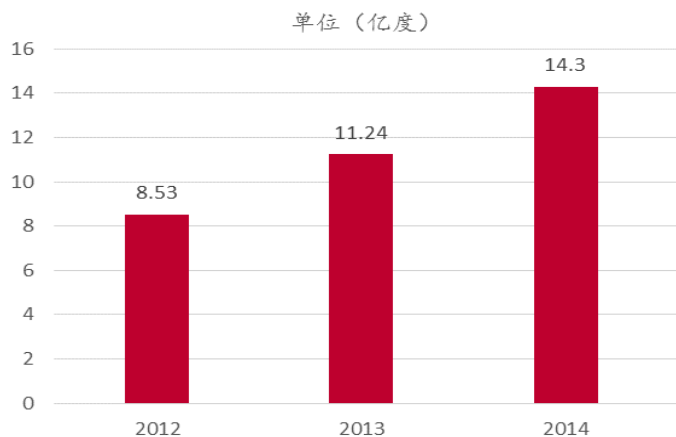




资料来源：鼎汉技术，中泰证券研究所

- 2014 年，北京地铁能耗为 14.3 亿度，随着里程数的增加和车辆的加密，耗能将持续增长。北京地铁运营公司首席专家顾庆宜表示：目前地铁能耗成本占地铁整体运营成本的四成，相当于 73 万户三口之家一年的用电量。”我们认为地铁及城轨在节能上的压力较大，地铁储能产品未来市场空间广阔。

**图表 38：北京市轨道交通耗电量**



资料来源：中国建设报，中泰证券研究所整理

- 2016 年获得了产品试用机会，公司已成立地铁制动储能系统交付项目工作组，保障该产品顺利交付，力争尽快取得客户使用报告，参与市场推广。

**屏蔽门系统：中标贵阳屏蔽门项目，金额 6,292 万元**

- 主要应用于地铁、城轨、高铁、快速公交等现代快速交通领域。屏蔽门系统安装在站台边缘，将轨道与站台候车区域隔离开来，可以有效降低车站环控设备用电量，并能防止车站空调系统通风流失，给乘客带来舒适的候车环境。同时，屏蔽门也是保障行车、候车安全的车站安全防护系统。

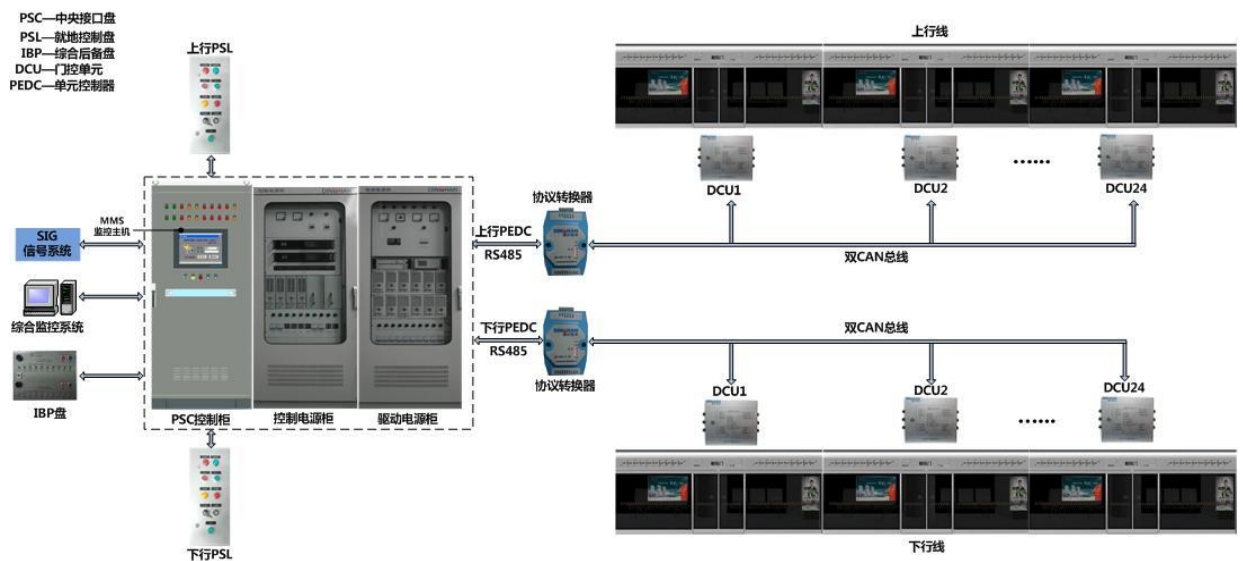
图表 39：公司屏蔽门系统自主研发完整覆盖电源、控制、驱动、门机



资料来源：鼎汉技术，中泰证券研究所整理

- 鼎汉屏蔽门系统完全自主开发，国产化率 100%，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。

图表 40：公司屏蔽门系统图解



资料来源：公司网站，中泰证券研究所整理

- 2016 年 2 月公司公告接到通知，被定为贵阳屏蔽门项目的预中标单位，公司投标报价为 6,292 万元，目前公司正在与贵阳市城市轨道交通有限公司开展技术及商务合同谈判工作。屏蔽门贵阳项目使公司取得了地铁全线中标的突破，预计今年完成大部分交付，并为公司带来一定业绩贡献。

进军车辆维保后市场，“增量到存量”战略转型初见成效

- 2015年4月，公司公告全资子公司“北京鼎汉软件有限公司”（以下简称“鼎汉软件”）名称变更为“北京鼎汉机电设备服务有限公司”（以下简称“鼎汉服务”），新公司独立运营有助于建立更加系统、专业、高效的维修维护服务团队，旨在打造轨道交通高端服务平台，建立鼎汉服务品牌。同时，在存量市场经营方面，公司也取得了较好的进步，存量业务由检测系统、地面电源服务销售、DC600V电源大修、大铁空调大修等产品和服务销售组成，2015年公司从服务、改造、大修等非新线、非新造车市场获得的订单接近3个亿，从增量到存量的战略转型初见成效。

## 九、盈利预测：预计公司重回增长快车道，维持“买入”评级

### 预计公司重回增长快车道，看好持续并购

- 公司“从国内到国外”战略迈出实质性步伐，看好公司海外并购，暂不考虑增发摊薄，预计公司2017-2019年业绩为2.95亿元、4.01亿元、5.25亿元，对应PE为28/21/16倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 定增进展低于预期；铁路投资下滑风险；公司新产品开拓低于预期

**图表 41：鼎汉技术三张表预测**

损益表（人民币千元）						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	795,723	1,144,578	953,988	1,171,715	1,473,365	1,882,811
增长率	76.14%	43.8%	-16.7%	22.8%	25.7%	27.8%
营业成本	-472,686	-653,268	-583,298	-703,033	-858,828	-1,073,416
% 销售收入	59.4%	57.1%	61.1%	60.0%	58.3%	57.0%
毛利	323,037	491,310	370,690	468,683	614,537	809,395
% 销售收入	40.6%	42.9%	38.9%	40.0%	41.7%	43.0%
营业税金及附加	-6,573	-9,282	-13,027	-14,178	-18,591	-23,433
% 销售收入	0.8%	0.8%	1.4%	1.2%	1.3%	1.2%
营业费用	-57,634	-89,189	-123,725	-90,222	-111,976	-143,094
% 销售收入	7.2%	7.8%	13.0%	7.7%	7.6%	7.6%
管理费用	-63,069	-120,971	-157,771	-118,343	-144,390	-182,633
% 销售收入	7.9%	10.6%	16.5%	10.1%	9.8%	9.7%
息税前利润 (EBIT)	195,761	271,867	76,168	245,940	339,580	460,236
% 销售收入	24.6%	23.8%	8.0%	21.0%	23.0%	24.4%
财务费用	-3,871	-29,482	-30,622	-13,901	-10,854	-9,129
% 销售收入	0.5%	2.6%	3.2%	1.2%	0.7%	0.5%
资产减值损失	-6,590	-15,523	-33,507	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-646	14,387	13,225	8,612	16,150	23,638
% 税前利润	-	4.9%	11.8%	2.7%	3.8%	4.3%
营业利润	184,653	241,250	25,265	240,651	344,876	474,745
营业利润率	23.2%	21.1%	2.6%	20.5%	23.4%	25.2%
营业外收支	18,650	49,416	86,969	74,452	78,624	77,233
税前利润	203,303	290,666	112,234	315,103	423,501	551,978
利润率	25.5%	25.4%	11.8%	26.9%	28.7%	29.3%
所得税	-28,595	-28,248	-1,011	-19,013	-20,907	-25,555
所得税率	14.1%	9.7%	0.9%	6.0%	4.9%	4.6%
净利润	174,708	262,417	111,223	296,090	402,593	526,423
少数股东损益	-16	-434	-1	1,260	1,128	1,716
归属于母公司的净利润	174,724	262,851	111,224	294,830	401,465	524,707
净利率	22.0%	23.0%	11.7%	25.2%	27.2%	27.9%

现金流量表（人民币千元）						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	174,708	262,417	111,223	296,090	402,593	526,423
少数股东损益	0	0	0	1,260	1,128	1,716
非现金支出	26,456	52,204	80,435	55,476	62,800	70,901
非经营收益	2,047	14,221	8,389	-66,032	-81,214	-87,311
营运资金变动	-55,832	-234,122	-140,878	6,747	-69,735	-160,550
经营活动现金净流	147,380	94,721	59,169	293,542	315,572	351,180
资本开支	36,394	142,278	56,732	76,845	44,680	47,957
投资	-13,500	-172,891	-25,816	0	0	0
其他	24,047	-980	-18,011	8,612	16,150	23,638
投资活动现金净流	-25,847	-316,150	-100,558	-68,233	-28,530	-24,320
股权募资	124,639	15,523	21,489	0	0	0
债权募资	-93,980	87,721	143,107	-214,654	0	0
其他	-53,587	-98,494	-59,645	-28,732	-332,105	-13,560
筹资活动现金净流	-22,927	4,751	104,951	-243,386	-332,105	-13,560
现金净流量	98,606	-216,678	63,563	-18,077	-45,062	313,300

资产负债表（人民币千元）						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	371,809	171,902	250,583	231,245	185,054	496,638
应收款项	584,085	1,009,934	1,007,489	981,650	1,145,022	1,434,222
存货	145,966	257,824	271,848	286,991	345,884	423,485
其他流动资产	31,253	51,076	69,498	80,084	89,393	104,103
流动资产	1,133,112	1,490,737	1,599,417	1,579,971	1,765,353	2,458,447
% 总资产	53.3%	47.9%	48.4%	46.7%	48.7%	56.2%
长期投资	49,801	135,038	173,341	173,341	173,341	173,341
固定资产	189,339	509,106	530,546	618,014	671,008	718,563
% 总资产	8.9%	16.4%	16.1%	18.3%	18.5%	16.4%
无形资产	740,634	953,891	976,158	984,511	992,021	998,755
非流动资产	994,479	1,618,377	1,705,386	1,801,207	1,861,711	1,916,000
% 总资产	46.7%	52.1%	51.6%	53.3%	51.3%	43.8%
资产总计	2,127,591	3,109,114	3,304,803	3,381,177	3,627,063	4,374,447
短期借款	0	203,951	214,654	0	0	0
应付款项	103,595	383,276	508,879	503,172	644,913	839,822
其他流动负债	61,631	88,666	79,374	398,564	100,116	126,168
流动负债	165,226	675,893	802,907	901,736	745,028	965,990
长期贷款	0	247,770	226,000	226,000	226,000	226,000
其他长期负债	142,751	110,632	105,328	105,328	105,328	105,328
负债	307,977	1,034,295	1,134,235	1,233,064	1,076,356	1,297,317
普通股股东权益	1,820,057	2,073,060	2,168,810	2,145,095	2,546,560	3,071,266
少数股东权益	-443	1,759	1,758	3,019	4,147	5,863
负债股东权益合计	2,127,591	3,109,114	3,304,803	3,381,177	3,627,063	4,374,447

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.334	0.499	0.209	0.555	0.756	0.988
每股净资产(元)	3.480	3.933	4.085	4.040	4.797	5.785
每股经营现金净流(元)	0.282	0.180	0.111	0.551	0.592	0.658
每股股利(元)	0.000	0.000	0.030	0.600	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.60%	12.68%	5.13%	13.74%	15.76%	17.08%
总资产收益率	8.22%	8.45%	3.36%	8.72%	11.06%	11.99%
投入资本收益率	11.97%	11.01%	3.29%	11.14%	12.79%	16.03%
增长率						
营业总收入增长率	76.14%	43.84%	-16.65%	22.82%	25.74%	27.79%
EBIT增长率	180.98%	38.88%	-71.98%	222.89%	38.07%	35.53%
净利润增长率	206.83%	50.44%	-57.69%	165.08%	36.17%	30.70%
总资产增长率	123.18%	46.28%	6.32%	2.31%	7.27%	20.61%
资产管理能力						
应收账款周转天数	194.5	213.3	314.4	238.0	214.0	209.0
存货周转天数	76.1	112.8	165.7	149.0	147.0	144.0
应付账款周转天数	45.2	88.0	142.7	122.0	123.0	124.0
固定资产周转天数	66.7	107.5	193.6	177.8	158.5	134.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-20.43%	13.49%	13.25%	4.30%	5.43%	-5.62%
EBIT利息保障倍数	50.6	9.2	2.5	17.7	31.3	50.4
资产负债率	14.40%	33.27%	34.35%	36.49%	29.70%	29.68%

资料来源：中泰证券研究所



**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。