

# 轨道交通信号系统领跑者

## 增持 (首次)

### 投资要点:

- 📖 城市轨道交通信号系统市场空间每年超 50 亿元，公司占约 25%
- 📖 公司有望明年实现国产化，毛利率提升一倍
- 📖 城际铁路具备潜在机会，首次给予“增持”评级

- **轨道交通信号系统市场空间广阔。**我国已经进入城市轨道交通的建设高峰，未来十年轨道交通信号系统的市场空间超过 500 亿元，年均超过 50 亿元，公司有望获得年均 15 亿元以上的订单，增长空间广阔而确定。
- **系统全部国产化后利润将得到大幅提升。**国内信号系统的提供商尚不具备核心技术能力，因此获得毛利率较低。公司目前正致力于信号系统的国产化，有望在年内通过认证并在明年实现系统的全部国产化，毛利率将由目前的 25% 左右提升至 45%-50%，而且提升的毛利率部分主要由软件及服务构成，因此对净利率的提升将十分明显。
- **环保业务正在积极开拓新方向。**脱硫业务在国内正由 EPC 模式向 BOT 模式转化，以期获得稳定的收益与现金流；同时积极开拓收益率较高的海外市场。而除此之外的环保业务正在积极向脱硝业务与污泥处理业务研发与开拓，我们看好污泥处理业务的发展前景，有望成为公司未来新的增长点。
- **半导体业务平淡无奇。**2010 年行业的整体回暖使半导体业务盈利能力恢复，但行业的发展增速较低，预计将维持稳定。
- **看好轨道交通信号系统的发展前景，首次给予“增持”评级。**公司近期的增发项目主要投向轨道交通信号系统业务的运营与研发，我们初步预计公司 2010/11/12 年的每股收益分别为 0.22/0.58/1.06 元（未摊薄），我们看好轨道交通信号系统业务的发展前景及国产化的完成后盈利的大幅提升，初次给予“增持”评级。

### 分析师

王静

S1180207090092

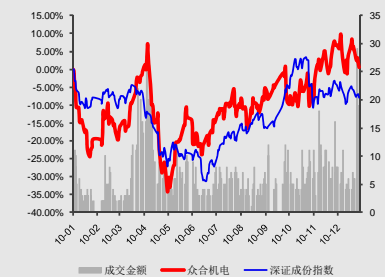
### 联系人

赵曦

电话：010-88085960

Email: zhaoxi@hysec.com

### 市场表现



### 公司数据

总股本 (万股)	10,310
流通股 (万股)	27,905
控股股东	浙大网新科技股份有限公司
控股股东持股比例	32.05%

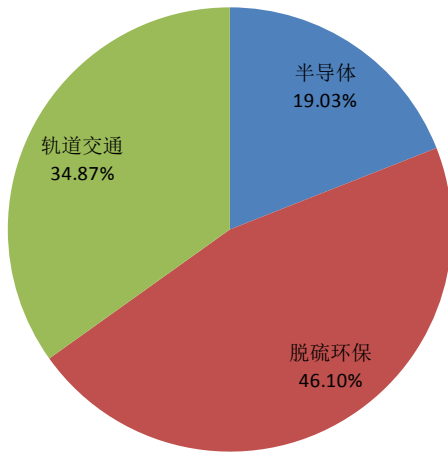
### 相关研究

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	93.99	1206.42	1204.25	2020.73	2727.38
增长率	-29.47%	1183.61%	-0.18%	67.80%	34.97%
母公司净利润	21.59	93.51	62.00	162.90	296.25
增长率	-94.48%	333.12%	-33.70%	162.75%	81.86%
毛利率	33.40%	17.05%	24.51%	24.74%	26.25%
EPS	0.077	0.335	0.222	0.584	1.062

## 一、公司情况简介

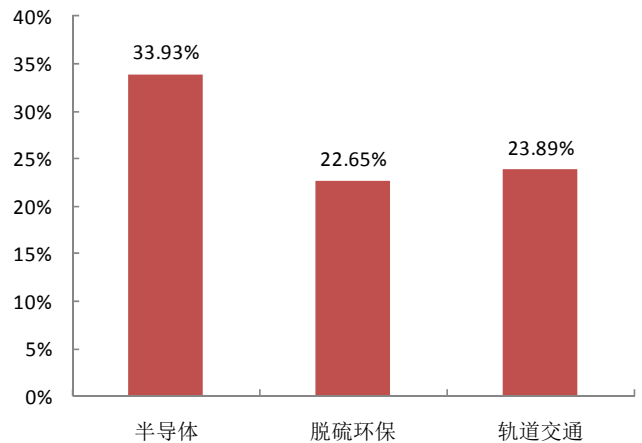
公司前身为浙江海纳，是1999年由浙江大学企业集团控股有限公司等发起成立的，之后在2009年完成重组，目前业务包括轨道交通（包括轨道交通信号系统、自动售检票系统等）、脱硫业务和半导体单晶硅业务。从去年上半年情况来看，轨交业务、脱硫业务和半导体分别占主营收入比重为35%、46%和19%，而从净利润构成来看，三大业务分别贡献净利润为1202万元、1276万元和1332万元。虽然目前三业并举，但从公司未来发展来看，轨道交通业务将成为核心业务。

图1：2010年上半年收入结构



资料来源：宏源证券研究所

图2：2010年上半年各项业务毛利率



资料来源：宏源证券研究所

## 二、轨道交通信号系统是最大亮点

根据目前我国对城市轨道交通的规划，到2020年轨道交通规划项目145个，线路总长共计4473.59公里。在轨道交通机电工程中，信号系统每公里平均造价约1200万元，AFC自动售检票系统每条线造价约1.4亿元。所以在未来10年内，信号系统的市场容量约为536.8亿元；AFC自动售检票系统的市场容量约为203亿元。信号系统平均每年的市场需求量为53.7亿元；AFC自动售检票系统平均每年的市场需求量为20.3亿元。因此我国已经进入轨道交通建设高峰，十年空间广阔而且确定。

公司目前轨道交通业务的订单包括三方面，其中轨道交通信号系统7条在手订单，总额约20亿元（总包金额）；AFC订单4个，约1亿元；清分系统2个。目前轨道交通信号系统的订单已完成3个，其余在2年内完成，业绩确定性较高。

目前公司正在跟踪的轨道交通信号工程项目有40多个，其中信号系统23个，自动售检票系统22个，跟踪项目金额预计达到90亿元以上。我们预计今后十年中公司信号系统每年能够到手的订单约在15亿元左右。

从信号系统的竞争格局上看，由于目前国内企业尚不具备该系统的核心技术，而国家

对于信号系统的国产化率要求是 55%，因此在招标中均采用国内企业与国外企业共同投标的形式。公司的主要竞争对手包括中国通号集团和上海卡斯柯，其中中国通号集团是铁道部下属央企，其技术合作方是西门子公司；卡斯柯是由上海通号公司与法国阿尔斯通合资成立的公司；而众合机电的技术来源是意大利的安萨尔多以及庞巴迪。

**表 1：轨道交通信号系统主要提供商**

公司	2009 年中标线路数	技术合作方
众合机电	6	意大利安萨尔多
上海卡斯柯	8	由上海通号与阿尔斯通合资公司
中国通号	7	西门子公司

资料来源：宏源证券研究所

从市场份额上来看，三家几乎相当，卡斯柯略占优势。而其余几家能够参与信号系统的公司包括和利时、上海自仪股份、中国电子科技集团第十四所等均只有 1~2 条线的中标历史，目前尚不能与上述三家公司竞争。而由于信号系统属于安全产品，其对系统厂商的业绩资质要求十分严格，目前其与机车是轨道交通各项招标中仅有的需要发改委审批的两个系统，因此具备很高的进入壁垒。

除了市场空间的确定性外，公司在该业务的另一大看点是信号系统的国产化即将完成。在现有的中外合作模式下，系统的核心软件部分和服务部分等利润率最高的环节仍然掌握在国外的合作公司手中。以众合机电为例，每条地铁信号系统的合同金额中，约 30% 要支付给外方以购买软件及服务，公司的剩余 70% 的合同金额毛利率约为 25%-30%，据我们预计，在国产化完成之后，整体项目的毛利率将提升至 45%-50%，而且提升部分的成本较低，其对净利润的贡献较毛利率的提升将更为明显。

目前，公司已经完成实验室内的完整信号系统的设计与测试，正在进行认证，我们预计今年有望完成该过程，并在明年开始独立进行投标。

另外，除城市轨道交通外，城际铁路的建设给公司带来潜在市场。目前城际铁路的技术路线和运营模式已经基本确定，即向公交化模式发展，其运行速度较慢及发车间距较小的特点将使其信号系统的技术接近于地铁系统，因此我们认为公司具备进入该领域的能力。城际铁路十二五期间规划投资 2 万亿，信号系统的市场空间在 600 亿左右。

### 三、脱硫业务正在转型

由于国内脱硫业务潜在市场空间正在不断萎缩，公司目前已经开展了海外的脱硫机电业务，目前已经获得了智利和保加利亚两个大型海外总包的订单，这将是公司脱硫环保业务的一个发展方向。而另一方面，在国内的脱硫业务中，公司正积极由 EPC 模式向 BOT 模式转变，已中标 3 个项目特许经营权，公司正在由承包商变为运营商，避免了经济周期波动和市场恶性竞争风险，获得了长期稳定的收益和现金流。

另外，环保领域中，公司也在积极拓展脱硝业务与污泥处理业务，其中我们看好污泥处理业务的广阔发展前景。

## 四、半导体业务维持稳定

2010 年公司的半导体业务由于行业的整体回暖取得了较好的业绩，但预计其未来并无继续投入的计划，将保持现有的产能，维持稳定。

## 五、盈利预测与评级

公司近期的增发项目主要投向轨道交通信号系统业务的运营与研发，我们初步预计公司 2010/11/12 年的每股收益分别为 0.22/0.58/1.06 元（未摊薄），我们看好轨道交通信号系统业务的发展前景及国产化的完成后盈利的大幅提升，初次给予“增持”评级。

**表 2：公司各项业务预测**

收入	2009	2010E	2011E	2012E
半导体	9,410.64	16,939.15	18,633.07	20,496.37
脱硫环保	85,169.88	55,360.42	72,522.15	95,729.24
轨道交通	25,904.09	47,922.57	110,605.28	156,064.05
其他	157.39	202.71	312.39	448.12
总计	120,642.00	120,424.85	202,072.90	272,737.79
成本	2009	2010E	2011E	2012E
半导体	6,942.98	11,298.41	12,856.82	14,757.39
脱硫环保	72,000.90	42,904.33	55,914.58	74,190.16
轨道交通	21,110.91	36,564.92	83,175.17	111,897.93
其他	22.08	141.90	218.67	313.68
总计	100,076.87	90,909.56	152,165.24	201,159.16
毛利率	2009	2010E	2011E	2012E
半导体	26.22%	33.30%	31.00%	28.00%
脱硫环保	15.46%	22.50%	22.90%	22.50%
轨道交通	18.50%	23.70%	24.80%	28.30%
其他	85.97%	30.00%	30.00%	30.00%
总计	17.05%	24.51%	24.70%	26.24%
收入增速	2009	2010E	2011E	2012E
半导体		80.00%	10.00%	10.00%
脱硫环保		-35.00%	31.00%	32.00%
轨道交通		85.00%	130.80%	41.10%
其他		28.79%	54.11%	43.45%
总计	1183.61%	-0.18%	67.80%	34.97%

资料来源：宏源证券研究所

**表 3 财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	1,694	1,736	2,276	2,793	营业收入	1,206	1,204	2,021	2,727
货币资金	284	406	315	314	营业成本	1,001	909	1,521	2,011
应收与预付款项	1,235	1,212	1,812	2,340	营业税金及附加	12	12	20	27
存货	142	86	117	106	销售费用	43	45	71	90
<b>非流动资产</b>	476	478	482	490	管理费用	96	90	145	191
固定资产在建工程	317	336	356	381	财务费用	8	69	64	57
无形资产待摊费用	159	143	126	110	资产减值损失	32	0	3	1
<b>资产总计</b>	2,170	2,214	2,758	3,283	投资收益	-8	-5	-4	0
<b>流动负债</b>	1,420	1,397	1,773	2,001	利润总额	103	75	193	350
短期借款	319	399	299	199	所得税	9	12	30	53
应付与预收账款	1,101	998	1,474	1,802	净利润	94	63	164	298
长期借款	181	181	181	181	少数股东损益	1	1	1	1
<b>非流动负债</b>	187	187	187	187	归属母公司净利	94	62	163	296
<b>负债合计</b>	1,607	1,584	1,961	2,188	<b>EPS (元)</b>	0.335	0.222	0.584	1.062
股本	279	279	279	279	<b>主要财务比率</b>				
资本公积	341	341	341	341	<b>成长能力</b>				
留存收益	-68	-6	156	453	营业收入	1183.6%	-0.18%	67.80%	34.97%
少数股东权益	11	11	12	14	净利润	325.89%	-33.50%	161.43%	81.86%
归属于母公司权益	552	614	777	1,073	<b>获利能力</b>				
<b>负债股东权益合计</b>	2,170	2,209	2,749	3,275	毛利率	17.05%	24.51%	24.74%	26.25%
<b>现金流量表</b>					净利率	7.81%	5.20%	8.10%	10.92%
单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E	ROE	16.95%	10.10%	20.98%	27.61%
<b>经营活动现金流</b>	-140	124	99	196	<b>偿债能力</b>				
净利润	104	68	167	298	资产负债率	74.08%	71.54%	71.09%	66.65%
折旧摊销	17	58	64	71	流动比率	1.17	1.22	1.27	1.38
资产减值损失	32	0	3	1	速动比率	1.07	1.16	1.20	1.33
利息费用	4	22	21	17	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-394	-60	-70	-80	总资产周转率	0.56	0.54	0.73	0.83
<b>融资活动现金流</b>	451	58	-121	-117	应收账款周转率	1.30	1.30	1.39	1.39
<b>现金流量净额</b>	-84	122	-92	0	存货周转率	7.06	10.63	12.97	18.94

注：资产负债表为按照 Wind 模型调整后数据。

**分析师简介:**

**王静:** 宏源证券研究所新能源与电力设备行业首席分析师, 2007 年加盟宏源证券研究所。

**机构销售团队**

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782234 wangjunwei@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085511 zhaojia@hysec.com	

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。