

电气设备 - 电源设备

2009 年 11 月 30 日

市场数据	2009 年 11 月 30 日
当前价格 (元)	76.00
52 周价格区间 (元)	62.11-79.19
总市值 (百万)	3904.58
流通市值 (百万)	790.40
总股本 (百万股)	51.38
流通股 (百万股)	10.40
日均成交额 (百万)	157.50
第一大股东	北京鼎汉电气科技有限公司
公司网址	http://www.dinghantech.com

财务数据	FYE
毛利率	52.16%
净利率	21.31%
净资产收益率	18.42%
总资产收益率	10.56%
资产负债率	41.09%
现金分红收益率	0.00%
市盈率	125.25
市净率	26.64

资料来源：09 年中期数据

世纪证券创业板研究小组

+86 755 83199599ext8202
+86 755 83199599ext8136lvlh@csc.com.cn
yanbiao@csc.com.cn

分析师申明

世纪证券创业板研究小组，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

技术和市场优势成就轨道交通电源行业强者

——鼎汉技术（300011）深度调研报告

评级： 中性（短期） 增持（中长期）

预测指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	107.60	218.35	278.30	362.25
净利润（百万元）	22.93	47.72	63.41	89.54
每股收益（元）	0.45	0.93	1.23	1.74
净利润增长率%	11%	108.10%	32.87%	41.21%
市盈率	163.43	78.54	59.11	41.86
市净率	34.72	6.12	5.54	4.90
EV/EBITDA	129	64	49	34

资料来源：世纪证券研究所

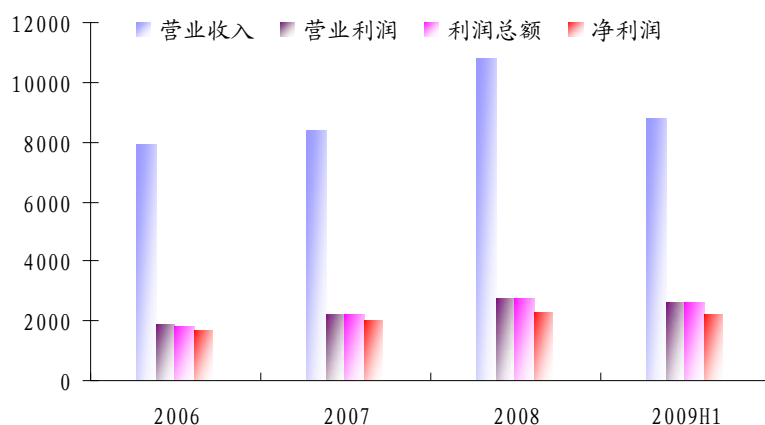
- **公司是轨道交通电源系统领域的龙头企业。**轨道交通信号智能电源系统是公司的核心产品，占比 80% 以上；随着市场认知度的提高，公司通信电源和电力操作电源将成为新的利润增长点。
- **铁路建设将迎来爆发式增长。**2010 年-2012 年将达到年均投资 6000 亿元以上，“十一五”至 2020 年期间，我国铁路建设需要投入的资金将达到 3.5 万亿元；高速铁路客运专线、新线路和机油路网改造以及城市轨道交通成为三大重点投资方向。
- **轨道交通电源市场迎来高景气度。**轨道交通信号智能电源，关注客运专线的爆发增长；轨道交通电力操作电源，关注铁路更新改造和城市轨交新增需求；轨道交通屏蔽门电源，关注城市轨交带来的市场增量；轨道交通通信电源市场存量很大，但增速较缓。
- **技术优势，成就细分市场龙头地位。**2008 年在高速客运专线轨道交通信号智能电源系统市场占有 48.6% 的市场份额，在城市交通轨道领域也占据半壁江山；市场渠道和品牌优势，使公司具备快速进入电力操作电源和屏蔽门电源领域的能力；轨道交通通信电源领域，公司定位于方案提供商。
- **业务逐步多元化，毛利率维持平稳。**公司的信号智能电源技术成熟，市场认知程度高，未来一段时间内仍将是公司收入的主要来源；信号电源、屏蔽门电源和通信电源等业务多元化发展有助于降低风险；相对稳定的竞争格局保证公司较高毛利率的稳定性。
- **盈利预测：**2009-2011 年公司营收分别为 2.18 亿元、2.78 亿元和 3.62 亿元，摊薄后 EPS 分别为 0.93 元、1.23 元和 1.74 元，短期给予公司“中性”评级，中长期给予“增持”评级。
- **风险提示：**（1）铁路投资力度低于预期；（2）产品售价下滑和原材料价格波动；（3）新产品市场开拓低于预期。

公司概况

公司是目前轨道交通电源系统领域的龙头企业，主营业务包括四大类型：轨道交通信号智能电源系统、轨道交通电力操作电源系统、轨道交通屏蔽门电源系统和轨道交通通信电源系统。

其中，轨道交通信号智能电源系统是公司的核心产品，最近三年及一期销售收入占比分别达到 89.19%、92.09%、84.09%和 77.07%；另外，随着市场认知度的提高，公司轨道交通通信电源系统和电力操作电源系统产品将成为新的利润增长点。

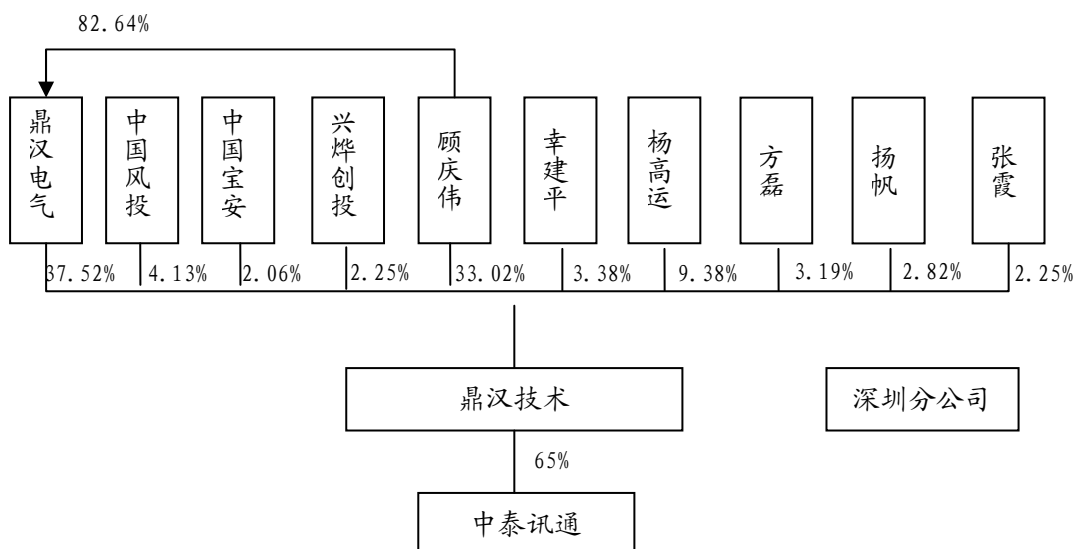
Figure 1 公司历年营业收入与利润情况（单位：万元）



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

公司控股股东为鼎汉电气，持有本公司 1,440 万股股份，占本次发行前总股本的 37.52%；目前，鼎汉电气的股权结构为顾庆伟持有 82.64%，陈显荣持有 13.89%，张新生持有 3.47%。本公司实际控制人为顾庆伟，合计持有公司 64.03%的股权。

Figure 2 公司股权结构（公开发行前）



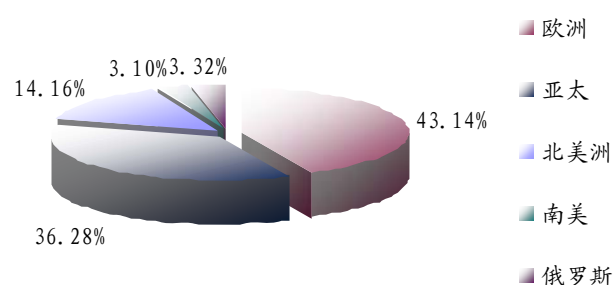
资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

铁路建设将迎来爆发式增长

DVB 报告表明,世界各国正在实施并预计到 2009 年将要完成的铁路基础设施建设预算总投资超过 4520 亿元,投资规模前三大分别为欧洲、北美洲和亚洲。

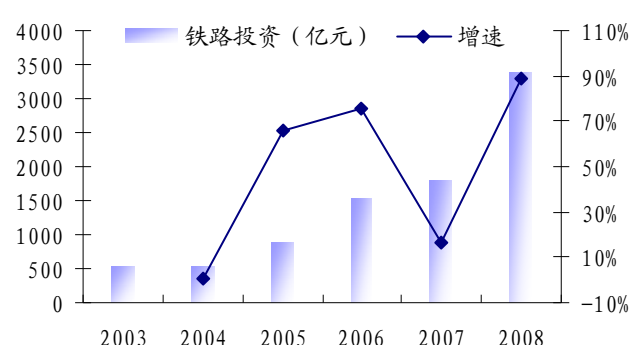
我国铁路投资从 05 年开始高速增长,08 年完成铁路基本建设投资 3375.54 亿元,同比增长 88.58%,是“十五”基建投资额的 1.1 倍。05-08 年我国铁建投资复合增长率达 56.5%。根据铁路“十一五”规划、《中长期铁路网规划》以及拉动内需刺激经济复苏和增长目标,预计“十一五”至 2020 年期间,我国铁路建设需要投入的资金将达到 3.5 万亿元。

Figure 3 全球铁路投资比例



数据来源: DVB、世纪证券研究所

Figure 4 2003-2008 我国铁路投资及增速 (单位: 亿元)



数据来源: 铁道部《2008 年铁道统计公报》、世纪证券研究所

根据铁道部 2009 年全国铁路工作会议提出的工作目标: 2009 年全年铁道部计划完成基本建设投资 6000 亿元, 将安排新开工项目 70 项, 完成新线铺轨 5148 公里, 复线铺轨 3462 公里, 新线投产 5849 公里, 复线投产 4662 公里, 电气化投产 5606 公里。同时, 铁道部在工作会议上首次提出 2010 年-2012 年将达到年均投资 6000 亿元以上, 预示着铁路建设将迎来连续四年的高速发展时期。

未来我国轨道交通有三大建设方向:

(1) 高速铁路: 四纵四横+三大城际, 总长度达 1.6 万公里

Figure 5 高铁建设线路规划

四纵	四横	三大城际
北京-上海	青岛-太原	北京-天津
北京-哈尔滨(大连)	徐州-兰州	上海-南京、上海-杭州、南京-杭州、南京-芜湖-安庆
北京-广州-深圳	上海-武汉-成都	广州-珠海
上海-福州-深圳	上海-长沙	

资料来源: 世纪证券研究所

(2) 新线路和提高路网既有通道能力

以扩大西部路网规模, 完善中东部铁路网结构, 规划建设新线约 4.1 万公里; 规划既有线增建二线 1.9 万公里, 既有线电气化 2.5 万公里。铁路复线率、电气化率将分别提高到 50% 和 60%。

(3) 城市轨道交通快速发展

截止到 2008 年底，已有 10 个城市拥有共 29 条城市轨道交通运营线路，运营里程达到 776 公里。北京、上海等 15 个城市共有约 50 条，1154 公里轨道交通线路在建。

国务院在目前在建城市轨道交通线路基础上，批复了北京、上海、广州等 22 个城市的 79 条地铁建设规划总长为 2259.84 公里，总投资达到 8820.03 亿元。

轨道交通电源市场迎来高景气度

轨道交通电源系统是为轨道交通各类电气化设备供电的基础核心设备。铁路中的应用主要包括为机车设备、信号系统设备、通信系统设备、综合牵引供电系统设备供电的电源系统；城市轨道交通中的应用除上述电源系统外，还包括了为环境控制系统设备、自动售检票系统设备、乘客信息系统设备等供电的电源系统。

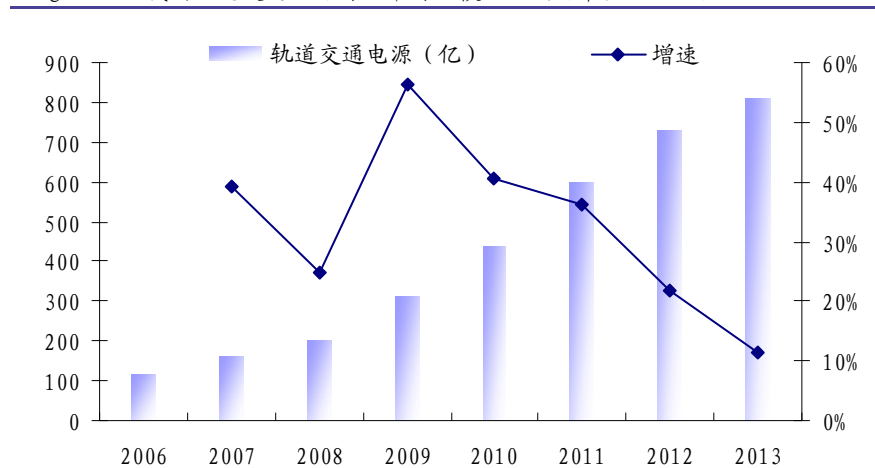
Figure 6 轨道交通电源产品应用领域

轨道交通电气化设备	轨道交通电源产品应用	
机车设备	车载主电源系统	UPS
	车载辅助电源系统	UPS
	信号系统设备	直流/交流信号电源
	通信系统设备	直流/交流通信电源
	综合牵引供电系统设备	直流/交流电力操作电源
	远程测控终端（RTU）电源	UPS
环境控制系统设备	应急电源（EPS）	
	空调通风设备电源	UPS
	屏蔽门电源	
自动售检票系统设备	自动售检票系统（AFC）电源	UPS
乘客信息系统设备	直流/交流电源	UPS

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

铁路行业的大发展使轨道交通电源产品市场进入新的快速增长时期。未来 3 年我国轨道交通电源设备市场容量复合增长率将达到 32.62%，2010-2013 年该市场容量达到 2573.01 亿元。

Figure 7 我国轨道交通电源行业市场规模及预测（单位：亿元）



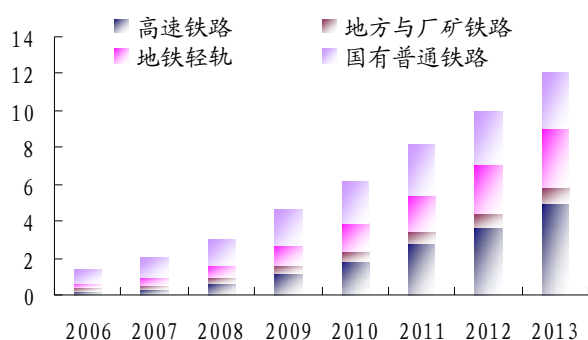
数据来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

轨道交通信号智能电源：关注客运专线的爆发增长

轨道交通信号智能电源产品具有定制化的特点，通常根据线路、站点信号设备供电的需要进行模块组合设计和参数调整。2009 年-2013 年轨道交通信号智能电源系统总市场容量预测将达 47.6 亿元，复合增长率达到 26.67%。

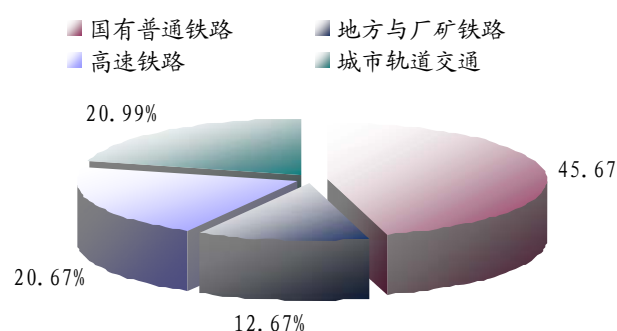
从信号智能电源细分市场看，高速铁路客运专线信号智能电源在未来几年将是增长最迅速的部分，我们预计 2009-2013 年复合增长率将达到 43.71%。

Figure 8 信号智能电源细分市场预测 (单位: 亿元)



数据来源：铁道部、铁道科学研究院、世纪证券研究所

Figure 9 2008 年我国轨交信号智能电源市场分布



数据来源：铁道科学研究院、世纪证券研究所

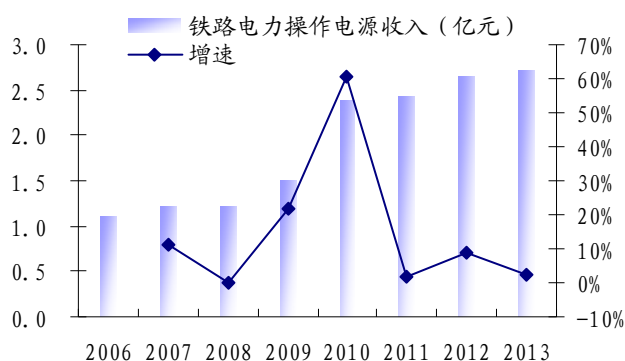
轨道交通电力操作电源：关注铁路更新改造和城市轨交新增需求

现有电气化铁路电力操作电源技术属于 80 年代水平，技术陈旧，可靠性低；随着我国铁路电气化里程不断提高，铁路系统改造进程的加快，将带动轨道交通电力操作电源产品需求量的增长。

另外，城市地铁和轻轨建设进入高速发展期，对电力操作电源的需求也不断增加。

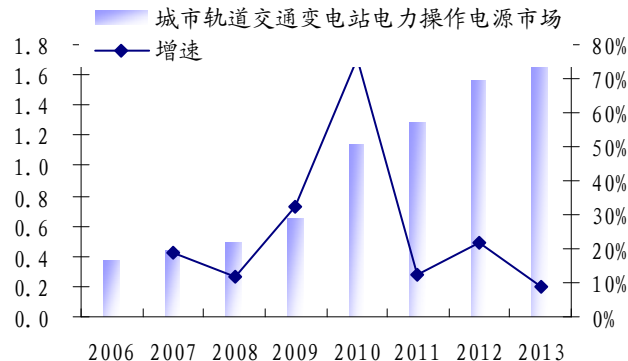
我们预测 2010-2012 年铁路和城市轨道领域对电力操作电源的需求将分别达到 7.47 亿元和 3.98 亿元。

Figure 10 铁路领域电力操作电源市场规模及预测



数据来源：铁道部第四勘察设计院、世纪证券研究所

Figure 11 城市轨道交通电力操作电源市场规模及预测



数据来源：重庆轨道交通总公司、世纪证券研究所

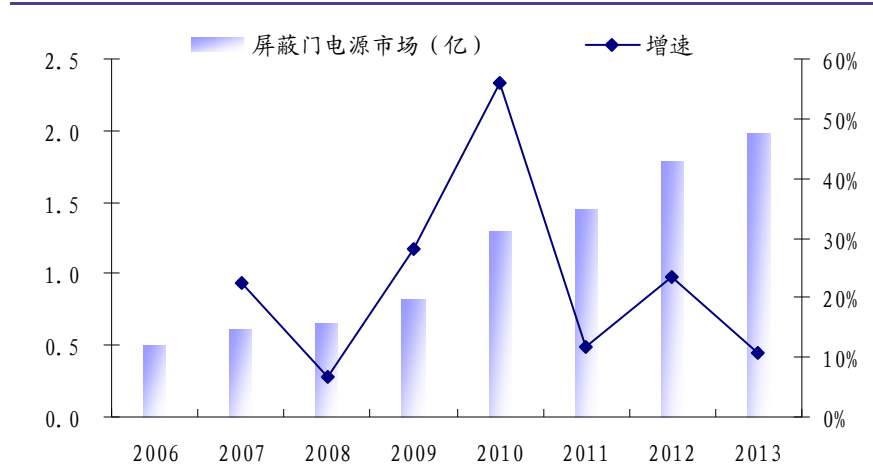
轨道交通屏蔽门电源：城市轨道交通带来的市场增量

轨道交通屏蔽门电源系统的市场需求主要来自于新建城市轨道交通

通、原有城市轨道交通站点改造以及高速客运专线站点建设等。目前，轨道交通屏蔽门电源系统主要还是应用于城市轨道交通领域。

我们预计 2010-2013 年该市场容量将达到 6.53 亿元，复合增长率为 24.44%。

Figure 12 我国屏蔽门电源市场规模及预测（单位：亿元）



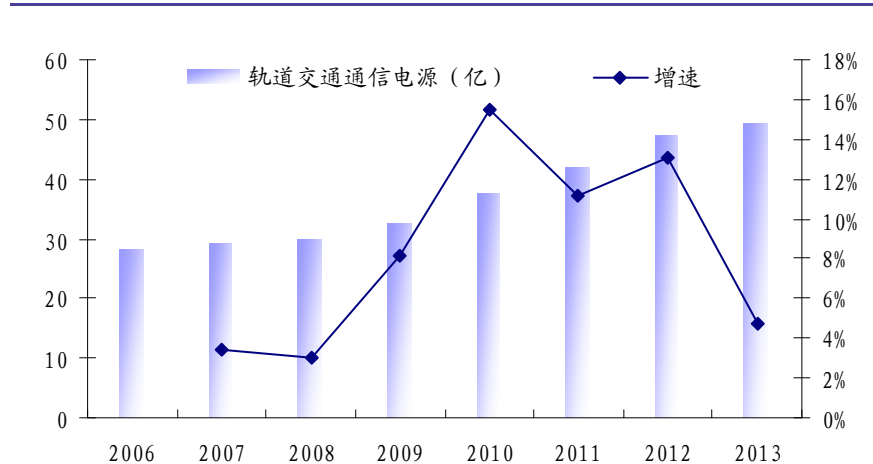
数据来源：沈阳地铁、世纪证券研究所

轨道交通通信电源：存量很大，但增速较缓

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；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。

我国轨道交通信号电源市场规模较大，但增速缓慢，2009-2013 年市场规模达到 175.87 亿元，但复合增长率仅为 11.02%。

Figure 13 我国轨道交通通信电源市场及预测（单位：亿元）



数据来源：重庆轨道交通总公司、西安地铁、世纪证券研究所

技术优势，成就细分市场龙头地位

跟一般装备制造业相比，轨道交通电源行业的下游客户对厂商产品的可靠性、稳定性以及行业资质要求更严格；因此，该行业面临技术、

资金、市场准入和信誉的壁垒，企业的研发实力、过往产品的运行情况都将影响企业产品的销量。

公司凭借在轨道交通电源系统领域多年持续不断的研发和积累，已经拥有自主核心技术和知识产权，具备丰富的行业应用和服务经验，在国家铁路和城市轨道交通市场取得领先地位。

2008 年研发费用 732.59 万元，占主营业务收入的比例为 6.81%，目前行业竞争对手平均研发费用占主营业务收入 5%。未来公司研发投入占收入的比例将达到 10%。

Figure 14 公司历年研发投入项目及金额

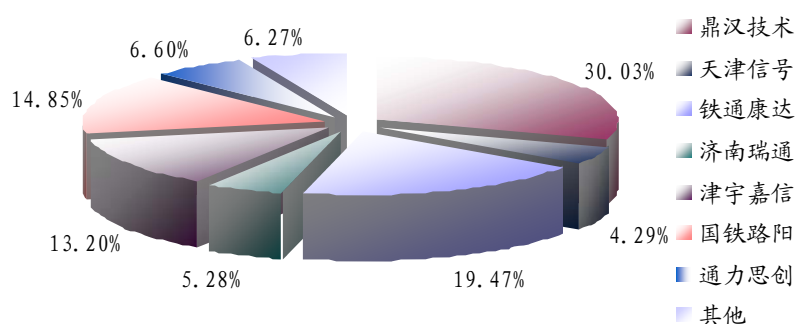
	2006	2007	2008	2009H1
项目名称	铁路信号智能电源屏新系统V1.0	信号微电子设备自动测试系统（虚拟测试仪）	PZG 系列铁路信号电源屏 V2.0 系统 信号电源第一生产线 屏蔽门电源预研项目 轨道交通电力操作电源	客专信号电源系统优化开发项目 屏蔽门电源预研项目（第二阶段） 轨道交通电力操作电源开发项目（第二阶段） 智能模块测试仪 48V/16A电源模块开发项目 轨道交通全高频信号智能电源成本优化项目 轨道交通信号电源 CRCC 认证样机项目
金额	244.53万元	438.70万元	732.59 万元	287.60 万元
占营收比	3.08%	5.24%	6.81%	3.27%

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

信号智能电源领域：领先优势

目前，信号智能电源产品通过铁道部技术检测、检验的厂家有：鼎汉技术、铁通康达、津宇嘉信、国铁路阳、通力思创、济南瑞通等不足 10 家，2008 年公司占有 30.03%的市场份额，远高于其他企业。

Figure 15 2008 年轨交信号电源市场份额



数据来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

2008 年在高速客运专线轨道交通信号智能电源系统市场占有 48.6% 的市场份额，在城市交通轨道领域也占据半壁江山。

Figure 16 我国城市轨道交通市场信号电源中标情况

城市	城轨线号	站点数量 (个)	运营时间	信号智能电源提供商
北京	一号线	23	1969 年	西屋电气、佛山创电
北京	二号线	18	1984 年	西屋电气、佛山创电
广州	一号线	31	1997 年	西门子、鼎汉技术
北京	十三号线	16	2002 年	佛山创电
长春	轻轨一期线	17	2002 年	鼎汉技术
大连	三号线	11	2002 年	国铁路阳
上海	五号线	11	2003 年	鼎汉技术
广州	二号线	20	2004 年	鼎汉技术
上海	一号线	24	2004 年	上海通信工厂、鼎汉技术
武汉	1 号线一期	10	2004 年	特锐
重庆	轻轨一期线	18	2004 年	铁信通
南京	一号线	16	2005 年	鼎汉技术
上海	四号线	24	2005 年	铁通康达
广州	四号线	8	2006 年	鼎汉技术
广州	五号线	23	2006 年	鼎汉技术
上海	三号线	19	2006 年	上海通信工厂
上海	二号线	13	2006 年	天津信号工厂、鼎汉技术
天津	一号线	22	2006 年	佛山创电
北京	五号线	23	2007 年	佛山创电
广州	三号线	18	2007 年	鼎汉技术
上海	六号线	26	2007 年	鼎汉技术
上海	八号线	22	2007 年	鼎汉技术
上海	九号线	12	2007 年	鼎汉技术
深圳	一号线	15	2007 年	鼎汉技术
北京	机场线	4	2008 年	鼎汉技术
北京	奥运支线	4	2008 年	鼎汉技术
北京	十号线	29	2008 年	鼎汉技术

资料来源：鼎汉技术市场部、世纪证券研究所

电力操作电源和屏蔽门电源：得益于技术优势和市场基础

由于公司在开关领域具备雄厚的技术和应用经验储备，加上公司在国内轨道交通市场良好的市场渠道和品牌，使公司具备快速进入电力操作电源和屏蔽门电源领域的能力。

轨道交通电力操作电源和屏蔽门电源将成为公司新的利润增长点。电力操作电源市场预计 2010 年实现市场占有率 2.33%，2013 年实现近 20% 的市场占有率。目前，公司已成功获得沈阳地铁一号线、北京地铁十五号线、重庆地铁一号线等项目；轨道交通屏蔽门电源市场，预计 2010 年实现市场占有率近 8%，2013 年 20% 左右的市场占有率。

轨道交通通信电源：定位于方案提供商

在目前轨道交通通信电源系统的建设中，供电方式多倾向于采用多系统通信电源整合方案。目前，提供通信电源解决方案的提供商主要有

动力源和中达电通,市场占有率分别达到 15.43%和 5.85%,集中度较低。

公司凭借在轨道交通领域长期的积累和品牌优势,2008 年成功进入轨道交通通信电源供应商序列,实现了市场突破。公司的通信电源模块和 UPS 主要从艾默生网络能源采购,约占其成本的 40%-50%。

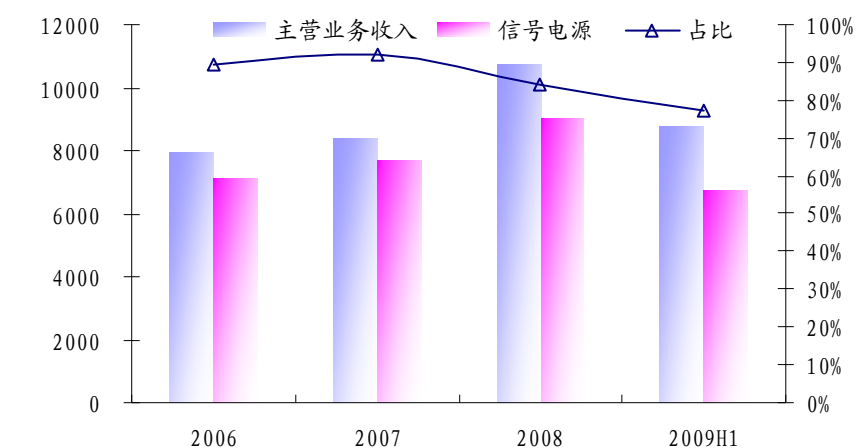
业务逐步多元化,毛利率维持平稳

信号智能电源核心地位短期难变

最近 3 年及 1 期,公司实现主营业务收入分别为 7942.56 万、8363.94 万、1.07 亿和 8768.8 万,信号智能电源收入分别占主营业务收入的 89.19%、92.09%、84.09%和 77.07%。

我们认为公司的信号智能电源技术成熟,市场认知程度高,未来一段时间内仍将是公司收入的主要来源。

Figure 17 信号智能电源占营收比例



数据来源: 公司招股说明书、世纪证券研究所

收入结构优化, 减小风险

从公司的研发项目来看, 08 年以来公司就开始进入信号电源、屏蔽门电源和通信电源。凭借信号电源技术的可复制性和强大的市场基础, 这三大业务已经成为公司新的利润增长点。

另外, 公司还准备进入轨道交通车载辅助电源市场, 从而形成轨道交通电源领域全系列产品。

我们认为, 这将减小目前过于依赖信号电源业务的风险。从收入结构看, 09 年中期信号电源和电力操作电源收入就达到主营收入的 23%。

毛利率将维持在较高水平

铁路部门以安全为主的经营原则, 决定了轨道交通电源市场不是一个完全竞争的市场, 而是相对稳定的竞争格局。因此, 能保证供应商较高毛利率的稳定性。同时, 该行业较高的技术、资金、信誉、资质门槛,

提高了新来者的进入壁垒。

虽然该行业整体利润水平在较长时期里保持稳定，但行业将出现分化，主要表现为：能紧跟轨道交通电源技术发展趋势的企业，并能实现核心技术突破的企业，将在该市场占据绝对领先地位。

根据公司目前的研发实力和市场基础，我们认为公司已处于轨道交通电源领域领先地位，未来毛利率将保持在稳定水平。

Figure 18 公司主要产品毛利率

产品	2006	2007	2008	2009H1
信号电源	49.78%	52.99%	51.69%	54.15%
通信电源			56.23%	38.67%
电力操作电源			38.58%	13.32%
综合毛利率	48.96%	52.39%	52.16%	50.09%

数据来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

09 年中期，信号电源毛利率有较大的提高，有两方面原因：一是高毛利率的客运专线和城市轨道交通信号电源收入，在整个信号电源收入中占比增加；二是单位成本的下降。

Figure 19 信号电源在不同领域毛利率的差别

	高速客运专线			普通铁路和城市地铁		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
2008	3261.84	1383.88	57.57%	5776.91	2982.65	48.37%
2009H1	4241.96	1844.14	56.53%	2516.01	1254.35	50.15%

数据来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

通过前面的分析，我们认为信号智能电源在客运专线将出现爆发性增长，公司的该业务将直接受益。我们认为信号智能电源的毛利率将保持在 54%-56% 左右的水平。

从通信电源和电力操作电源毛利率看，09 年中期有较大程度下降。我们认为主要原因是，这两项业务 08 年下半年才开始实现收入，公司为了扩大市场份额，部分订单毛利率偏低。

我们认为随着这两项产品市场规模的逐步扩大，单位成本将下降，毛利率将有一定程度的提升。

Figure 20 同行业公司综合毛利率比较

	2006	2007	2008	2009H1
奥特讯	49.45%	48.91%	43.82%	40.99%
辉煌科技	45.96	46.22%	49.63%	49.70%
鼎汉技术	48.96%	52.39%	52.16%	50.09%

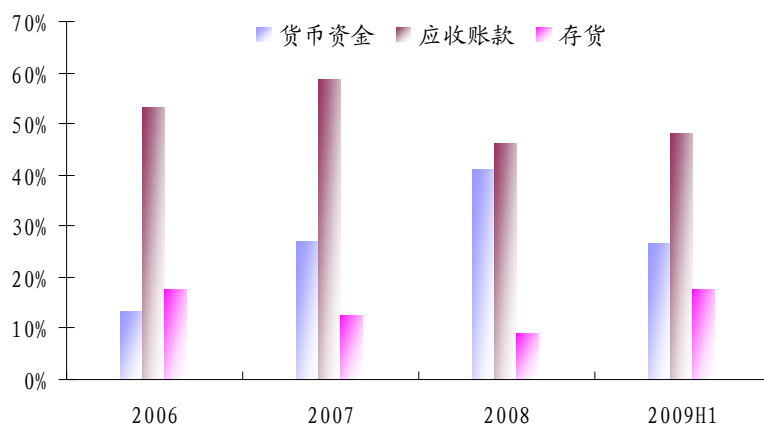
数据来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

财务分析

关注应收账款和存货的结构和管理能力

公司流动资产中，应收账款和存货占有 60%-70%左右，特别是应收账款占有 50%的比例。

Figure 21 主要流动资产占比



数据来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

2006 年度至 2009 年 1-6 月份，公司应收账款平均余额占营业收入比例分别为 56.50%、68.03%、65.36%、93.46%。

由于公司信号电源产品从发货、开通到验收一般需 6-12 个月，大部分货款收回需要一定时间，还存在跨年度的情况；另外，在销售合同中，通常有 5%-10%的质保金，通常在质保期结束后（1-2 年）才能收到。

通过分析公司前五名客户应收账款以及公司应收账款的账龄，我们发现公司应收账款的发生坏账的可能性很小。

通过分析存货构成，我们发现原材料、在产品和库存商品所占比例较高，这与公司所处行业有关。轨道交通电源一般都是根据客户需求，生产的非标准化产品，导致生产周期延长，从而导致原材料等流动资产占比较高。

但我们关心的是，原材料等成本占主营业务成本的比重达 90%以上，如果原材料价格发生较大波动，会使存货发生减值损失，而且会影响产品毛利率。

应收账款管理能力有待继续提高

公司应收账款周转率保持得比较稳定，在同行业中也处于中等水平。但由于公司具有明显的季节性特征，即三四季度为销售和回款的高峰期，随着销售规模的增加，公司购买商品支付现金增长较多，这使得公司对流动资金的需求不断增加。因此，加强应收账款管理，可以缓解

对流动资金压力。

Figure 22 可比公司资产周转能力比较

可比公司	项目	2006	2007	2008	2009H1
奥特迅	应收账款周转率（次）	2.14	1.98	1.37	0.35
	存货周转率（次）	1.36	1.67	1.61	0.37
辉煌科技	应收账款周转率（次）	2.99	2.92	2.22	0.69
	存货周转率（次）	1.6	1.39	1.34	0.36
鼎汉技术	应收账款周转率（次）	1.77	1.47	1.53	1.07
	存货周转率（次）	3.22	2.67	3.59	1.86

数据来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

偿债能力较强，经营稳健

2008 年末流动比率和速动比率分别达到 2.15 和 1.95，资产的流动性较强。另外，公司的负债主要以经营性应付项目为主，负债水平合理，经营稳健。

Figure 23 公司主要偿债能力指标

项目	2006	2007	2008	2009H1
流动比率（倍）	2.14	2.66	2.15	2.22
速动比率（倍）	1.76	2.33	1.95	1.83
资产负债率（母公司）	43.91%	34.25%	40.74%	39.72%
利息保障倍数（倍）	83.29	37.69	33.87	285.24

数据来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

期间费用主要来自于销售和研发费用的增长

公司销售费用主要由销售人员职工薪酬、差旅费和业务招待费构成。随着公司对新产品（电力操作电源、屏蔽门电源等）的市场的开拓，以及原有市场的维护，销售费用也将持续增长。

管理费用中，研发费用占比为 40%左右。随着公司未来研发的大量投入，管理费用也将快速增长。

Figure 24 公司历年期间费用率情况

	2006	2007	2008	2009H1
销售费用率	13.84%	12.60%	16.00%	11.41%
管理费用率	8.88%	10.37%	8.25%	6.88%
财务费用率	0.42%	0.93%	1.06%	0.33%
期间费用率	23.13%	23.90%	25.31%	18.63%

数据来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

募投项目专注产品线的延伸和补充流动资金

公司计划募投两个项目，分别是轨道交通电源产业化项目以及专用电源系列化研发及产业化项目，另外资金用于补充公司流动资金。

轨道交通电源产业化项目包括信号电源专业实验测试中心、研发中心 and 数字化智能电源试制生产线。此举表明，公司将在 08 版信号智能

电源市场推广的基础上，向数字化、智能化方向推进。

Figure 25 公司募投项目及资金安排

项目名称	总投资	固定资产投资			铺底流动资金
		基建投资	设备投资	合计	
轨道交通信号电源产业化项目	9332.53	547.18	6217.30	6764.48	2568.05
轨道交通专用电源系列化研发及产业化项目	3224.82	107.32	2412.65	2519.97	704.85
补充流动资金	9000.00				9000.00
合计	21557.35	654.50	8629.95	9284.45	12272.90

数据来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

专用电源系列化研发及产业化项目包括操作电源和屏蔽门电源产业化、车载辅助电源、不间断电源。这表明公司在信号智能电源基础上，努力延伸产品线，实现业务多元化以及产品的技术升级。

前面分析指出，公司由于行业特殊经营模式，需要大量流动资金。一方面，在上游材料的采购中支付资金占用周期较长；另一方面，公司目前待履行的订单也要占用大量流动资金。截止 09 年中期，公司待履行合同约 2 亿元，已预中标合同 2.46 亿元，履行合同占用的营运资金将达到 1.34 亿元；此次募集资金将大力缓解流动资金的压力。

此次募集资金达 4.8 亿元，超募约 2.6 亿元，超募资金主要用于主业。

对公司未来发展一些的研判

此次调研，我们对公司未来发展的若干问题进行如下研判：

- (1) 公司定位：一流的轨道交通电源供应商
- (2) 公司产品战略：产品线多元化，核心技术数字化、智能化

从公司研发路线可以看出，公司在信号智能电源基础上，拓展电力操作电源、屏蔽门电源、专用电源、不间断电源等市场，这将减小依赖单一产品的风险。

另外，从技术发展方向上看，数字化智能化成为我国下一代轨道交通电源的发展方向。募投项目加快研发进展，保持市场先入优势。

- (3) 公司在轨道交通电源市场领先的原因

➤ 技术优势

我国铁路正在提速的进程中，其核心是技术的提速，即电气化的提速，公司在技术上具备的核心竞争优势是保持在该领域领先的原因；国内铁路通用模板技术革新上基本没有多大技术投入，公司的新产品可以对旧有产品的快速替代。

➤ 实行品牌营销，为客户提供全方位的解决方案

公司销售人员分为 3 部分：客户经理负责联络，产品人员负责做方案，以及技术支援人员，目前销售人员有 70-80 人，到 09 年底，还要招 20 左右市场人员。

➤ 加强内部管理，提高效率，降低成本

(4) 未来产品结构

未来争取来自于铁路的收入和来自于城市轨道交通的收入比例达到 1: 1。但目前来看，短期内大部分收入还是来自于铁路，而来自于地铁收入将有很大上升空间。主要是由于地铁建设水平要求更高，更注重技术和品牌，因此，在未来 79 条新建地铁中，公司有可能获得较大的市场份额。

(5) 公司成长性在何处

由于公司所处的市场是非标准化的细分市场，随着铁路建设规模的放大，其规模也增加；电气化改造带来的市场增量；高速客运专线建设；参与国外铁路建设带来的机会

(6) 应收账款方面管理措施

- 公司成立专门部门来管理应收账款
- 加大对销售人员的考核，包括回款情况
- 采取相关激励措施，以提高预付款比例
- 跟客户协商新的结算模式，如分段结算等

(7) 技术被超越的可能性

公司是轨道交通电源领域唯一一家拥有全系列产品自主核心技术知识产权的企业。产品最核心的部分是电源模块和软件，目前来看，信号电源领域我们认为公司的技术优势至少领先对手 1.5 年（从工频到智能化），在第一个募投项目完成后，公司将实现从智能化到数字化，届时将取得绝对领先地位。

另外，公司采取严格的保密措施，与技术人员签订保密协议，并加强图纸管理和文档的数据管理，以防止核心技术的外泄。

(8) 原材料价格波动对公司影响

原材料等成本占营业成本 90%以上，但原材料价格上涨对公司影响应该不会很大，公司与上游供应商形成了较为良好的合作关系，以应对价格的波动。

盈利预测及投资建议

预测假设：

按照前面对客运专线及国家普通铁路信号电源市场容量预测，以及

公司在这两块细分领域的市场占有率，我们预计 2009-2011 年收入增速分别为 77.02%、27.19%和 26.98%。

电力操作电源 09 年开始对盈利有贡献，但 2011 年才出现较快增长；屏蔽门电源 2010 年开始有贡献，2011 年开始较快增长；车载辅助电源和不间断电源在 2011 年开始有所贡献，但占比很小。具体预测，见表 26 所示（基于保守预测）。

信号电源产品毛利率保持在 50%以上，电力操作电源和屏蔽门电源在市场规模扩大后，毛利率有所提升；2009-2011 年综合毛利率分别为 46.79%、46.65%和 49.23%。

Figure 26 2009-2011 年公司业务收入及毛利率预测（单位：万元）

	2008	2009H1	2009E	2010E	2011E
信号电源	9038.75	6757.97	16000.00	20350.00	25840.00
收入增长率			77.02%	27.19%	26.98%
毛利率	51.69%	54.15%	52.50%	52.00%	51.00%
通信电源	1458.74	1626.75	3400.00	4500.00	6000.00
收入增长率			133.08%	32.35%	33.33%
毛利率	56.23%	38.67%	37.00%	36.00%	36.00%
电力操作电源	202.54	330.94	660.00	800.00	1700.00
收入增长率			225.86%	21.21%	112.50%
毛利率	38.58%	13.32%	14.00%	28.00%	32.00%
屏蔽门电源				1000.00	2100.00
收入增长率					110.00%
毛利率					30.00%
GSM-R			1700.00	2100.00	2600.00
收入增长率				23.53%	23.81%
毛利率			25.68%	25.00%	25.00%
车载辅助电源					1200.00
收入增长率					
毛利率					30.00%
不间断电源					900.00
毛利率					30.00%
其他收入	60.00	66.27	75.00	80.00	85.00
毛利率		50.00%	40.00%	40.00%	40.00%
营业收入合计	10760.03	8781.93	21835.00	27830.00	36225.00
增长率			102.93%	27.46%	30.17%
毛利润	5601.23	4385.84	10216.96	12983.00	17826.40
营业成本	5158.80	4396.09	11618.04	14847.00	18398.60
综合毛利率	52.06%	50.02%	46.79%	46.65%	49.21%

数据来源：世纪证券研究所

期间费用：由于公司市场维持和拓展，我们认为销售费用率将基本保持稳中有降的趋势；管理费用率由于研发支出的大幅增加，我们预测未来 3 年将略有上升；财务费用率由于短期借款的减少，我们认为将保持在较低的水平。

综合税率：按照 15%的所得税率计算

资本投资：按照募投项目计划分配

Figure 27 2009-2011 年期间费用率预测

	2008	2009H1	2009E	2010E	2011E
销售费用率	16.00%	11.41%	11.34%	11.00%	11.00%
管理费用率	8.25%	6.88%	7.94%	8.30%	8.60%
财务费用率	1.06%	0.33%	0.42%	0.38%	0.30%
期间费用率	25.31%	18.63%	19.70%	19.68%	19.90%

数据来源：世纪证券研究所

盈利预测：

按照上面的假设条件,我们预测 2009-2011 年公司营收分别为 2.18 亿元、2.78 亿元和 3.62 亿元; 实现净利润分别为 4772 万元、6341 万元和 8954 万元; 摊薄后 EPS 分别为 0.93 元、1.23 元和 1.74 元, 对应的动态 PE 分别为 78、59 和 42 倍。

Figure 28 2009-2011 年公司盈利预测

项目 (单位: 百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	83.77	107.60	218.35	278.30	362.25
减: 营业成本	39.89	51.48	116.18	148.47	183.99
减: 营业税金及附加	1.18	1.06	1.75	2.23	2.90
减: 营业费用	10.56	17.22	24.89	30.61	39.85
减: 管理费用	8.68	8.87	17.36	23.10	31.15
减: 财务费用	0.78	1.14	0.97	-1.45	-2.20
减: 资产减值损失	0.34	0.35	1.10	0.80	1.30
营业利润	22.35	27.48	56.10	74.54	105.26
二、利润总额					
加: 营业外收入	0.09	0.30	0.07	0.10	0.10
减: 营业外支出	0.20	0.03	0.03	0.04	0.02
利润总额	22.24	27.75	56.14	74.60	105.34
三、净利润					
减: 所得税	2.11	4.93	8.42	11.19	15.80
净利润	20.13	22.82	47.72	63.41	89.54
四、归属于母公司所有者净利润					
减: 少数股东损益	-0.57	-0.11	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	20.69	22.93	47.72	63.41	89.54
EPS (摊薄)	0.40	0.45	0.93	1.23	1.74

数据来源：世纪证券研究所

鉴于公司在轨道交通电源领域的技术和市场优势,公司在该领域的高成长性,给予 2009 年 40 倍 PE,因此我们认为公司目前估值较高。

投资评级及建议：

短期给予公司“中性”评级,中长期给予“增持”评级。考虑到目前二级市场股价偏高,建议投资者目前以观望为主,中长线建仓,关注由于铁路投资增速给公司带来业绩超预期增长的投资机会。

风险提示:

- (1) 铁路和城市轨道交通建设投资进度低于预期;
- (2) 产品价格下滑导致盈利增速下降的风险;
- (3) 原材料价格波动导致毛利率下降的风险;
- (4) 电力操作电源、屏蔽门电源、车载电源、不断间断电源等产品市场拓展情况低于预期的风险。

Figure 29 三大报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	162	783	781	835	营业收入	108	218	278	362
现金	67	435	565	385	营业成本	51	116	148	184
应收账款	75	265	134	348	营业税金及附加	1	2	2	3
其他应收款	3	7	8	11	营业费用	17	25	31	40
预付账款	2	5	5	6	管理费用	9	17	23	31
存货	15	70	67	83	财务费用	1	1	-1	-2
其他流动资产	1	1	2	2	资产减值损失	0	1	1	1
非流动资产	21	37	76	155	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	15	16	64	133	营业利润	27	56	75	105
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	6	21	13	21	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	183	820	857	990	利润总额	28	56	75	105
流动负债	75	208	181	224	所得税	5	8	11	16
短期借款	10	15	15	15	净利润	23	48	63	90
应付账款	26	67	62	79	少数股东损益	-0	0	0	0
其他流动负债	39	126	104	130	归属母公司净利润	23	48	63	90
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	29	58	75	108
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.60	0.93	1.23	1.74
其他非流动负债	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	75	208	181	224	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	38	51	51	51	营业收入	28.4%	102.9%	27.5%	30.2%
资本公积	41	485	485	485	营业利润	22.9%	104.2%	32.9%	41.2%
留存收益	29	76	140	229	归属于母公司净利润	10.8%	108.1%	32.9%	41.2%
归属母公司股东权益	108	613	676	766	获利能力				
负债和股东权益	183	820	857	990	毛利率 (%)	52.2%	46.8%	46.7%	49.2%
现金流量表					净利率 (%)	21.3%	21.9%	22.8%	24.7%
单位: 百万元					ROE (%)	21.2%	7.8%	9.4%	11.7%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC (%)	44.1%	27.3%	51.1%	22.5%
经营活动现金流	41	-89	179	-99	偿债能力				
净利润	23	48	63	90	资产负债率 (%)	41.1%	25.3%	21.1%	22.7%
折旧摊销	0	1	2	5	净负债比率 (%)	15.89%	7.23%	8.27%	6.68%
财务费用	1	1	-1	-2	流动比率	2.15	3.77	4.31	3.72
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.95	3.44	3.94	3.35
营运资金变动	0	-137	115	-206	营运能力				
其他经营现金流	17	-1	0	14	总资产周转率	0.69	0.44	0.33	0.39
投资活动现金流	-5	-2	-51	-82	应收账款周转率	1.47	1.20	1.30	1.40
资本支出	5	1	50	80	应付账款周转率	2.34	2.50	2.30	2.60
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	0	-1	-1	-2	每股收益 (最新摊薄)	0.45	0.93	1.23	1.74
筹资活动现金流	-3	459	1	2	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.81	-1.72	3.49	-1.93
短期借款	0	5	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	2.10	11.92	13.16	14.90
长期借款	-2	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	13	0	0	P/E	163.43	78.54	59.11	41.86
资本公积增加	0	444	0	0	P/B	34.72	6.12	5.54	4.90
其他筹资现金流	-1	-3	1	2	EV/EBITDA	129	64	49	34
现金净增加额	34	369	130	-179					

数据来源: 世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.