

2013年2月21日

永贵电器 (300351.SZ) 机械行业



轨道交通盛宴高弹性受益者

公司动态

◆轨道交通设备连接器龙头 行业增长和进口替代是两大驱动力

公司是我国主要的铁路轨交车辆连接器供应商,是动车 CRH2 型 216 芯连接器唯一国产供应商。公司在地铁连接器领域市占率超过 30%,在轨道交通连接器领域市占率达 19%,双双居国内第一。我们预计轨道交通连接器行业增速将超过 20%,未来公司的高增长将主要来自于行业的增长和市场占有率的进一步提升。这其中有两个契机:一是竞争对手实力遭到削弱,二是动车组连接器国产化进程加速。

目前我国 38% 以上的轨道交通连接器仍从国外企业采购,其中动车组连接器外企占比高达 65.9%。由于轨道交通连接器技术壁垒高,认证至少需要 2-3 年,行业竞争格局较为稳定。在国家对动车组技术逐步实现国产化率 70% 目标下,国内企业技术积累较快,成本和服务优势显著,进口替代路径明确,未来有望充分受益。另外,公司还逐步向新能源(电动汽车和风电)、军工和通讯连接器等新兴领域延伸。

◆受益动车招标重启,今年业绩具有高弹性

2011 年公司动车领域的收入占比达到 24%,但由于 2012 年动车没有新招标,公司 12 年动车连接器交付很少,预计同比下降超过 80%。2013 年动车招标将重启,假设公司 13 年动车连接器的交付能达到 2011 年水平,则为公司贡献 20% 以上的业绩增长。另外,我们预计 2013-2015 年我国新增城轨通车里程分别为 561/751/698 公里,对应新增城轨车辆市场规模将达 980 亿元。保守假设客车、机车和城轨等有 10% 以上的增长,我们预计公司今年的利润增速有望超过 30%。

◆轨道交通建设是城镇化的重要抓手 后期招标启动为催化剂

我们认为,未来五年城镇化的首要任务是加大公益性项目投资,其次是加大消费供给能力的投资。轨道交通既是公益性项目,也创造了消费需求,是城镇化的重要抓手。我们认为,以区域性城际铁路建设为代表的轨道交通建设将是未来十年新一轮城镇化的重要抓手。

我们预计公司 12-14 年每股收益分别为 0.71 元、0.96 元和 1.17 元,当前股价对应 2013 年每股收益 PE 在 26 倍,考虑到后续会有招标的催化剂,给予买入评级,目标价 32 元。

业绩预测和估值指标

指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	209	190	171	257	333
营业收入增长率	70.41%	-8.82%	-10.47%	50.53%	29.71%
净利润(百万元)	62	74	56	75	92
净利润增长率	115.36%	18.95%	-24.29%	34.43%	22.40%
EPS(元)	0.79	0.94	0.71	0.96	1.17
ROE(归属母公司)(摊薄)	33.51%	28.50%	17.75%	19.26%	19.08%
P/E	32	27	36	27	22

买入(首次)

当前价/目标价: 25.59/32.00 元

目标期限: 6 个月

分析师

陆洲(执业证书编号: S0930511010007)

021-22169322

luzhou@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股): 0.79

总市值(亿元): 20.11

一年最低/最高(元): 21.33/29.50

近 3 月换手率: 99.58%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-11.75	-19.03	0.00
绝对	-8.28	4.32	0.00

相关研报

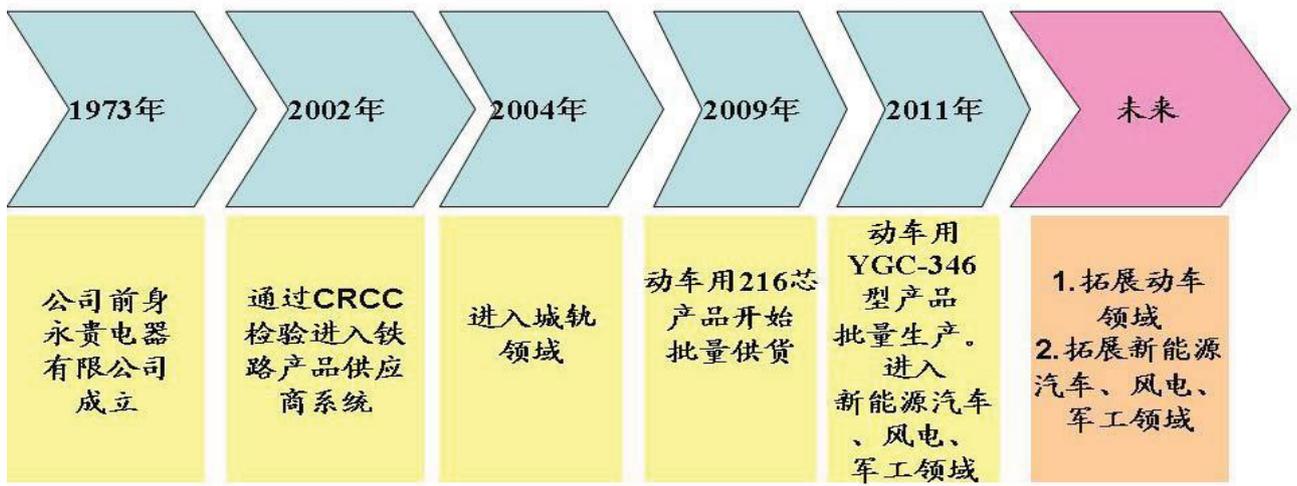
- 部件+整车延伸产业链 凸显业绩高弹性 2012-10-31
- 守候在铁路车辆关键部件爆发的前夜 2012-12-30
- 铁路装备系列报告 拥抱铁路货车的春天 2012-11-04
- 推动铁路全方位走向市场意味着什么 2013-1-17

1、公司概况

1.1、轨道交通连接器龙头

永贵电器是目前国内轨道交通连接器行业产销量最大的本土企业，是目前唯一一家为“和谐号”动车组提供216芯连接器的内资企业。公司主导产品包括铁路客车连接器、铁路机车连接器、城轨车辆连接器和动车组连接器，主要应用于铁路和城市轨道交通行业。

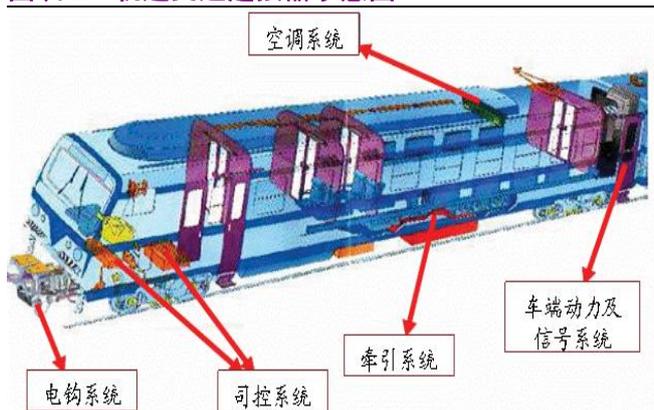
图表1：公司发展简史



资料来源：公司招股书

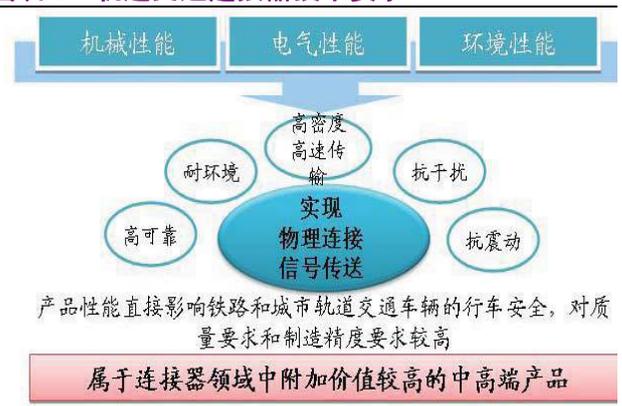
轨道交通连接器作为机电一体化产品，主要由接触件、绝缘体、壳体及附件四部分构成，其中：接触件是连接器完成光、电信号连接的核心部件，通过接触件的插合完成轨道交通车辆在行车中所需的光、电信号的连接；绝缘体和外壳主要起固定、绝缘和机械保护作用。

图表2：轨道交通连接器示意图



资料来源：公司招股书

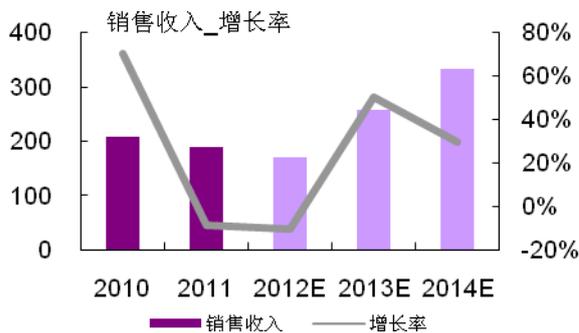
图表3：轨道交通连接器技术要求



资料来源：公司招股书

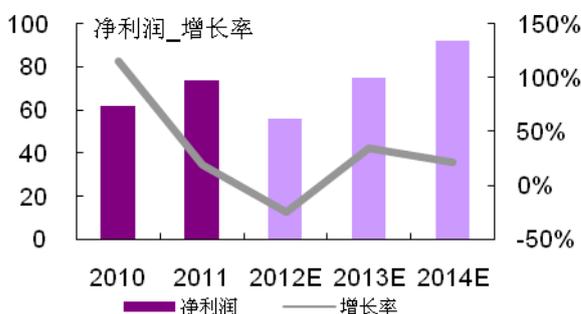
公司的连接器产品主要应用在普通铁路（时速200公里以下的列车的机车、车厢）、城市轨道交通以及快速客运铁路（是指通过改造原有线路，包括直线化和轨距标准化，使营运速率达到每小时200公里以上，或者专门修建新的“高速客运专线”，使营运速率达到每小时250公里以上的铁路系统）等交通运输领域。公司主营业务收入95%左右来自城轨车辆、动车组、铁路机车和铁路客车连接器，四者营收占比比较均匀。

图表 4：公司年收入变化（单位：百万元）



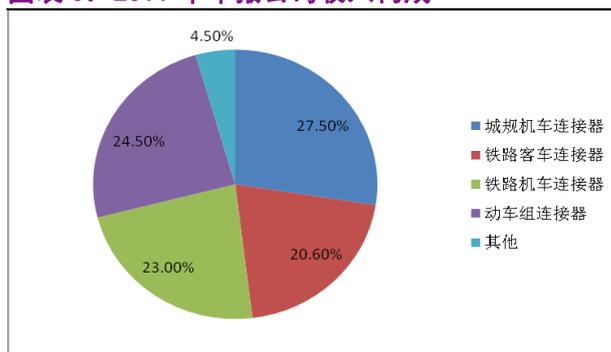
资料来源：公司年报，光大证券研究所

图表 6：公司年净利润变化（单位：百万元）



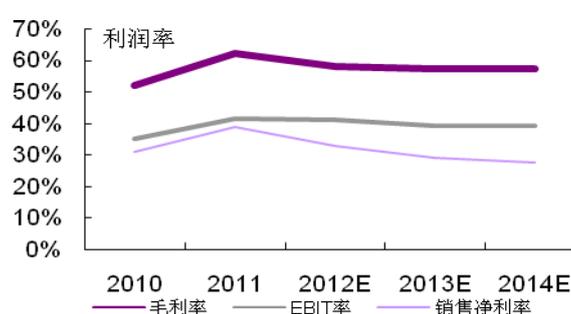
资料来源：公司年报，光大证券研究所

图表 5：2011 年年报公司收入构成



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图表 7：公司盈利能力变化



资料来源：公司年报，光大证券研究所

目前，公司在地铁连接器领域市场占有率超过 30%，排名第一。我们预计轨道交通连接器行业增速将超过 20%，未来公司的高增长将主要来自于行业的增长和市场占有率的进一步提升。这其中有两个契机：一是竞争对手实力遭到削弱，二是动车组连接器国产化进程加速。

进口替代方面，目前动车领域的连接器外资占 80% 以上，未来国产化加速是必然，公司目前是国内唯一在动车连接器有供货的企业，市场占有率 7%，未来有较大的提升空间。目前公司在手订单饱满，随着募集项目的完成以及对 7000 亿轨道交通投资的预期，动车组连接器领域市场占有率有望提升，预计 2012—2014 年净利润年复合增长率为 22.67%。从盈利能力看，综合毛利率稳步增长，近三年分别为 51.71%、52.04%、62.35%。

另外，公司在四川绵阳成立了新生产基地，致力于拓展通讯、新能源和新能源汽车等新领域，打破轨道车辆连接器的市场空间小的天花板。

2、公司动态变化分析

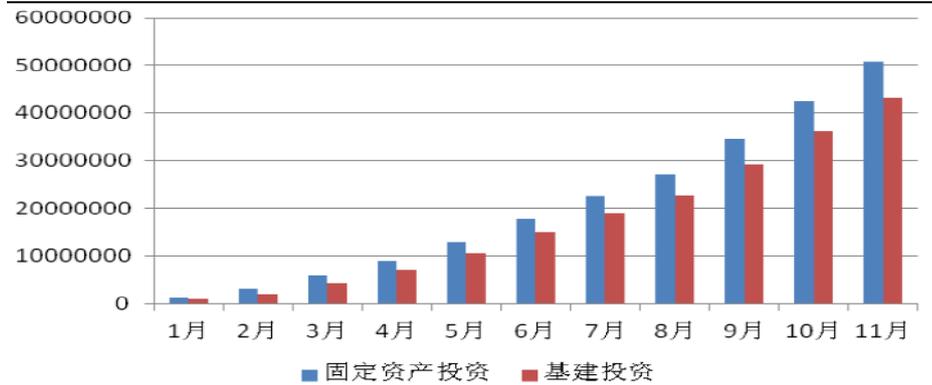
2.1 国铁投资仍在高位运行

2012 年铁路完成固定资产投资 6309.80 亿元，同比增加 7%；其中，基本建设投资 5185.06 亿元，同比增加 12.7%。2013 年铁路固定资产投资计划 6500 亿元，其中基建计划投资 5300 亿元。按照铁路建设进度安排，在未来 2013 年~2015 年的 3 年中，铁路建设投资需求规模为 1.8 万亿元，年均需

求 6000 亿元左右。

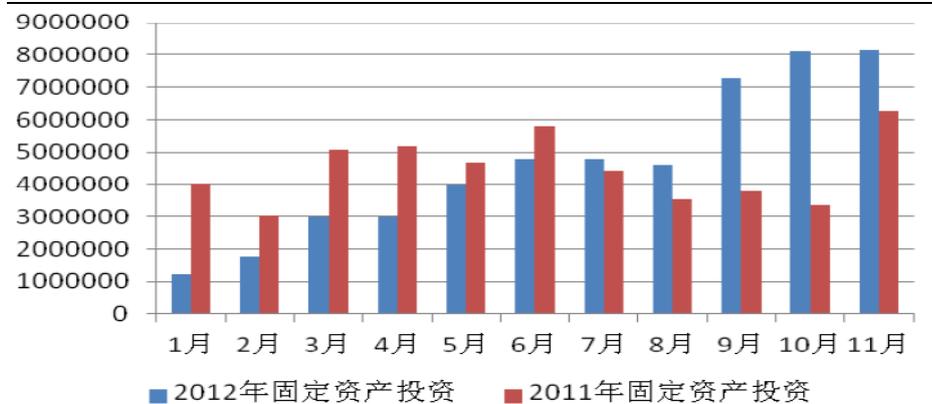
事实上，在 2010 年铁路基建投资保持在每年 7000 亿元的高位，由于动车事件和人事因素影响，2011 年，铁路基建投资仅完成 4600 亿元，以致在 2012 年初仅制定了 5000 亿元的固定资产投资计划和 4000 亿元的基建投资计划。经过年内三次追加后，铁道部最终确定的 2012 年固定资产投资计划为 6300 亿元，但前三季度固定资产投资仅完成全年计划的 43%，四季度固定资产投资完成额占到全年计划总投资的 57%。由于续建项目纷纷进入工程后半期，施工和资金到位情况存在很多变数，因此我们认为，2013 年仍有追加投资计划的可能性。

图表 8：2012 年各月我国铁路固定资产和基建投资累计投资金额（亿元）



资料来源：铁道部

图表 9：2012 年和 2011 年各月我国铁路固定资产投资金额对比（亿元）



资料来源：铁道部

全国铁路工作会议提出，要争取尽快设立国家铁路发展基金，搭建吸引社会和民间资本投资铁路的平台。进一步拓宽铁路建设融资渠道。鼓励和支持地方政府、企业及民间资本投资铁路建设。我们认为，设立铁路发展基金和建立良性的铁路普遍服务补贴机制都将是铁道部政企分开改革的前提，反过来它们也将倒逼铁路加快政企分开。

图表 10：促进铁路发展的两大重要财政政策手段

类型	内容
铁路发展基金	起到铁路投融资平台的作用，搭建吸引社会和民间资本投资铁路的平台。设立铁路发展基金将是铁路投融资体

	制改革的突破口，将使铁路投融资改革迈出实质性步伐。
铁路普遍服务补贴机制	建立正常的资金来源和成本补贴机制，真正形成铁路运输企业的市场主体地位。

资料来源：光大证券研究所

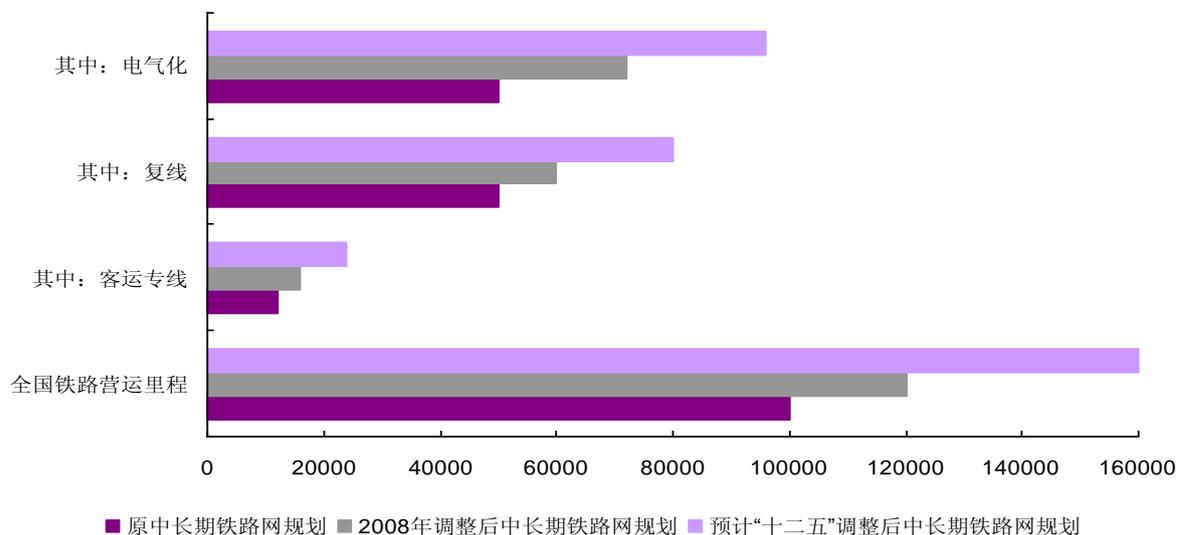
我们认为，铁路改革或将沿着“政企分开”、“网运合一”、“管制放松”的路径进行。网运合一后即将展开铁路局的合并，保留下来的铁路局由于吸收合并相邻路局而获得扩大资产规模的机会，实现外延式扩张，增强了设备采购能力。其次，经营权下放、清算与价格机制放松也将带来净利率与产能利用率提升的内生性增长。这对客货车的采购无疑是一大利好。我们预计铁道部在今年“两会”将有望实现初步的政企分开，大部制改革或将打响改革的第一枪。

图表 11：我们设想的铁路改革方案

改革路径	内容
政企分开	改革的第一步，将改变目前铁路“半军事”高度政企合一的管理机制，铁道部所肩负的企业职能或将下放至运营企业。
网运合一	网运合一将是未来铁路的主要产业组织结构。运输密度与交易成本决定我国铁路更适用于网运合一的方案，未来或将出现 5-8 家区域铁路企业。
管制放松	未来清算机制将实现市场化与透明化，部分铁路定价权或将下放给铁路运营企业。

资料来源：光大证券研究所

图表 12：到 2020 年中长期铁路网规划变动预测（单位：公里）



资料来源：光大证券研究所

图表 13：中国铁路总体发展规划预测（单位：公里）

		2010 年	2012 年	2015 年	比例
全国铁路营运里程	期末总计	91000	110000	>120000	-
	年均增加	3200	9500	>3300	-
其中：客运专线	期末总计	8358	13000	17200	14%

	年均增加	1600	2300	1400	-
其中：复线	期末总计	37000	55000	60000	50%
	年均增加	2400	9000	3300	-
其中：电气化	期末总计	42000	55000	72000	60%
	年均增加	4400	6500	6700	-

资料来源：铁道部，光大证券研究所

图表 14：按不同滞后期推算的高铁和城际铁路各年新增运营里程情况（单位：公里）

年份	按期完工	推后半年完工	推后 3 个季度完工	推后 1 年完工
2008 年	454.20	454.20	454.20	454.20
2009 年	2717.79	2717.79	27	2717.79
2010 年	1446.10	1446.10	1446.10	1446.10
2011 年	1978.75	1686.92	686.92	1686.92
2012 年	5434.54	3450.25	850.75	850.75
2013 年 E	2154.97	4223.79	5571.29	5311.79
2014 年 E	795.29	1002.59	2254.59	2206.09
2015 年 E	1555.80	362.00	362.00	308.00
2016 年 E	0	1193.80	1193.80	1555.80
在建里程合计	11919.35	11919.35	11919.35	11919.35
已建成和在建合计	16537.43	16537.43	16537.43	16537.43

资料来源：互联网资料、光大证券研究所整理

2.2 城市轨道交通行业市场空间不断增大

从人均 GDP、工业增加值占比及城市化率来看，目前中国正处于工业化中后期，并逐步向城镇化过渡的阶段。一方面，全球经济增长疲软与贸易保护主义之间的恶性循环，为城镇化提供了外在压力。另一方面，中国经济自身面临的结构失衡与未来新增长点的孕育，为城镇化提供了内需动力。我们认为，在政府换届之后，以城镇化为标志的基础设施建设将有所加速。在新一轮的城镇化过程中，投资领域将出现明显的改变，主要投向或在以轨道交通、环保、供水及燃气等为代表的公共服务上。

从经济增长的来源看，扩大消费可以拉动投资，并形成投资转型的动力。我们认为，未来五年优化投资结构的首要任务是加大公益性项目的投资，其次是加大消费供给能力的投资。高铁既是公益性项目，也创造了消费需求。汽车是小康社会的标志，轨道交通才是现代化的象征。我们认为，以区域性城际铁路建设为代表的轨道交通投入将是未来十年新一轮城镇化的重要抓手。

我们认为，未来五年城镇化的首要任务是加大公益性项目的投资，其次是加大消费供给能力的投资。高铁既是公益性项目，也创造了消费需求。我们认为，以区域性城际铁路建设为代表的轨道交通投入将是未来十年新一轮城镇化的重要抓手。江苏省近期发布的轨道交通“十二五”及中长期发展规划提出，到 2030 年，铁路干线要覆盖全省 13 市及 47 县（市），覆盖率达到 95% 以上，基本覆盖城区人口 20 万以上城市。我们认为，江苏的规划拉开了未来 5-10 年地方城际铁路的建设序幕，山东、浙江、广东、广西、河南等地均有类似规划。快速轨道交通在未来相当长的时期内将成为我国的主导产

业，其战略性作用难以替代。

图表 15：2012 年全国轨道交通项目审批列表

项目名称	投资额 (亿元)	初期配属车辆 (辆)
成都市 1 号线南延线工程及海洋公园	40.07	72
天津市地铁 5、6 号线调整及 6 号线延伸线工程	258.22	186
	398.15	312
广州市轨道交通 7 号线一期工程	94.67	--
苏州市轨道交通 2 号线延伸线工程	99.05	85
宁波市轨道交通 1 号线二期工程	70.22	102
苏州市轨道交通 4 号线及支线工程	357.49	240
深圳市轨道交通 11 号线	333.22	264
青岛市地铁 2 号线一期工程	175.52	174
西安市地铁 3 号线一期工程	180.3	246
深圳市轨道交通 7 号线	254.92	246
长春市地铁 2 号线一期工程	128.3	126
杭州地铁一号线	82.9	--
成都市地铁 3 号线一期工程	114.83	144
哈尔滨市城市轨道交通近期建设规划	562.2	537
上海市城市轨道交通近期建设规划	1586.91	1503
兰州市城市轨道交通近期建设规划	229.22	1242
常州市城市轨道交通近期建设规划	336.5	774
广州市城市轨道交通近期建设规划	1241	1373
太原市城市轨道交通近期建设规划	309.29	1402
沈阳市城市轨道交通近期建设规划	610.38	2178
厦门市城市轨道交通近期建设规划	503.7	1477
石家庄市城市轨道交通近期建设规划	421.94	1452
江苏省沿江城市群城际轨道交通网规划	--	966
内蒙古呼包鄂地区城际铁路规划	--	972
干塘至武威南铁路增建二线	--	1032
总计	8426.7	17106

资料来源：国家发改委

我们预计，中国的连接器市场规模 2016 年有望达 174 亿美元，2011-2016 年 CAGR 预计达 10.8%；其中轨道交通连接器增速更高，2006-2013 年 CAGR 预计达 24.7%。我国轨道交通“十二五”稳步推进将带动 2011-2015 年客车机车连接器市场达 17 亿左右。城轨和动车更是核心推动力。预计 2011-2015 年规划新建城轨 2435 公里，带动的城轨连接器市场约 15 亿元。动车组招标也有望在 7-23 事件后重新大规模启动，根据“十二五”规划测算，2012-2015 年新增动车连接器市场规模将达 37 亿元。

2008-2010 年城轨车辆新造及维修业务收入分别为 42.75 亿、66.3 亿、123.53 亿元，连接器市场规模约有 1.18、1.69 和 2.07 亿元。2012 年共计审批城轨项目 26 个，新增地铁车辆年均需求超过 1700 辆。2012 年发改委新批城轨地铁项目 26 个，总里程接近 2870 公里，未来 8-10 年总投资规模

约 8426 亿元，涉及地铁车辆采购约 17106 辆，平均每年交付量 1700 辆左右。预计 2013 年城轨连接器市场空间接近 3-5 亿元。

在连接器价值方面，客车是 3 万元/辆（16-20 辆客车编成一组）、机车 5-12 万元/辆（普通机车靠近 5 万元/辆，7200、9600 的大功率机车 10-12 万元/辆）、地铁 6 节编组 30-50 万元/列、动车 100 万元/标列（各种动车组车型用的连接器都一样，CRH6、7 型用的也一样）。公司在 CRH2 型车上的市场占有率达到 30%，总的动车组市场占有率达到 7%。

根据连接器占车辆总价值的 1%-1.5% 测算，2008、2009 年、2010 年我国轨道交通连接器的市场容量分别为 5.52 亿元、6.91 亿元及 8.63 亿元。公司目前的合计市场占有率 19%，其中 2011 年城轨、机车、客车和动车分别占 28%、23%、21% 和 24%。

2011 年公司动车领域的收入占比达 24%，但由于 2012 年动车没有新招标，公司 12 年动车连接器交付的非常少，估计同比下降超过 80%。2013 年动车招标将重启，预计交付量达到 2011 年的水平，假设公司 13 年动车连接器的交付能达到 2011 年水平，则为公司贡献 20% 以上的业绩增长。

3、下游需求分析

3.1 未来五年迎来新一轮铁路车辆订单高峰期

根据我们对各地高铁和城际铁路建设规划的统计，2013-2014 年又是一个新线路投产的高峰期。2012 年新通车总里程数超过 4000 公里，其中高速铁路约 3500 公里。在城际铁路的建设下，今后新增线路里程有望超预期。我们认为 2020 年高速铁路 1.6 万公里的目标将提前完成。

图表 16：铁路机车需求测算表

项目	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
内燃机车保有量	11837	11837	11837	11837	11837	11837	11837
新增量	0	0	0	0	0	0	0
更新量	473	473	473	473	473	473	473
内燃机车年需求量	473	473	473	473	473	473	473
铁路里程（万公里）	8.6	9.1	9.3	10.0	10.5	11.0	12.0
电气化率	37%	45%	50%	52%	55%	57%	60%
电气化铁路里程（万公里）	3.20	4.10	4.65	5.20	5.78	6.27	7.20
电力机车密度	0.22	0.22	0.24	0.24	0.25	0.26	0.27
电力机车保有量	7163	9009	11160	12480	14437.5	16302	19440
新增量	1050	1846	2151	1320	1957.5	1864.5	3138
更新量	287	347	446	499	578	652	778
电力机车年需求量	1337	2193	2597	1819	2535	2517	3916
机车年需求量	1810	2666	3071	2293	3008	2990	4389
增速		47.32%	15.17%	-25.34%	31.22%	-0.61%	46.79%
单价（百万元）	12.81	12.38	11.84	12	12	12	12

2013-02-21 永贵电器

资料来源：光大证券研究所

图表 17：城轨车辆已规划需求预测

年份	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
城轨城铁车辆已规划需求(亿元)	---	143.5	123.7	252.2	223.4	204.7	188.9
实际年需求预测 (亿元)	66.30	123.53	143.91	172.69	207.23	248.67	298.40
增速	---	86.31%	16.49%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%

动车组订单对于公司业绩的弹性很大。按照 65%-70%的毛利率，20%左右的期间费用率，每 1000 万动车连接器收入贡献 500 万净利润。目前，动车组年总需求在 5 亿左右，公司 2011 年市占率仅为 7%，有替代日系 JAE 的可能，使得市场占有率进一步扩大。

根据我们对动车组市场的测算，国内市场在新线建设、老线改造和运行密度提升的推动下，仍将延续每年小幅增长的局面。加上海外出口市场的逐渐打开，以南北车为主的客车车辆供应商仍有较大的增长空间。

我们认为，高铁网络成型后对动车组需求呈几何级数上升。首先，年内第二批 400 列动车组招标即将启动。我们认为，随着近期客货运车辆招标的逐渐恢复，后续动车组等招标的放量只是时间问题。根据我们统计，未来 3-5 年宝兰、郑徐、西成、厦深、杭长、钦北、渝利、向蒲等新线开通量还有 3088 公里左右。以 0.13 标准列/公里运行密度计（2011 年全国均值），明年新线还有 600 亿以上的动车组需求。再加上既有线加密，未来五年动车组招标量非常可观。

图表 18：国内动车组市场需求测算

项目	2010	2011	2013E	2015E
高速铁路里程（公里）	5000	6500	10000	16000
动车组保有量（标准列）	551	849	1200	2240
密度（标准列/公里）	0.11	0.13	0.12	0.14
均价（亿元/标准列）	1.6	1.6	1.6	1.7
总价值（亿元）	881.6	1358.4	1920	3808
国内新增需求（亿元）		476.80	561.60	1888.00
国内年均需求（亿元）		476.80	561.60	629.33

资料来源：光大证券研究所

3.2 公司未来动车组市场占有率有望大幅提高

目前国内动车技术有四大系列：CRH1 是南车与庞巴迪合作，CRH2 是南车和川崎（CRH380A），CRH3 是北车和西门子（CRH380D），CRH5 是北车和阿尔斯通。

从构成上来讲，CRH2 占比最高，从目前招标情况看，铁道部合计招标 1309 标列，其中 CRH2 469 标列，CRH1 300 标列（目前交付了 200 标列），CRH3 320 标列，CRH5 220 标列。

图表 19：目前国内运行的动车组情况一览表

动车组类型	技术来源	来源国	制造商	制造厂	车型	原型车	编组(节)	动力配置	最高速度(km/h)	下线时间	金额(亿元)	列数	单价(亿元)	8节计单价(亿元)
CRH1	庞巴迪	加拿大	南车	BST	CRH1 A	Regina C2008	8	5M3T	250	2004.10		20	0.00	0.00
					CRH1 A	Regina C2008	8	5M3T	250	2005.5	25.83	20	1.29	1.29
					CRH1 A	Regina C2008	8	5M3T	250	2010.7	52	40	1.30	1.30
					CRH1 B	Regina C2008	16	10M6T	250	2007.10		20	0.00	0.00
					CRH1 E	ZEFIRO 250	16	10M6T	250	2007.10		15	0.00	0.00
CRH2	川崎重工	日本	南车	青岛四方	CRH2 A	新干线 E2-100 0	8	4M4T	250	2004.8	93	60	1.55	1.55
					CRH2 A	新干线 E2-100 0	8	4M4T	250	2010.9	34	40	0.85	0.85
					CRH2 B	新干线 E2-100 0	16	8M8T	250	2007	30	10	3.00	1.50
					CRH2 C	新干线 E2-100 0	8	6M2T	350	2005	95	60	1.58	1.58
					CRH2 E	新干线 E2-100 0	16	8M8T	250	2007.11		6	0.00	0.00
					CRH2 E	新干线 E2-100 0	16	8M8T	250	2008.12	30	14	2.14	1.07
CRH3	西门子	德国	北车	唐客	CRH3 C	ICE-3(V elaro)	8	4M4T	350	2005.11	150	60	2.50	2.50
					CRH3 C	ICE-3(V elaro)	8	4M4T	350	2009.9		20	0.00	0.00
CRH5	阿尔斯通	法国	北车	长客	CRH5 A	Pendolino	8	5M3T	250	2004.10	65	60	1.08	1.08
					CRH5 A	Pendolino	8	5M3T	250	2009.7		30	0.00	0.00
					CRH5 A	Pendolino	8	5M3T	250	2010.10	27	20	1.35	1.35
					CRH5 A	Pendolino	8	5M3T	250	2011.4	38.7	20	1.94	1.94
					CRH5 A	Pendolino	8	5M3T	250			10	0.00	0.00
CRH6	国产	中国	南车	浦镇			8		220	2009.12				
							8		160	2009.12				

CRH3 80A	国产	中国	南 车	青 岛 四 方	CRH3 80A	CRH2C	8	6M2T	380	2009.9	75	40	1.88	1.88
					CRH3 80AL	CRH2C	16	14M2T	380	2009.9	375	100	3.75	1.88
CRH3 80B	国产	中国	北 车	唐 客、 长 客	CRH3 80B	CRH3C	8	4M4T	380	2009.9	78.3	40	1.96	1.96
					CRH3 80BL	CRH3C	16	8M8T	380	2009.9	156.7	40	3.92	1.96
					CRH3 80BL	CRH3C	16	8M8T	380			75	0.00	0.00
CRH3 80C	国产	中国	北 车	长 客	CRH3 80CL	CRH3C	16	8M8T	380	2009.9		25	0.00	0.00
CRH3 80D	国产	中国	南 车	BST	CRH3 80D	ZEFIRO 380	8		380	2009.9	137	70	1.96	1.96

资料来源：铁道部

公司目前主打产品 216 型连接器主要用于中国南车的 CRH2 系列，11 年交货 455 套，市场占有率第二，占南车四方的 40% 左右。目前公司还有 YGC346 车钩连接器可以给 CRH5 系列配备。由于 CRH3 和 CRH5 都属于欧洲系列，公司在地铁领域给庞巴迪配备的连接器与动车类似，目前公司已经完成了各系列连接器的试验装车。今年如果招标，我们预计公司也有可能中标（此前，公司就是 2009 年 7 月开始给动车供货，2010 年放量）。

我国铁路机车、客车的连接器已基本实现国产化，而城轨和动车组尚在国产化进程中。目前动车组连接器的国产化程度尚不高，国外知名连接器厂商占据了国内动车组连接器 65% 以上的份额。目前动车组连接器市场排名前三的厂商分别是哈廷、JAE、安费诺，市场占有率 22%、17%、14%。目前永贵市场占有率仅 7%。我们，未来 CRH1/3/5 等车型有望大规模采购公司产品，市占率有望达到 10%-15%。

图表20：国内动车组技术引进合作项目情况

中方企业 (技术受让方)	外资企业 (技术转让方)	技术转让合作项目
青島 BSP 公司 (四方-庞巴迪-鲍尔运输设备有限公司)	庞巴迪 (Regina C2008 型)	CRH1 型动车组
四方机车车辆股份有限公司	川崎重工 (新干线 E2-1000 型动车组)	CRH2 型动车组
唐山机车车辆厂	西门子 (西门子 Velaro)	CRH3 型动车组
长春轨道客车股份有限公司	阿尔斯通 (TGV 列车技术 Pendolino 基础)	CRH5 型动车组
株洲电力机车公司	西门子 (EuroSprinter)	HXD1, HXD1B 大功率电力机车
大同电力机车公司	阿尔斯通 (Prima)	HXD2, HXD2B 型大功率电力机车
大连机车车辆公司、北京二七 轨道交通装备公司	东芝公司和美国 EMD 公司	HXD3, HXD3B 电力机车与 HXN3 内 燃机车

威墅堰机车车辆厂	美国 GE 公司	HXN5 型大功率内燃机车
株洲电力机车公司	西门子	地铁城轨车辆
长春轨道客车股份有限公司	庞巴迪	地铁城轨车辆
南京浦镇机车厂	阿尔斯通	地铁城轨车辆

资料来源：中国铁道年鉴

公司从 2007 年开始对动车组连接器进行了国产化替代工作，攻克了采用日本技术的南车四方 CRH2 型和 CRH380A 型动车组上最重要的集光纤通信、动力传输、信号控制功能的多芯大型连接器；从 2010 年开始批量供应 216 芯大型连接器。2011 年 YGC-346 型全自动车钩连接器开始在 CRH5 型动车组上应用，进入北车（欧美技术方动车组）的配套体系。

3.3 积极布局路外市场 打造铁路以外新增长点

公司正积极开发路外连接器市场，绵阳厂区即将投产。目前公司主要布局路外三大领域，新能源设备连接器、通讯设备连接器、军工设备连接器。我们预计未来 3-5 年，路外市场连接器贡献利润有望达到利润总额的 30% 左右。

公司的新能源汽车连接器研发已经有 3 年时间，公司已储备了 BYD、万向、华晨宝马等客户，其中万向新能源已拿到浙江省 2 万辆新能源汽车的订单，永贵是 3 家连接器供应商之一。我们预计公司 2012 年新能源汽车连接器收入 1500 万元、2013 年收入 5000-7000 万元。新能源汽车的连接器价值为 1.5 万元/辆，毛利率 50%-70%。

4 盈利预测

4.1 关键假设及盈利预测

公司对于动车组招标的弹性很大。按照 65%-70% 的毛利率和 20% 左右的期间费用率，每 1000 万动车连接器收入贡献 500 万净利润。目前，动车组年总需求在 5 亿左右，公司 2011 年市占率仅为 7%，有替代日系 JAE 的可能，使得市场占有率进一步扩大。

根据我们对动车组市场的测算，国内市场在新线建设、老线改造和运行密度提升的推动下，仍将延续每年小幅增长的局面。加上海外出口市场的逐渐打开，以南北车为主的客车车辆供应商仍有较大的增长空间。

2011 年公司动车领域的收入占比达到 24%，但由于 2012 年动车没有新招标，公司 2012 年动车连接器交付非常少，估计同比下降超过 80%。2013 年动车招标将重启。我们假设公司 2013 年动车连接器的交付能达到 2011 年水平，则为公司贡献 20% 以上的业绩增长。另外，我们预计 2013-15 年我国新增城轨通车里程分别为 561/751/698 公里，对应新增城轨车辆市场规模将达 980 亿元。假设客车、机车和城轨等有 10% 以上的增长，公司财务利息收入贡献 1500 万的收入贡献，则明年的利润增速有望超过 40%。

5 估值与股价催化剂

5.1 相对估值

由于公司对于动车组招标的弹性很大，毛利率也很高，还存在较大的进口替代空间，因此公司在创业板中一直享有较高的估值。按照 65%-70% 的毛利率和 20% 左右的期间费用率，每 1000 万动车连接器收入贡献 500 万净利润。目前，动车组年总需求在 5 亿左右，公司 2011 年市占率仅为 7%，有替代日系 JAE 的可能，使得市场占有率进一步扩大。

图表 21：行业可比公司估值

证券代码	公司名称	流通 A (百万)	当前股价	目标价	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)		
					11A	12E	13E	11A	12E	13E	11A	12E	13E
600458	时代新材	454	13.42	18.00	0.45	0.38	0.51	29.2	34.3	25.9	4.05	3.73	3.35
600495	晋西车轴	302	15.79	20.00	0.33	0.47	0.62	47.2	33.1	25.3	3.16	2.91	2.65
600967	北方创业	173	21.25	25.00	0.51	0.99	1.30	41.9	21.5	16.3	4.75	3.18	2.77
601299	中国北车	10320	4.98	5.10	0.29	0.31	0.36	16.0	14.9	12.8	1.91	1.38	1.27
601766	中国南车	9516	5.06	5.50	0.28	0.31	0.37	17.9	16.0	13.4	3.07	2.80	2.44

资料来源：光大证券研究所

5.2、绝对估值

关于基本假设的几点说明：

公司永续增长率 3%；

公司所得税率维持稳定；

公司保持技术优势，毛利率稳中略升。

假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	3.43%
$\beta(\beta_{levered})$	0.97
Rm-Rf	7.43%
Ke(levered)	10.66%
税率	15.00%
Kd	5.58%
Ve	1171.11
Vd	4
目标资本结构	0.34%
WACC	10.64%

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	(404.38)	-71.95%
第二阶段	688.05	122.42%
第三阶段 (终值)	278.36	49.53%

企业价值 AEV	562.03	100.00%
加：非经营性净资产价值	590.39	105.05%
减：少数股东权益（市值）	0.00	0.00%
减：债务价值	4.00	-0.71%
总股本价值	1148.42	204.33%
股本（百万股）	78.60	
每股价值（元）	14.61	
PE（隐含）	20.54	
PE（动态）	35.97	

敏感性分析

WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
0.08	17.72	18.17	18.69	19.31	20.04
0.09	16.85	17.22	17.64	18.14	18.72
0.09	16.07	16.38	16.74	17.14	17.61
0.10	15.39	15.65	15.94	16.28	16.66
0.10	14.77	14.99	15.24	15.52	15.84
0.11	14.21	14.40	14.61	14.85	15.11
0.11	13.71	13.87	14.05	14.25	14.47
0.12	13.25	13.39	13.54	13.71	13.90
0.12	12.83	12.95	13.08	13.23	13.39
0.13	12.44	12.54	12.66	12.78	12.92
0.13	12.08	12.17	12.27	12.38	12.50

估值方法	估值结果	估值区间			敏感度分析区间
FCFF	14.61	13.25	-	16.66	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	1.30	1.10	-	1.63	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	0.00	0.00	-	0.00	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	14.45	13.08	-	16.50	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	21.65	18.46	-	26.68	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	14.65	14.27	-	15.23	贴现率±1%，长期增长率±1%

5.3 股价驱动因素

动车组招标启动

铁道部“政企分开”改革启动

6、投资评级

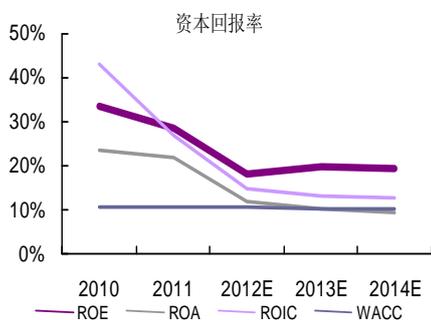
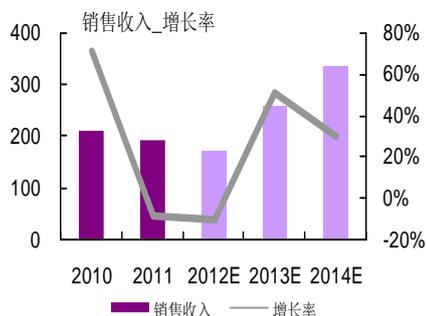
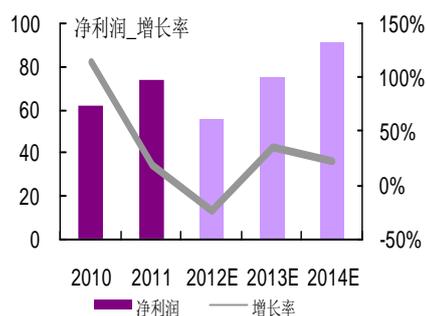
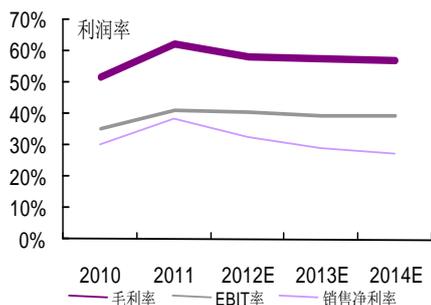
预计 12-13 年每股收益分别为 0.71 元、0.96 元和 1.17 元，对应 PE 在 25-30 倍，考虑到后续会有招标的催化剂，给予买入评级，目标价 32 元。

7、风险分析

目前毛利率较高（65%），可能有下降风险；

2013 年如果动车交付低于预期，可能影响公司业绩。

2013-02-21 永贵电器



利润表 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	209	190	171	257	333
营业成本	100	72	71	109	142
折旧和摊销	4	4	11	21	32
营业税费	2	2	1	1	1
销售费用	10	11	9	13	17
管理费用	20	25	20	31	40
财务费用	3	1	3	12	22
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	70	78	66	89	109
利润总额	76	86	66	88	108
少数股东损益	2	0	0	0	0
归属母公司净利润	62.09	73.85	55.91	75.17	92.00

2010	2010	2011	2012E	2013E	2014E
总资产	274	336	479	732	990
流动资产	238	237	183	257	346
货币资金	103	67	49	51	67
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	64	76	64	97	125
应收票据	7	29	15	24	37
其他应收款	1	2	2	2	3
存货	53	51	42	66	93
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	18	29	188	342	490
无形资产	8	35	33	32	30
总负债	89	77	164	341	508
无息负债	69	55	64	78	106
有息负债	20	21	100	263	402
股东权益	185	259	315	390	482
股本	59	59	79	79	79
公积金	106	112	97	105	114
未分配利润	21	89	139	207	290
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	64	34	106	54	102
净利润	62	74	56	75	92
折旧摊销	4	4	11	21	32
净营运资金增加	47	45	-48	72	59
其他	-48	-90	87	-114	-81
投资活动产生现金流	9	-66	-200	-200	-200
净资本支出	1	-67	-200	-200	-200
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	8	0	0	0	0
融资活动现金流	25	-3	75	148	113
股本变化	49	0	20	0	0
债务净变化	15	1	79	163	139
无息负债变化	-15	-13	9	14	27
净现金流	98	-36	-18	2	15

资料来源：光大证券、上市公司

2013-02-21 永贵电器

关键指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	70.41%	-8.82%	-10.47%	50.53%	29.71%
净利润增长率	115.36%	18.95%	-24.29%	34.43%	22.40%
EBITDA/EBITDA 增长率	84.92%	7.87%	-2.78%	51.34%	33.06%
EBIT/EBIT 增长率	90.19%	7.82%	-11.62%	44.87%	29.64%
估值指标					
PE	32	27	36	27	22
PB	11	8	6	5	4
EV/EBITDA	19	18	26	19	15
EV/EBIT	20	19	30	23	18
EV/NOPLAT	24	22	35	26	22
EV/Sales	7	8	12	9	7
EV/IC	10	6	5	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	52.04%	62.35%	58.14%	57.54%	57.26%
EBITDA 率	36.88%	43.63%	47.38%	47.63%	48.86%
EBIT 率	35.06%	41.45%	40.92%	39.38%	39.36%
税前净利润率	36.38%	45.39%	38.58%	34.45%	32.51%
税后净利润率 (归属母公司)	29.72%	38.78%	32.79%	29.28%	27.63%
ROA	23.50%	21.99%	11.66%	10.27%	9.29%
ROE (归属母公司) (摊薄)	33.51%	28.50%	17.75%	19.26%	19.08%
经营性 ROIC	43.00%	26.83%	14.82%	13.15%	12.60%
偿债能力					
流动比率	2.86	3.39	3.20	1.08	0.85
速动比率	2.23	2.66	2.46	0.80	0.62
归属母公司权益/有息债务	9.26	12.11	3.15	1.48	1.20
有形资产/有息债务	13.18	13.95	4.36	2.62	2.36
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.79	0.94	0.71	0.96	1.17
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.82	0.43	1.35	0.69	1.30
每股自由现金流(FCFF)	0.30	-0.49	-1.04	-2.07	-1.46
每股净资产	2.36	3.30	4.01	4.96	6.14
每股销售收入	2.66	2.42	2.17	3.27	4.24

资料来源：光大证券、上市公司

2013-02-21 永贵电器

分析师声明

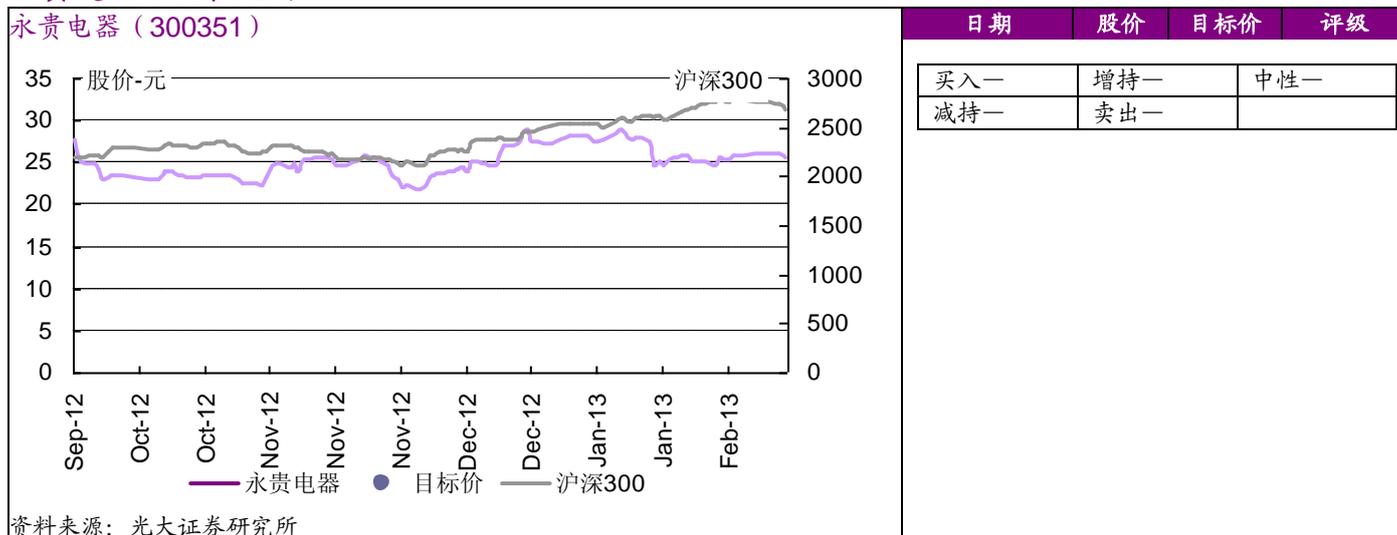
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陆洲，北京大学硕士，财政部财科所博士在读，主要从事机械和军工行业研究。曾任中国证券报公司新闻部记者。优势：与机械行业公司长期联系，行业内人脉关系深厚，能够敏锐洞察公司基本面和内外经营环境的变化，善于从宏观层面和产业资本角度分析行业公司所处的位置与优劣利弊，对军工行业有较为深刻的理解。最熟悉板块：航天军工、工程机械、煤炭机械、农机 最熟悉公司：中国重工、中国卫星、沈阳机床、中联重科、航空动力、林州重机、凌云股份。

熊伟(机械)，北京航空航天大学机械工程及自动化学士，江西财经大学数理经济学硕士，2010年加入光大证券研究所任金融工程助理分析师，目前任机械行业分析师。优势：善于用数量化工具判断行业景气度，对造船、电梯、缝纫机、石油天然气设备产业链也有较为深入的理解。熟悉公司：中国重工、中捷股份、黄海机械、康力电梯、江南嘉捷、富瑞特装等。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易团队	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青(总经理)	010-56513035	-	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-56513031	-	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-56513050	-	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	010-56513153	-	liangchen@ebsecn.com
上海	李大志(销售交易部总经理助理)	021-22169128	-	lidz@ebsecn.com
	严非(执行董事)	021-22169086	-	yanfei@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	-	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	-	fengcheng@ebsecn.com
深圳	黎晓宇(副总经理)	0755-83024434	-	lixxy1@ebsecn.com
	黄鹏华(执行董事)	0755-83024396	-	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	-	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	-	jianghong1@ebsecn.com
企业客户	罗德锦	0755-83024064	-	luodj@ebsecn.com
	孙威(执行董事)	010-56513038	-	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-56513030	-	wujiang@ebsecn.com
	杨月	010-56513033	-	yangyue1@ebsecn.com
富尊财富中心	顾超	021-22169485	-	guchao@ebsecn.com
	濮维娜(副总经理)	021-62152373	-	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	-	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	-	qidw@ebsecn.com