

新股报告

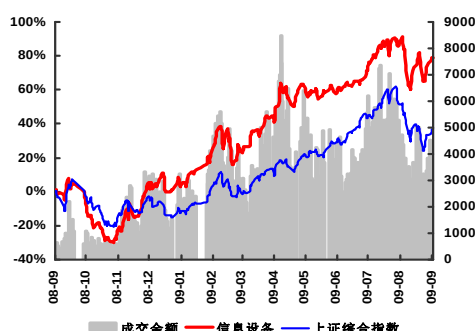
铁路建设大潮下的通号小龙头

信息设备

2009 年 9 月 15 日

辉煌科技（002296.SZ）新股报告

所在行业最近 52 周走势：



发行相关数据：

网上发行数量：不超过 1240 万股
网上发行价格：25.00 元
网上发行时间：9 月 15 日
网上申购简称：辉煌科技
网上申购代码：002296

报告作者：

行业研究员：熊云彩

联系方式

电话：021-58766036

Email: xiongye@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

摘要：

- 铁路建设高峰和铁路信息化提高刺激通信信号建设需求。09-12铁路总投资年均约7000亿元，铁路通信信号投资约占总投资的4%。铁路总投资持续位于高峰将使通号建设需求处于高位，同时，铁路信息化水平提高也将进一步提高铁路通号需求。
- 市场准入制度和准入周期是行业主要进入壁垒。对于市场新进入者，铁路部门需要考察其产品可靠性安全性，同时，还需要考察后续持续保障能力。简言之，一方面要求新进入者技术、运营能力过关，另一方面，考察需要持续两三年，行业新进入者需要付出较高的时间成本。
- 技术水平、服务意识是公司的成长经验，也是未来增长的基础。公司为民营企业，自1994年成立以来，依靠远优于铁道部旗下同行的服务意识和技术投入，成长为微机监测领域的龙头，并已在多个细分领域布局。我们认为，未来公司将继续依靠提供优于同行的服务水平和高性能产品，取得业绩增长。
- 收入季节性波动较大，主要产品相对单一是主要风险。公司合同签订和收入确认受铁道部门计划影响较大，且产品相对单一，收入会出现季节性变化或出现跨会计年度情况，这样增加了对公司分产品收入和总收入预测的难度，也增加了业绩波动。
- 我们预计公司09-11年收入增长分别为20%、30%和30%，净利润增长分别为0%、40.5%和16.8%，每股收益为0.73元、1.03元和1.21元。、合理估值35-40倍，合理价格区间为26~29元。
- 51万即可全部申购两只新股。通过对精艺股份、辉煌科技情况分析，我们认为辉煌科技概念性更强，精艺股份、辉煌科技的年化收益率预计为13%和17%。虽然辉煌科技发行价格较高，但有信立泰表现在前，我们认为股价压力并不大，我们建议资金量不够全部申购两只新股的投资者首先选择辉煌科技。

一、基本情况

辉煌科技主要主营业务为铁路信号通信领域产品的研制开发、生产及销售。被河南省科学技术厅认定为高新技术企业;被河南省信息产业厅认定为软件企业;被河南省科学技术厅评定为 50 家高成长型高新技术企业。

表 1: 公司股权结构

股本	持股数 (万股)	本次发行完成后持股比例 (%)	限售期
一、有限售条件的流通股	4,600	74.80%	-
李海鹰	1,120	18.21%	36 个月
李劲松	640	10.41%	36 个月
谢春生	600	9.76%	36 个月
胡江平	540	8.78%	36 个月
苗卫东	420	6.83%	36 个月
李力	420	6.83%	36 个月
刘锐	340	5.53%	36 个月
李翀	320	5.20%	12 个月
宋丹斌	200	3.25%	12 个月
二、本次发行流通股	1,550	25.20%	-
合计	6,150	100.00%	-

数据来源: 招股说明书

表 2: 本次发行基本情况

股票简称	辉煌科技	发行数量	1550 万股
发行价格	25 元/股	发行市盈率	35.71 倍 (发行后总股本)
网下配售数量	310 万股	占本次发行比例	20%
网上发行	1240 万股	占本次发行比例	80%
网上申购时间	2009 年 9 月 15 日	申购代码	002296
发行方式	网下配售+网上定价发行		
最近三年	2008	2007	2006
每股收益 (摊薄)	0.71 元	0.54 元	0.38 元

二、募集资金用途

表 3: 募集资金用途

序号	项目名称	投资金额（万元）
1	铁路信号微机监测系统的产业化	7,473.00
2	铁路无线调车机车信号和监控系统	3,226.50
3	新产品技术研发中心	3,127.50
合计		13,827.00

数据来源：招股说明书

表 4: 募集资金预计投入时间

项目	4 个月	8 个月	6 个月
铁路信号微机监测系统的产业化	阶段 1：投资 4,578 万元		阶段 2：投资 1,145 万元
铁路无线调车机车信号和监控系统	阶段 1：投资 1,270.5 万元		阶段 2：投资 1,281 万元
新产品技术研发中心	项目准备期	实施期：投资 3,127.5 万元	-

注：阶段 1 主要完成测试仪器设备投入、临时模拟环境的投入、补充必要的研发设备，以满足项目开展的阶段性需求；阶段 2 完成项目全部建设，正式投入使用。

数据来源：招股说明书

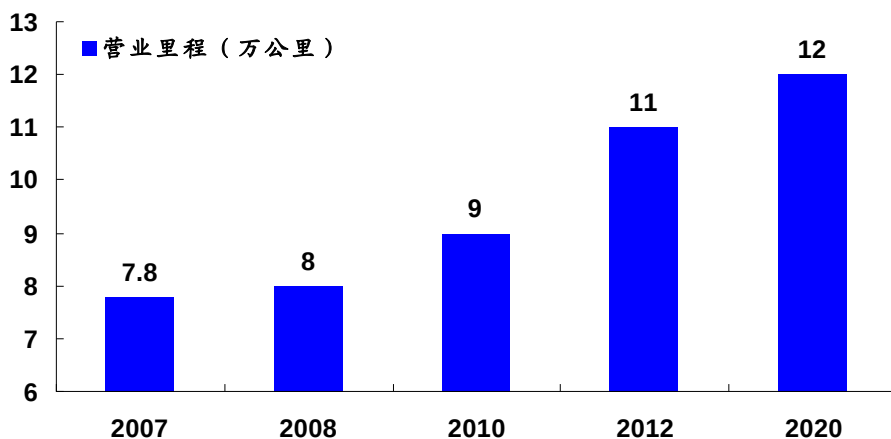
三、行业分析与公司优势

从今年起到至少未来三四年内铁路建设高峰将持续、铁路系统信息化水平提高，市场准入门槛的特殊要求，在加上公司本身的技术水平、服务意识优于多数同行公司，公司增长前景相对明朗。

（一）铁路建设持续高峰和铁路信息化水平提高

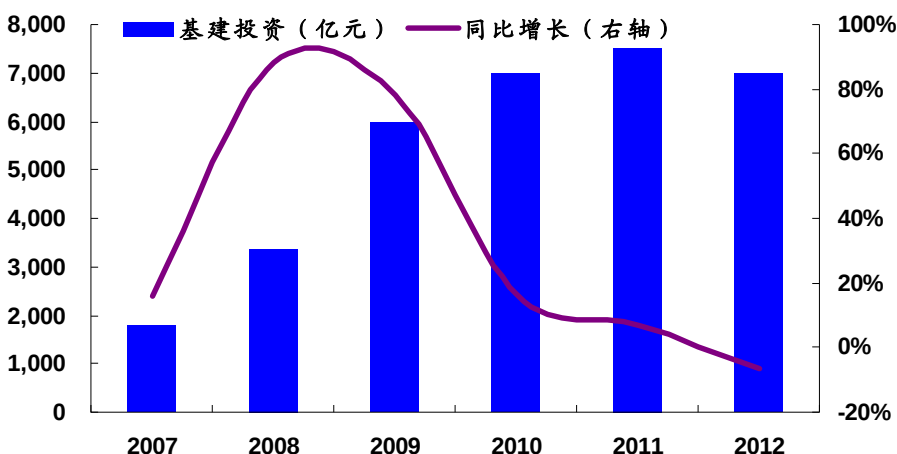
铁路建设高峰至少维持三到四年，之后至 2020 年仍有超 3 万亿元投资规划。我国铁路营业里程到 08 年底为 8 万公里，根据铁路建设调整后规划，铁路营业里程到 10 年底将达 9 万公里以上，到 2012 年达 11 万公里，到 2020 年将达 12 万公里。09-12 铁路每年投资分别约为 6000 亿元、7000 亿元、7500 亿元和 7000 亿元，铁路总投资持续位于高位。同时，《中长期铁路网规划》已计划 5 万亿总投资，换言之，在建设高峰过后至 2020 年仍有 3 万亿投资规划。

图 1: 中国铁路营业里程及规划目标



数据来源: 铁道部, 国联证券研究所

图 2: 中国铁路基建投资及规划



数据来源: 铁道部, 国联证券研究所

铁路信息化水平提高刺激通信信号建设需求。铁路“十一五”规划明确提出: 积极推进铁路信息化: 广泛利用现代通信和信息技术等成果, 逐步实现调度指挥智能化、客货营销社会化、经营管理现代化。一般情况下, 铁路通信信号投资约占总投资的 4%, 即便不考虑信息化水平提高的情况下, 且假设由于通号建设可能滞后于基建, 在通号投资占比上进行简单调整, 我们推算 09-12 年铁路通信信号市场规模如下:

图 3: 中国铁路通号市场规模预测 (单位: 亿元)

通号市场规模	2007	2008	2009	2010	2011	2012
赛迪预测		87.2	101.5	112.3		
按比例推算	71.6	101.2	120.0	140.0	187.5	210.0
通号/总投资	4.0%	3.0%	2.0%	2.0%	2.5%	3.0%

数据来源: 赛迪, 国联证券研究所

估算公司所处细分行业市场规模约占通信信号市场总规模5%-10%左右。根据赛迪网《2007-2008 年中国铁路信号与通信系统设备市场研究年度报告》，再结合公司 2007 年收入情况，大概估算出公司所在市场约占通号市场规模5%左右。照 5%比例进行推算，公司所在细分行业市场规模 09-12 年大约为 6.0 亿、7.0 亿、9.4 亿和 10.5 亿。需要特别说明的是，估算过程相对简单，且没有考虑公司新开发产品和信息化水平提高的情况，实际占比应该比推算值高。

图 4：辉煌所处行业市场规模占通号市场规模比例推算

单位：万元	市占率	辉煌销售收入	市场规模
铁路信号微机监测系统	40%	8,974.8	22,437.1
分散自律调度集中系统	21%	292.6	1,393.1
无线调车机车信号和监控系统	15%	222.2	1,481.5
小计		9,489.6	25,311.6
2007公司销售收入		12,397.7	33,068.3
三项收入占辉煌总收入比	76.5%		
2007年通号总投资估算			716,000.0
市场规模占比			4.6%

数据来源：赛迪，公司公告，国联证券研究所

注：1、假设辉煌其他产品市占率与上述三项产品市占率相仿；

2、推算过程：3=1/2；5=3/4。

（二）市场准入制度、技术和准入周期壁垒

市场准入制度是第一道门槛。铁路部门对行业产品有着严格的要求：一方面要求行业产品有很高的可靠性、安全性和适应性，并通过长时间的试运行来进一步证实，在使用中还要进行严密的安全监管。另一方面，为了保障产品长期使用的后续保障，如消耗后的补充、对产品必要的改进等，铁路行业也特别关注生产企业长期经营的能力，这样就对生产企业的规模、经营实力等方面提出了一定的要求。

技术和准入周期较长是行业进入另一个壁垒。由于铁路行业专业性较强、安全性要求较高的特点，铁路行业具有特殊的技术壁垒。另外，对于市场新进入者，铁路部门不仅需要考察其产品可靠性安全性，同时，还需要考察后续持续保障能力。简言之，一方面要求新进入者技术、运营能力过关，另一方面，考察需要持续两三年，行业新进入者需要付出较高的时间成本。

(三) 公司技术水平和服务意识

技术水平、服务意识是公司的成长经验，也是未来增长的基础。公司为民营企业，自 1994 年成立以来，依靠远优于铁道部旗下同行的服务意识和技术投入，成长为微机监测领域的龙头，并已在多个细分领域布局。我们认为，未来公司将继续依靠提供优于同行的服务水平和高性能产品，取得业绩增长。

四、 风险分析

公司订单季节波动性风险。公司订单和收入确认受铁道部门投资计划和工程实施影响较大，收入确认存在季节性或跨会计年度的不均衡现象。

客户单一和产品结构相对单一导致新市场开拓风险。公司现有客户集中在铁道部门，在新市场开拓上存在一定的不确定性，且公司产品结构尚比较单一，公司收入受单一产品影响较大。

五、 盈利预测

主要假设条件：

- 1、 危机监测系统下半年收入增长能超过 30%；视频监控系统下半年能确认收入，且增长能增长 25%以上；无线机车调车信号和监控系统增长能超过 100%； 09-11 年总收入增长假设为 20%、30%和 30%；
- 2、 毛利率水平取近三年平均水平；
- 3、 管理和销售费用率保持稳定；
- 4、 所得税率为 15%。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	204.0	568.4	466.8	528.0
现金	61.0	397.6	246.8	234.6
应收账款	67.6	85.0	110.4	143.3
其他应收款	3.5	2.6	3.7	5.5
预付账款	14.3	15.3	20.0	27.6
存货	55.5	65.0	83.5	112.9
其他流动资产	2.1	2.8	2.4	4.1
非流动资产	56.7	52.6	231.2	269.4
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	24.8	31.4	166.8	217.4
无形资产	5.9	6.3	6.8	7.0
其他非流动资产	26.0	15.0	57.6	45.0
资产总计	260.7	621.0	698.0	797.5
流动负债	89.0	79.1	92.6	117.9
短期借款	16.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	29.1	30.9	43.4	56.7
其他流动负债	43.9	48.2	49.2	61.2
非流动负债	12.2	11.9	12.1	12.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动负债	12.2	11.9	12.1	12.0
负债合计	101.2	91.0	104.7	129.9
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0
股本	46.0	61.5	61.5	61.5
资本公积	0.1	310.1	310.1	310.1
留存收益	113.4	158.4	221.8	295.9
归属母公司股东权益	159.5	530.0	593.3	667.5
负债和股东权益	260.7	621.0	698.0	797.5

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	20.4	42.5	24.5	30.5
净利润	43.6	45.0	63.4	74.2
折旧摊销	0.0	1.4	5.2	10.2
财务费用	1.3	0.4	-7.3	-5.4
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0
营运资金变动	0.0	-8.0	-37.9	-51.1
其他经营现金流	-24.5	3.6	1.2	2.7
投资活动现金流	-15.3	-0.4	-182.5	-48.2
资本支出	15.3	0.0	182.0	48.0
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
其他投资现金流	0.0	-0.4	-0.5	-0.2
筹资活动现金流	0.7	294.5	7.3	5.4
短期借款	10.0	-16.0	0.0	0.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
普通股增加	0.0	15.5	0.0	0.0
资本公积增加	0.0	310.0	0.0	0.0
其他筹资现金流	-9.3	-15.0	7.3	5.4
现金净增加额	5.7	336.6	-150.8	-12.3

利润表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	133.6	167.0	217.1	282.2
营业成本	67.3	86.9	111.2	145.7
营业税金及附加	1.3	1.8	2.2	2.9
营业费用	8.7	9.7	12.6	17.0
管理费用	22.5	26.4	34.9	45.9
财务费用	1.3	0.4	-7.3	-5.4
资产减值损失	1.9	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	30.6	41.8	63.4	76.1
营业外收入	11.2	11.2	11.2	11.2
营业外支出	0.1	0.0	0.0	0.0
利润总额	41.6	52.9	74.5	87.2
所得税	-2.0	7.9	11.2	13.1
净利润	43.6	45.0	63.4	74.2
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	43.6	45.0	63.4	74.2
EBITDA	31.9	43.6	61.3	80.8
EPS (元)	0.95	0.73	1.03	1.21

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	7.7%	25.0%	30.0%	30.0%
营业利润	11.6%	36.6%	51.7%	20.1%
归属于母公司净利润	31.2%	3.2%	40.8%	17.0%
获利能力				
毛利率(%)	49.6%	47.9%	48.8%	48.4%
净利率(%)	32.6%	27.0%	29.2%	26.3%
ROE(%)	27.3%	8.5%	10.7%	11.1%
ROIC(%)	25.4%	26.1%	13.6%	13.8%
偿债能力				
资产负债率(%)	38.8%	14.7%	15.0%	16.3%
净负债比率(%)	30.13%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.29	7.19	5.04	4.48
速动比率	1.67	6.37	4.14	3.52
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.38	0.33	0.38
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	2.51	2.90	2.99	2.91
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.71	0.73	1.03	1.21
每股经营现金流(最)	0.33	0.69	0.40	0.50
每股净资产(最新摊)	2.59	8.62	9.65	10.85
估值比率				
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	-1	-1	-0	-0

六、估值：17.71-21.25 元

2009 年新上市科技类可比公司估值：24.5 元。

我们选取了久其软件、辉煌科技、新世纪、宇顺电子、超华科技五只今年新上市的科技类可比公司，首发市盈率（摊薄后）均值和中值均在 34.5 倍左右，对应辉煌科技每股 24.5 元。

表 5：2009 年新上市科技类可比公司发行市盈率

证券代码	证券简称	首发市盈率（摊薄）
002279.SZ	久其软件	36.14
002281.SZ	光迅科技	35.37
002280.SZ	新世纪	34.03
002289.SZ	宇顺电子	33.79
002288.SZ	超华科技	34.57
均 值		34.78
中 值		34.57

数据来源：Wind 资讯

七、申购策略

根据已经公告及我们预测的情况，我们对新股的发行及收益情况做以下的预测。

表 8：新股收益预测

名称	发行价格	网上发行 (万股)	网上申购 上限(股)	网上冻结资金 (亿元)	预测中签率	预测首日涨幅	预测年化收益率
精艺股份	13.00	2880	20000	1400	0.27%	40%	13%
辉煌科技	25.00	1240	10000	1300	0.24%	60%	17%

数据来源：国联证券研究所

本周新股两个一组发行，前后申购资金互不影响，投资者选择压力减少。51万即可全部申购两只新股。通过对精艺股份、辉煌科技情况分析，我们认为辉煌科技概念性更强，虽然发行价格较高，但有信立泰表现在前，我们认为股价压力并不大，我们建议资金量不够全部申购两只新股的投资者首先选择辉煌科技。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。