

鼎汉技术(300011)

打造轨道交通电源系统综合供应商

王稹 韩若冰
 021-38676720 021-38676045
 wangzhen@gtjas.com hanruobing@ghtas.com

本报告导读:

- 轨道交通信号电源细分市场国内领先;
- 受益于铁路建设与城市轨道交通建设;
- 合理询价区间为27.4-31.2元。

投资要点:

- 鼎汉技术主营业务从事轨道交通电源系统的研发、生产、销售、安装和维护,核心产品在轨道交通信号电源综合市场占有率为30.03%,处于细分市场国内领先地位。其他产品轨道交通电力操作电源系统、轨道交通屏蔽门电源系统、轨道交通通信电源系统等均已实现销售收入。
- 公司营业收入保持成长态势,2007、2008及2009H1实现收入8364万元、10749万元、8749万元,同比增速分别为5.48%、38.44%、347.5%,收入及利润主要来源于轨道交通信号智能电源系统。
- 轨道交通建设投资带来轨道交通电源市场的景气发展,据铁道科学院预计,我国轨道交通电源市场规模将在2013年超过800亿元。
- 2008年,我国轨道交通信号智能电源市场销售规模约3亿元,其中普通铁路、城市轨道交通、高速铁路客运专线及地方与厂矿铁路的市场需求分别为45.67%、22.33%、20.67%与12.67%,未来高速铁路客运专线及城市轨道交通将成为信号电源增长最快的细分市场。
- 国内轨道交通通信电源、轨道交通电力操作电源等市场规模将在2013年超过55亿元,巨大的市场空间给公司带来发展的良好机遇,公司在新的细分市场的业务发展进度值得关注。
- 公司计划募集资金2.16亿元,主要用于补充流动资金,轨道交通信号电源产品升级和产能建设,以及轨道交通专用电源系统实验室和产能建设。预计公司2013年募投项目新增收入将达4.07亿元。
- 预计公司09-11年EPS分别为0.90元、1.34元、1.80元,对应行业可比公司,考虑公司的成长性,给予公司2009年32倍PE较为合理,对应股价28.8元。我们认为合理询价区间为27.4-31.2元,预计上市首日价格区间为34.6-40.7元。
- 需要提醒投资者注意的风险有:过度依赖铁路市场建设的风险,产品结构单一的风险以及应收账款回收风险。

财务摘要(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	83.77	107.60	194.33	274.97	365.16
(+/-)%	5.46%	28.45%	80.60%	41.50%	32.80%
经营利润(EBIT)	23.13	28.62	54.61	81.39	109.91
(+/-)%	22.84%	23.74%	90.79%	49.05%	35.04%
净利润	20.13	22.82	46.09	68.65	92.67
(+/-)%	21.27%	13.36%	101.97%	48.95%	34.98%
每股净收益(元)	0.39	0.44	0.90	1.34	1.80
每股股利(元)					

注:每股净收益按发行后的总股本计算

建议询价区间:

27.4-31.2元

上市首日定价区间:

35.6-40.7元

2009.09.29

发行上市资料

总股本(万股)	3837.6
发行量(万股)	1300
发行日期	2009.10.13
发行方式	网下询价+网上申购
保荐机构	兴业证券
预计上市日期	待定

发行前财务数据

每股净资产(元)	3.23
净资产收益率(%)	23.77%
资产负债率(%)	40.74%

主要股东和持股比例

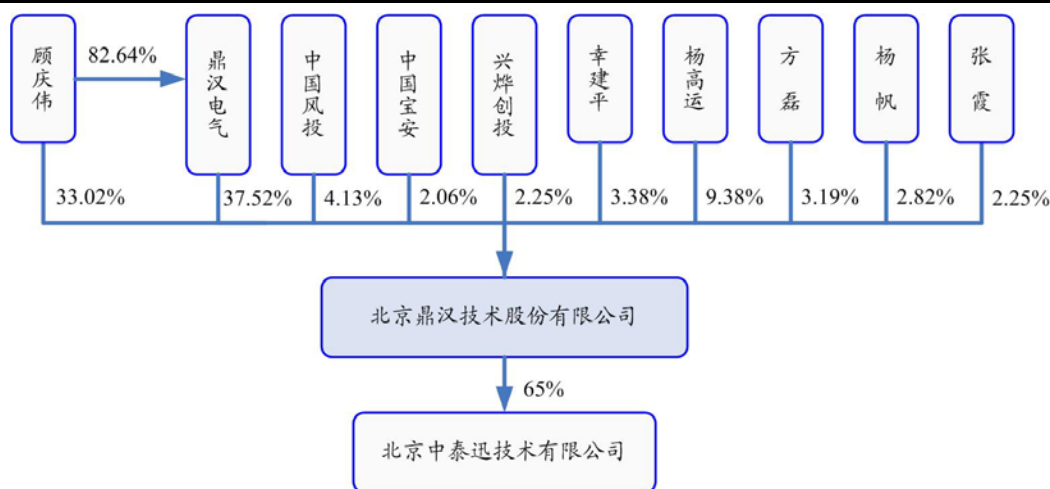
顾庆伟	33.02%
鼎汉电气	37.52%
杨高运	9.38%
中国风投	4.13%
中国宝安	2.06%
兴烨创投	2.25%
李建平	3.38%
方磊	3.19%
杨帆	2.82%
张霞	2.25%

1. 公司简介

公司前身鼎汉技术有限公司成立于 2002 年，2007 年 11 月整体变更为股份有限公司，2007 年 12 月 24 日在北京市工商局登记注册，注册资本 3837.6 万元。公司发起人为：鼎汉电气、中国风投、中国宝安、顾庆伟、杨高运、幸建平、方磊、杨帆、吴志军和张霞。

公司主营业务从事轨道交通电源系统的研发、生产、销售、安装和维护，核心产品在轨道交通信号电源综合市场占有率为 30.03%，处于细分市场国内领先地位。其他产品轨道交通电力操作电源系统、轨道交通屏蔽门电源系统、轨道交通通信电源系统等均已实现销售收入。

图 1：公司股权结构示意图

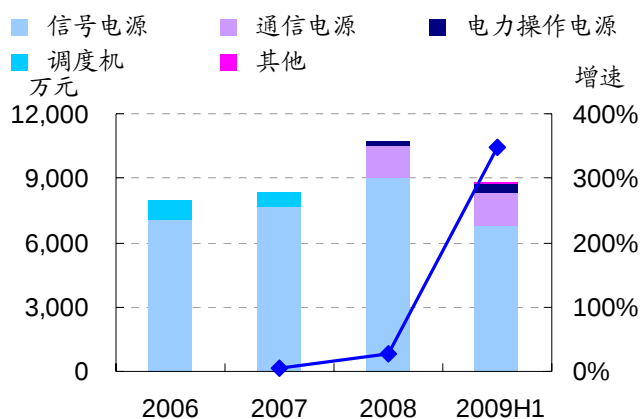


数据来源：公司招股书

2. 公司经营情况

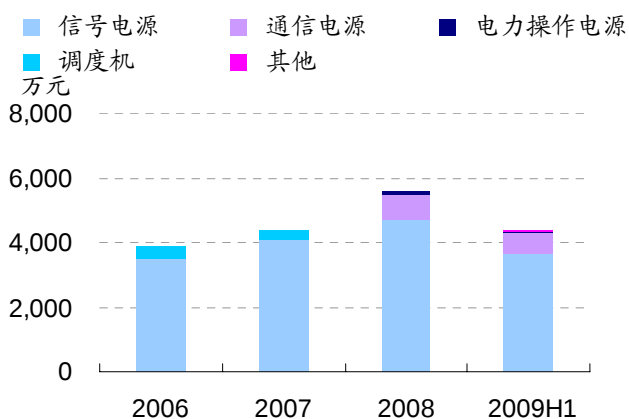
公司营业收入保持成长态势，2007、2008 及 2009H1 实现收入 8364 万元、10749 万元、8749 万元，同比增速分别为 5.48%、38.44%、347.5%，收入及利润主要来源于主导产品轨道交通信号智能电源系统，2008 年该产品全国占有率 30.03%，居市场第一位。2009 年 1-6 月信号电源收入占比 76.95%，同时其他业务收入占比呈现上升趋势。

图 2：2006-2009H1 公司主营业务收入结构及增速



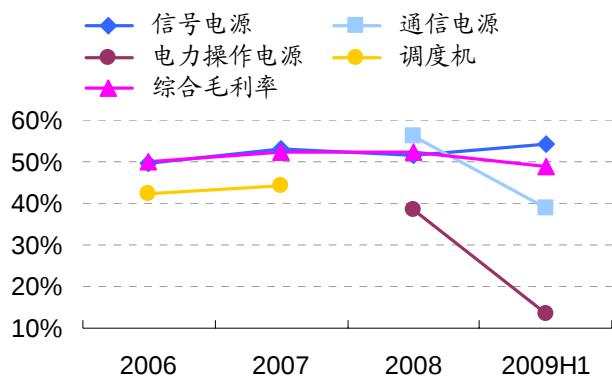
数据来源：公司招股书

图 3：2006-2009H1 公司毛利结构



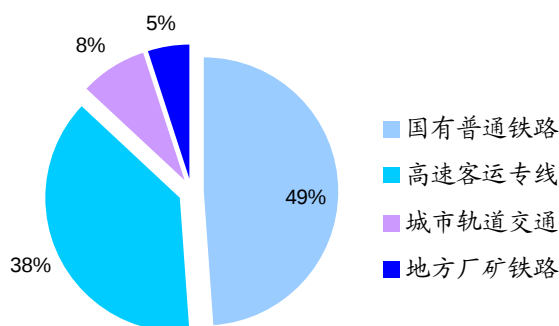
公司主导产品信号电源毛利率一直保持 50%以上的较高水平，随着其他业务毛利率的回落，2009 年 1-6 月公司综合毛利率 48.96%，环比略有降低。公司主要销售市场有国有普通铁路、高速客运专线、城市轨道交通和地方厂矿铁路。2008 年国有普通铁路市场占总销售收入的 49%；其次为高速客运专线市场，占总销售收入的 38%。

图 4：2006-2009H1 公司分业务毛利率变化



数据来源：公司招股书

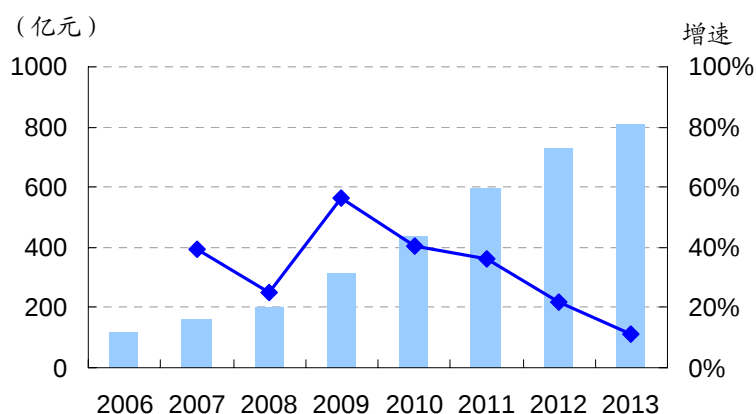
图 5：2008 年公司客户结构



3. 行业规模与竞争分析

根据 2008 年调整后的《中长期铁路网规划》，2020 年全国铁路营业里程达到 12 万公里以上，复线率达到 50%以上，电气化率达到 60%以上，预计 2010-2012 年全国铁路投资规模将超过 3.5 万亿元，未来几年铁路建设仍将保持较快的增速。轨道交通建设投资带来轨道交通电源市场的景气发展，据铁道科学院预计，我国轨道交通电源市场规模将在 2013 年超过 800 亿元。

图 6：我国轨道交通电源市场规模

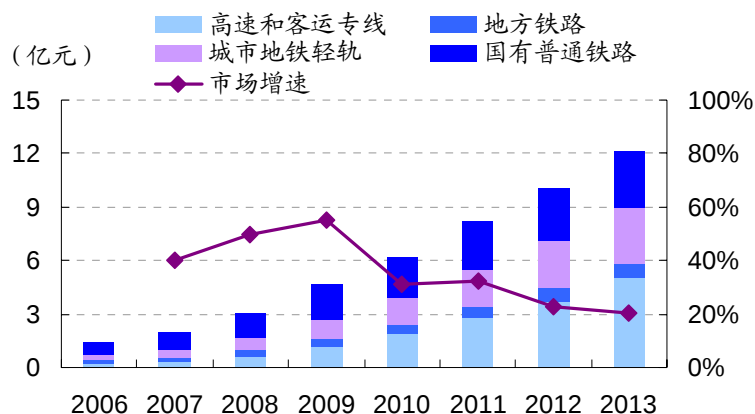


数据来源：铁道科学院，国泰君安证券

2008 年，我国轨道交通信号智能电源市场销售规模约 3 亿元，其中普通铁路、城市轨道交通、高速铁路客运专线及地方与厂矿铁路的市场需求分别为 45.67%、22.33%、20.67%与 12.67%，根据铁科院预测，高速铁路客运专线及城市轨道交通将成为轨道交通信号电源增长最快的细分市场。

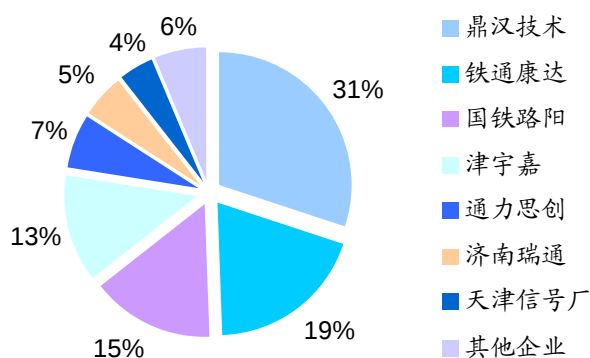
公司 2008 年已取得高速客运专线领域市场份额的 48.6%，而城市轨道交通领域市场份额超过 50%，稳居国内信号智能电源市场龙头地位。

图 7: 国内轨道交通信号智能电源市场预测及增速



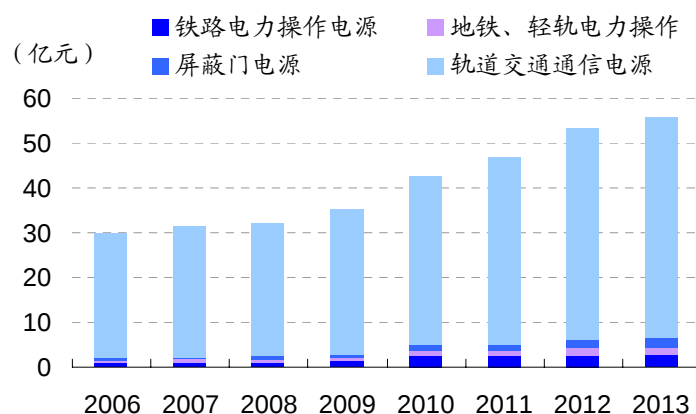
数据来源: 铁道科学院, 国泰君安证券

图 8: 轨道交通信号智能电源市场份额



数据来源: 公司招股书, 国泰君安证券

图 9: 轨道交通通信、电力操作及屏蔽门电源市场规模



通过立足已有市场, 公司仍积极开拓轨道交通电源其他市场领域。据预测, 国内轨道交通通信电源、轨道交通电力操作电源等市场规模将在 2013 年超过 55 亿元, 巨大的市场空间给公司带来发展的良好机遇, 公司在新的细分市场的业务发展进度值得关注。

4. 公司财务分析

表 3: 基本财务指标

	2009H1	2008	2007	2006
流动比率	2.22	2.15	2.66	2.14
速动比率	1.83	1.95	2.33	1.76
资产负债率 (母公司)	39.72%	40.74%	34.25%	43.91%
应收账款周转率	1.07	1.53	1.47	1.77
存货周转率	1.86	3.59	2.67	3.21
息税折旧摊销前利润 (万元)	2648.89	2971.21	2373.26	1879.03
利息保障倍数	285.24	33.87	37.69	83.29
每股经营活动的现金流量 (元)	-0.08	1.08	0.28	0.03
每股净现金流量 (元)	-0.59	0.88	0.41	-0.04
每股净资产	3.23	2.81	2.22	1.95
净资产收益率	17.65%	21.24%	24.46%	28.45%

数据来源: 公司招股书

公司近三年流动比、速动比均处于行业平均水平，有不错的偿债能力，资产负债率保持 40%左右。由于下游铁路行业交货特点，回款周期较长，使得公司应收账款周转率一直较低，不过考虑公司客户主要是国有大中型铁路企业，坏账风险较小，但仍存在一定现金流风险。

5. 募投项目分析

公司计划募集资金 2.16 亿元，主要用于补充流动资金，轨道交通信号电源产品升级和产能建设，以及轨道交通专用电源系统实验室和产能建设。研发项目投资可以提高公司技术水平，促进技术储备，进一步提高市场竞争力。预计公司 2013 年募投项目新增收入将达 4.07 亿元。

表 4: 募投资金项目概况

序号	项目名称	总投资	固定资产投资	铺底流动资金	建设期	达产新增收入	达产新增利润
1	轨道交通信号电源产业化项目	9332.53	6764.48	2568.05	2.75 年	5502	2861
2	轨道交通专用电源系列化研发及产业化项目	3224.82	2519.97	704.85	2.75 年	35200	
3	补充流动资金	9000.00					
合计		21557.35	9284.45	12272.90		40702	

数据来源：公司招股书，国泰君安证券

单位：万元

6. 盈利预测及定价

预测基本假设：

- 国内轨道交通建设投资稳步推进，市场维持景气程度；公司信号电源外其他细分市场均有所发展；公司毛利率在 2010 年以后略有下降；
- 享受 15%所得税率。

预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.90 元、1.34 元、1.80 元，对应行业可比公司，考虑公司的成长性，给予公司 2009 年 32 倍 PE 较为合理，对应股价 28.8 元。鉴于之前创业板股票的申购热情，我们认为合理询价区间为 27.4-31.2 元，预计上市首日价格区间为 35.6-40.7 元。

表 5: 利润简表预测

利润表	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	79.43	83.77	107.60	194.33	274.97	365.16
营业成本	40.54	39.89	51.48	97.16	133.36	175.28
营业税金及附加	0.58	1.18	1.06	1.75	2.47	3.29
销售费用	10.99	10.56	17.22	23.32	33.00	43.82
管理费用	7.05	8.68	8.87	15.55	22.00	29.21
财务费用	0.33	0.78	1.14	0.58	0.82	1.10
营业利润	18.50	22.35	27.48	54.02	80.57	108.82
利润总额	18.43	22.24	27.75	54.22	80.77	109.02
减：所得税	1.83	2.11	4.93	8.13	12.11	16.35
净利润	16.60	20.13	22.82	46.09	68.65	92.67
减：少数股东损益						
归属母公司所有者的净利润	16.60	20.13	22.82	46.09	68.65	92.67
股本（百万）	51.376	51.376	51.376	51.376	51.376	51.376
每股收益（元）	0.32	0.39	0.45	0.90	1.34	1.80

表 6: 公司估值水平对比

公司类型	证券代码	公司简称	08 年 PE	09 年 PE	10 年 PE
电源企业	002227.SZ	奥特迅	44.4	30.5	23.3
	002296.SZ	辉煌科技	46.3	28.0	21.3
	600580.SH	卧龙电气	40.1	24.8	19.5
中小板企业		前 100 家平均	31.4	30.3	23.2
		后 100 家平均	36.2	33.8	25.3

数据来源: wind, 国泰君安证券

表 7: 近期创业板上市企业估值对比

证券代码	证券简称	首发价格 (元)	首发市盈率	09 年 PE	10 年 PE
300001.SZ	特锐德	23.8	52.8	34	24
300002.SZ	神州泰岳	58	68.8	30	22
300003.SZ	乐普医疗	29	59.6	42	31
300004.SZ	南风股份	22.89	46.2	47	29
300005.SZ	探路者	19.8	53.1	33	25
300006.SZ	莱美药业	16.5	47.8	36	28
300007.SZ	汉威电子	27	60.5	40	31
300008.SZ	上海佳豪	27.8	40.1	34	27
300009.SZ	安科生物	17	46.8	35	27
300010.SZ	立思辰	18	51.5	40	31
平均			52.7	37	28

数据来源: wind, 国泰君安证券

7. 风险提示

需要提醒投资者注意的风险有:

- 公司发展过度依赖铁路市场, 如果未来轨道交通投资增速放缓, 将对公司业绩造成较大影响。
- 产品结构单一, 公司核心产品轨道交通信号智能电源系统销售占比较大, 存在产品依赖风险。
- 应收账款回收风险, 公司 2009 年 1-6 月应收账款平均余额占当期营业收入的 93.46%, 比例较高, 且回款周期长, 存在坏账风险。

作者简介:

王稹: 男, 清华大学电机系电力系统自动化专业, 工学博士。2005 年进入国泰君安证券销售交易总部, 从事电力设备、家用电器行业、替代能源策略的研究。

韩若冰: 男, 清华大学材料科学与工程专业, 工学博士。2008 年进入国泰君安证券, 从事电力设备、新能源设备行业研究。

免责声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com