

电气

2009年9月29日



新股研究

申购建议：申购

鼎汉技术（300011）：依托轨道交通大规模投资而高速成长

核心观点

定价结论：

根据我们的盈利预测，公司2009-2011年业绩按发行后股本计算为0.96、1.27、1.98元/股。由于公司在电源领域具有较强的技术积累，在轨道交通领域具有较广泛的市场积累，公司在行业内的领先优势短期内难以撼动，未来保持增长无忧。

公司主要风险在于对国有铁路的依赖过高，国家在铁路行业投资降温后，公司需要开拓新的市场领域，未来的高成长性无法保证。我们给予公司2009年摊薄每股收益37-42倍PE为询价依据，建议网下询价区间为35.52-40.32元/股，中枢价值为37.92元。

主要依据与未来成长性：

大规模铁路建设为公司提供稳定的订单。公司大部分销售收入来自于政府完全控制铁路系统。中国铁路运力长期不足。2008年金融危机以来，中国政府投入大量资金弥补铁路投资不足。按照铁道部计划，2010年计划完成基本投资6000亿元以上。目前中国铁路建设，尤其是客运专线仍处于高速建设期，期间需求的公司电源产品保持稳定增长。

中国城市轨道交通仍有非常大的增长潜力。当前公司收入有8%来自于城市轨道交通，在城市轨道交通信号智能电源系统领域占有50%的市场份额，技术先进性和可靠性均明显优于竞争对手，未来市场份额有望保持。而中国城市轨道交通建设仍有较大潜力。公司在城市轨道交通领域将伴随中国未来中国大中城市修建轨道交通的热潮而高速发展。

轨道交通其他相关产品。公司2006年主要产品仅有信号智能电源系统，2008年来通信电源系统、电力操作电源系统等其他产品比例不算增加。公司依靠在电源领域领先的专业技术和基于轨道交通这一广阔的平台，逐渐发展其他轨道交通电源产品，扩展产业链。

风险提示：

市场风险。公司所处的行业虽然具有较高的技术壁垒，但最主要客户为国有铁路，铁路系统和国外企业。但是其核心零部件，传感器等能够通过外购获得。其他竞争企业能够通过外购生产同样的产品。公司产品核心技术理论单一，不排除其他企业能够研发出类似的产品，更多的竞争对手进入，将拉低公司产品毛利率水平。

毛利率下滑的风险。公司毛利率较高，长期保持在50%以上。尽管铁路设备行业具有严格的准入壁垒，但是随着技术的发展，将不断有新的竞争对手进入行业，竞争的加剧可能会导致公司毛利率降低。

发行数据：

项目	数值
发行股本（万股）	1300
发行日期	
预期发行价格（元）	37.92

国都证券研究所

研究员：徐才华

电话：010-84183262

Email: xucaihua@guodu.com

联系人：周红军

电话：010-84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，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，特此声明。

1 本次发行一般情况

表1: 公司发行基本情况

公司	北京鼎汉技术股份有限公司
公司简称	鼎汉技术
发行地	深圳
发行日期	
申购代码	300011
发行股数	1300 万股
每股发行价	
发行方式	网下与网上
发行后总股本	5137.6 万股
发行市盈率(2008 年全面摊薄计算)	
每股盈利 (2008 年)	0.60
发行后全面摊薄每股收益 (2008 年)	0.45
发行前每股净资产	3.23
发行后每股净资产	

资料来源: 国都证券、上市公司招股意向书

2 公司基本情况

2.1 公司概况

公司主营业务是轨道交通电源系统的研发、生产、销售、安装和维护, 主要包括: 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、轨道交通通信电源系统等相关产品的研发、生产、销售与技术支持服务业务。同时, 也根据客户需求提供其他配套产品及服务。

2.2 股权结构

表 1: 公司主要股东

股东名称	发行前		发行后	
	股数 (万股)	比例	股数 (股)	比例
一、有限售条件流通股	3837.60	100%	3837.6	74.70%
鼎汉电气	1,440.00	37.52%	1,440.00	28.03%
中国风投	158.40	4.13%	158.4	3.08%
中国宝安	79.20	2.06%	79.2	1.54%
兴烨创投	86.40	2.25%	86.4	1.68%

顾庆伟	1,267.20	33.02%	1,267.20	24.67%
杨高运	360.00	9.38%	360	7.01%
幸建平	129.60	3.38%	129.6	2.52%
方磊	122.40	3.19%	122.4	2.38%
扬帆	108.00	2.82%	108	2.10%
张霞	86.40	2.25%	86.4	1.68%
二、本次发行流通股	1,300			25.30%
合计	3837.60	100%	5,137.6	100.00%

资料来源：公司招股意向书

3 经营分析

3.1 公司收入构成

表3：公司收入构成

项 目	2009 年1-6 月	比重	2008 年	比重	2007 年	比重	2006 年	比重
主营业务收入	8,768.80	99.85%	10,748.99	99.90%	8,363.94	99.84%	7,942.56	100.00%
信号电源	6,757.97	76.95%	9,038.75	84.00%	7,701.97	91.94%	7,083.81	89.19%
通信电源	1,626.75	18.52%	1,458.74	13.56%	-	-	-	-
电力操作电源	330.94	3.77%	202.54	1.88%	-	-	-	-
调度机	-	-	-	-	661.98	7.90%	858.75	10.81%
其他	53.14	0.61%	48.96	0.46%	-	-	-	-
其他业务收入	13.13	0.15%	11.04	0.10%	13.50	0.16%	-	-
合计	8,781.93	100.00%	10,760.03	100.00%	8,377.44	100.00%	7,942.56	100.00%

资料来源：国都证券、上市公司招股意向书

3.2 募集资金投入

表4：公司募集资金投向

序号	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	
1	轨道交通信号电源产业化项目	9,332.53	828.23	6,217.30	7,045.53	2,287.00
2	轨道交通专用电源系列化研发及产业化项目	3,224.82	324.67	2,412.65	2,737.32	487.50
3	补充流动资金	9,000.00				9,000.00
合计		21,557.35	1,152.90	8,629.95	9,782.85	12,774.50

资料来源：上市公司招股意向书

3.3 未来公司成长性

大规模铁路建设为公司提供稳定的订单。公司大部分销售收入来自于政府完全控制

铁路系统，且在行业间处于领先地位，竞争格局稳定，未来的成长性主要来自于铁路建设产生的订单。公司近半收入来自于普通铁路，高速客运专线占收入比例38%。

中国铁路运力长期不足。2008年金融危机以来，中国政府投入大量资金弥补铁路投资不足。按照铁道部的铁路建设计划，2008年预计完成建设投资超过3000亿元，2009年计划投资完成投资6000亿元的基本建设投资，2010年计划完成基本投资6000亿元以上。目前中国铁路建设，尤其是客运专线仍处于高速建设期，期间需求的公司电源产品保持稳定增长。

中国城市轨道交通仍有非常大的增长潜力。百万人以上城市超过40个，其中三十个已经向国家提出修建地铁的申请。当前公司收入有8%来自于城市轨道交通。公司在城市轨道交通信号智能电源系统领域占有50%的市场份额，技术先进性和可靠性均明显优于竞争对手，未来市场份额有望保持。而中国城市轨道交通建设仍有较大潜力。按照目前主要城市已经获得批准的城市轨道规划，到2010年，将有约1000公里的线路建成通车。且在全社会整体节能减排的大背景中，各大城市未来将倾向于发展城市轨道交通这种高效、清洁的公共运输方式。公司在城市轨道交通领域将伴随中国未来中国大中城市修建轨道交通的热潮而高速发展。

轨道交通其他相关产品。公司2006年主要产品仅有信号智能电源系统，2008年来通信电源系统、电力操作电源系统等其他产品比例不算增加。公司依靠在电源领域领先的专业技术和基于轨道交通这一广阔的平台，逐渐发展其他轨道交通电源产品，扩展产业链。

4 风险因素

市场风险。公司所处的行业虽然具有较高的技术壁垒，但最主要客户为国有铁路，铁路系统和国外企业。但是其核心零部件，传感器等能够通过外购获得。其他竞争企业能够通过外购生产同样的产品。公司产品核心技术理论单一，不排除其他企业能够研发出类似的产品，更多的竞争对手进入，将拉低公司产品毛利率水平。

毛利率下滑的风险。公司毛利率较高，长期保持在 50%以上。尽管铁路设备行业具有严格的准入壁垒，但是随着技术的发展，将不断有新的竞争对手进入行业，竞争的加剧可能会导致公司毛利率降低。

5 盈利预测

表6: 未来赢利预测表 (单位: 万元)

项目	2007	2008	2009	2010	2011
营业总收入	8,377.44	10,760.03	20,444.06	28,621.68	37,208.19
营业总成本	6,142.11	8,012.18	14,678.83	20,979.69	25,264.36
营业成本	3,988.73	5,147.77	10,426.47	14,740.17	19,348.26
营业税金及附加	117.76	105.89	163.55	228.97	148.83
费用总和	2,001.78	2,723.06	4,088.81	6,010.55	5,767.27
资产减值损失	33.84	35.46	39.01	42.91	47.20
营业利润	2,235.33	2,747.85	5,765.22	7,641.99	11,943.83

加：营业外收入	8.98	29.84	32.82	36.11	39.72
减：营业外支出	20.26	2.98	3.28	3.60	3.96
利润总额	2,224.05	2,774.71	5,794.77	7,674.49	11,979.58
减：所得税	211.44	492.86	869.22	1,151.17	1,796.94
净利润	2,012.61	2,281.85	4,925.56	6,523.32	10,182.64
减：少数股东损益	-56.72	-11.37	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	2,069.33	2,293.22	4,925.56	6,523.32	10,182.64
每股收益（元）	0.54	0.60	1.28	1.70	2.65
EPS(元，发行后计算)	0.40	0.45	0.96	1.27	1.98

估值定价以及投资建议

根据我们的盈利预测，公司2009-2011年业绩按发行后股本计算为0.96、1.27、1.98元/股。由于公司在电源领域具有较强的技术积累，在轨道交通领域具有较广泛的市场积累，公司在行业内的领先优势短期内难以撼动，未来保持增长无忧。

公司主要风险在于对国有铁路的依赖过高，国家在铁路行业投资降温后，公司需要开拓新的市场领域，未来的高成长性无法保证。

我们给予公司2009年摊薄每股收益37-42倍PE为询价依据，建议网下询价区间为35.52-40.32元/股，中枢价值为37.92元。

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。