

鼎汉技术(300011.sz)

另一个“安圣电气”

谢军 研究员
 电话: 020-87555888-661
 eMail: xj@gf.com.cn

袁斌 研究助理
 电话: 13823372423
 eMail: yb9@gf.com.cn

张小东 研究助理
 电话: 020-87555888-665
 eMail: zxd2@gf.com.cn

曾维强 研究助理
 电话: 020-87555888-404
 eMail: zwq3@gf.com.cn

对比一下安圣电气的发展轨迹与公司目前所处的环境, 我们有理由相信公司将成为另外一个“安圣电气”:

蓬勃发展的市场需求, 行业发展迅猛。

高市场、技术门槛, 国外品牌占据主流, 进口替代空间巨大。

优秀的领导团队: 华为系的管理、市场和研发团队。

成功的关键条件: 注重研发、测试系统平台(质量)、客户服务。

公司现有业务快速发展

智能信号电源为公司主要收入来源, 也是公司成功进入铁路系统的点金石, 收益于行业近几年来的高速发展, 发展迅猛。

通过智能信号电源树立起来的品牌和优异的质量表现, 公司的电力操作电源、通信电源、屏蔽门电源产品经历从无到有的过程, 通过提供整体解决方案的方式, 快速打开市场, 逐渐成为公司主要收入来源。

辅助电源系统将带动公司第二次飞跃

辅助电源系统无论新增还是更换市场空间都非常巨大。国内中高端市场基本为国外品牌所占据, 低端市场目前国内仅有少量企业进入。公司优势明显, 具备快速占领市场份额的条件, 将带动公司实现第二次飞跃。

盈利预测与投资建议

经过测算, 未来三年的 EPS 分别为: 0.91 元、1.2 元和 1.9 元, 鉴于创业板目前整体估值水平, 以及公司的成长性非常明确, 未来可期。我们给予 2011 年 40 倍的 PE 计算, 目标价格为 48 元, 强烈推荐给予“买入”评级。

风险提示

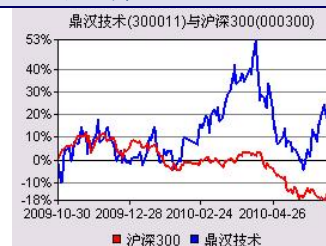
业务拓展进展低于预期

公司评级



当前价格(元)	36.53
目标价格(元)	48.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	19.26%	4.69%	24.86%
沪深 300	-3.81%	-13.33%	-6.99%

股票数据

总股本(万股)	10,275.20
流通 A 股(万股)	2,600.00
主要股东:	

北京鼎汉电气科技有限公司

主要股东持股比例	14.01%
流通 A 股比例	25.30%

财务比率

ROE	9.51%
ROA	15.91%
资产负债率	12.51%
每股净资产(元)	12.26

2009 年报数据。

鼎汉技术，另外一个“安圣电气”！

谁是安圣电气？

安圣电气公司前身为华为电源事业部，主要为华为技术提供配套电源。公司于 1996 年，开始以华为电气名义独立拓展国内电源市场。1998 年在整体通信电源市场和集中监控市场获占有率第一。2000 年成为中国通信电源业界的领头羊。通信电源产品进入全球二十多个国家，模块电源在欧美市场获得规模突破，成为五大国际知名通信设备制造企业供应商。

2001 年公司更名为安圣电气后，于当年以 7.5 亿美元身价出售给艾默生电气集团，更名为艾默生网络能源有限公司，成为全球领先的电力电子整体方案解决供应商。2008 年，公司仅在国内市场就实现销售收入超过 60 亿元。可以这么说，安圣电气公司（以及后来的艾默生网络能源有限公司）一直以来是国内的电源、电力电子技术的“黄埔军校”，引领着行业的技术进步和创新发展，国内相当大部分企业的核心研发人员都出自于该公司。

为什么说鼎汉技术有可能是另外一个安圣电气？

根据安圣电气公司的成长过程，我们分析出几项非常重要的关键因素，并根据鼎汉技术目前所处的环境，进行了对比：

蓬勃发展的市场需求，行业迅猛发展。在 1990 年代的时候，国内的通信设备市场刚刚起步，巨大的市场空间正等待着大家去开发。华为电气公司恰如其分的出现在这个时刻，迅速崛起，快速的占据了国内的主要市场份额，一举成就行业龙头地位。20 年以后的现在，也正是国内国家铁路建设跨越式发展、城市轨道交通建设快速发展的阶段。根据规划，2020 年全国铁路营业里程达到 12 万公里以上，复线、电化率分别达到 50%和 60%，快速客运网总规模达到 1.6 万公里以上。

表 1：国家铁路建设加速、未来跨越式发展

“四横四纵+三大城际” 高速铁路网建设	四纵： 北京－上海、北京－哈尔滨、北京－深圳、上海－深圳 客运专线 四横： 青岛－太原、徐州－兰州、上海－成都、上海－长沙 客运专线 三大城际： 长三角、珠三角和环渤海经济圈的城际铁路
完善路网布局和西部开发性新线	西北、西南进出境国际铁路通道；西北至华北通道；西北至西南通道；新疆至青海、西藏的便捷通道；西部区内铁路；完善东中部铁路网络
既有线增建二线及电气化改造	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%

数据来源：铁道部、广发证券发展研究中心

表 2：中国为世界上最大的城市轨道交通建设市场

潜在市场广阔	满足国务院地铁建设要求的城市达 50 多个
现在市场	现在 10 个城市 31 条轨道交通线、里程 835.5 公里
新增市场空间巨大	国务院新批复 22 个城市新建地铁申请，总投资 8820 亿元 到 2016 年，我国将新建轨道交通线 89 条，总里程为 2500 公里，投资规模达 9937.3 亿元

数据来源：发改委、广发证券发展研究中心

图 1：历年铁路投资建设

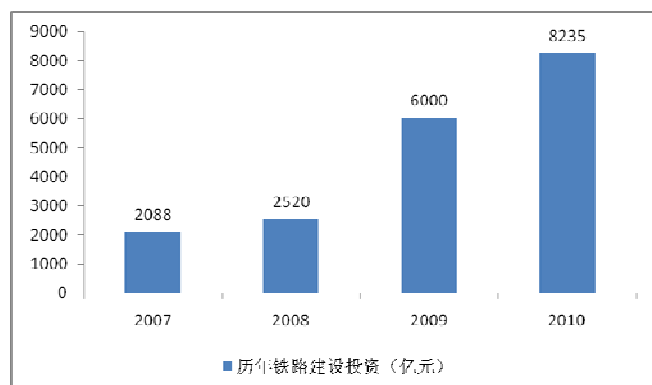


图 2：轨道交通电源市场容量



数据来源：铁道部、铁道科学研究院、广发证券发展研究中心

产品市场门槛高，国外品牌占据主流，进口替代空间巨大。在 1990 年代，当时整个通信电源市场几乎都由国外品牌占据，主要被爱立信电源、西门子电源等跨国公司所占据。国内企业要想进入这个市场，难度非常大。无论是质量还是品牌都需要一个被客户逐渐接受的过程。另外从技术角度来看，通信电源产品正处于技术升级时期，由传统的相控电源逐渐升级到高频开关电源阶段。华为电气就是凭借这个契机，一举冲破重围，建立自己的领先地位。我们分析一下鼎汉技术目前的状态也是如此：国内铁道系统一直比较封闭，对于新技术新产品一直都是抱着比较排斥的态度。另外由于铁路设备的好坏直接关系着旅客的生命安全。铁路系统对于引进新的设备供应商都是非常的谨慎。目前通过铁道部技术检测、成功进入智能轨道电源的除了鼎汉技术这家民营企业以外，其他的几家企业都是原来的铁道部下属信号厂。而对于屏蔽门电源、车载辅助电源、机车牵引电源（牵引变流器）等，目前基本还都是国外品牌所占据，国内品牌很难进入该领域，产品毛利很高。从技术角度来看，轨道交通电源也正处在传统技术向现代化技术转型的时期，由原来的缺乏智能化功能、故障率高的交流稳压电源转向智能化高、具备监控功能的高频开关电源。

表 3：国内轨道交通电源状况

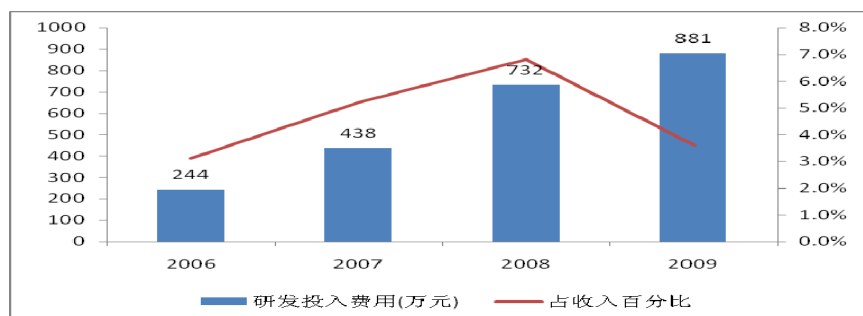
分类产品	市场状况	技术状况
智能信号电源	原铁路信号厂占据主流，进入系统门槛高	传统相控技术升级到高频开关、数字化
屏蔽门电源	国外品牌占据中高端	和智能化
机车辅助电源	国外品牌占据主流，铁路系统厂商份额较少	高速铁路，城市轨道快速发展促使技术
机车主电源（牵引逆变器）	国外品牌占据绝对主流，国内厂商几无进入	升级，产品更新换代

数据来源：广发证券发展研究中心

公司研发高投入，确保产品质量可靠、技术领先和高毛利。在现代的电力电子行业，一个产品要想具备持续的竞争力，那么就要确保产品的性能和可靠性。特别是在可靠性要求非常高的轨道交通电源领域。另外从行业的特点来看，电子电气类产品刚面世的时候价格一般都较高，然后价格会逐渐走低，如果不对产品进行技术升级，降低产品物料成本，那么毛利

就会逐渐下降。所以一个公司竞争力最终还是体现在研发投入上。从这点看，无论是原来的华为电气还是现在的鼎汉技术都一直保持对研发的高投入，确保公司竞争力不下降，以及领先于竞争对手的策略。

图 3：公司研发投入情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

领导团队优秀：华为“土狼式”管理和市场开拓，外加艾默生强大的研发。公司的管理层多数来自于原来的华为公司的管理层或者财务高管，管理能力和市场开拓能力极强，公司作为唯一获得铁道部智能信号电源行政许可的民营企业就可见一斑。另外公司的核心研发人员大多数来自艾默生网络能源有限公司（即原来的华为电气），技术积累和开发经验非常丰富，确保开发出来产品质量可靠、稳定，同时可以以尽可能短的开发周期推出产品，抢占市场份额。

巨资投建各种国内领先专业实验室，公司做大做强的意愿非常强烈。

我们从鼎汉公司的募投项目就可以看出端倪：公司投入巨资筹建各种电源的专业实验室，包括车载辅助电源系统实验室、不间断电源系统实验都是国内屈指可数的。这些专业实验室可以模拟产品实际使用环境下的各种工况。根据不同使用特点下来完成产品的测试和验证。我们认为，国内的电力电子厂商与国外巨头的差距并不是在于是否可以完成产品的开发和试用，而是在于对于产品质量的把控上。国内厂商更多的考虑是正常工况下产品是否可以正常工作，而国外品牌考虑更多的是在非正常工况下，产品是否可以有效工作并且性能同样表现优越。从这点上看，公司的已经完全吸收了国外厂商对于产品研发的态度和做法，确保质量表现优越。

智能信号电源业务继续发展壮大

公司在智能信号电源市场占有率有望继续提升。智能信号电源在国家铁路市场方面主要来自三部分：新建路线（高速铁路、客运专线）、铁路复线和电气化改造，另外一部分就是城市轻轨和地铁的建设。得益于公司在轨道交通电源领域多年耕耘树立起来的质量和品牌形象，预计今年公司在国内的智能信号电源屏市场仍将保持高速增长。2008 年公司在轨道交通综合市场占有率为 30.03%，高速客运专

线的市场份额高达 48.6%，可以判断公司在传统铁路市场份额要低于相对高端的高速铁路。由于最近几年为国内高速铁路建设高峰期，新建高速铁路的线路远远高于普通铁路的投资。所以我们认为，公司在智能轨道信号的市场份额有望继续得以提升。

图 4：轨道信号电源市场情况

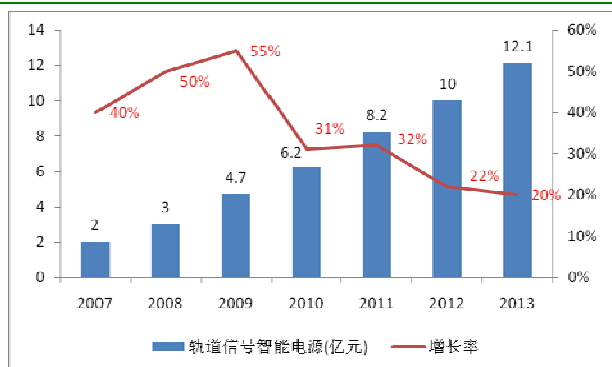
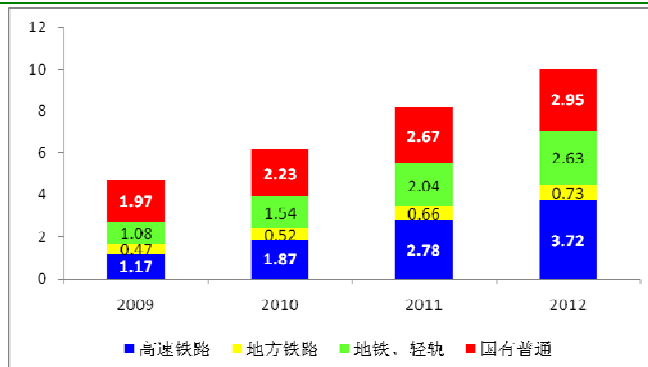


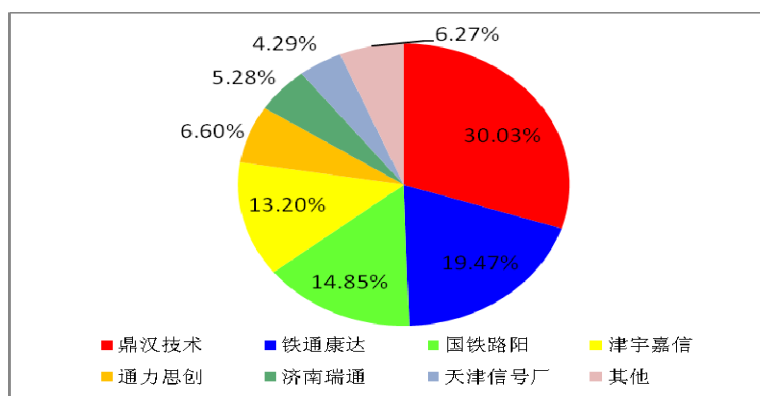
图 5：信号电源各个细分市场情况



数据来源：铁道部、铁路第三勘察设计院、广发证券发展研究中心

行政许可门槛、过往业绩要求，确保公司继续保持龙头地位。目前只有 6 家企业获得了铁道部颁发的《铁路运输安全设备生产企业认定》。新的企业要想进入这个市场，必须获得铁道部的行政许可，而获得行政许可，又必须有过往业绩表现。我们认为，在中低端的普通铁路市场，已经有众多原来铁路信号厂在生产信号电源产品，铁道部新批供应商意愿不大，而在高端的快速铁路市场，铁路部门对于产品质量和可靠性要求更高，更加不会冒然引进新的厂商。所以我们认为短期之内，整个市场主要还是由这几个厂商在瓜分，公司将继续保持龙头地位。

图 6：2008 年铁路智能信号电源市场情况



数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

技术升级、工程定制化特点，维持产品高毛利。公司在 2006 年推出第一代智能电源屏新系统后，在 2008 年又进行技术升级到 V2.0，目前正在产品的全数字化升级。通过这种持续不断的 product 技术改进，一方面可以更好的满足客户需求，另外一方面又可以不断完善产品质量，持续降低产品成本。另外不同的路线采用的信号电源产品配置，功能相差

较大，几乎很难用一个通用的产品去满足客户需求。正是这种工程定制化的特点，使得跨国企业很难进入这个领域。公司相对其他国内厂商，质量和可靠性更胜一筹，使得价格竞争的压力并不大，产品的高毛利得以维持。

信号电源产品业绩预测：根据铁道部预测，2010 年信号电源总市场容量将比 2009 年增长 31%左右，我们以保守估计，不考虑公司产品市场份额继续提升的情况下，预计可以实现销售收入 2.4 亿元。另外考虑到电子产品的价格特点，产品毛利略有下降，预计可以实现 52%的毛利。

品牌优势和整体解决方案促进其他产品销售

公司从 2002 年就从事轨道交通电源产品的生产和销售，在客户端已经具备比较明显的品牌优势和影响力。另外公司在实现智能信号电源产品的同时，积极开发其他产品，通过这种提供轨道交通电源整体解决方案的方式，一方面更好的满足了客户需求，实现“交钥匙”工程。另外一方面促进和带动了公司其他电源产品的销售。

电力操作电源轨道交通领域发展迅猛，非轨道领域还需时日。目前国家铁路市场的电力操作电源技术相对比较落后，公司具备明显的技术优势和品牌影响力。公司推出电力操作电源产品后，目前已经获得多个铁路市场的订单。我们认为目前在轨道交通领域，并没有专业的电力电源产品提供商，公司相对其他厂商来说，更具有品牌影响力，所以我们认为公司的市场占有率将会快速提升。另外公司还成立北京中泰迅通有限公司，专门从事非轨道交通领域的电力电源市场开拓。

国内非轨道交通（主要在电力、大型厂矿）电力电源市场广阔，集中度非常低。相对市场份额比较高的奥特迅、许继电气、九州电气等，它们的市场份额也不到 5%。我们预计公司在非轨道领域短时间内市场占有率不会有太大提升，要想实现销售收入快速增长还需时日，但考虑市场基数较大以及公司具备一定的技术优势，我们对未来 2-3 年的发展还是非常乐观。

图 7：铁路系统电力操作电源市场容量预测

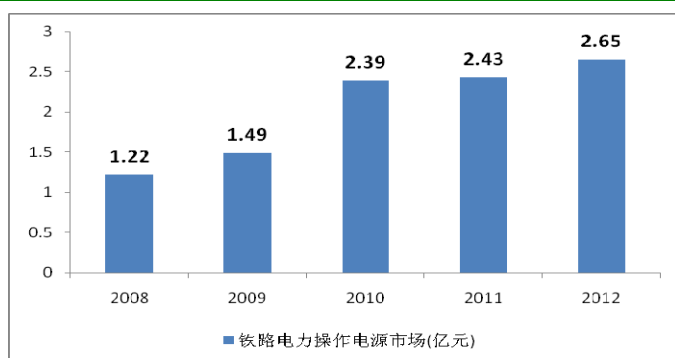
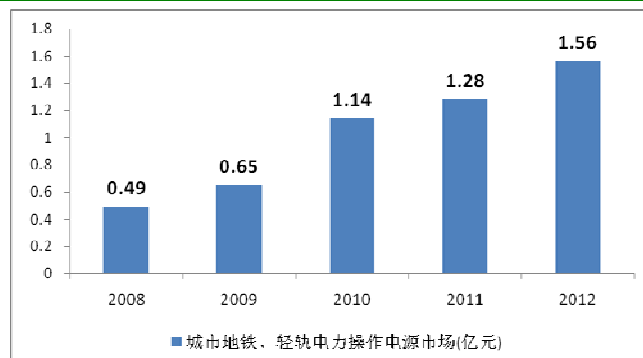


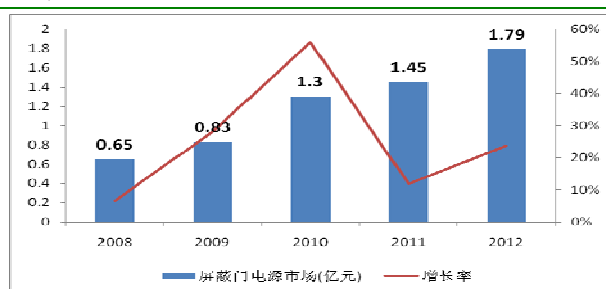
图 8：城市轻轨、地铁电力操作电源市场



数据来源：重庆轨道交通总公司、铁道部第四勘察设计院、广发证券发展研究中心

屏蔽门电源市场取得突破后，业务将快速增长。公司推出屏蔽门电源产品后，目前已经成功获得西屋公司的深圳五号线的屏蔽门电源订单。国内屏蔽门系统解决商主要包括西屋电气、法维莱、松下等企业。对应的屏蔽门电源市场，国内才刚刚起步，公司的定位是给这些系统解决商提供配套电源产品。国内有竞争实力的厂商并不多，市场竞争并不充分。我们认为拥有过往业绩非常重要，有利于开拓新的市场和获取订单。随着公司成功进入西屋采购体系，屏蔽门电源市场大门已经为公司打开，未来几年中市场份额将获得快速提升。

图 9：屏蔽门电源市场预测



数据来源：重庆轨道交通总公司、广发证券发展研究中心

通信电源系统 2010 年销售增长有限，2011 年将有大增长。公司在 2008 年获得了武广和郑西两条客运专线的订单，其中通信电源系统的订单接近 6000 万，与 2008 年和 2009 年两年全部通信电源系统销售收入总和相当。我们据此判断，目前公司的通信电源系统的销售主要靠高速铁路客运专线重点工程订单的获取来实现。一般来说，电源招标通常是距离开通半年到一年时间进行通信电源系统的招标的，而 2009 年是高速铁路客运专线开通里程数较多的一年，2010 和 2011 年都达不到去年的最高峰，所以我们认为公司在 2010 年通信电源系统的增长幅度有限。即使考虑到通信电源系统在高铁取得业绩突破后会带动其他领域（普通铁路、地铁等）的销售，也需要一个逐渐放量的过程。2012 年、2013 年高铁新增客运运营里程将达到最高峰，将直接带动公司 2011 年的通信电源系统的销售，我们预计明后两年才是这块业务的业绩爆发点。

表 4：高速铁路里程与开通时间

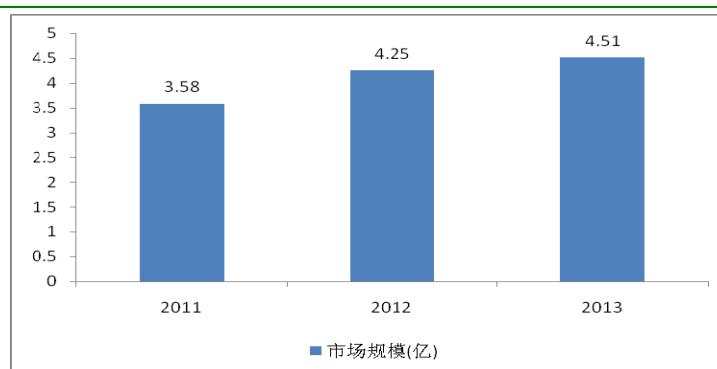
线路	区间线路	区间长度	通车时间	线路	区间线路	区间长度	通车时间
北京-	北京-石家庄	281	2012	沪昆线	上海-杭州	159	2012
深圳	石家庄-武汉	353	2012		杭州-长沙	880	2012
	武汉-广州	1069	2009		长沙-昆明	1200	2013
	武汉-郑州	485	2011	青岛-	青岛-济南	363	2008
北京-	北京-天津	138	2008	太原	济南-石家庄	319	2012
哈尔滨	天津-秦皇岛	244	2012		石家庄-太原	190	2009
	秦皇岛-沈阳	405	2003	上海-	上海-南京	300	2010
	哈尔滨-沈阳	906	2014	成都	南京-合肥	166	2008

杭州-	上海-杭州	159	2012	武汉-宜昌	357	2012
深圳	杭州-宁波	150	2011	宜昌-利川	377	2009
	宁波-温州	268	2009	利川-重庆	244	2012
	温州-福州	321	2009	重庆-成都	312	2011
	福州-厦门	273	2009	京沪线	北京-上海	1318
	西安-宝鸡	151	2012	合计:	年份	开通里程 (KM)
	厦门-深圳	502	2011		2009	2498
徐州-	徐州-郑州	343	2012		2010	757
兰州	郑州-西安	457	2010		2011	1449
	西安-兰州	650	2013		2012	3424
					2013	3168

数据来源：铁道部、广发证券发展研究中心

推出轨道专用不间断电源 (UPS)，谋取细分市场优势。城市轨道交通车站内包含众多的弱电设备系统，如综合监控、门禁、自动售检票、火灾自动报警、屏蔽门、应急照明、变电所综合自动化等。这些系统属于重要或特别重要的一级负荷，需要可靠性的电源备份，以保证供电出现问题时，能够正常运转。目前，轨道交通不间断电源市场以国外品牌为主，但他们目前提供的主要是通用不间断电源产品，无法充分满足轨道交通领域的特殊需求。公司推出专用不间断ups，一方面可利用自己在这细分市场的优势，完善自己的产品线扩大销售收入，另外也可以更好满足客户对工程定制化的需求。我们认为公司的研发团队都有多年UPS开发经验，技术上并没有困难，另外市场开拓上具备先天优势，

图10：轨道交通不间断电源 (UPS) 市场规模



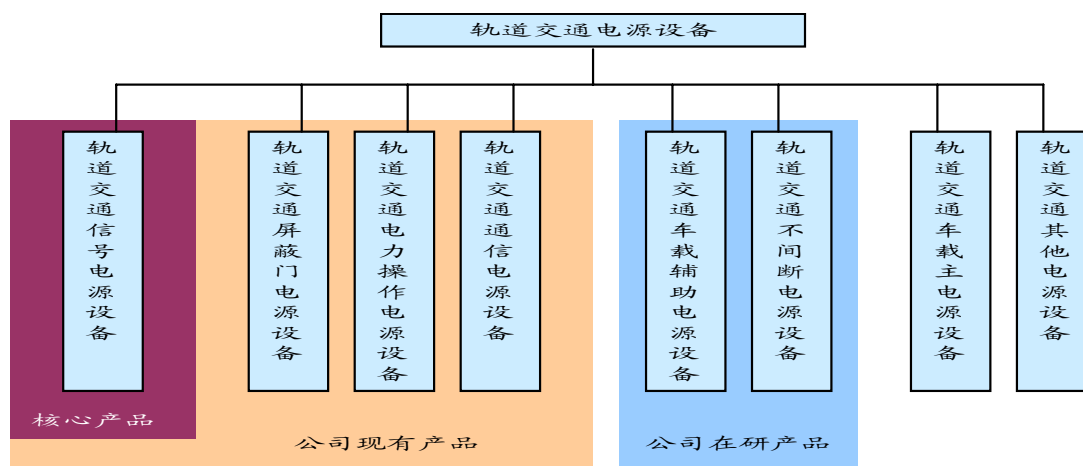
数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

地面车站电源领域逐渐拓展到机车电源领域，新市场大空间

车载辅助电源为新的开始，进入机车电源的第一步。公司之前主要产品（信号电源、电力电源、通信电源系统等）主要还是集中

在轨道沿线或地面车站领域。公司成功上市后，开始把触角延伸到机车电源领域：车载辅助电源。车载辅助电源系统是机车的重要组成部分，担负着除机车牵引系统主电路以外各种装置的供电任务，是提供风源的空气压缩机、空调、通风机等辅助电动机的三相交流电源，电热器、冰箱、信息显示装置的电源等。机车辅助电源系统由三相交流辅助电源和直流电源系统组成。具体的产品系列将涉及到充电电源、逆变电源、车载通信电源、车载变频电源、车载配电柜等等，技术方面对 AC/DC，DC/AC，DC/DC 都会涉及。这是一个巨大的新市场。

图 11：公司从地面车站电源逐渐延伸至机车电源领域



数据来源：广发证券发展研究中心、公司招股说明书

车载辅助电源无论新增机车还是原有替代，市场空间都非常巨大。按照铁道部规划，到2020 年要建成2 万公里的高铁运营专线，预计到2015年，就可以完成1.3万公里的高铁路程。同时，根据发改委统计，到2016年国内将新建轨道交通线89条，总里程2500公里。根据国外的高速铁路、地铁与车组的配置来看，基本每单位高速铁路里程需对应配置动车列车数为0.13，每一地铁单位里程对应车辆为1.3列左右。我们简单计算一下，仅仅这两项每年将新增动车组350列、地铁车组500列左右。

表 5：典型铁路机车车载辅助变流器（辅助电源）情况

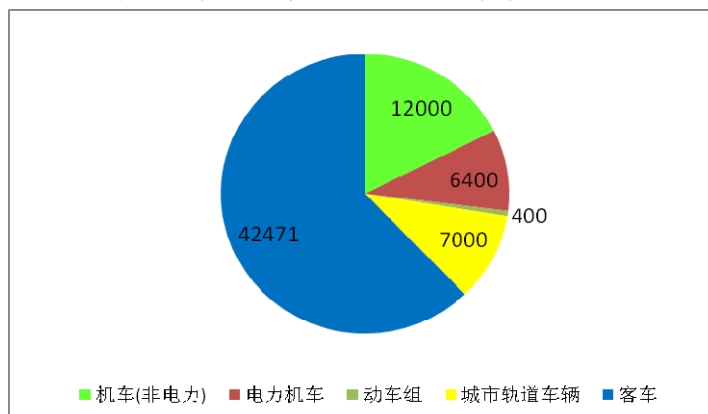
	车型	CRH1	CRH2	CRH5	HXd1	HXd2	HXd3
辅助	数量	每列 5 个	每列 2 个	每列 5 个	每列 4 个	每列 5 个	每列 5 个
变流器	容量	144KVA	123KVA	300KVA	200KVA	135KVA	230KVA
	电路拓扑	DC-AC	AC-DC-AC	DC-AC	DC-AC	DC-AC	AC-DC-AC

数据来源：广发证券发展研究中心

辅助电源业务将促使公司第二次腾飞。由于不同机车需要的辅助变流器数目不同，我们以每列车需要4个辅助变流器平均计算，每个辅助变流器平均售价50-80万计算。那么每年仅动车组和城市地铁辅助变流器市场新增市场容量就将超过25个亿，如果加上

充电器、车载配电柜、车载逆变电源等，整个市场容量在30亿元左右。另外由于国内轨道车辆保有量巨大，以2008年统计数据为例，国内共有6400辆电力机车、7000辆地铁车辆。以10年左右时间的电气设备更换周期计算，另外考虑到部分机型并不涉及辅助电源系统，我们保守估计，整个辅助电源市场每年接近50-60个亿左右。

图 12：2008 年轨道车辆保有量（不包含货车车辆）



数据来源：国家统计局、铁路统计公报、广发证券发展研究中心

公司开发辅助电源产品优势明显，具备快速抢占市场份额的条件。目前机车上的车载辅助电源中高端（动车组、城市轨道）基本为国外品牌所占据，国内原铁路系统中株洲电力机车研究所、武汉正远、常州建湖和铁路科学研究院等厂商在低端市场（货车机车等）占有一定的市场份额。无论在可靠性、控制进度和性能表现来看，国内目前厂商的产品与国外品牌还是有一定的差距。更为主要的是，国内厂商持续技术升级的能力更弱于国外跨国巨头。而鼎汉技术公司研发团队很多来自跨国公司，技术实力并不亚于这些企业，而相对国内厂商来说，优势明显。除了技术以外，我们认为，更重要的是市场门槛，如果之前在铁路系统领域没有过往业绩的话，几乎很难进入铁路机车的招标目录。而鼎汉技术公司的强项就是在于市场开拓能力极强，以及电源产品在铁路市场领域的优异过往业绩表现。所以说，鼎汉技术的车载辅助电源产品，一旦投产，就能很快切入市场，取得较高市场份额，正如铁路智能信号电源产品一样。

表 6：CRH2 车载辅助电源典型用途

输入情况	输出情况	功能
AC400V	输出路数 1: DC100V, 58KW	照明、旅客信息、网络控制系统等
	输出路数 2: 单相 AC100V, 12KVA	空调装置和制动装置的控制电路等
	输出路数 3: 单相 AC220V, 11.3KVA	车内用插座等
	输出路数 4: 三相 AC400V, 123KVA	牵引系统相关的辅助设备
	输出路数 5: 单相 AC100V, 22KVA	电热水器等

数据来源：铁路机车原理、广发证券发展研究中心

牵引主电源（变流器）将是未来的发展目标。轨道车辆最核心的部件为牵引变流器，主要功能是牵引机车运行，是整个列车的动力来源。一般每列列车都会配套 1-2 个牵引变流器。目前市场上的牵引变流器售价为 100-120 万左右。这个市场基本为国外品牌所占据，每年市场容量接近 20 个亿。

图 13：辅助电源。牵引主电源示意图

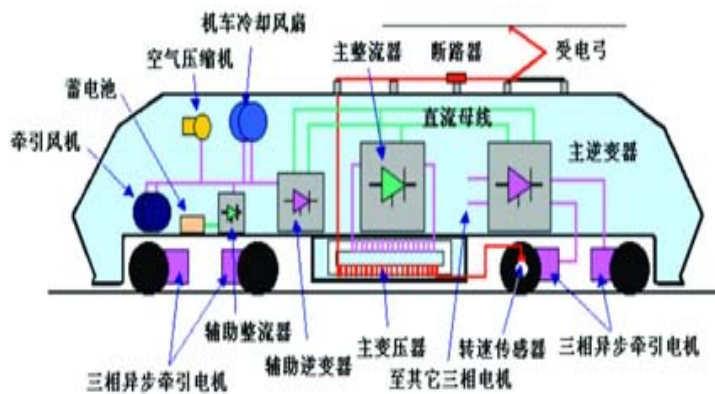
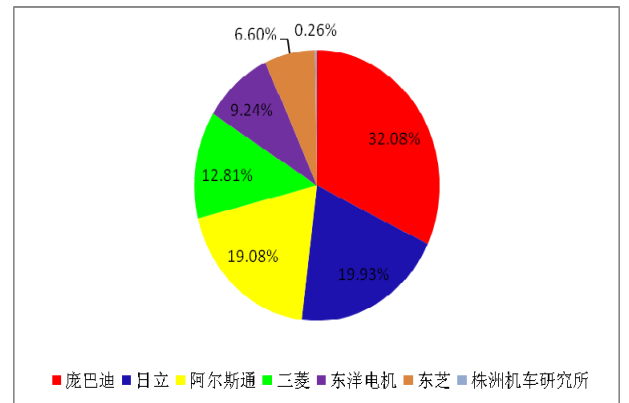


图 14：牵引变流器（主电源）市场份额情况

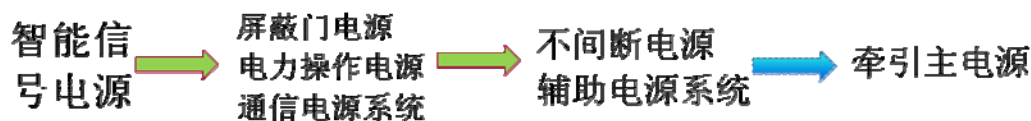


数据来源：铁路统计月刊、电气牵引月刊、广发证券发展研究中心

盈利预测与投资建议

从公司的产品开发路径，我们可以清晰的看到公司战略布局和规划，从公司目前的核心产品智能信号电源基础上，拓展到屏蔽门电源、电力操作电源、通信电源，然后在逐渐延伸到辅助电源，最后进入牵引主电源（变流器）领域。

图 15：公司战略清晰



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

我们对公司在市场拓展方面充满信心,现在最需要的是新产品的研发完成，并尽快投入市场。公司在 2010、2011 年销售主要以沿线电源为主。预计到 2012 年，随着车载辅助电源的逐渐放量，公司将进入另外一个发展高峰期，实现第二次飞跃。以下是我们对公司分产品的业绩预测：

表 7: 公司未来三年盈利预测

	2009	2010E	2011E	2012E
智能信号电源				
主营收入	17609	24000	30200	35000
增长率	94.8%	36.3%	25.8%	15.9%
毛利率	53.0%	52.0%	51.0%	50.0%
毛利	9329	12480	15402	17500
电力操作电源				
主营收入	688	1350	2100	2900
增长率	239.70%	96.2%	55.6%	38.1%
毛利率	22.1%	22.0%	21.0%	21.0%
毛利	152	297	441	609
通信电源系统				
主营收入	4340	5300	7200	9300
增长率	197.5%	22.1%	35.8%	29.2%
毛利率	38.5%	38.0%	37.0%	37.0%
毛利	1670	2014	2664	3441
屏蔽门电源				
主营收入	0	1000	1900	3300
增长率	-	-	90.0%	73.7%
毛利率	0.0%	45.0%	44.0%	43.0%
毛利	0	450	836	1419
车载辅助电源				
主营收入	0	200	1200	18000
增长率	-	-	500.0%	1400.0%
毛利率	0.0%	55.0%	53.0%	53.0%
毛利	0.0	110.0	636.0	9540.0
不间断电源 (ups)				
主营收入	0	250	900	1800
增长率	-	-	260.0%	100.0%
毛利率	0.0%	42.0%	40.0%	39.0%
毛利	0	105	360	702
其他产品				
主营收入	1866	2400	2900	3500
增长率	3711.0%	28.6%	20.8%	20.7%
毛利率	26.6%	25.0%	25.0%	24.0%
毛利	497	600	725	840
总收入	24503	34500	46400	73800
毛利率	47.5%	46.5%	45.4%	46.1%
毛利	11648.4	16056.0	21064.0	34051.0
营业成本	12854.6	18444.0	25336.0	39749.0
增长率	-	40.8%	34.5%	59.1%

数据来源: 广发证券发展研究中心

经过测算，未来三年的 EPS 分别为：0.91 元、1.2 元和 1.9 元，鉴于创业板目前整体估值水平，以及公司的成长性非常明确，未来可期。我们给予 2011 年 40 倍的 PE 计算，目标价格为 48 元，给予“买入”评级。

风险提示：

公司的业务拓展低于预期。

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	530	552	591	625	
应收账款	118	153	212	369	
预付款项	6	5	10	15	
应收利息	0	0	0	0	
应收股利	0	0	0	0	
其他应收款	3	6	6	13	
存货	32	35	57	87	
流动资产合计	691	753	879	1111	
长期股权投资	0	0	0	0	
固定资产	17	23	59	101	
在建工程	0	40	50	60	
无形资产	6	6	5	5	
长期待摊费用	0	0	0	0	
递延所得税资产	0	0	0		
非流动资产合计	24	69	114	166	
资产总计	715	822	993	1278	
短期借款	0	0	0	0	
应付票据	61	64	109	163	
应付账款	0	0	0	0	
预收款项	22	35	42	82	
应付职工薪酬	0	0	0	0	
应交税费	0	0	0	0	
应付利息	0	0	0	0	
应付股利	0	0	0	0	
其他应付款	3	3	2	2	
流动负债合计	86	102	153	247	
长期借款	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	
长期应付款	0	0	0	0	
预计负债	0	0	0	0	
递延所得税负债	0	0	0	0	
非流动负债合计	0	0	0	0	
负债合计	86	102	153	247	
股本	51	102	102	102	
资本公积	495	444	444	444	
盈余公积	30	80	150	230	
未分配利润	53	94	144	255	
少数股东权益	0	0	0	0	
负债股东权益总计	715	822	993	1278	
每股净资产(元)	12	8	9.7	12.4	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	245	345	464	738	
营业成本	128	184	253	397	
营业税金及附加	2	3	5	7	
销售费用	25	36	46	72	
管理费用	14	20	26	41	
财务费用	0	-11	-11	-12	
资产减值损失	4	3	1	1	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资收益	0	0	0	0	
营业利润	70	109	145	231	
营业外收入	1	1	1	1	
营业外支出	0	0	0	0	
利润总额	71	110	146	232	
所得税费用	11	17	22	35	
净利润	60	94	124	197	
归属于母公司净利润	60	94	124	197	
少数股东损益	0	0	0	0	
EPS(元)	0.58	0.91	1.2	1.9	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流量	19.6	62	79	86	
投资活动现金流量	-6	-49	-49	-59	
筹资活动现金流量	450	9	9	7	
现金及现金等价物净增加额	463	22	38	34	
期末现金余额	530	552	591	625	
每股经营活动现金流(元)	0.19	0.61	0.78	0.84	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标					
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入增长率	128%	41%	35%	59%	
营业利润增长率	142%	37%	37%	64%	
毛利率	47.6%	46.5%	45.4%	46.1%	
营业利润率	29.7%	29%	29%	30%	
净利率	24.4%	27.1%	26.7%	26.7%	
净资产收益率	9.5%	13%	14.7%	19%	
总资产收益率	9.9%	11.9%	13.4%	17%	
流动比率	8	7.4	5.7	4.5	
资产负债率	12%	12.4%	15.4%	19.3%	
所得税税率	15%	15%	15%	15%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

鼎汉技术(300011)行情走势



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。