

上市公司新股简评报告

力求轨道交通电源产品的规模化和系列化

铁路建设爆发性增长带来轨道交通电源行业的持续景气

国铁建设加速加大行业需求。铁道部提出 2010 年至 2012 年将达到年均投资 6000 亿元以上，预示着铁路建设将迎来连续的高速发展时期。2003~2011 年全国铁路基本建设投资情况如图 1 所示。根据铁路“十一五”规划和《中长期铁路网规划》，预计“十一五”至 2020 年期间，我国铁路建设需要投入的资金将达到 3.5 万亿元。铁路行业的大发展必将使轨道交通电源产品市场进入新的快速增长时期。

其次，城市轨道交通快速发展也给行业发展带来新机遇。我国有 30 多座城市希望建立轨道交通系统。根据国务院批准的第一批城市轨道交通项目规划，至 2015 年的规划线路长度是 2400 公里，投资规模近 7000 亿。城市轨道交通的大发展也为轨道交通电源产品提供了巨大的市场空间。

行业市场规模稳步扩张。我国轨道交通电源市场规模见图 2 所示，今年已有 312 亿元的规模，2009~2011 年的增长率均在 35% 以上，预计 2013 年市场规模将超过 800 亿。

公司力求实现轨道交通电源产品的规模化和系列化

公司的主营产品是轨道交通电源系统，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和轨道交通通信电源系统（产品产销量见表 1）。营业收入主要来源于铁路、城市轨道交通等国家重大基本建设项目，公司已与轨道交通行业客户建立起良好的合作关系，形成了很高的知名度。

公司主要产品的市场占有率较高。轨道交通信号智能电源系统是公司的核心产品，该产品收入最近三年分别占当期公司总收入的 89.19%、92.09%、84.09%（各产品收入情况见表 2）。2008 年该产品市场份额为 30.03%，处于行业领先地位；在高速客运专线轨道交通信号智能电源系统市场份额为 48.6%，占据行业领导地位。

随着市场认知度的提高，公司轨道交通屏蔽门电源系统、轨道交通通信电源系统和电力操作电源系统产品将成为新的利润增长点。对于轨道交通屏蔽门电源产品，公司今年将完成开发和用户环境试验工作，预计 2010 年实现市场占有率近 8%；对于电力操作电源产品，公司已完成产品开发和用户环境试验工作，并将通过本次募集资金进一步补充产品开发和生产设备，确保产品尽快实现产业化，预计 2010 年实现市场占有率 2.33%。

公司在行业内具有技术领先的优势，是“中关村科技园区创新型试点企业”、“高新技术企业”。公司铁路智能信号电源产品被北京市科委、北京市发改委、中关村科技园区等五家单位联合认定

鼎汉技术（30011）

陈夷华

chenyihua@csc.com.cn
010-85130955

冯福章

fengfuzhang@csc.com.cn
010-85130969

分析日期：2009 年 09 月 30 日

预计上市合理价格：36~38 元

建议询价区间：27~30 元

发行数据

发行价格（元）	0
发行规模（万股）	1,300
发行前总股本（万股）	3,838
发行方式	上网定价法人配售
发行日期	2009-10-13
上市日期	0
主承销商	兴业证券
主要股东	
北京鼎汉电气科技有限公司	37.52%

募股资金投向

项目名称	金额（万元）
轨道交通信号智能电源产业化项目	9,332.53
轨道交通专用电源系列化研发及产业化项目	3,224.82
补充流动资金	9000.00
总金额	21557.35

为“北京市自主创新产品”。公司核心技术是由公司研发技术人员在综合分析国内外现有技术资料、用户需求以及在全国数千个铁路及城市轨道交通站点测试试验、运行结果的基础上获得的，与同行业其他公司相比具有领先优势。

募集资金项目：信号电源产品升级、专用电源产品系列化

公司拟发行不超过 1300 万股，主要投向轨道交通信号电源产业化项目和轨道交通专用电源系列化研发及产业化项目。首发后，公司将进一步扩大现有成熟产品生产规模，实现功能和技术的持续升级。同时实现轨道交通电力操作电源系统、轨道交通屏蔽门电源系统的产业化，丰富产品品种。

“轨道交通信号电源产业化项目”将在未来两年内投入。随着客运专线、城市轨道交通等的应用，2008 版轨道交通信号全数字化智能电源产品将逐渐成为主流。目前公司已经初步完成了 2008 版的样机制造，需要进一步投入，进一步提高产品技术水平，以实现更大规模的产业化。预计在 2010 年实现量产，并逐步替代 06 版轨道交通信号智能电源系统。项目实施后，公司将形成支撑每年产值 27,125 万元新一代轨道交通信号全数字化智能电源产品的生产能力，公司将占据市场先机，预计轨道交通信号智能电源年均新增销售收入 5502 万元，市场占有率将进一步提高。

“轨道交通专用电源系列化研发及产业化项目”拟建设期 2.75 年，第三年达产，达产后年均新增销售收入 3.5 亿元。项目实施后，轨道交通电力操作电源产品和轨道交通屏蔽门电源产品将实现年产值 7000 万元的能力，轨道交通电力操作电源系统争取 2010 年实现市场占有率 2.33%，2013 年达到 20%，成为轨道交通电力操作电源的主要供应商。轨道交通屏蔽门电源系统争取 2010 年实现市场占有率 8%，2013 年达到 20%，成为轨道交通屏蔽门电源的主要供应商。

公司未来两三年收入将保持增长，毛利率当前已处于高位

收入方面：我们对公司未来两年的增长保持乐观，主要理由如下：第一，未来二至三年，铁路基建投资仍将保持高位并有所增长，对公司主要产品的需求也会持续增长；第二，公司在城市轨道交通市场，一直处于市场领先地位，未来 10 年内都将是我国城市轨道交通大发展的时期，这也将带来公司各产品的需求；第三，首发募集资金项目投产后，还将提高公司的产能和扩大公司的产品系列，为公司增加新的增长点。

但 2012 年及以后，我国铁路建设极有可能停止高速增长。由于公司主要产品的客户为国铁相关单位，所以对于公司 2012 年以后的发展，我们持谨慎态度。

毛利率方面：当前公司综合毛利率较高，详见表 3。我们认为公司的信号电源产品的毛利率从长期来看应处于下滑通道，当前超过 50%的毛利率水平在行业竞争日趋加剧的情况下将难以维持。通信电源、电力操作电源等产品生产规模较小，未来随着产品线的规模化，这两项产品毛利率将会有所提升。

盈利预测和估值

未来两至三年，国铁和城市轨道交通的投资规模仍将扩大。公司因各产品主要应用在上述领域而深深受益。预计未来两年公司收入均有 35%以上的增长，净利润均有 45%以上的增长。

考虑到 09 年已签订的合同和新签订的合同执行情况，我们预计公司 2009 年收入为 2.16 亿元，增长 101%，按首发 1300 万股后的新股本摊薄计算，2009 年 EPS 为 0.92 元。同时预计 2010、2011 年的 EPS 分别为 1.38、

2.04 元。按照 2009 年 40 倍左右 PE 水平计算，公司合理估值区间为 36~38 元左右。建议询价区间为 27~30 元。

风险因素

行业发展到达顶点后回落，毛利率下滑、投资项目无法达到预期目标。

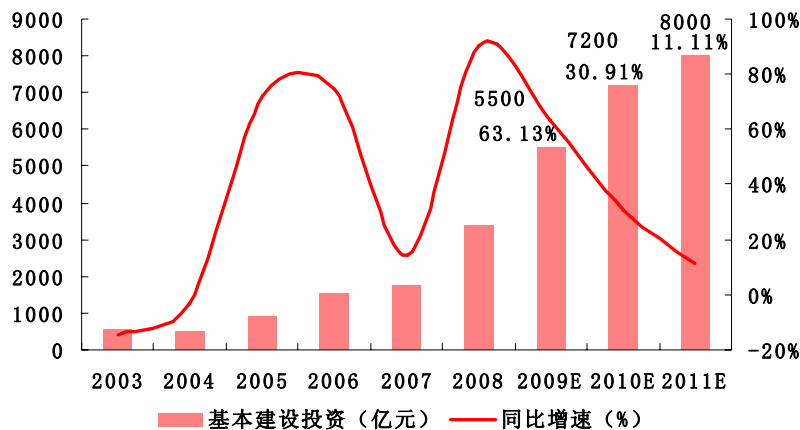
预测和比率（09 年以后 EPS 按首发 1300 万股后的新股本全面摊薄计算）

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	108	216.16	300.00	415.00
主营收入增长率	28.44%	100.89%	38.79%	38.33%
净利润（百万）	22.93	47.34	70.98	105.06
净利润增长率	10.82%	106.43%	49.93%	48.02%
EPS（元）	0.60	0.92	1.38	2.04

附：

图 1：全国铁路基本建设投资及其增长率

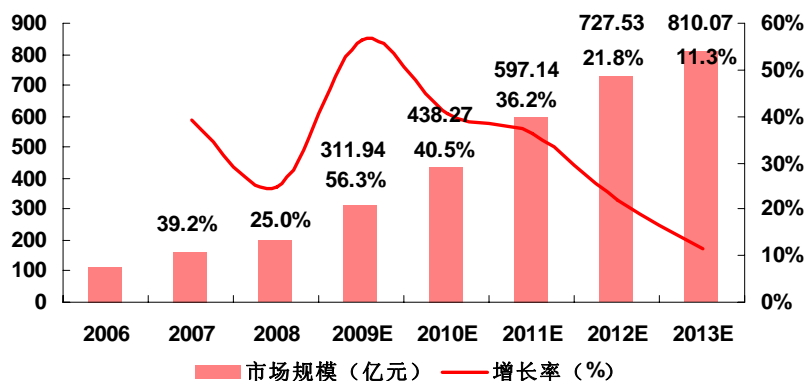
单位：亿元、%



资料来源：铁道部 中信建投研究发展部

图 2：我国轨道交通电源市场规模

单位：亿元、%



资料来源：铁科院、中国电源学会、铁道学会

表 1：主要产品的产量和销量

单位：套

产品类别	2009 年 1—6 月			2008 年			2007 年			2006 年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
信号智能电源系统	363	330	90.91%	390	376	96.41%	375	324	86.40%	398	369	92.71%
电力操作电源系统	43	36	83.72%	19	19	100%	0	0		0	0	
屏蔽门电源系统	0	0		0	0		0	0		0	0	
通信电源系统	517	517	100%	139	139	100%	0	0		0	0	

资料来源：招股说明书 中信建投研究发展部

表 2：主要产品的产量和销量

单位：万元

项 目	2009 年 1-6 月		2008 年		2007 年		2006 年	
	比重	比重	比重	比重	比重	比重	比重	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：招股说明书 中信建投研究发展部

表 3：公司主要产品的毛利率

单位：%

	2009 年 1-6 月	2008 年	2007 年	2006 年	2007 年
信号电源	54.15%	51.69%	52.99%	49.78%	52.99%
通信电源	38.67%	56.23%	-	-	-
电力操作电源	13.32%	38.57%	-	-	-

资料来源：招股说明书 中信建投研究发展部

表 4：公司利润表预测

单位：百万元（除特别指明外）

	2006	2007	2008	2009 H1	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	79.43	83.77	107.60	87.82	216.16	300.00	415.00
减：营业成本	40.54	39.89	51.48	43.83	114.54	160.00	225.00
营业税金及附加	0.58	1.18	1.06	0.68	1.60	2.00	3.00
销售费用	10.99	10.56	17.22	10.02	24.53	30.00	31.00
管理费用	7.05	8.68	8.87	6.04	16.64	20.00	27.00
财务费用	0.33	0.78	1.14	0.29	0.91	2.50	3.40
资产减值损失	1.43	0.34	0.35	1.09	2.35	2.00	2.00
二、营业利润	18.50	22.35	27.48	25.86	55.59	83.50	123.60
加：营业外收入	0.00	0.09	0.30	0.01	0.08	0.00	0.00
减：营业外支出	0.07	0.20	0.03	0.00	0.04	0.00	0.00

三、利润总额	18.43	22.24	27.75	25.87	55.64	83.50	123.60
减：所得税费用	1.83	2.11	4.93	3.97	8.30	12.53	18.54
四、净利润	16.60	20.13	22.82	21.90	47.34	70.98	105.06
归属于母公司的净利润	16.60	20.69	22.93	21.90	47.34	70.98	105.06
少数股东权益	0.00	-0.57	-0.11	0.00	0.00	0.00	0.00
五、每股收益（元）							
稀释每股收益（元）	0.55	0.57	0.60	0.57	0.92	1.38	2.04

资料来源：中信建投研究发展部

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中信建投精神

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站 of 的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

陈夷华、冯福章，均为中信建投证券公司行业分析师，其中陈夷华为电力设备行业首席分析师。

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话：(8610) 8513-0588	电话：(8621) 6880-5588
传真：(8610) 6518-0322	传真：(8621) 6880-5010