

机械设备

2014年08月26日

鼎汉技术 (300011)

——业绩高成长符合预期，看好公司未来成功转型的市值成长空间

报告原因：有业绩公布需要点评

增持

维持

市场数据：2014年08月25日

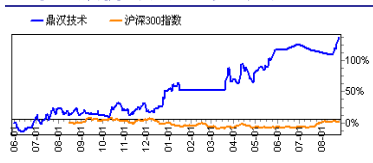
收盘价(元)	15.34
一年内最高/最低(元)	19.48/9.12
上证指数/深证成指	2229/7935
市净率	7.9
息率(分红/股价)	0.39
流通A股市值(百万元)	4888

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2014年06月30日

每股净资产(元)	1.94
资产负债率%	17.98
总股本/流通A股(百万)	418/319
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《鼎汉技术(300011)点评报告——与北京城建设计签署战略合作框架协议，跨界成长再迈一步》
2014/07/25

证券分析师

赵隆隆 A0230511070002
zhaoll@swsresearch.com

联系人

薄婷婷
(8621)23297818x7372
bott@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

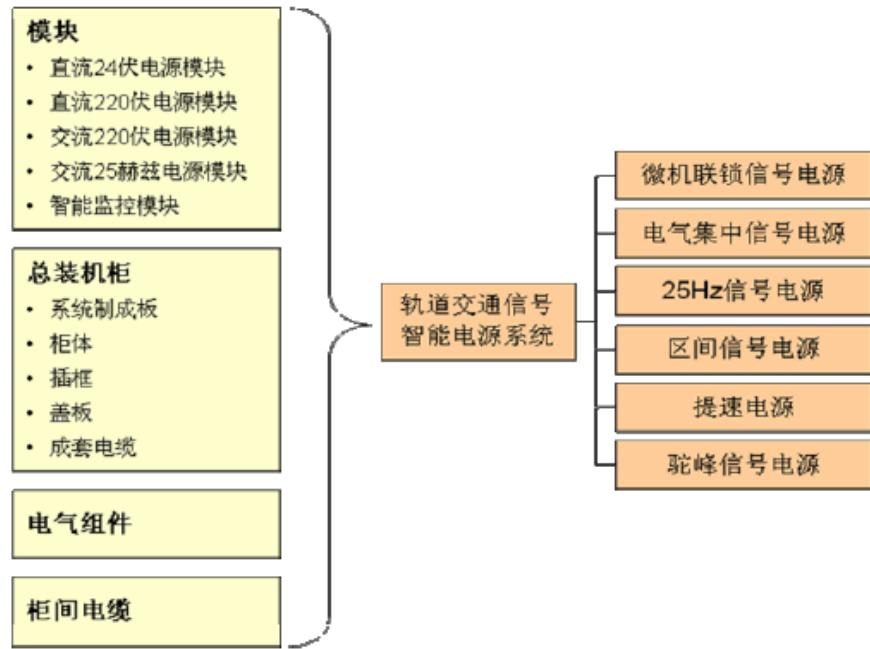
	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率
2013A	452	66	57	377	0.11	39	7	139
2014H1	254	51	30	58	0.07	34	4	-
2014E	674	49	104	83	0.20	41	10	76
2015E	1092	62	194	86	0.37	44	12	41
2016E	1450	33	261	35	0.50	45	13	30

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；每股收益按照增发后 5.22 亿总股本计算；2014 年收入与净利假设收购的海兴电缆并表四个月；

投资要点：

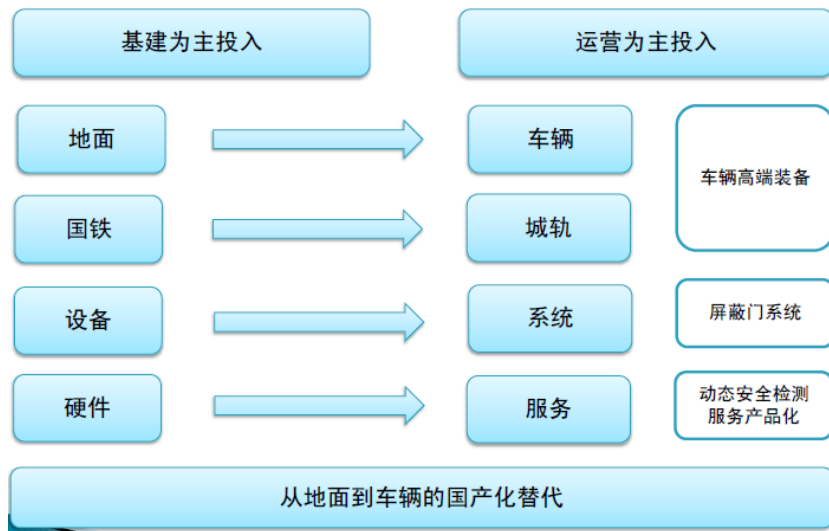
- **公司公告 2014 年上半年实现营业收入 2.54 亿元，同比增长 51%，实现净利润 3017 万元，同比增长 58%，符合我们预期和此前业绩预告。**其中轨道交通信号电源产品继续保持市场领先，实现收入 1.11 亿元，同增 99%；地铁综合供电解决方案实现收入 0.54 亿元，同增 130%；轨道交通通信电源实现收入 0.52 亿元，同增 43%；新产品方面，普铁车载辅助电源 3 月末获得 CRCC 认证后中标 1100 万元；用于高铁检测的 C2, C4 系列高速检测产品得到进一步实验验证、技术优化和市场布局，交付的普速检测产品在西安、西宁等地顺利通过验收。
- **报告期内与城建设计合作有助于公司“从地面到车辆、从设备到系统、从增量到存量的轨交行业内跨界成长战略”实施。**北京城建设计 (HK01599, 13 年收入 29 亿元，净利 2.36 亿元) 是国内城市轨道交通行业领先的设计、勘察及咨询公司，同时提供建设承包和完善的城轨业务解决方案，在国内城轨线路设计总包服务的运营里程排名第一。双方将在城轨项目的投融资、规划设计、设备研发制造、维护检修、科技产业化、国产化等方面拥有广阔的合作空间。
- **收购海兴电缆业绩增厚明显，三大亿元级产品即将取得突破，在研项目值得期待。**海兴电缆在国内动车组 (含高铁) 以及地铁机车电缆市占率近 60%，主要竞争对手为法国耐克森以及瑞士灏讯。产品技术壁垒高，毛利率 54%，净利润率高达 34%。增发价 8.31 元，业绩承诺 2014/2015/2016 年净利润分别不低于 7900 万元、8400 万元、9180 万元 (相当于鼎汉 2013 年净利润的 139%、148%和 161%)。屏蔽门系统、安全检测产品、车载辅助电源下半年招标在即。此外，在研项目中地铁制动储能系统 (填补国内技术空白) 和动车与地铁车载辅助电源 (预计 2015 年推出可参与测试样机) 等值得期待。
- **维持增持评级。**增发摊薄后 (按增发 1.05 亿股摊薄后总股本 5.22 亿股计算，14 年海兴电缆报表 4 个月)，我们维持公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.20 元、0.37 元和 0.50 元的判断，同增 83%、86%和 35%，未来三年复合增长 66%。我们认为：行业景气度高、公司跨界成长战略清晰，随着核心新产品市场突破和海兴电缆协同效应，看好公司未来市值成长空间，维持增持评级。

图1：轨道交通信号智能电源系统是轨道交通信号系统的“心脏”



资料来源：公司公告、申万研究

图2：细分领域跨界发展，从地面到车辆的国产化替代



资料来源：公司公告、申万研究

表1：公司将努力通过新产品、新技术、新业务在细分市场跨界式增长

<p>市场跨界布局</p>	<p>从地面市场到车辆市场，从增量市场到存量市场，从产品市场到服务市场的延伸</p>	<p>提升公司抗风险能力，使公司业务收入形成多元化结构性支撑，避免轨道交通行业单一因素影响制约企业持续的成长能力</p>
<p>产品跨界布局</p>	<p>从地面电源到车辆电源，从智能电源到智能自动化应用</p>	<p>现有产品布局已经逐步形成轨道交通专用地面电源、车载安全检测设备、车载辅助电源、屏蔽门系统等一</p>

		系列产品布局，分别占据地面、车辆不同细分市场
配合跨界的资本合作	对有影响力车辆装备企业的收购整合、国际化（技术合作、走出去）、创业孵化	促进公司可实现超出行业发展速度的跨界整合带来的发展效应

资料来源：公司公告、申万研究

表 2：海兴电缆在动车组（含高铁）、城轨地铁领域的主要竞争对手

动车组（含高铁）市场的主要竞争对手		
耐克森集团 (Nexans)	总部在法国，为全球三大电线电缆制造商之一，在绕组线、海底电力电缆方面全球领先	在上海外高桥保税区设立了工厂，开展包括船用电缆、机车车辆电缆、核电站电缆、港机电缆、高压电缆/海缆、通信电缆生产销售业务，在机车车辆电缆领域，主要向南车、北车下属的机车车辆厂、合资厂销售“欧标”动车组用电缆
瀚讯集团 (HUBER+SUHNER)	全球领先的射频连接器和光学连接器元件及系统方面的供应商，其产品被广泛应用在通信、工业以及交通领域，总部设在瑞士，并在全球 15 个国家设有分公司	在我国，瀚讯向中国南车、中国北车下属的机车车辆厂、合资厂销售“欧标”机车车辆电缆，其生产的产品质量、稳定性较好，但由于未在中国投资建设机车车辆电缆生产线，产品完全依靠进口，依赖国内经销商进行销售
安徽华菱电缆集团有限公司	创建于 1989 年，专门从事特种电缆制造	拥有中铁（CRCC）体系客车用电线电缆认证，主要提供向南车、北车下属机车厂、合资厂销售“日标”动车组用电缆，并生产一定的城轨地铁车辆用电缆
上海南洋电材有限公司	创建于 1993 年，主要从事铁路机车车辆电缆、船用电缆、矿用电缆等产品的生产和销售	取得了中铁（CRCC）体系动车组电线电缆及客车用电线电缆认证证书，主要向南车、北车下属机车厂、合资厂销售“日标”动车组用电缆
城轨、地铁市场的主要竞争对手		
安徽新科电缆集团股份有限公司	创立于 1994 年，主要生产铁路数字信号电缆、数字通信电缆、中高低压电力电缆、控制电缆、计算机电缆、船用电缆、耐火/耐高温电缆、变频电力电缆等特种电缆	获得中铁（CRCC）体系铁路数字信号电缆认证，主要为城轨地铁车辆提供数字信号电缆
安徽顺驰电缆有限公司	主要从事铁路机车车辆特种电缆、国防用环保型低烟无卤阻燃电缆的研发生产，产品应用于轨交、铁路、石油、化工、电力、冶金、军事、航天、船舶和民用建筑等行业	获得中铁（CRCC）体系客车用电线电缆认证，生产的机车车辆电缆主要应用于城轨地铁车辆

资料来源：公司公告、申万研究

表 3：分产品毛利分拆（单位：百万）

		2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
轨交信号电源系统	收入	176	226	219	120	200	273	342	461
	成本	83	112	98	64	100	142	178	240
	毛利	93	114	121	55	99	131	164	221
	毛利率	53%	50%	55%	46%	50%	48%	48%	48%
	收入占比	72%	76%	71%	44%	44%	41%	31%	32%
	毛利占比	80%	90%	84%	57%	56%	47%	34%	34%
轨交通信电源系统	收入	43	13	12	22	109	104	114	125
	成本	27	8	5	14	77	73	80	88
	毛利	17	5	7	8	33	31	34	38
	毛利率	38%	37%	58%	36%	30%	30%	30%	30%
	收入占比	18%	4%	4%	8%	24%	15%	10%	9%
	毛利占比	14%	4%	5%	8%	18%	11%	7%	6%
轨交电力操作电源	收入	7	19	14	8	21	22	23	24
	成本	5	17	14	6	15	15	16	17
	毛利	2	2	0	2	6	7	7	7
	毛利率	22%	12%	-2%	26%	30%	30%	30%	30%
	收入占比	3%	6%	5%	3%	5%	3%	2%	2%
	毛利占比	1%	2%	0%	2%	3%	2%	1%	1%
综合供电解决方案	收入		18	22	64	58	72	90	111
	成本		16	13	45	43	54	66	82
	毛利		2	9	19	15	19	23	29
	毛利率		9%	42%	30%	26%	26%	26%	26%
	收入占比		6%	7%	23%	13%	11%	8%	8%
	毛利占比		1%	6%	20%	8%	7%	5%	4%
铁路调度智能显示系统	收入				32	32	2	4	8
	成本				26	23	2	3	6
	毛利				6	9	0	1	2
	毛利率				20%	29%	15%	20%	20%
	收入占比				12%	7%	0%	0%	1%
	毛利占比				6%	5%	0%	0%	0%
车载安全检测产品	收入					12	25	50	65
	成本					4	11	23	29
	毛利					8	14	28	36
	毛利率					70%	55%	55%	55%
	收入占比					3%	4%	5%	4%
	毛利占比					5%	5%	6%	6%
屏蔽门电源	收入		2	4		3	1	2	3
	成本		1	2		3	0	1	2
	毛利		1	2		0	0	1	1
	毛利率		36%	50%		-3%	30%	30%	30%
	收入占比		1%	1%		1%	0%	0%	0%

	毛利占比	0%	1%		0%	0%	0%	0%	
	收入				0.29	28	50	80	
	成本				0.14	18	33	52	
屏蔽门系统	毛利					10	18	28	
	毛利率					35%	35%	35%	
	收入占比					4%	5%	6%	
	毛利占比					4%	4%	4%	
车载电源系统	收入					36	50	80	
	成本					22	30	48	
	毛利					14	20	32	
	毛利率					40%	40%	40%	
机车电缆	收入占比					5%	5%	6%	
	毛利占比					5%	4%	5%	
	收入					78	326	441	
	成本					36	150	203	
其他	毛利					42	176	238	
	毛利率					54%	54%	54%	
	收入占比					12%	30%	30%	
	毛利占比					15%	36%	37%	
合计	收入	19	18	38	27	17	33	42	52
	成本	14	14	33	20	10	23	29	37
	毛利	5	4	6	7	7	10	13	16
	毛利率	28%	22%	15%	25%	41%	30%	30%	30%
合计	收入占比	8%	6%	12%	10%	4%	5%	4%	4%
	毛利占比	5%	3%	4%	7%	4%	4%	3%	2%
	收入	245	295	309	272	452	674	1092	1450
	成本	129	169	164	175	274	396	609	803
合计	毛利	117	127	145	98	177	278	484	647
	综合毛利率	48%	43%	47%	36%	39%	41%	44%	45%

资料来源：申万研究

表 4：盈利预测（单位：百万）

	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	295	309	272	452	674	1092	1450
营业收入	295	309	272	452	674	1092	1450
增速%	20%	5%	-12%	66%	49%	62%	33%
二、营业总成本	226	245	265	392	555	868	1147
营业成本	169	164	175	274	396	609	803
毛利率%	43%	47%	36%	39%	41%	44%	45%
营业税金及附加	3	2	3	4	6	10	13
%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
销售费用	33	39	51	60	81	126	167
占比%	11%	13%	19%	13%	12%	12%	12%
管理费用	26	41	30	43	65	105	140
占比%	9%	13%	11%	10%	10%	10%	10%
财务费用	-8	-8	-5	0	3	11	15
占比%	-3%	-3%	-2%	0%	0%	1%	1%
资产减值损失	5	7	11	10	5	8	10
四、营业利润	69	64	8	60	119	224	303
加：营业外收入	10	11	9	7	5	5	5
减：营业外支出	1	1	2	1	1	1	1
五、利润总额	78	74	14	66	123	228	307
减：所得税	9	4	4	9	18	34	46
六、净利润	69	70	11	57	104	194	261
减：少数股东损益	-0.07	0	-1.45	-0.07	0	0	0
%	0%	-1%	-14%	0%	0%	0%	0%
净利润	69	71	12	57	104	194	261
七、每股收益（元）：	0.13	0.14	0.02	0.11	0.20	0.37	0.50
总股本	52245	52245	52245	52245	52245	52245	52245

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材

料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。