

# 从载波横向拓展

证券研究报告

2018年05月14日

## 鼎信转债上市定价分析

首日上市价位预计 108-109 元。鼎信通讯作为国内载波通信龙头企业，主业清晰，客户基础稳定，在国网载波类产品招标中的应用份额多年来始终位列全国第一。展望未来，公司传统业务能够维持稳定，下游存量的更迭替换需求与新增需求均是未来市场扩容的重要驱动力，正股方面，鼎信作为 16 年四季度上市的远端次新，经过筹码交换沉淀后，估值仍显偏贵，需要关注的是，近几年载波领域的技术走向是否会进入宽带，技术路线的切换可能会重塑行业内的竞争格局。

**风险提示：**切入领域增速低于预期，载波技术革新

### 作者

**孙彬彬** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516090003  
sunbinbin@tfzq.com

**韩洲枫** 联系人  
hanzhoufeng@tfzq.com

### 近期报告

- 1 《固定收益：行业利差延续上行-产业债行业利差动态跟踪(2018-05-13)》  
2018-05-13
- 2 《固定收益：存续期风险管理指引正式落地 - 资产证券化市场周报(2018-05-13)》  
2018-05-13
- 3 《固定收益：市场因素在边际改善-可转债市场周报(2018.5.13)》  
2018-05-13



## 1. 投资建议

首日上市价位预计 108-109 元。以 5 月 11 日收盘价计算，转债对应的转股价值为 105.3 元。同等平价附近的航电转债，溢价率在 7% 左右，金禾由于正股基本面优秀，转债估值给的更高，近期普遍在 13% 以上。目前转债市场情绪相对低迷，老券由于流动性、估值修复等原因总体溢价要比新券高出一截，因此若用存量债的估值来衡量新券难免有些不合适，近期的岩土、利欧、天马即是先例，此外当投资者放低打新预期收益之后，对于高平价、高绝对价格的转债会尤其敏感，更会急于兑现收益，而这同样会挤压上市初期的估值。我们预计首日溢价率在 3%-4%，对应的价格区间为 108-109 元。

鼎信通讯作为国内载波通信龙头企业，主业清晰，客户基础稳定，在国网载波类产品招标中的应用份额多年来始终位列全国第一，近年来伴随经营扩张以及智能电网建设推进，公司营收水涨船高，但研发投入持续加大在短期内对业绩影响不小，17 年利润同比出现小幅下滑。此外公司积极开拓的消防电子业务已初步成形，17 年该项业务的收入与毛利率均有显著增长，在未来发展中有望占据重要一席。

展望未来，公司传统业务能够维持稳定，下游存量的更迭替换需求与新增需求均是未来市场扩容的重要驱动力，正股方面，鼎信作为 16 年四季度上市的远端次新，经过筹码交换沉淀后，估值仍显偏贵，需要关注的是，近几年载波领域的技术走向是否会进入宽带，技术路线的切换可能会重塑行业内的竞争格局。

## 2. 转债要素

鼎信转债此次发行规模 6 亿，流动性一般。转债条款整体来看中规中矩，与市场主流并无两异。以 5 月 11 日正股收盘价计算，转债对应的转股价值为 105.3 元。

表 1: 转债基本要素

转债名称	鼎信转债
发行规模	6 亿
转股价格	21.86 元/股
信用评级	主体 AA、债项 AA
利息条款	0.3%、0.5%、1%、1.3%、1.5%、2%
赎回条款	有条件赎回：连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的正股收盘价不低于当期转股价格的 130% 赎回价格：面值+应计利息 到期赎回：面值*106%（含最后一期利息）
回售条款	连续 30 个交易日的正股收盘价低于当期转股价格的 70% 回售价格：面值+应计利息
修正条款	任意连续 30 个交易日中有 15 个交易日的正股收盘价低于当期转股价格的 80%

资料来源：WIND，天风证券研究所

### 申购情况

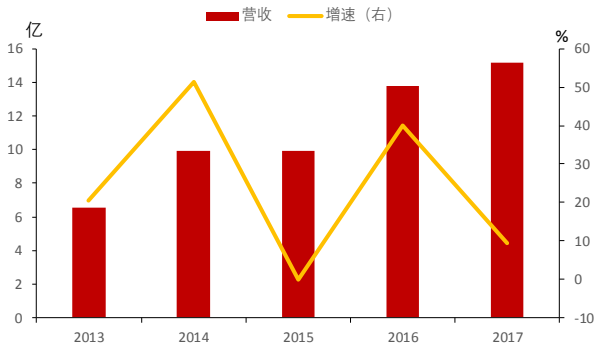
此次转债原股东优先配售 0.7 亿元，优先配售率仅为 11.72%，是今年发行新券中占比最低的一只，其余 5.3 亿留予公众投资者网上申购，在近期打新情绪略有低迷的情况下申购金额不降反增至 7300 多亿，最终网上中签率 0.07%。

## 3. 正股分析

鼎信通讯成立于 2008 年，是目前国内最大的电力线载波通信综合解决方案供应商之一。

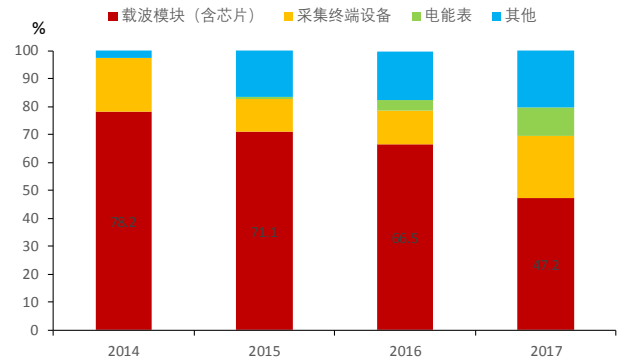
公司以载波通信芯片研发为基础，以低压电力线载波通信模块、采集终端设备以及电能表三大业务为分支，主要面向国网等大型企业类终端客户。近年来伴随经营扩张以及智能电网建设推进，公司业务收入水涨船高，13年-17年复合增长率达23%，载波模块对收入贡献巨大。同时载波通信板块的市场地位也得到进一步凸显，2013年以来公司载波通信技术产品在国网载波类相关产品招标中应用份额始终位列全国第一，2016年市占率为39.2%（转债募集说明书数据），龙头地位无虞。

图 1：营收持续稳定增长



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 2：鼎信通讯收入结构



资料来源：WIND，天风证券研究所

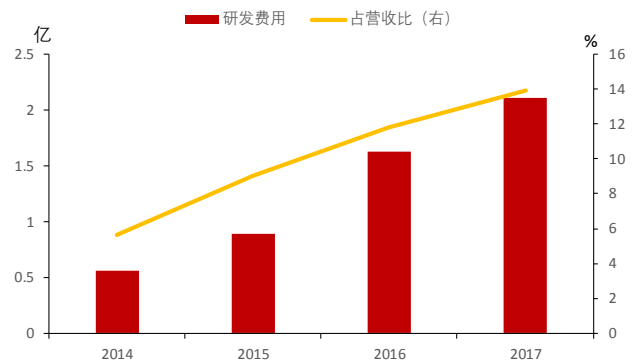
根据年报信息，鼎信通讯当年实现归母净利润 3.07 亿，同比微降 3%，业绩下降的主因在于公司继续加大研发投入，致使管理费用较上年同期增长明显。作为典型的技术密集型行业，公司必须通过持续性的研发与技术储备以维系在业内的竞争力，这虽然在一定程度上侵蚀了利润空间，但技术的不断积淀给公司带来了更高的话语权，主打产品盈利能力依然强劲，核心业务载波模块的赚钱效应不减，在与同业对比中公司毛利率水平同样不处于下风。整体来看，业绩仍然保持了较为坚韧的波动，暂时高企的研发费用在未来会给产品利润带来更多的边际增量。

图 3：业绩波动整体表现较为坚韧



资料来源：WIND，天风证券研究所

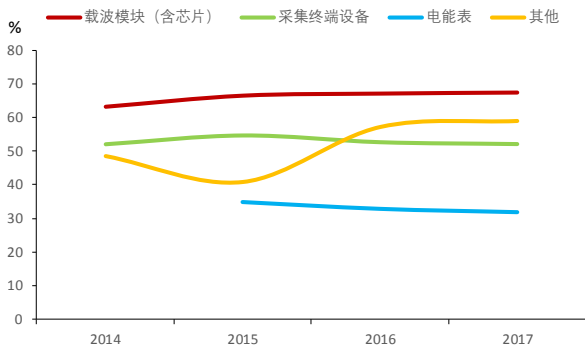
图 4：研发投入占比



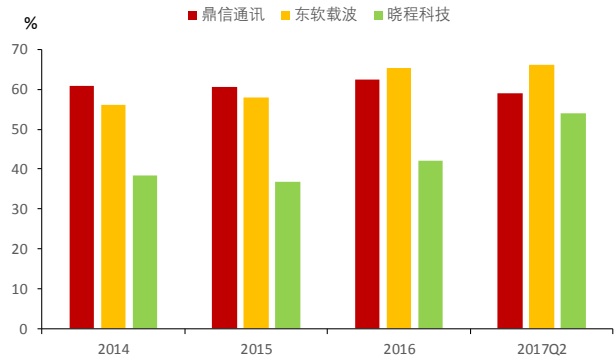
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 5：鼎信主要产品毛利率

图 6：同业对比之下综合毛利率对比



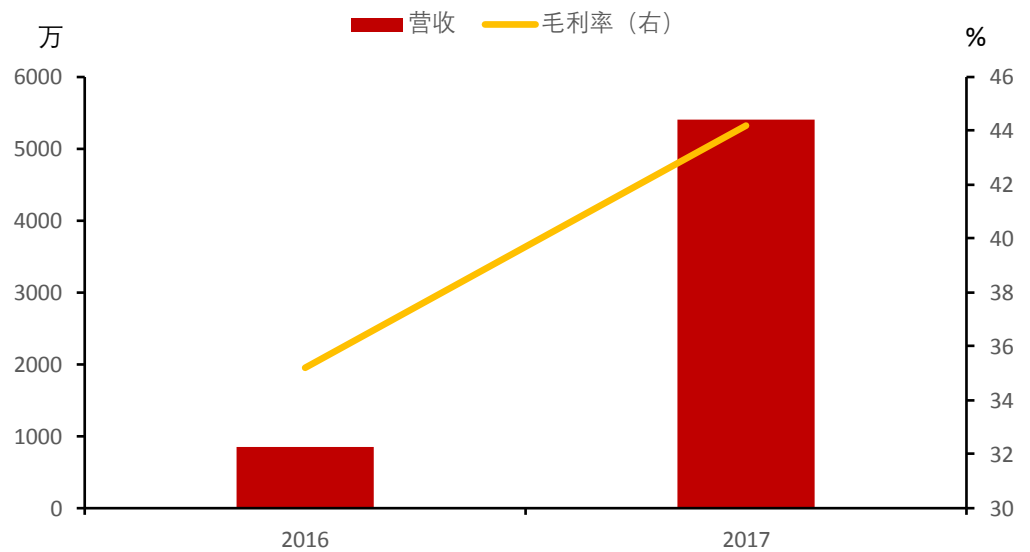
资料来源：WIND，天风证券研究所



资料来源：WIND，天风证券研究所

依托优势技术储备，培育新的盈利增长点。目前公司自主研发的 TC-BUS 总线技术以及直流载波供电通讯技术是当前业内认可度最高的自动化设备通讯和控制技术之一，依托于此，2015 年公司通过收购鼎信消防介入消防电子行业，实现优势技术在不同产业之间的相互渗透。截至 2017 年末，鼎信消防已实现国家强制性产品认证证书全覆盖，最新一代火灾自动报警系统产品也已批量投产，当年实现销售收入 5398 万元，相较 16 年的 839 万元大幅增幅，同时毛利率上升 9 个百分点至 44%，盈利能力同样不俗。行业未来潜在的业绩增长空间较大，消防电子产业有望成为未来重要的业绩增长来源。

图 7：消防电子产业收入与毛利率双增



资料来源：WIND，天风证券研究所

整体展望：从产业趋势的角度来看，未来整体维持中低速增长，主要基于下游替代需求与新增需求共同的考量。从总量上来看，智能电表的基数已经不小，而另一方面更新需求仍然在，我国自 2009 年开始推进智能电网建设，按照智能电表平均 6-8 年的更新周期，17 年开始将迎来存量设备替代潮；同时，根据国家电网规划，2020 年前用电信息采集系统将实现双向智能化，随着新标准推行，单向智能电表也将被逐步取代。另一方面，随着农村电网改造升级，未来智能电表的渗透率会进一步提高，而这部分新增需求同样是市场扩容的强大驱动力。根据国网和南网公司电网智能化相关规划预测，预计 2016 年-2020 年间，国内新增智能电能表将超过 4.65 亿只。

此次募集资金将全部用于鼎信通讯科技产业园建设项目，募投项目达产有助于公司完成对载波模块—采集设备—电能表终端的全产业链覆盖，支撑主打产品出货量更上一个量级，

从而更好的匹配市场需求。我们认为公司电力线载波产品在中认可度较高，同时单品盈利能力依旧强劲，期待未来下游需求放量，继而支撑业绩持续增长。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com