

铁路信息化行业的龙头企业

世纪瑞尔新股询价定价报告

报告关键点:

- 公司的铁路行车安全监控系统位居行业第一位，且占有率逐年提升
- 作为三板历史上第一家成功转板的公司，可能会引发市场追捧
- 建议询价区间为25-30元，对应的2010年动态PE约为50-60倍

报告摘要:

- 公司是国内铁路信息化行业的龙头企业。主要产品包括铁路综合视频监控系统、铁路防灾安全监控系统、铁路综合监控系统平台、铁路通信监控系统等。
- 铁路行车安全监控系统空间巨大。随着铁路跨越式发展战略的实施，铁路行车安全监控系统建设占铁路信息化建设总体投资的比重也将大幅提高。预计我国铁路行车安全监控系统的总投资额将从2008年的14.93亿元，上升到2012年的41.45亿元，年复合增长率将达到29.08%。
- 竞争优势明显。2008年、2009年公司在行车安全监控系统领域的市场占有率为17.15%、20.12%，位列第一，而且占有率逐年提升。由于铁路用户在选择供应商时优先考虑有丰富应用经验、良好服务记录，且市场份额较高的优质供应商。公司在铁路用户中长期积累的良好品牌效应，有助于其持续获得项目订单。
- 募投项目将大幅提高业务收入。募投项目将实现产品技术升级，提高产品适用程度、扩大产品功能范围、提升产品使用效能，使得公司产品能进一步顺应市场需求和 market 发展趋势，大大提高产品的综合市场竞争能力。
- 盈利预测与定价分析。预计2010、2011两年公司营业收入增长率为53.5%和57%，净利润分别增长59%和57.1%，对应EPS分别为0.5、0.78元。考虑到公司所处行业的空间巨大，公司又是行业内的龙头企业。而且，公司是三板历史上第一家实现成功转板的公司，上市后可能会引发市场的追捧。公司理应享受一定的估值溢价，给予2010年50-60倍的PE，公司合理的询价区间为25-30元。

建议询价区间:

25.00 - 30.00 元

上市首日定价区间:

31.20 - 39.00 元

报告日期: 2010-12-09

发行数据

总股本(万股)	10,000
发行数量(万股)	3,500
网下发行(万股)	693
网上发行(万股)	2,807
保荐机构	瑞信方正证券有限责任公司
发行日期	2010-12-13
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

王铁	28.50%
牛俊杰	28.50%
其他自然人股东	14.68%
国投高科技投资有限公司	10.00%
启迪中海创业投资有限公司	3.92%
张建斌	1.60%
青岛前进科技投资有限公司	1.50%
巩梅	1.17%
上海深南企业管理事务所(普通合伙)	1.17%
北京启迪明德创业投资有限公司	1.00%

研究员

侯利

行业分析师

021-68763972
证书编号

houli@essence.com.cn
S1450209070220

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	91.7	156.1	239.6	376.1	568.5
Growth(%)	10.4%	70.2%	53.5%	57.0%	51.2%
净利润	23.0	42.3	67.2	105.6	155.5
Growth(%)	11.4%	83.7%	59.0%	57.1%	47.3%
毛利率(%)	45.6%	45.9%	47.7%	47.7%	47.6%
净利率(%)	25.1%	27.1%	28.1%	28.1%	27.4%
每股收益(元)	0.17	0.31	0.50	0.78	1.15
每股净资产(元)	0.91	1.64	6.32	6.94	7.86
市盈率	187.7	102.2	64.2	40.9	27.8
市净率	35.2	19.5	5.1	4.6	4.1
净资产收益率(%)	18.8%	19.1%	7.9%	11.3%	14.7%
ROIC(%)	57.5%	96.7%	168.2%	145.6%	119.5%
EV/EBITDA	72.4	71.7	48.9	31.1	20.3
股息收益率	0.0%	0.7%	0.3%	0.5%	0.7%

1. 主营业务

公司是国内铁路信息化行业的龙头企业。主要产品包括铁路综合视频监控系统、铁路防灾安全监控系统、铁路综合监控系统平台、铁路通信监控系统等。

表一 公司主要产品

产品名称	监控或服务对象	功能
铁路综合监控系统平台	行车安全监控管理平台	对铁路行车安全监控所涉及的各专业实施统一管理的综合性平台。
铁路通信监控系统	铁路通信设备、线路及运行环境	对铁路通信设备、线路（光纤）等进行远程控制和设备安全运行状态监控。
铁路综合视频监控系统	铁路沿线各类设备、设施	对铁路沿线各类设施、设备进行直观观察，并确认安全状态。利用视频识别技术，对铁路沿线设备、设施安全运行状态进行监控和管理，并实现早期预警。
铁路防灾安全监控系统	自然环境（风速、雷电、地震、雨、雪、洪水、滑坡、泥石流等）	对铁路沿线自然环境进行实时监测，确保列车及线路安全。

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

2. 行业发展前景

截止2009年，中国现有铁路营业里程8.6万公里，现有客运专线3459公里，复线率和电气化率分别为38.4%、41.9%。根据调整后的《中长期铁路网规划》，到2020年，全国铁路营业里程达到12万公里以上，复线率和电气化率分别达到50%和60%以上，规划建设新线约4.1万公里，建设客运专线1.6万公里以上。

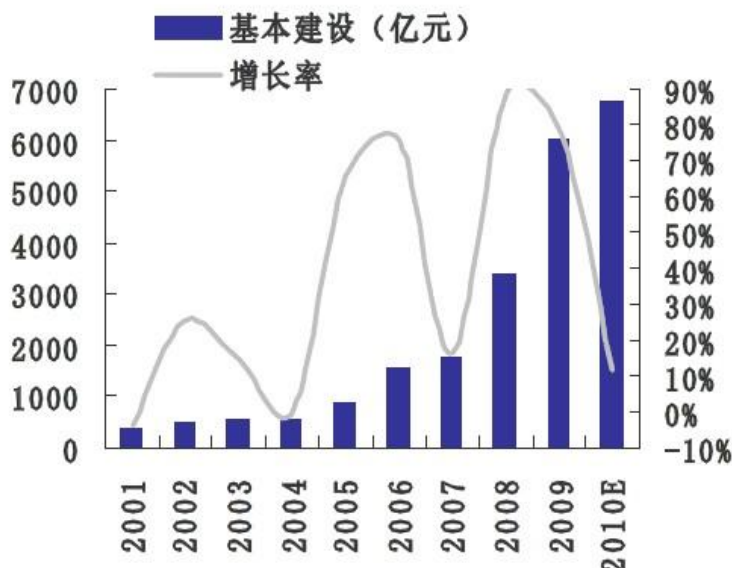
图 1 铁路营业里程（单位：万公里）



数据来源：安信证券研究中心

根据铁道部的统计公报，2009 年全国铁路共完成基本建设投资 6,005.64 亿元，比 2008 年增长 2,630.10 亿元，增幅达到 77.92%。2010 年，铁道部计划铁路固定资产投资 8235 亿元，其中用于铁路建设的投资总额为 7000 亿元。

图 2 2003-2010 年我国铁路基本建设投资情况

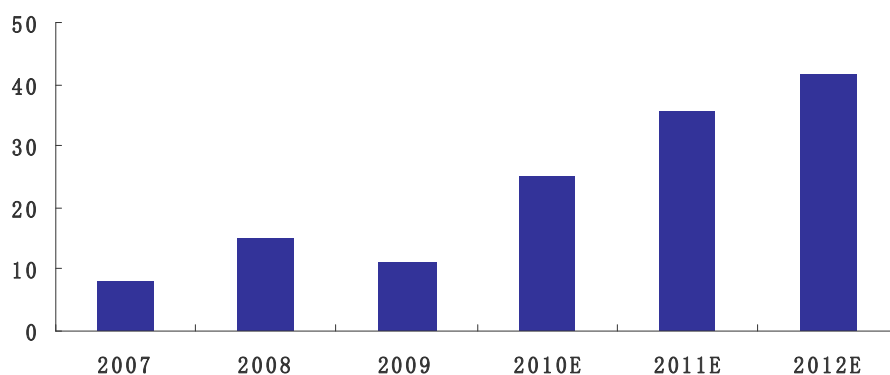


数据来源：安信证券研究中心

随着铁路跨越式发展战略的实施，铁路信息化软硬件产品的需求不断攀升，市场规模逐年扩大。与铁路信息化市场的变化趋势一样，行车安全监控在铁路运输过程中的重要性日益显现。

由于铁路行业各类设备、设施日夜承担着不间断、高效率的运输任务，这些设备、设施分布广泛且数量庞大，需要以客专公司、路局等单位实施集中化、跨地域、多专业、综合性的管理，当铁路运输不断提速和路网系统不断扩大时，铁路用户对安全监控的需求无论在深度上还是广度上都会持续提升。目前，行车安全监控系统几乎已覆盖了铁路运输的各个环节。根据铁道部科学技术信息研究所预测，我国铁路行车安全监控系统的总投资额在 2008 年为 14.93 亿元，2012 年预计可达到 41.45 亿元，年复合增长率将达到 29.08%。铁路行车安全监控系统建设占铁路信息化建设总体投资的比重也将大幅提高。

图 3 2007-2012 年铁路行车安全监控系统建设投资规模



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

3. 创始人背景及公司竞争优势

3.1. 创始人背景

公司的两位创始人牛俊杰和王铁本科时主修的分别是管理类专业和技术类专业，专业背景上是有益的互补。两人又曾共同就职于北京市创业发展新技术总公司，具备了比

较丰富的计算机行业创业经验。对公司核心团队的经营管理水平和把握市场趋势的能力，我们颇为看好。

3.2. 公司竞争优势

公司的竞争优势主要有：

（1）市场领先优势

公司在铁路综合监控系统（含通信监控系统）、铁路综合视频监控系统、铁路防灾安全监控系统等领域处于领先地位。

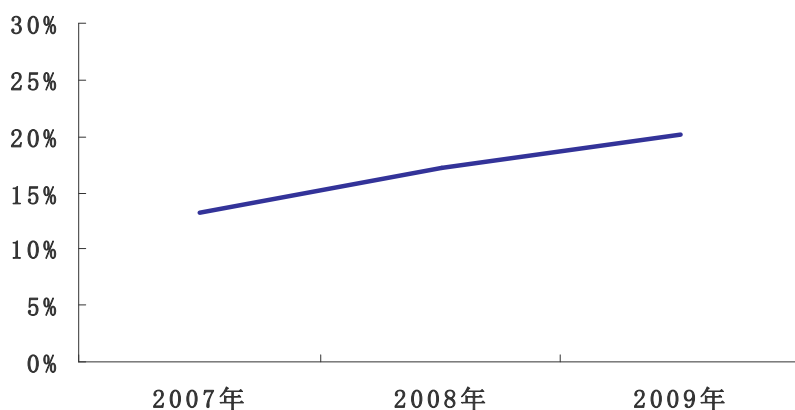
表二 公司自设立以来累计实施的铁路行车安全监控系统项目情况

产品	数量	覆盖里程数（公里）	排名
铁路综合监控系统（含通信监控系统）	300	24,000	第一
铁路综合视频监控系统	20	1,842	第一
铁路防灾安全监控系统	8	1,178	第一

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

根据铁道部科学技术信息研究所的统计报告，2008年、2009年公司在行车安全监控系统领域的市场占有率为17.15%、20.12%，位列第一，而且占有率逐年提升。

图 4 公司在铁路行车安全监控系统领域的市场占有率变化情况



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

（2）技术开发优势

铁路行车安全监控系统软件普遍具有跨专业、多技术融汇的特点。系统规模也往往比较大，技术复杂，开发周期较长，投入人员较多。因此，仅仅以单个项目为对象进行针对性开发通常是低效的。

公司在长期的项目实施过程中积累了大量的开发组织经验，以及成熟稳定的系统模型、技术手段和系统组构件。凭借系统组构件技术，公司不再采用一切从零开始的应用系统开发模式，而是以已有的工作为基础，充分利用过去应用系统开发中积累的知识和经验，通过软件复用避免软件开发中的重复劳动，从而将开发重点集中于应用系统的特有构成成分；同时，通过复用高质量的已有开发成果，避免了重新开发可能引入的错误，从而提高了软件的质量。

（2）品牌效应强

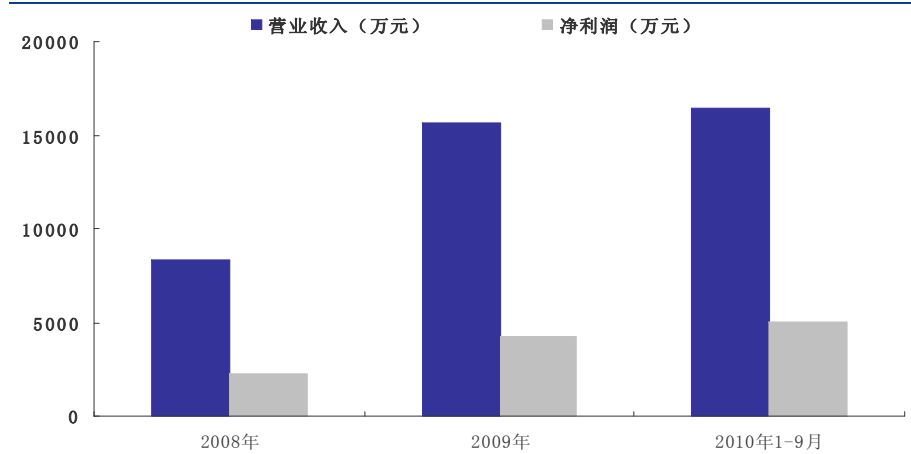
由于行车安全监控系统软件产品对系统稳定性、产品质量要求较高，因此，铁路用户在选择供应商时必然会优先考虑有过丰富应用经验、良好服务记录，且市场份额较高的优质供应商。公司在铁路用户中长期积累的良好品牌效应，有助于其持续获得项目订单。

4. 盈利能力分析

近三年及一期，公司收入和净利润快速增长。2008、2009年公司收入增长率分别为10.4%和70.2%，净利润增长率分别为11.4%和83.7，2010年1-9月公司的收入更是已经超过2009年全年。公司收入和净利润呈现加速增长的主要原因在于铁路线路建设和铁路信息化建设自2007年开始进入加速发展阶段，铁路用户对行车安全监控产品的需求不断增加，同时，公司的行车安全综合监控系统产品自2007年以后也逐步进入规模应用阶段，带动了公司铁路行车安全监控系统产品的销售。

我们认为，随着铁路信息化的市场规模逐年扩大以及行车安全监控在铁路运输过程中的重要性日益显现，未来公司仍将保持较快的增长。

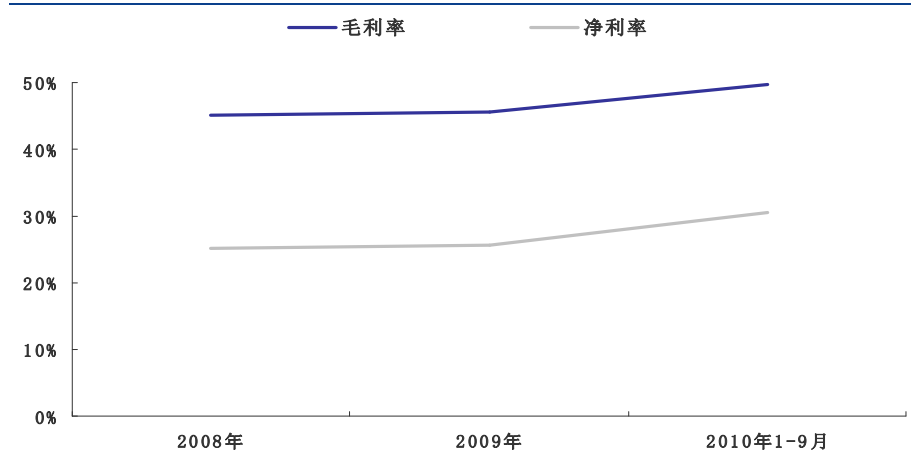
图5 近三年公司营业收入、净利润



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

近三年及一期，公司主要产品的毛利率呈稳中有升的态势。2010年1-9月毛利率达到49.84%，高于近三年水平，主要是因为武广防灾及沪杭综合视频监控等项目利润水平相对较高，以及原材料采购量的扩大，原材料价格有一定幅度的下降。我们认为，虽然每年公司承接的项目的利润水平会有一些波动，但总体来说，未来公司的毛利率水平可以基本维持在45%-50%这一水平。

图6 近三年公司毛利率、净利率



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

5. 募投项目分析

公司IPO募集资金将主要投向铁路综合视频监控系统项目、铁路防灾安全监控系统项目、铁路综合监控系统平台项目、销售与客户服务中心建设项目、研发中心建设项目

五个项目。

表三 公司 IPO 募集资金投资项目

项目	总投资额
1、铁路综合视频监控系统项目	8,230.00
2、铁路防灾安全监控系统项目	7,622.00
3、铁路综合监控系统平台项目	4,540.00
4、销售与客户服务中心建设项目	2,690.00
5、研发中心建设项目	2,502.00
合计	25,584.00

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

募投项目中，铁路综合视频监控系统项目、铁路防灾安全监控系统项目、铁路综合监控系统平台项目意在实现公司主营产品和技术升级。

铁路综合视频监控系统、铁路防灾安全监控系统、铁路综合监控系统平台目前是公司主营业务收入的主要来源，技术水平、市场占有率都处于领先地位，项目建成后将进一步拓展上述产品在全国铁路运输体系的应用，大幅提高公司主营业务收入。

铁路综合视频监控系统是近年来铁路行车安全监控领域新兴的一项重要产品，它的大范围推广提高了铁路行车安全保障能力，该系统的建设受到了铁路部门的高度重视。尤其是在高速铁路建设过程中，该产品成为安全保障的必备系统。

铁路防灾安全监控系统是一项市场前景非常广阔的新型产品，近年来已得到小规模的应用，未来高速铁路领域对该产品的需求十分广阔，项目建成后将为公司新的利润增长点。

铁路综合监控正在成为铁路行车安全监控领域主流监控平台，综合化、集中化的趋势决定了铁路行车安全监控系统的规模要不断扩大，监控管理的专业范围超过了铁路现有所有同类系统。上述三个系统的发展趋势均要求公司在研发方面增大投入，完善产品，以适应铁路用户需求的不断变化。

销售与客户服务中心建设项目将完善公司销售网络建设，提高客户服务水平，缩短服务需求响应时间，并提高销售与服务协同工作水平。研发中心建设项目将大大提高公司在行车安全监控产品领域的产品研发能力和技术管理能力。

6. 盈利预测与估值

我们预计2010、2011两年公司营业收入增长率为53.5%和57%，净利润分别增长59%和57.1%，对应EPS分别为0.5、0.78元。

考虑到公司所处行业的空间巨大，公司又是行业内的龙头企业。而且，公司是三板历史上第一家实现成功转板的公司，上市后可能会引发市场的追捧。公司理应享受一定的估值溢价，给予2010年50-60倍的PE，公司合理的询价区间为25-30元。上市首日定价区间31.2-39元，对应2011年PE为40-50倍。

表四 铁路信息化类上市公司估值水平比较

代码	名称	股价	毛利率 (%)	净利率 (%)	PE 10E	PE 11E	PS	PB
002296	辉煌科技	63.70	49.99	32.69	70.78	44.17	33.41	11.99
300011	鼎汉技术	35.36	47.60	24.41	39.26	28.61	13.02	5.40
300044	赛为智能	28.39	33.79	15.78	61.44	41.72	12.84	5.29
002298	鑫龙电器	15.21	33.19	7.54	38.99	28.49	4.25	5.24

300001	特锐德	36.80	35.33	21.29	42.57	31.19	11.44	4.66
均值					50.61	34.84	14.99	6.51

数据来源：WIND资讯，安信证券研究中心

7. 主要风险点

（1）主营业务依赖单一客户与单一合同的风险

近三年及一期，公司对前五大客户的销售金额分别占当期营业收入总额的71.96%、74.60%、79.57%和77.62%。公司存在主营业务依赖各期内单一客户与单一合同的风险。尽管目公司每年均能从国家铁路建设项目中获得若干大额合同，但仍不排除本公司在今后某一较长时段内无法获得大额合同的可能性。

（2）技术水平不能满足市场持续需求的风险

目前我国铁路信息化行业已进入快速发展阶段，该领域技术及产品应用呈纵深发展态势，如果公司对技术和产品发展趋势不能正确判断、公司的科研开发、技术和产品升级不能及时跟上，会对公司发展造成不利影响。

（3）人力资源风险

公司发行并上市后，经营规模将快速扩大，对人力资源的扩充需求将进一步显现。如果不能及时引进、保留和培养更多的人才，将对公司的经营发展造成不利影响。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010/12/6

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	91.7	156.1	239.6	376.1	568.5	成长性					
减: 营业成本	49.9	84.4	125.4	196.7	297.9	营业收入增长率	10.4%	70.2%	53.5%	57.0%	51.2%
营业税费	1.2	0.9	2.4	3.8	5.7	营业利润增长率	37.4%	100.6%	64.5%	62.4%	50.0%
销售费用	6.7	10.9	15.9	24.1	35.2	净利润增长率	11.4%	83.7%	59.0%	57.1%	47.3%
管理费用	12.9	18.8	29.2	45.5	68.2	EBITDA 增长率	29.9%	100.2%	71.9%	55.9%	49.9%
财务费用	-0.7	-0.1	-2.0	-6.6	-7.1	EBIT 增长率	34.0%	106.8%	60.1%	57.3%	52.7%
资产减值损失	1.2	0.2	1.0	2.8	3.8	NOPLAT 增长率	8.8%	88.7%	55.4%	52.4%	49.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	12.2%	-10.7%	76.0%	82.2%	41.6%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	23.1%	80.4%	285.3%	9.9%	13.3%
营业利润	20.5	41.1	67.6	109.8	164.7	利润率					
加: 营业外净收支	5.3	7.0	8.8	10.2	12.0	毛利率	45.6%	45.9%	47.7%	47.7%	47.6%
利润总额	25.8	48.1	76.4	120.0	176.7	营业利润率	22.3%	26.3%	28.2%	29.2%	29.0%
减: 所得税	2.7	5.8	9.2	14.4	21.2	净利润率	25.1%	27.1%	28.1%	28.1%	27.4%
净利润	23.0	42.3	67.2	105.6	155.5	EBITDA/营业收入	22.9%	27.0%	30.2%	30.0%	29.7%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	21.6%	26.3%	27.4%	27.5%	27.7%
货币资金	78.9	182.2	803.2	842.2	930.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	96	56	55	56	46
应收帐款	68.0	65.8	85.8	130.0	189.3	流动营业资本周转天数	62	38	25	36	49
应收票据	-	8.0	-	-	-	流动资产周转天数	533	539	943	955	718
预付帐款	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	应收帐款周转天数	214	151	115	107	104
存货	9.1	52.5	55.0	75.4	97.9	存货周转天数	35	71	81	62	55
其他流动资产	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	633	598	999	1,011	765
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	162	95	81	93	96
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	18.8%	19.1%	7.9%	11.3%	14.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	12.6%	12.6%	6.8%	9.4%	12.0%
固定资产	24.0	24.9	48.2	68.7	77.3	ROIC	57.5%	96.7%	168.2%	145.6%	119.5%
在建工程	-	-	-	-	-	费用率					
无形资产	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	销售费用率	7.3%	7.0%	6.7%	6.4%	6.2%
其他非流动资产	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9	管理费用率	14.1%	12.0%	12.2%	12.1%	12.0%
资产总额	182.6	335.7	994.5	1,118.9	1,297.2	财务费用率	-0.7%	-0.1%	-0.8%	-1.8%	-1.2%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	20.7%	18.9%	18.0%	16.7%	17.0%
应付帐款	36.3	30.9	50.2	75.4	109.4	偿债能力					
应付票据	9.6	20.7	27.5	42.0	62.0	资产负债率	32.8%	34.1%	14.3%	16.3%	18.2%
其他流动负债	14.0	62.4	66.1	67.0	67.8	负债权益比	48.8%	51.7%	16.7%	19.4%	22.2%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.63	2.72	6.68	5.79	5.18
其他非流动负债	-	0.5	0.5	0.5	0.5	速动比率	2.48	2.26	6.29	5.37	4.76
负债总额	59.9	114.5	142.0	181.8	235.7	利息保障倍数	-29.62	-351.25	-33.31	-15.69	-22.24
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	50.0	100.0	135.0	135.0	135.0	DPS(元)	-	0.22	0.10	0.16	0.23
留存收益	72.7	121.3	717.6	802.0	926.5	分红比率	0.0%	71.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	122.7	221.3	852.6	937.0	1,061.5	股息收益率	0.0%	0.7%	0.3%	0.5%	0.7%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	23.0	42.3	67.2	105.6	155.5	EPS(元)	0.17	0.31	0.50	0.78	1.15
加: 折旧和摊销	1.8	1.2	6.7	9.5	11.4	BVPS(元)	0.91	1.64	6.32	6.94	7.86
资产减值准备	1.2	0.2	1.0	2.8	3.8	PE(X)	187.7	102.2	64.2	40.9	27.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	35.2	19.5	5.1	4.6	4.1
财务费用	-	-	-	-2.0	-6.6	P/FCF	236.4	92.0	114.8	87.7	41.7
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	47.1	27.7	18.0	11.5	7.6
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	72.4	71.7	48.9	31.1	20.3
营运资金的变动	-7.2	4.9	9.9	-26.8	-30.9	CAGR(%)	66.2%	54.4%	49.6%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	18.8	48.1	82.9	84.6	132.7	PEG	2.8	1.9	1.3	-0.4	-0.3
投资活动产生现金流量	-0.1	-2.0	-30.1	-30.1	-20.1	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-	57.0	566.0	-14.5	-24.0	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作4年，2007年5月加盟安信证券。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 推荐 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
 邮编: 100034