

世纪瑞尔(300150)

铁路安全监控整体解决方案提供商

——世纪瑞尔新股询价报告

询价建议: 建议申购

一年目标价: 42

2010.12.09

关键数据

预计发行价	26
预计首日上市价	35
申购收益率	34.62%
一年目标价	42
建议询价区间	23.49-26.62

股本数据

A股发行股数	3,500 万股
发行后总股本	13,500 万股

✍ 崔健 CFA
☎ 86-22-28451618
✉ bhzcqj@hotmail.com
SAC No S1150207100102

投资要点:

● 铁路行业安全监控系统提供商

世纪瑞尔成立于 1999 年 5 月 3 日, 公司主要项目向国内铁路市场提供铁路行车安全监控系统中的综合监控平台、通信监控、综合视频监控、防灾安全监控系统等四个专业产品的开发、销售及及服务。

● 铁路建设带来行业需求

2010 年 1-10 月, 我国完成铁路固定资产投资 5789.97 亿元, 同比增长 30.7%, 增速有所放缓。我国铁路建设基本靠中央政府、铁道部和地方政府三方推动, 在建设增速方面依靠项目推进, 因此短期内爆发式增长的情况时有发生。如果规划项目停滞则造成建设速度严重下滑, 铁路建设增速则波动较大, 因此政策影响是判断行业景气度的最关键因素。

● 我国铁路信息化比重急需提高

未来 5 年, 铁路信息化的投资将从 2008 年前的 1%逐步上升到 4%以上, 而欧洲发达国家这一比例是 15%。“十二五”期间铁路行业信息化投资总额将达到 1400 亿元, 预计“十二五”比“十一五”期间信息化投资增长超过 200%。

● 公司业务进入高速增长时期

2009 年, 公司实现营业收入 1.56 亿元, 同比增长 70.65%。由于公司铁路综合视频监控和铁路防灾监控的新产品进入爆发增长, 因此, 公司在 2009 年及 2010 年收入增长较快。而且从各软件产品系统的收入贡献来看, 防灾监控由于市场实现率低, 因此 2010 年以来成为规模最大的业务品种, 未来增长的潜力依然很大。

● 盈利预测

预计 2010-2012 年, 公司将分别实现营业收入 2.3、3.42 和 5.16 亿元, 同比分别增长 47.61%、48.2%和 51.16%; 分别实现归属于母公司净利润 6460、9474 和 14178 万元, 同比分别增长 52.8%、46.6%和 49.7%; 对应每股收益分别为 0.48、0.7 和 1.05 元/股。

● 询价建议

考虑到公司发行接近年底, 以及公司业务面临高速发展以及政策的强力推动, 我们认为公司合理的发行全面摊薄静态市盈率区间为 75-85 倍, 对应的发行价格区间为 23.49-26.62 元/股, 预计发行价为 26 元/股, 预计上市首日收盘价在 35 元左右, 未来一年内合理价值为 42 元/股。建议申购。

财务摘要 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入	92	156	230	342	516
(+/-)%	10%	70%	48%	48%	51%
经营利润 (EBIT)	21	41	67	100	153
(+/-)%	22%	96%	62%	50%	53%
净利润	23	42	65	95	142
(+/-)%	11%	84%	53%	47%	50%
每股净收益 (元)	0.46	0.42	0.48	0.70	1.05
每股股利 (元)	0.60	0.20	0.07	0.11	0.16

目 录

1. 公司简介	3
1.1 铁路行业安全监控系统提供商	3
1.2 限售股股东以自然人为主	3
1.3 铁路监控整体解决方案提供商	3
2. 铁路建设带来行业需求	4
3. 公司铁路行车安全监控领域占据优势	6
4. IPO 项目将全面提升产品和服务能力	8
5. 盈利预测	8
6. 询价建议	9

1. 公司简介

1.1 铁路行业安全监控系统提供商

世纪瑞尔成立于 1999 年 5 月 3 日，公司主要项目向国内铁路市场提供铁路行车安全监控系统中的综合监控平台、通信监控、综合视频监控、防灾安全监控系统等四个专业产品的开发、销售及服务。

1.2 限售股股东以自然人为主

公司拟向社会公众发行人民币普通股 3500 万股，发行后总股本为 1.35 亿股，公司控股股东与实际控制人为牛俊杰和王铁先生。

表 1 IPO 发行后股本情况

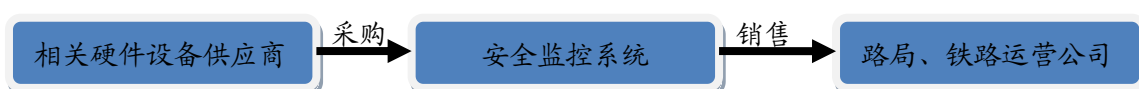
股东名称	持股数量（万股）	持股比例
牛俊杰	2,850.00	21.1%
王铁	2,850.00	21.1%
国投高科（SS）	1,000.00	7.4%
启迪中海	392.30	2.9%
张建斌	160.00	1.2%
青岛前进	150.00	1.1%
陈海勇	126.71	0.9%
巩梅	108.79	0.8%
清华大学教育基金会	100.00	0.7%
启迪明德	100.00	0.7%
其他股东	2,162.20	16.0%
流通 A 股	3,500.00	25.9%
合计	13,500.00	100.0%

资料来源：公司公告

1.3 铁路监控整体解决方案提供商

公司采用集采，直销的经营模式。公司向硬件设备厂商采购服务器、存储设备等通用设备以及数据采集装置、可编程控制器等专用设备，公司则自主研发监控软件并根据铁路路局或铁路运营公司的要求提供系统整体解决方案。

图 1 公司盈利模式



资料来源：渤海证券研究所整理

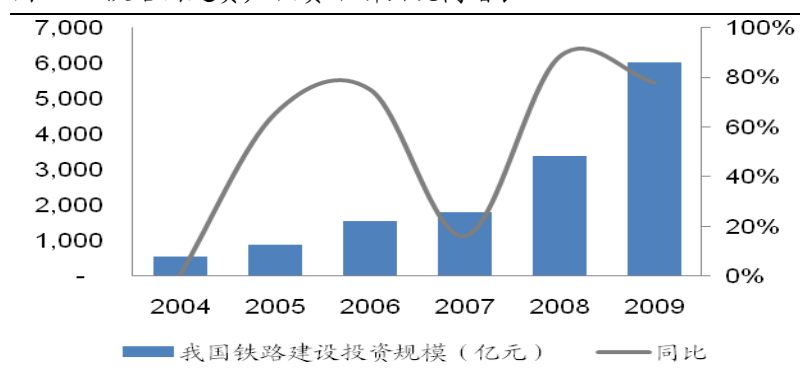
公司除提供系统产品外，还要提供安装、调试、集成、使用培训以及其他售后服务，质保期一般持续 1-2 年，质保期满后每年可收取少量系统维护服务费用。

2. 铁路建设带来行业需求

2009 年全国铁路共完成基本建设投资 6,005.64 亿元，同比增长 77.92%。2003 年至 2009 年，全国铁路基本建设投资复合增长率为 49.93%。其中，2007 年至 2009 年，全国铁路基本建设投资保持了高速增长，复合增长率达到 83.17%。2010 年 1-10 月，我国完成铁路固定资产投资 5789.97 亿元，同比增长 30.7%，增速有所放缓。

我国铁路建设基本靠中央政府、铁道部和地方政府三方推动，在建设增速方面依靠项目推进，因此短期内爆发式增长的情况时有发生。如果规划项目停滞则造成建设速度严重下滑，铁路建设增速则波动较大，因此政策影响是判断行业景气度的最关键因素。

图 2 铁路固定资产投资不断出现高增长



资料来源：铁道部历年统计公报

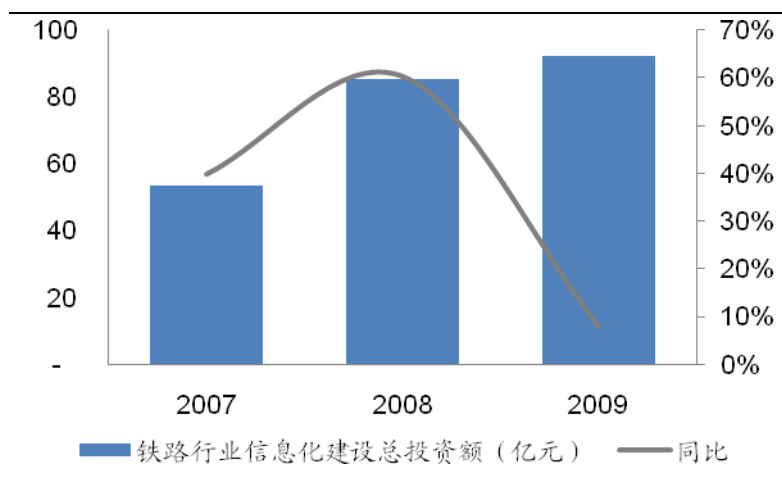
我国的铁路建设与强劲的经济增长并不匹配。1978 年到 2008 年中国 GDP 年均复合增长率达到 16.01%，货物运输量年均复合增长率达到了 12.42%，而铁路营运里程年均复合增长率仅为 2.19%。从铁路运输负荷量来看，我国铁路以占世界铁路 6% 的营业里程，承担了全世界铁路 25% 的工作量，运输效率世界第一。我国铁路运输换算密度为 3,360 万吨/公里，达到相当于世界平均水平 4 倍的程度；铁路车辆承担的货物运输量也远远高于其他国家，单位车辆负荷的铁路货运周转量为其他国家的 2 倍左右。因此，加快新增铁路建设成为改善运输条件的必然选择，而铁路信息化建设则会提高运输效率、突破运输瓶颈、保障运输安全，因此我国铁路信息化增长也将获益于铁路的建设而取得高速发展。

截至 2009 年，我国铁路营业里程达 8.6 万公里，其中客运专线 2319 公里。按照 2008 年铁道部发布的《中长期铁路网规划（2008 年调整）》要求，2020 年全国铁路营业里程规划目标为 12 万公里以上，总投资规模约 5 万亿，其中“十二五”投资约 3.5 亿元。客运专线为 1.6 万公里，电化率为 60% 以上，因此，未来铁路建设仍将保持高速发展。

铁路信息化市场是世纪瑞尔的主要目标市场，我国铁路信息化建设围绕运输调度指挥系统、运输生产组织系统、客货营销系统、经营管理系统、计算机网络建设、信息与网络安全 6 个重点领域分步推进。根据铁道部科学技术信息研究所统计，2009 年我国铁路行业信息化建设总投资

为 92.15 亿元人民币，同比增长 7.84%。

图 3 信息化投资滞后于基建投资

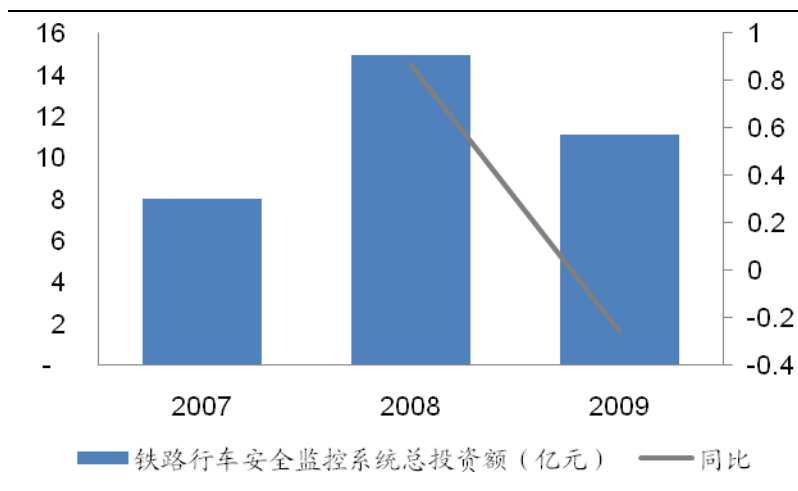


资料来源：铁道部历年统计公报

我国铁路信息化比重不高，未来 5 年，铁路信息化的投资将从 2008 年前的 1%逐步上升到 4%以上，而欧洲发达国家这一比例是 15%。“十二五”期间铁路行业信息化投资总额将达到 1400 亿元，预计“十二五”比“十一五”期间信息化投资增长超过 200%。信息系统在铁路运输组织上的应用涉及运输调度指挥、运输生产组织、列车运行控制、行车安全监控四个主要领域，每一领域还包括若干子系统。

根据铁道部科学技术信息研究所统计，我国铁路行车安全监控系统 2009 年的总投额为 11.1 亿元，同比下降 25.65%，行业投资面临报复性反弹。由于项目结算的不平衡性，造成行业 2009 年投资增速下降，我们预计 2010 年行业投资增速将面临报复性反弹，未来几年将不低于信息化投资整体的增长速度。

图 4 安全监控系统投资面临报复性反弹

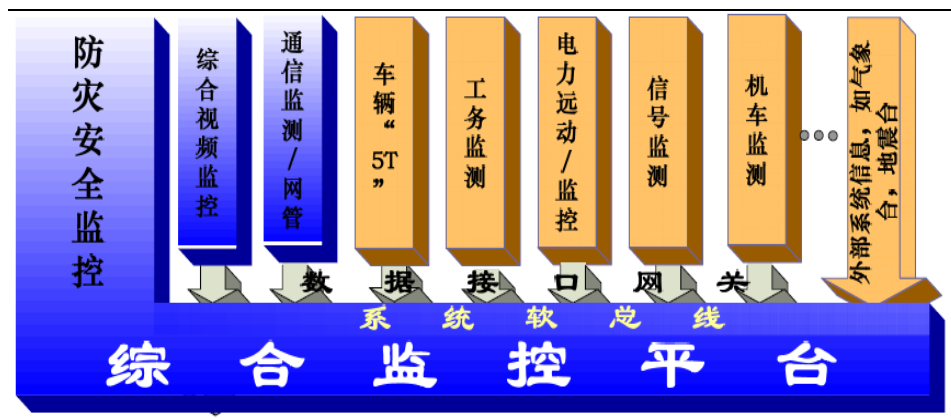


资料来源：铁道部历年统计公报

3. 公司铁路行车安全监控领域占据优势

公司主要提供铁路行车安全监控系统产品的开发、销售及服务。铁路行车安全监控领域主要包括综合监控平台、防灾安全监控、综合视频监控、通信监控、车辆“5T”、工务监控等九个细分专业。其中公司主要从事其中的铁路综合监控系统平台、铁路通信监控系统、铁路综合视频监控监控系统、铁路防灾安全监控系统等四个专业产品的开发、销售及服务。

图 5 铁路行车安全监控的专业划分



资料来源：公司公告

公司自设立以来累计实施了近 400 个铁路行车安全监控项目，综合市场占有率逐年攀升位列市场第一，2009 年占比达到 20.12%。其中铁路综合监控系统（含通信监控系统）实施了超过 350 个项目，累计覆盖电气化铁路 2.4 万公里，市场占有率达到 68%；铁路综合视频监控系统实施了 20 个项目，累计覆盖客运专线 1842 公里，占已建设视频监控客运专线里程的 40%；铁路防灾安全监控系统实施了 6 个项目累计覆盖客运专线 1178 公里，占已建设防灾安全监控客运专线里程的 45%。

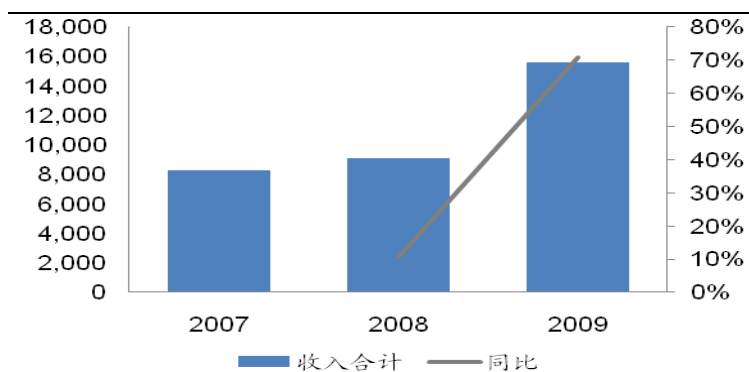
表 2 公司在铁路行车安全领域市场占有率第一

铁路行车安全监控系统主要供应商	2009 年市场占有率
北京世纪瑞尔技术股份有限公司	20.12%
江苏今创安达交通信息技术有限公司	11.58%
河南辉煌科技股份有限公司	10.70%
北京国铁华晨通信信息技术公司	7.05%
合计	49.45%

资料来源：公司公告

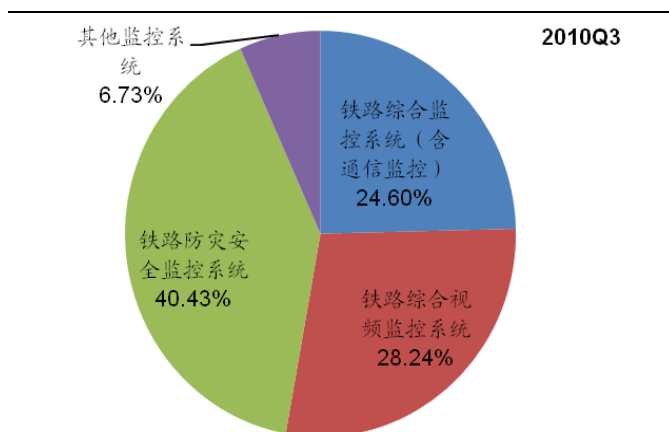
2009 年，公司实现营业收入 1.56 亿元，同比增长 70.65%。由于公司铁路综合视频监控和铁路防灾监控的新产品进入爆发增长，因此，公司在 2009 年及 2010 年收入增长较快。而且从各软件产品系统的收入贡献来看，防灾监控由于市场实现率低，因此 2010 年以来成为规模最大的业务品种，未来增长的潜力依然很大。

图 6 公司业务发展进入高速成长



资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

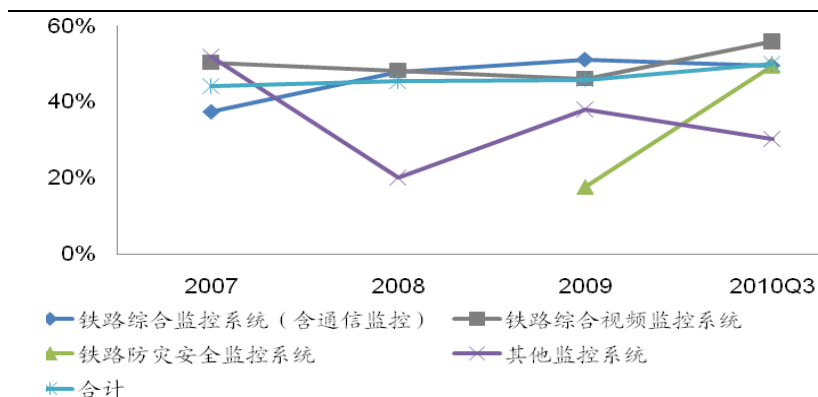
图 7 2010 年前三季度公司各产品收入占比情况



资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

从公司各产品线的毛利率来看，由于近几年铁路建设招标呈现出打包招标的趋势，公司中标项目规模在扩大，从而采购规模随着扩大，有效提升了公司向上游采购设备的溢价能力，使得产品毛利率稳步提高。我们预计公司各产品未来 3 年毛利率将稳定并有小幅提高，基本维持在 50% 以上。

图 8 公司产品毛利率稳步提高



资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

4.IPO 项目将全面提升产品和服务能力

目前，公司在执行中的合同金额达到 4.58 亿元，后续的增长具备可靠的需求基础。公司 IPO 项目的前三个项目将实现主营产品和技术升级，销售与客户服务中心建设项目和研发中心建设项目则将大大提高公司销售水平和研发能力。

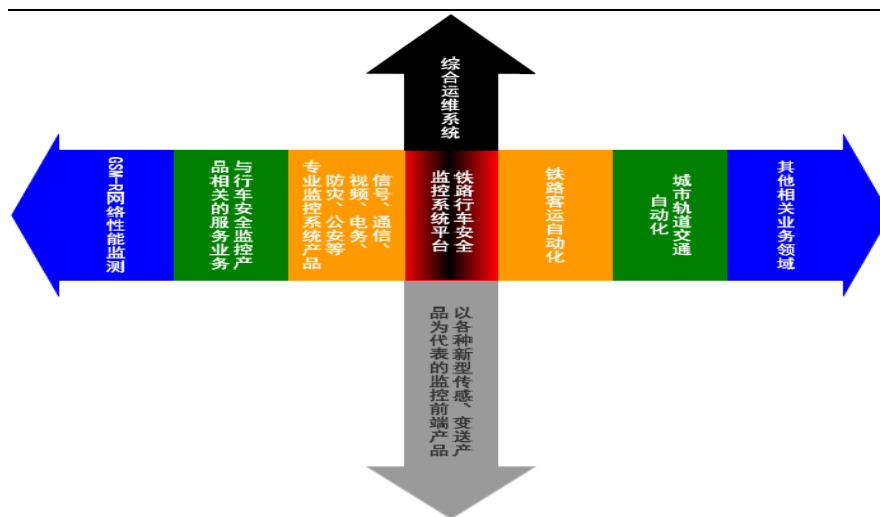
表 3 公司 IPO 项目投资计划

IPO 项目	总投资额（万元）	建设期	平均投资利润率	所得税后财务内部收益率
铁路综合视频监控系统项目	8,230.00	2 年	24.50%	33.39%
铁路防灾安全监控系统项目	7,622.00	2 年	21.72%	29.90%
铁路综合监控系统平台项目	4,540.00	2 年	32.47%	25.90%
销售与客户服务中心建设项目	2,690.00	2 年		
研发中心建设项目	2,502.00	2 年		
合计	25,584.00			

资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

此外，公司将依托战略股东清华大学的研究实力以及国投高科在交运行业的运营背景，谋求行业的横向和纵向拓展，积极介入铁路客运自动化、GSM-R 网络性能监测等领域。公司还将通过兼并收购等方式获得技术及市场的开拓，同时进行海外扩张，其他发展中国家的高铁项目将成为公司迈出国门的主攻方向。

图 9 公司将努力实现横向和纵向的业务拓展



资料来源：公司公告

5.盈利预测

根据我国铁路建设规划和信息化投入的大趋势判断，以及公司良好的产品所获得的市场地位，我们预计未来三年，公司业务将取得良好的发展。预计 2010-2012 年，公司将分别实现营业收入 2.3、3.42 和 5.16 亿元，同比分别增长 47.61%、48.2%和 51.16%；分别实现归属于母公司

净利润 6460、9474 和 14178 万元，同比分别增长 52.8%、46.6%和 49.7%；对应每股收益分别为 0.48、0.7 和 1.05 元/股。

表 4 盈利预测

利润表（百万元）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	92	156	230	342	516
营业成本	50	84	114	168	253
营业税金及附加	1	1	3	5	7
销售费用	7	11	16	24	36
管理费用	13	19	30	45	68
财务费用	-1	0	0	0	0
资产减值损失	1	0	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	20	41	65	98	151
营业外收支净额	5	7	8	9	10
税前利润	26	48	73	108	161
减：所得税	3	6	9	13	19
净利润	23	42	65	95	142
归属于母公司的净利润	23	42	65	95	142
少数股东损益	0	0	0	0	0
基本每股收益	0.46	0.42	0.48	0.70	1.05

资料来源：渤海证券研究所

6. 询价建议

最近半年来，创业板发行后平均全面摊薄静态市盈率为 66.76 倍，其中软件及网络板块发行后平均全面摊薄静态市盈率为 70.96 倍。考虑到公司发行接近年底，以及公司业务面临高速发展以及政策的强力推动，我们认为公司合理的发行全面摊薄静态市盈率区间为 75-85 倍，对应的发行价格区间为 23.49-26.62 元/股，预计发行价为 26 元/股。

在当前的市场环境下，公司上市后对应 2011 年合理的动态市盈率区间应该在 45-50 倍之间，预计上市首日收盘价在 35 元左右，未来一年内合理价值为 42 元/股。建议申购。

表 5 同类上市公司估值比较

代码	公司名称	EPS			BVPS	收盘价	P/E			P/B
		2009	2010E	2011E			2009	2010E	2011E	
002296	辉煌科技	0.52	0.92	1.47	5.42	63.84	122.77	69.53	43.39	11.78
300044	赛为智能	0.32	0.45	0.66	5.19	27.28	85.81	61.06	41.46	5.26
	行业平均						104.29	65.29	42.42	8.52

资料来源：Wind、渤海证券研究所整理 注：2009 年每股收益按最新股本摊薄

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋 022-28451131
 13512060965
loyalbright@yahoo.com.cn
huangfeng@bhzq.com

谢晓冬 022-28451849
 13820872805
actionfish@live.cn
xiexd@bhzq.com

渤海证券研究所

天津
天津市南开区宾水西道8号
邮政编码: 300381
电话: (022) 28451888
传真: (022) 28451615

北京
北京市西城区丰汇园11号楼东翼602-603
邮政编码: 100032
电话: (010) 58362786
传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewwww.com.cn