

世纪瑞尔 (300150)

铁路行车安全监控领域领先者 分享行业高成长

	魏兴耘	袁煜明
	0755-23976213	021-38674633
	weixy1@gtjas.com	yuanyuming008092@gtjas.com
	S0880200010167	S0880110040003

本报告导读:

公司主营业务处于铁路行车安全监控领域, 09 年占有 20% 的市场份额, 位居第一。

预计我国铁路行车安全监控系统的总投资额未来 3 年复合增速达 55%。

投资要点:

- 公司主营业务处于铁路行车安全监控领域, 主要从事其中的综合视频监控、防灾安全监控系统、综合监控系统平台、通信监控系统等四个专业产品的开发、销售及服务。
- 08-09 年综合视频监控系统一直占据了收入的 60% 以上, 防灾安全监控系统收入在今年激增, 前三季占到 40%, 成为公司最大的收入来源。
- 08-09 年公司在行车安全监控系统领域的市场占有率分别为 17.15%、20.12%, 位列第一, 其中在铁路综合监控系统平台、防灾安全监控系统、综合视频监控系统市场分别占有 68%、45%、25% 的份额。公司已累计实施了近 400 个行车安全监控项目。00 年来全国新建、改建主要干线有 80% 以上安装有公司产品。
- 截至招股意向书签署日, 公司合计在执行的合同金额达 6.19 亿元, 而前三季仅确认 1.65 亿元收入, 也即待确认订单额达 4.55 亿元。
- 国家铁路投资近年出现井喷。09 年全国铁路基本建设投资 6006 亿元, 激增 78%。预计十二五期间将延续高投资。预计我国铁路行车安全监控系统的总投资额 2012 年将达到 41 亿元, 3 年复合增速达 55%。
- 公司本次共募集资金 2.56 亿元, 拟投入 5 个项目, 其中三个项目将实现现有产品的技术升级, 两个项目将提高公司整体经营能力, 从而达到增强公司综合竞争力的目标。
- 我们预期公司发行后 2010-2012 年销售收入分别为 2.29 亿、3.58 亿、5.23 亿; 归属于母公司所有者的净利润分别为 0.66 亿元、1.10 亿、1.59 亿元; 对应 EPS 分别为 0.49 元、0.81 元、1.18 元。
- 目前行业可比公司 10 年平均 PE 为 61 倍, 我们建议的合理的询价区间为 15.14-18.07 元, 对应 2010 年的 PE 为 31-37 倍, 我们推测市场可能将目标价上抬至 24.36-28.42 元。上市目标价 23.54-27.60 元, 对应 2011 年 PE 为 29-34 倍。

建议询价区间

15.14-18.07

上市首日定价区间

23.54-27.60

2010.12.10

发行上市资料

总股本 (万股)	10,000
发行量 (万股)	3,500
发行日期	2010.12.10
发行方式	网下询价, 上网定价
保荐机构	瑞信方正
预计上市日期	2010.12

发行前财务数据

每股净资产 (元)	2.51
净资产收益率 (%)	20.0%
资产负债率 (%)	17.6%

主要股东和持股比例

牛俊杰	35.55
王铁	35.55
启迪中海创业投资有限公司	2.75
陈海勇	2.34
张建斌	2.00
巩梅	1.14
李威	1.11
尉剑刚	1.00
谢彩霞	1.00
李丰	1.00

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	92	156	229	358	523
(+/-)%	10%	70%	47%	56%	46%
经营利润 (EBIT)	21	41	66	104	154
(+/-)%	22%	96%	61%	57%	47%
净利润	23	42	66	110	159
(+/-)%	11%	84%	56%	66%	45%
每股净收益 (元)	0.17	0.31	0.49	0.81	1.18
每股股利 (元)					

注: 每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

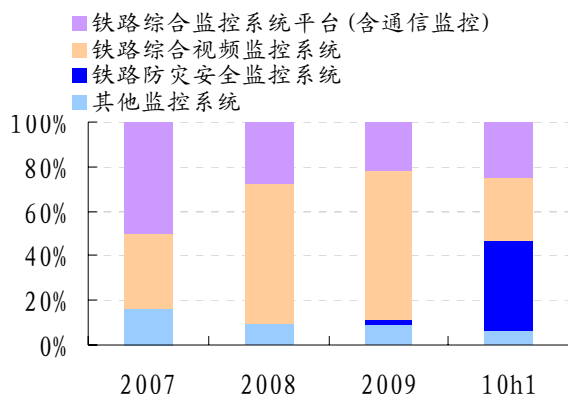
1. 铁路行车安全监控领域领先的系统供应商

1.1. 专注于铁路行车安全监控领域

公司主营业务处于铁路行车安全监控领域，占据了 09 年 20% 的市场份额，位居第一，主要从事其中的综合视频监控系统、防灾安全监控系统、综合监控系统平台、通信监控系统等四个专业产品的开发、销售及服务。

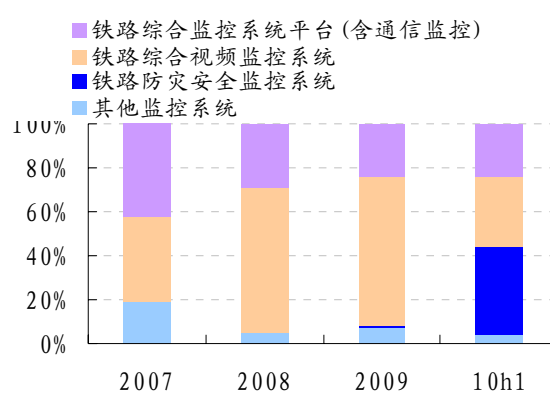
在 08-09 年，综合视频监控系统一直占据了收入的 60% 以上，新产品防灾安全监控系统收入在今年激增，前三季占到 40%，成为公司最大的收入来源，而综合视频监控系统份额则下降至 28%；公司的综合监控系统平台(含通信监控)收入占比近年一直在 20-30% 之间。

图 1：07-10 年公司主营收入按产品构成



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

图 2：07-10 年公司毛利按产品构成



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

1.2. 行车安全监控系统份额第一 覆盖 80% 线路

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。2000 年以来，全国新建、改建主要干线有 80% 以上安装有公司的行车安全监控系统软件产品。

表 1：公司设立以来累计实施的铁路行车安全监控系统项目

项目	铁路综合监控系统平台（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
1	合宁客运专线	合宁客运专线	武广客运专线
2	合武客运专线	郑西客运专线	石太隧道
3	温福客运专线	沪杭客运专线	石太客运专线
4	甬台温客运专线	石太客运专线	赣龙线
5	福厦客运专线	温福客运专线	青藏线
6	石太客运专线	甬台温客运专线	福厦客运专线
7	郑西客运专线	福厦客运专线	
8	青藏线	广珠客运专线	
9	浙赣线	广深线	

10	西合线	宁煤线	
11	武广线	长吉客运专线	
12	株六线	三新线	
13	石长线	黔桂线	
14	成昆线	石太线客站	
15	哈大线等其他项目	青藏线客站等	
		其他项目	
共 计	超过 350 个项目	20 个项目	6 个项目

数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

根据铁道部科学技术信息研究所的统计报告，08-09 年公司在行车安全监控系统领域的市场占有率分别为 17.15%、20.12%，位列第一。

表 2：07-09 年铁路行车安全监控系统主要供应商及排名

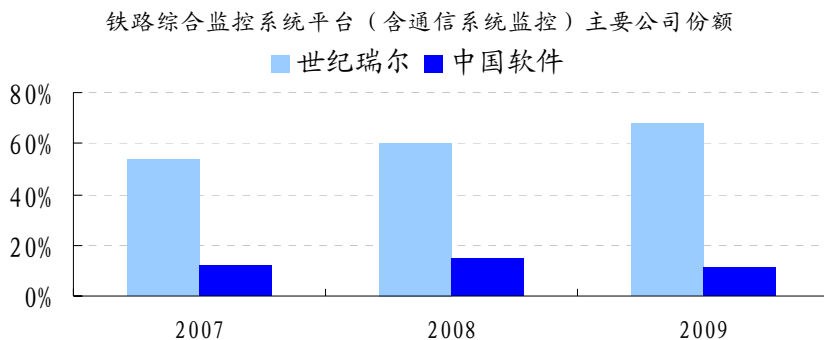
排 名	2007		2008		2009	
	公司	份额	公司	份额	公司	份额
1	河南辉煌科技股份有限公司	13.62%	北京世纪瑞尔技术股份有限公司	17.15%	北京世纪瑞尔技术股份有限公司	20.12%
2	北京世纪瑞尔技术股份有限公司	11.45%	北京国铁华晨通信信息技术公司	15.11%	江苏今创安达交通通信技术有限公司	11.58%
3	保定市天河电子技术有限公司	7.29%	保定市天河电子技术有限公司	8.24%	河南辉煌科技股份有限公司	10.70%
4	北京国铁华晨通信信息技术公司	5.53%	河南辉煌科技股份有限公司	6.13%	北京国铁华晨通信信息技术公司	7.05%
合 计		37.89%		46.63%		49.45%

数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

公司在铁路综合监控系统平台（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，占全路电气化铁路里程的 80%，覆盖里程数排名第一。

公司产品在客运专线优势明显，获得超过 70% 线路的合同。而 07 年以来铁路部门对客运专线的建设投资大幅上升，使公司市场份额持续上升，09 年达 68%。

图 3: 公司在铁路综合监控系统平台 (含通信监控系统) 份额持续上升



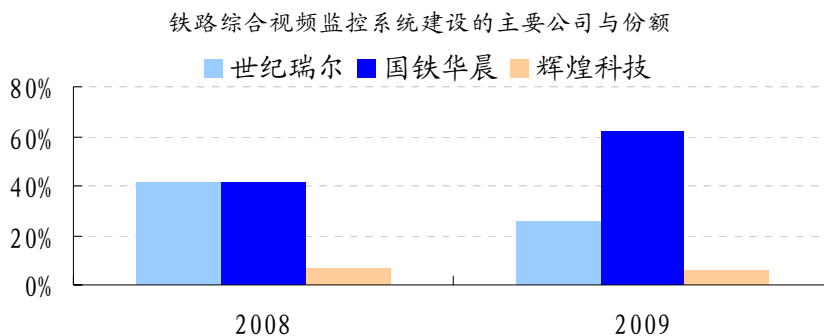
数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

公司在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%, 覆盖里程数排名第一。

由于该产品 08 年才在铁路市场大规模应用, 招投标合同数量尚不多。09 年招标线路只有昌九、沪宁、沪杭三条客运专线, 竞争对手国铁华晨中标昌九、沪宁专线, 导致公司市场份额 09 年降至 25%。

今年前三季公司在该领域合同金额已达 1.53 亿元, 与公司 08、09 年该领域收入总额相当, 体现公司竞争力并未下降。

图 4: 公司在铁路综合视频监控系统份额 09 年为 25%



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

公司的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%, 覆盖里程数排名第一。09 年公司与江苏今创安达分别占有市场 45% 的份额。

1.3. 前五大客户占 70% 收入 待确认订单额 4.55 亿

根据铁路部门建设行车安全监控系统的惯例, 大部分铁路建设项目均采用公开招投标的模式进行, 因此公司收入主要来自招投标项目。

由于我国每年都会有若干个投资总额占比很高的干线建设项目启

动，而干线项目投资又具有地域性和时段性的特征，使公司收入来自大额合同为主，而同一时期的大额合同又会来自于同一客户主体，公司 07 年以来，对前五大客户的销售额占比持续在 70%以上，但各期的前五大客户也不尽相同。

表 3: 公司前五大客户情况

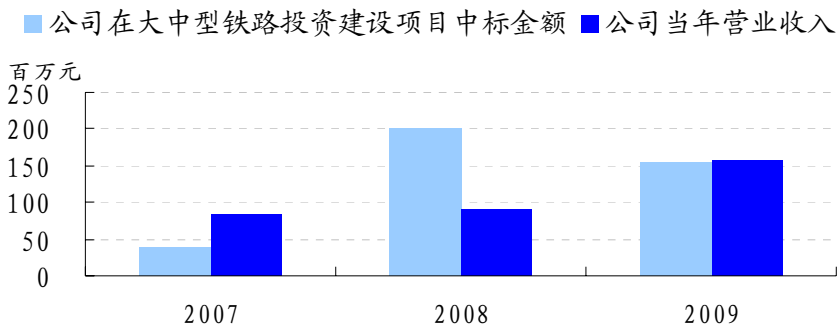
项目	2007	2008	2009	2010 前三季
1 山西润泽丰科技开发有限公司		北京全路通信信号研究设计院	中铁建电气化局集团（联合体）郑西客专四电集成工程指挥部	武广铁路客运专线有限责任公司
2 青藏铁路建设物资储备基地		铁道第三勘察设计院集团有限公司联合体石太客运专线 Z14 标段四电集成项目部	北京全路通信信号研究设计院	北京全路通信信号研究设计院
3 中铁四局集团有限公司		中铁建电气化局集团有限公司福厦线四电系统集成联合体项目经理部	铁道第三勘察设计院集团有限公司联合体石太客运专线 Z14 标段四电集成项目部	中国铁路通信信号集团公司
4 中铁十一局合宁铁路四电工程总承包项目部		中国铁路通信信号集团公司	广深铁路股份有限公司	中铁建电气化局集团有限公司
5 中机国际招标公司		广深铁路股份有限公司	中铁二十四局集团上海电务电化有限公司福州分公司	陕西红柠铁路有限责任公司
合计收入占比	77.62%	79.57%	74.60%	71.96%

数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

注：此处以黄色底色表示三个时期均为前五大客户的客户；以蓝色底色表示两个时期均为前五大客户的客户。

根据我国铁路项目的投资顺序，就新建铁路而言，其对行车安全监控方面的投资时间一般较项目基础建设开始的时间有所滞后。因此，公司相关业务的市场需求往往来源于前一、二个年度的建设项目。

图 5: 公司收入滞后大中型项目中标 1-2 年



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

截至招股意向书签署日，公司已中标并签订合同的项目合计 1.49 亿

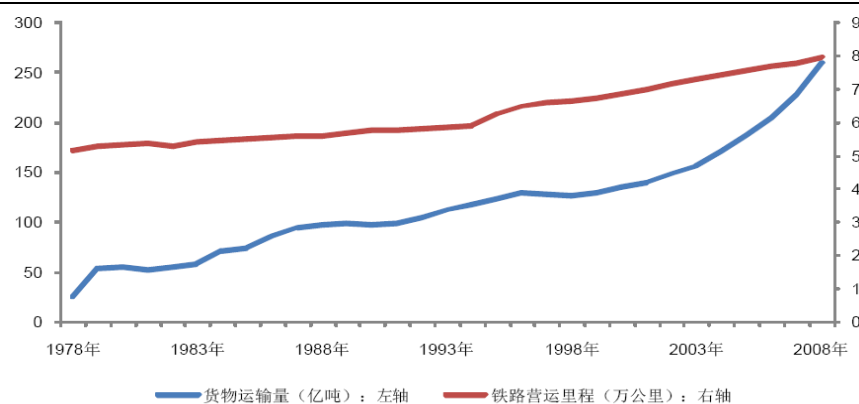
元，已中标但尚未签订合同的项目 2.84 亿元，而 09 年度签订尚未在当年确认收入的合同金额为 1.87 亿元，合计在执行的合同金额达 6.19 亿元，而前三季度仅确认 1.65 亿元收入，也即待确认订单额达 4.55 亿元，保障了公司今明年的业绩快速增长。

2. 铁路信息化进入快速发展期

2.1. 国家铁路投资建设出现井喷

很长时期里，中国的铁路建设投资力度与强劲的经济增长势头不相匹配。1978 年到 2008 年中国 GDP 年均复合增速达到 16%，货物运输量年均复合增速达到了 12%，而铁路营运里程年均复合增速仅为 2%。

图 6：1978-2008 年我国货物运输量和铁路营运里程

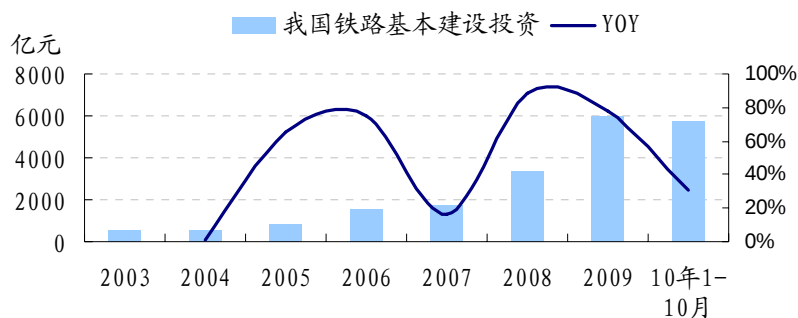


数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

自国家“四万亿”投资启动以来，铁路投资出现井喷。09 年全国铁路共完成基本建设投资 6006 亿元，相比 08 年激增 78%。今年 1-10 月完成投资 5790 亿元，同比增长 31%，延续了 09 年的巨额投资。

根据铁道部的计划，2015 年中国的铁路运营网线将达到 12 万公里以上。也即“十二五”期间，将有近 3 万公里的铁路线路诞生，将引发新一轮投资热。

图 7：我国铁路基本建设投资 09 年以来出现井喷



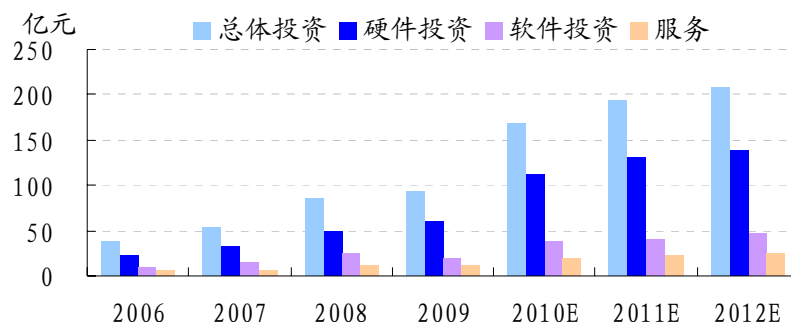
数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

2.2. 铁路信息化面临全面升级与全力发展

铁路投资的大规模增加，将使相应的智能化、电气化需求在今明年将逐步滞后地体现。而且，信息系统对运输生产的各种要素起到倍增和催化的作用，在我国铁路不断提速、客运体系逐步确立的背景下，铁路信息化建设正面临一个全面升级和全力发展的阶段。

据铁道部科学技术信息研究所统计，09 年铁路行业信息化建设投资总额达 92 亿元人民币，同比增长 8%。预计 2012 年将达到 209 亿元，3 年复合增速达 31%，其中软件与服务投资分别占到 22%与 12%。

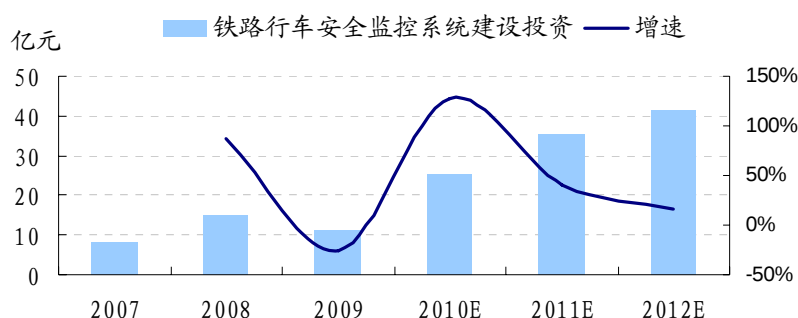
图 8：预计未来 3 年铁路信息化建设投资复合增速达 31%



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

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。根据铁道部科学技术信息研究所统计，09 年我国铁路行车安全监控系统的总投资额为 11.1 亿元，预计 2012 年将达到 41 亿元，3 年复合增速达 55%。

图 9：预计 2012 年铁路行车安全监控系统建设投资将达 41 亿元



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

3. 募投项目将增强公司综合竞争力

公司本次共募集资金 2.56 亿元，拟投入 5 个项目，其中铁路的综合视频监控系统、防灾安全监控系统、综合监控系统平台三个项目均属于目前的主营产品。募投项目将实现产品技术升级，提高产品适用程度、提升使用效能，将提高产品的综合市场竞争能力。

销售与客户服务中心和研发中心建设项目的投入均是对公司整体经营能力的提升。通过加大对公司业务链前端和后端的投入，达到增强公司综合竞争力的目标。

表 4：募投项目基本情况一览表（单位：万元）

项目	项目投资	第一年	第二年
铁路综合视频监控系统项目	8230	5641	2589
铁路防灾安全监控系统项目	7622	4714	2908
铁路综合监控系统平台项目	4540	3085	1455
销售与客户服务中心建设项目	2690	1617	1073
研发中心建设项目	2502	1395	1107
合计	25584	16452	9132

数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

4. 风险因素分析

4.1. 依赖铁路信息化市场的风险

公司近三年及今年前三季营业收入与毛利平均分别有 94.96%与 96.13%来自于铁路信息化市场，因而存在主营业务依赖单一市场的风险。如果未来宏观经济形势变化、国家政策变化等因素导致国内铁路建设发展减缓，将对公司的经营状况和盈利能力产生重大影响。

4.2. 产能扩张带来的风险

07-09 年，以及今年前三季，公司对前五大客户的销售金额分别占营业收入的 77.62%、79.57%、74.60%、71.96%。我国铁路行业各期的重点投资项目不同，公司各期的前五大客户也不尽相同，且目前公司每年均能从国家铁路建设项目中获得若干大额合同，但不排除今后某一较长时段内无法获得大额合同的可能性，届时公司业绩将出现较大波动。

4.3. 市场竞争加剧的风险

公司在所处细分市场具有明显的竞争优势，但同时也面临着市场竞争压力。一方面，随着铁路信息化市场的逐步扩大，可能会吸引新的供应商进入这一市场；另一方面，铁路建设投资主体的多元化发展趋势也会导致铁路用户结构发生变化，从而给市场竞争格局带来一定不确定性。

5. 盈利预测与估值定价

5.1. 盈利预测

我们预期公司发行后 2010-2012 年销售收入分别为 2.29 亿、3.58

亿、5.23 亿；归属于母公司所有者的净利润分别为 0.66 亿元、1.10 亿、1.59 亿元；对应 EPS 分别为 0.49 元、0.81 元、1.18 元。

表 5：世纪瑞尔分业务收入预测

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
收入预测（百万元）						
铁路综合监控系统平台(含通信监控)	41.38	24.80	33.54	60.13	94.41	127.45
铁路综合视频监控系统	27.63	57.17	104.76	86.40	136.51	184.29
铁路防灾安全监控系统			3.43	75.32	113.74	153.54
其他监控系统	13.49	9.17	13.80	7.50	13.05	57.24
毛利率预测（%）						
铁路综合监控系统平台(含通信监控)	37	48	51	49	49	50
铁路综合视频监控系统	50	48	46	50	50	50
铁路防灾安全监控系统			17	49	50	51
其他监控系统	52	20	38	32	32	32

数据来源：国泰君安证券

表 6：世纪瑞尔盈利预测简表（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
一、营业总收入	83	92	156	229	358	523
营业收入	83	92	156	229	358	523
二、营业总成本	68	71	115	165	249	365
营业成本	46	50	84	117	182	269
营业税金及附加	1	1	1	1	2	3
销售费用	8	7	11	16	25	36
管理费用	10	13	19	28	44	62
财务费用	0	-1	0	0	-6	-7
资产减值损失	2	1	0	1	2	3
四、营业利润	15	20	41	65	109	158
加：营业外收支	8	5	7	10	16	23
五、利润总额	23	26	48	75	125	181
减：所得税	3	3	6	9	15	22
六、净利润	21	23	42	66	110	159
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	21	23	42	66	110	159
股本	135	135	135	135	135	135
全面摊薄每股收益	0.15	0.17	0.31	0.49	0.81	1.18

数据来源：国泰君安证券

5.2. 估值定价

我们挑选从事交通领域提供信息设备与服务的 7 家上市公司进行比较。目前行业可比公司 10 年平均 PE 为 61 倍，我们建议的合理的询价区间为 15.14-18.07 元，对应 2010 年的 PE 为 31-37 倍，我们推测市场可能将目标价上抬至 24.36-28.42 元。上市目标价

23.54-27.60 元，对应 2011 年 PE 为 29-34 倍。

表 7: 国内可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	2009PE	2010PE	2011PE
002296.SZ	辉煌科技	120	68	43
002161.SZ	远望谷	135	91	70
300044.SZ	赛为智能	83	59	40
300020.SZ	银江股份	84	56	36
002401.SZ	交技发展	89	65	47
002331.SZ	皖通科技	62	48	34
300011.SZ	鼎汉技术	57	38	28
行业平均		90	61	43

数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券

作者简介:**魏兴耘:**

厦门大学经济学博士，国泰君安证券电子元器件行业首席分析师、计算机行业首席分析师。2002-2010 年《新财富》电子行业最佳分析师、计算机行业最佳分析师。

袁煜明:

毕业于清华大学自动化系，工学硕士；2009 年 7 月进入国泰君安，从事计算机行业研究

分析师声明

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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		