

2011年08月31日

TMT--计算机软件服务

证券研究报告--评级深度报告

收盘价(元): 23.80

目标价(元): 31.80

世纪瑞尔(300150)

长期或受益于铁路信息化提速

投资评级: A--买入(首评)

TMT组: 吴炳华

执业证书编号: S0890510120009

电话: 021-50122488

邮箱: wubinghua@cnhbstock.com

联系人: 陈筱

电话: 021-33938376

公司基本数据

总股本(万股)	13500.00
流通A股/B股(万股)	3500.00/0.00
资产负债率(%)	4.92
每股净资产(元)	10.02
市净率(倍)	2.45
净资产收益率(加权)	3.86
12个月内最高/最低价	61.2/22.21

股价走势图



相关研究报告

◎不同之处:

◆“7.23”重大事故将促使铁路信息化提速，而不是相反。“7.23”重大事故是高铁甚至是整个铁路行业的耻辱，对整个行业的影响深远，短期已经体现。但长期而言，这并不能根本性改变人们出行方式的选择。铁路建设和客运速度的盲目双提速与信息化安全滞后的矛盾才是事故频发的关键性原因。所以，事故将促使主管部门更加重视其信息安全的建设，而不是相反。

◆中期增长的机会仍在，长期价值仍可期待。公司主营铁路行车安全信息化产品和服务，中期订单饱满，仍可维持公司保持快速增长，因此动车事故并不能根本性影响公司近期的业绩。而铁路信息化提速的内在需求将是公司长期价值提升的动力，所以我们认为事故对公司而言很可能机会大于风险，其长期价值仍可期待。

◎投资要点:

◆行车安全监控行业龙头攫取大部分成长价值。铁路基建等投资会因为事故而下降，但铁路信息化投资占比的提升促使信息化仍处于较快增长阶段，未来三年复合增速将超过30%。由于行业存在较高的进入壁垒，且具有明显的垄断竞争特征，因此行业龙头将攫取大部分增长收益。

◆竞争力赢取订单，订单保证业绩。2009年推出的防灾安全监控系统直接满足了高速客运专线建设的需要，公司中标多份大单。监控系统平台可以兼容各种行车安全产品，成为铁路信息化升级和应用领域的拓宽基础。公司当前在执行合同仍达3亿余元，中期公司高增长基本确定，长期看铁路信息化的推进。

◆三年平均复合增速将超35%，首次买入评级。预计公司11-13年实现净利1.10亿、1.56亿、2.03亿，EPS为0.78元、1.06元和1.39元，PE估值分别为30.5倍、22.5倍和17.1倍。首次买入评级，目标价位31.80元。

◎关键假设: 动车事故与公司产品无责任关系; 铁路信息化招投标恢复进行(今年底或明年初); 公司订单执行顺利; 经营绩效维持相对稳定。

◎风险提示: 铁路信息化短期受阻; 订单执行滞后; 动车事故或有责任。

	2009A	2010A	2011Q2	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	156.13	234.01	166.50	335.22	468.20	645.09
同比增速(%)	70.22	49.89	44.11	43.25	39.67	37.78
净利润(百万)	42.28	63.43	53.30	105.73	143.28	187.31
同比增速(%)	83.75	50.01	46.77	66.69	35.52	30.73
毛利率(%)	45.93	45.81	51.81	49.15	48.55	48.40
每股盈利(元)	0.42	0.47	0.39	0.78	1.06	1.39
ROE(%)	19.11	4.64	3.86	7.52	9.45	11.28
PE(倍)				30.51	22.45	17.12

正文目录

1. 公司是铁路行车安全领域的排头兵	3
1.1. 资源优势明显，高成长根基已奠定	3
1.2. 公司所处的系铁路行车安全监控细分领域	3
1.3. 竞争优势明显，营收迅速上升	4
2. “7.23”追尾事故促铁建拐点，信息化安全成重中之重	6
2.1. 铁建或进入理性成长期，铁路仍是国人首选出行方式	6
2.2. 铁路高歌猛进留隐患，安全将成为长期重点	8
2.3. 投资总额将下降，但信息安全投入占比将大幅提升	8
2.4. 行车安全监控有望成为高成长风景线	10
3. 竞争优势明显，盈利能力维持可期	11
3.1. 铁路信息化市场份额向寡头厂商集中受益	11
3.2. 高壁垒维持行业格局，龙头攫取大部分利润	13
3.3. 品牌、技术、客户助力公司铁路监控行业保持领先可期	14
3.4. 在手订单充裕，公司未来坚实发展添保障	15
4. 盈利预测与估值	16
4.1. 重要假设	16
4.2. 财务预测	16
4.3. 可比公司估值比较与定价	17
5. 风险分析	18

图表目录

图 1 公司股权结构	3
图 2 铁路行车安全监专业划分	4
图 3 公司营收保持了稳定增长	5
图 4 铁路固定资产投资总额将有比原计划下调	7
图 5 铁路固定资产整体增速将有所放缓	7
图 6 铁路仍是国人主要的出行方式（单位：万人）	7
图 7 铁路整体投资规模下滑对铁路信息化投入增长影响有限	9
图 8 铁路固定资产投资原比例	9
图 9 铁路固定资产投资预测比例	9
图 10 铁路行车安全监控系统建设投资预测	10
图 11 2007 年铁路行车安全系统竞争格局	12
图 12 2008 年铁路行车安全系统竞争格局	12
图 13 2009 年铁路行车安全系统竞争格局	12
图 14 公司市场占有率不断提升，且行业份额向主要厂商集中	12
图 15 高铁行业上市公司毛利率基本保持稳定	14
表 1 公司产品分类及介绍	4
表 2 铁路信息化市场分类	11
表 3 公司自成立以来累计实施的铁路行车安全监控系统项目	15
表 4 分类产品销售收入假设	16
表 5 财务预测表 单位：百万元	16
表 6 可比公司估值比较	17

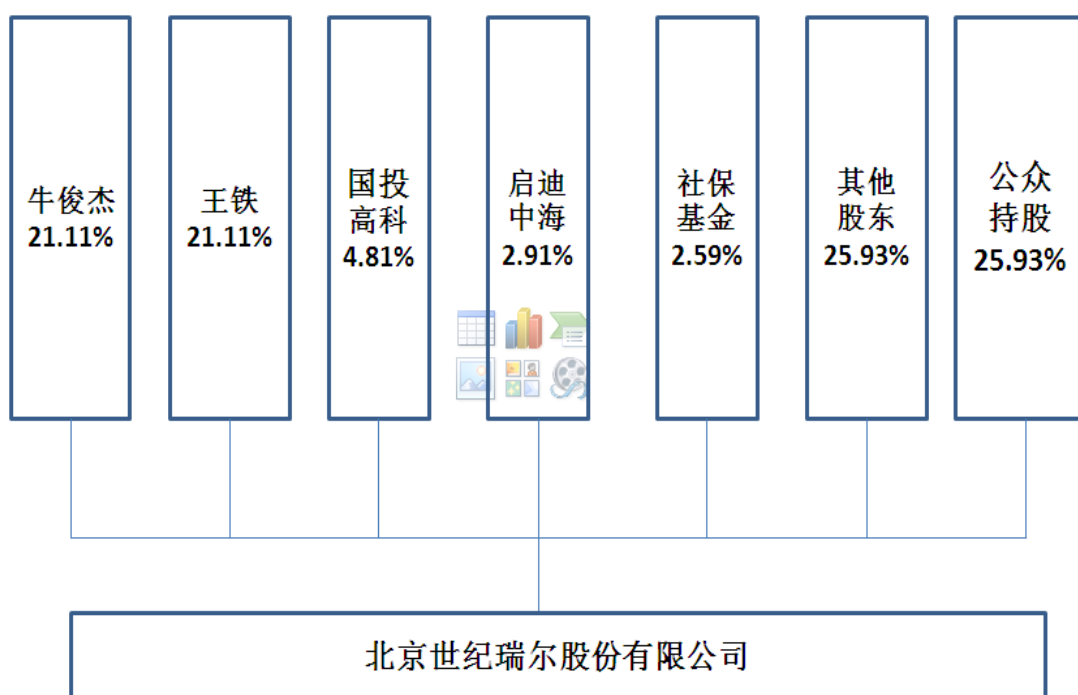
（本报告共有图 15 张，表 6 张）

1.公司是铁路行车安全领域的排头兵

1.1.资源优势明显，高成长根基已奠定

公司前身为 1999 年 5 月 3 日设立的瑞尔有限。2001 年 4 月公司整体变更为北京世纪瑞尔技术股份有限公司，总股本 2500 万元。2006 年 1 月公司进入代办股份转让系统挂牌报价转让，股份代码为 430001，股份简称世纪瑞尔。公司目前实际控制人为牛俊杰先生和王铁先生，目前公司的股权结构请参见下图。

图 1 公司股权结构



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

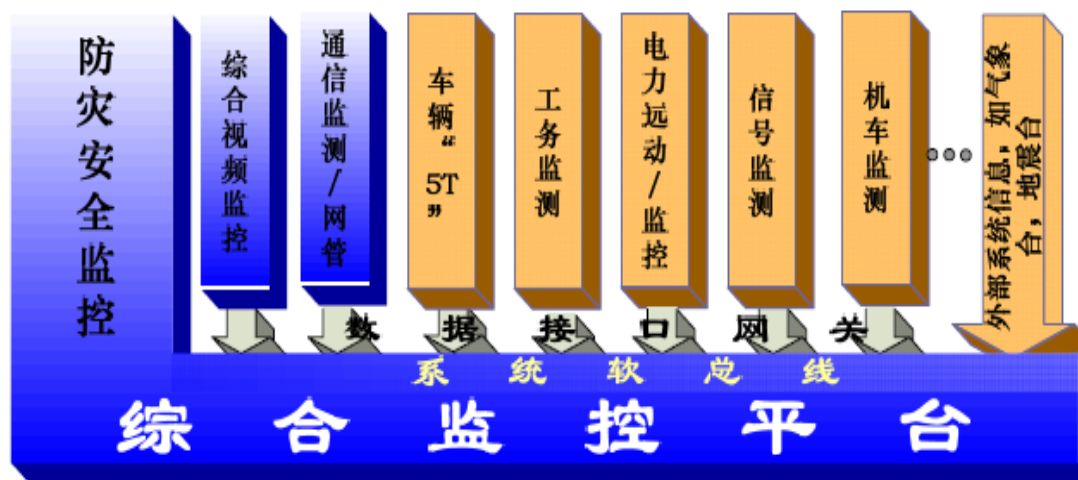
公司高层管理人员均系北方交通大学出身，而北方交通大学在划归教育部之前一直是铁道部在北京地区唯一的部属高校，此关系造就了北方交通大学的人脉遍布铁路系统各个领域。公司作为北方交大班底的企业，其进入铁路系统，分享“核心优势”具有得天独厚的天然优势。另外，我们认为铁路信号控制科班出身的高层管理人员对于公司把握技术的发展趋势与动向也有明显的资源优势，因此公司未来的快速成长的根基稳固。

1.2.公司业务属于铁路行车安全监控细分领域

公司所处行业系铁路信息化了领域的细分子行业之一——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。铁路行车安全监控的专业划分如下图所示：

图 2 铁路行车安全监专业划分



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

公司自设立以来，一直专注于铁路行车安全监控系统产品的开发、生产、销售，为高速铁路、既有铁路提供安全保障所需的监控系统产品，是我国铁路行车安全监控领域领先的系统供应商。公司的主要产品情况请参见下表。

表 1 公司产品分类及介绍

产品名称	监控或服务对象	功能
铁路综合监控系统	行车安全监控服务平台	对铁路行车安全监控所涉及的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	铁路沿线及各类设备、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

资料来源：公司公告，华宝证券研究所

1.3. 竞争优势明显，营收迅速上升

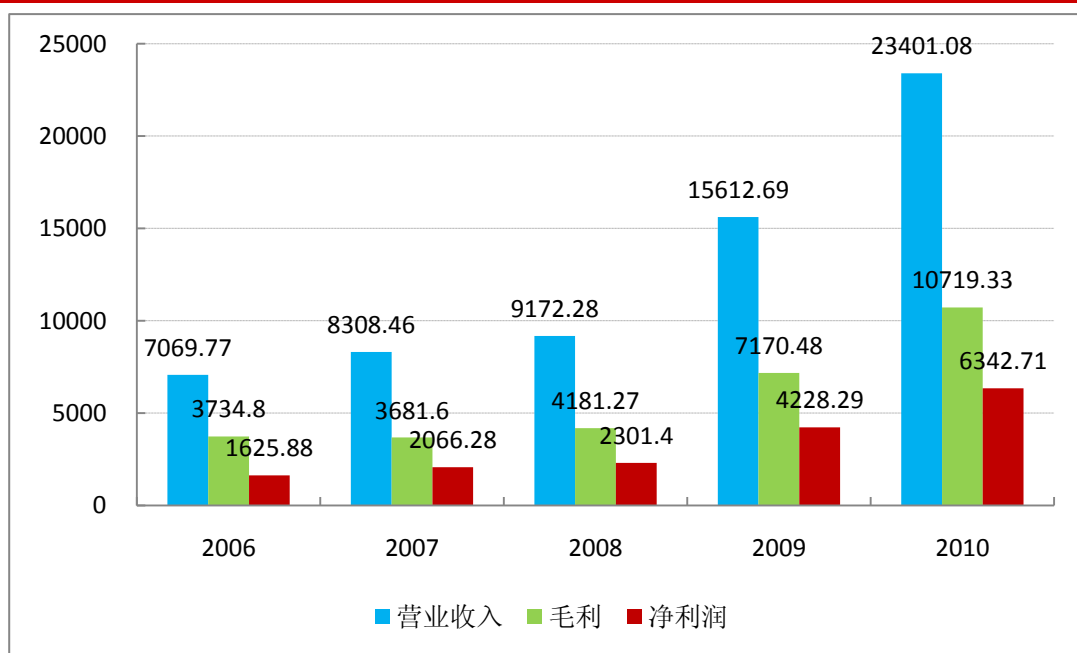
把握用户需求，行业先发优势明显。铁路信息系统软件开发的的核心在于如何把握铁路用户的需求变化，运用已掌握的信息技术进行“应用创新”，提供合理有效的解决方案。公司长期服务于铁路信息化市场，在铁路行车安全监控领域内，公司主导产品与国内同行业企业

相比，具有功能领先、专业性强、集中度高明显的产品优势。公司自主开发的铁路综合监控系统平台等主导产品均获得了成功，取得了市场占有率领先的地位。

技术通用有效降低开发成本。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，从通用性的角度出发，逐步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。重用系统组构件库在项目开发时可以大大减少重复性的工作，降低系统开发的成本，从而加快了产品开发周期，提高了系统产品的稳定性。我们认为，这使公司获得了许多同行业企业不具备的技术优势的同时，还有效降低了公司的开发成本，进而为公司提升利润空间奠定了基础。

服务带动销售，优质高效营销提升客户粘性。针对产品技术的复杂特点，公司销售部门采用专业化销售团队的模式，从产品推广、项目实施、服务培训的各个环节建立全面服务体系。公司每年为铁路用户培训近 1000 名技术人员，协助其提高信息化水平。此外，公司还在全国各主要铁路局所在城市设立了多家分支机构，派驻客户服务工程师长年工作于项目现场。完善、全面营销网络及服务体系的建立，不仅有助于公司可实时响应各地需求，为客户提供有针对性的优质、高效服务，进而提升了客户满意度及客户粘性，为公司业务规模的扩张再添动力。

图 3 公司营收保持了稳定增长



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

在技术、服务和品牌优势带动下，公司近年来实现了业绩高速增长。2008-2010 实现的收入分别为 0.92 亿元、1.56 亿元和 2.34 亿元，复合增长率为 36.50%；实现的净利润为 4148.27 万元、717.48 万元和 1.07 亿元，复合增长率高达 40.21%。在公司研发与营销投入不断增加及行业壁垒高铸的大背景下，公司的成长未来仍可保持。

2. “7.23” 追尾事故促铁建下降，信息化安全成重中之重

2.1. 铁建或进入理性投资期，但铁路仍是国人首选出行方式

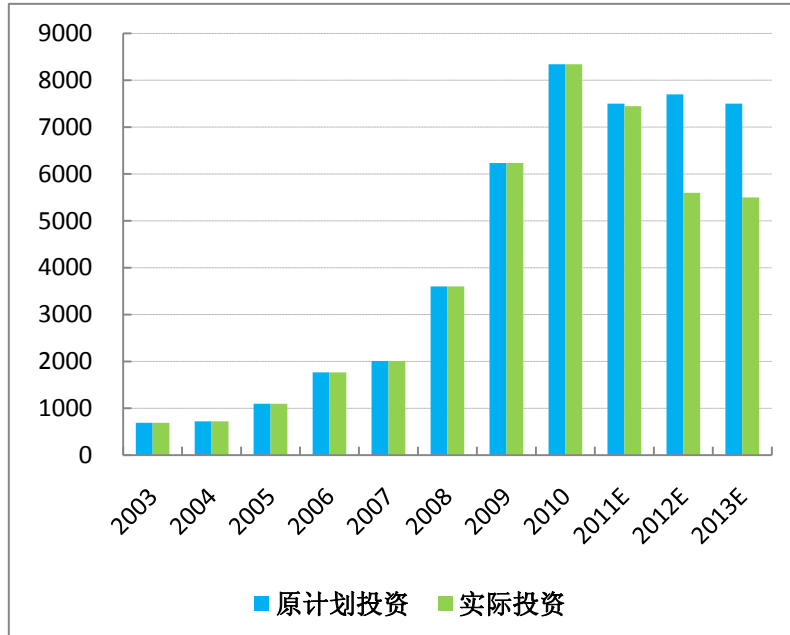
2005-2010 年，中国铁路基本建设投资额复合增长率达到 52%，投资额 6 年增长 8 倍。受 7·23 甬温线动车组事故的影响，中国高铁“跨越式”发展紧急刹车，投资高峰期将迎来拐点，不仅是基本建设投资额下滑，而且速度等级和票价均将下调，整个铁路行业将在未来感受到下调的压力，大幅举债建设铁路的热潮也将会逐步降温。

基建投资额 6 年增长 8 倍，2011 年凸显拐点。2005 年以来，铁路基本建设投资保持了高速增长态势。2005-2010 年铁路基本建设投资年均复合增长达到了 52%。受惠于 4 万亿经济刺激计划，铁道部在 2008 年年底宣布，中长期铁路网规划将 2020 年全国铁路营业里程规划目标由 10 万公里调整为 12 万公里以上，其中客运专线由 1.2 万公里调整为 1.6 万公里。

在中长期铁路规划大调整的刺激下，铁路迎来了跨越式增长。2009 年全国铁路固定资产投资(含基本建设、更新改造和机车车辆购置)完成 7013.21 亿元，为“九五”和“十五”投资总和的 80.3%。2010 年全国铁路固定资产投资(含基本建设、更新改造和机车车辆购置)完成 8426.52 亿元，比上年增加 1381.25 亿元，增长 19.6%。

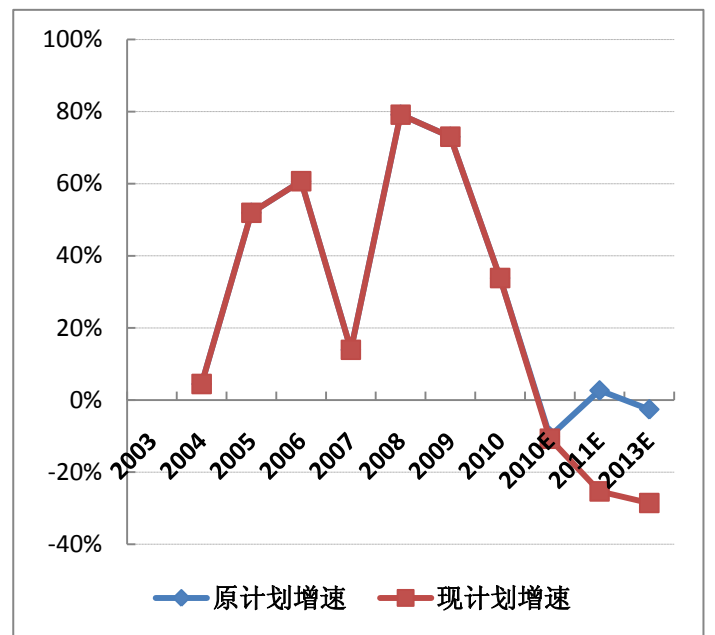
投资高峰拐点已现。在历经多年高增长后，全国铁路固定资产投资的增幅，于今年上半年出现下滑。2011 年铁道部原先将“十二五”铁路投资规模由初定为 3.5 万亿调整为 2.8 万亿元，意味着“十二五”期间每年的投资额在 5600 亿元。铁道部 8 月统计数据显示，今年 1-7 月份，全国铁路完成固定资产投资 3224.19 亿元，同比下滑 1.5%；其中，基本建设投资完成 2834.30 亿元，同比下滑 2.5%，而此之前几年的增幅则均是两位数。

图4 铁路固定资产投资总额将有比原计划下调



资料来源：铁道部，华宝证券研究所

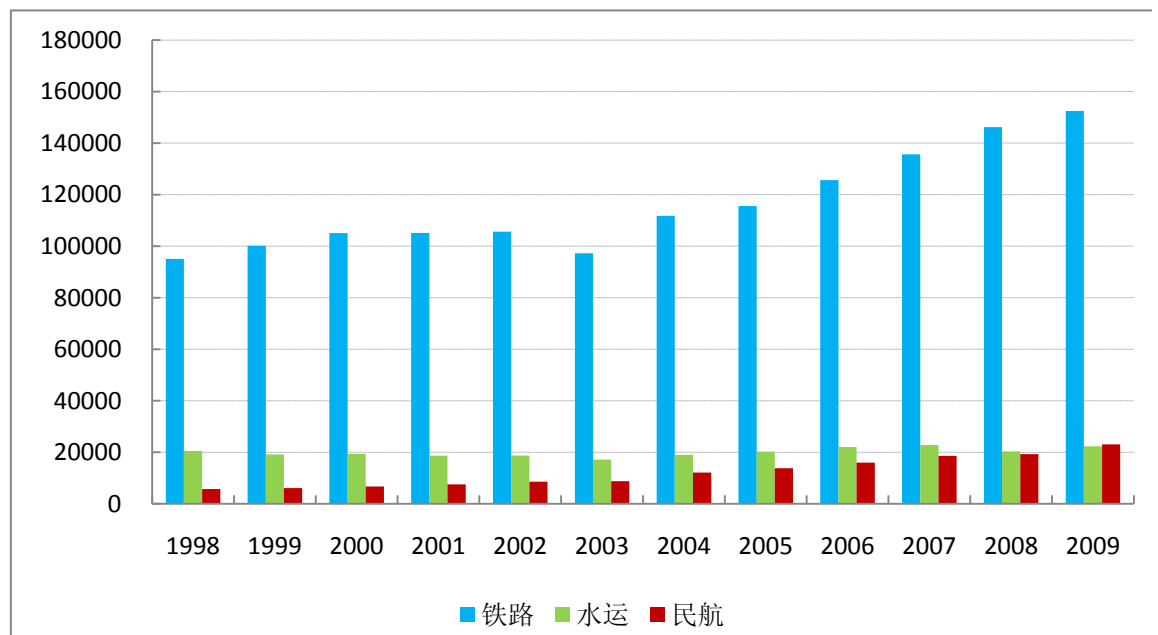
图5 铁路固定资产整体增速将有所放缓



资料来源：铁道部，华宝证券研究所

在这种情况下，我们认为铁路投资增速不可避免的面临总体投资总额下滑的趋势。但是在中国人口众多、人口流动频繁且航空运输条件有限的大背景下，铁路运输仍是国人首选的出行方式。因此我们认为，铁路建设或告别了跨越式增长的时期，转而进入平稳理性的成长。由此看来，铁路年均投资额不会出现巨大幅度的下降。预计十二五期间年均投资总额或由原来的7000亿元下滑至5600亿元。

图6 铁路仍是国人主要的出行方式（单位：万人）



资料来源：Wind 咨询，华宝证券研究所

注：由于公路运输负载了大量的短途客运，故未放在对比范围内

2.2. 铁路高歌猛进留隐患，安全将成为长期重点

2008年以来,我国铁路建设得到迅猛发展,尤其是高速铁路建设,不少建设项目提前完成。例如京沪高铁项目就是由原计划的2012年底竣工提前到2011年6月底实现通。按照铁道部原计划,“十二五”期间,全国铁路运营里程将由9.1万公里扩展到12万公里,年均增长5.7%,超过“十一五”期间年均3.8%的增长速度。其中,高铁营运里程达到4.5万公里,超过铁路运营里程的1/3。

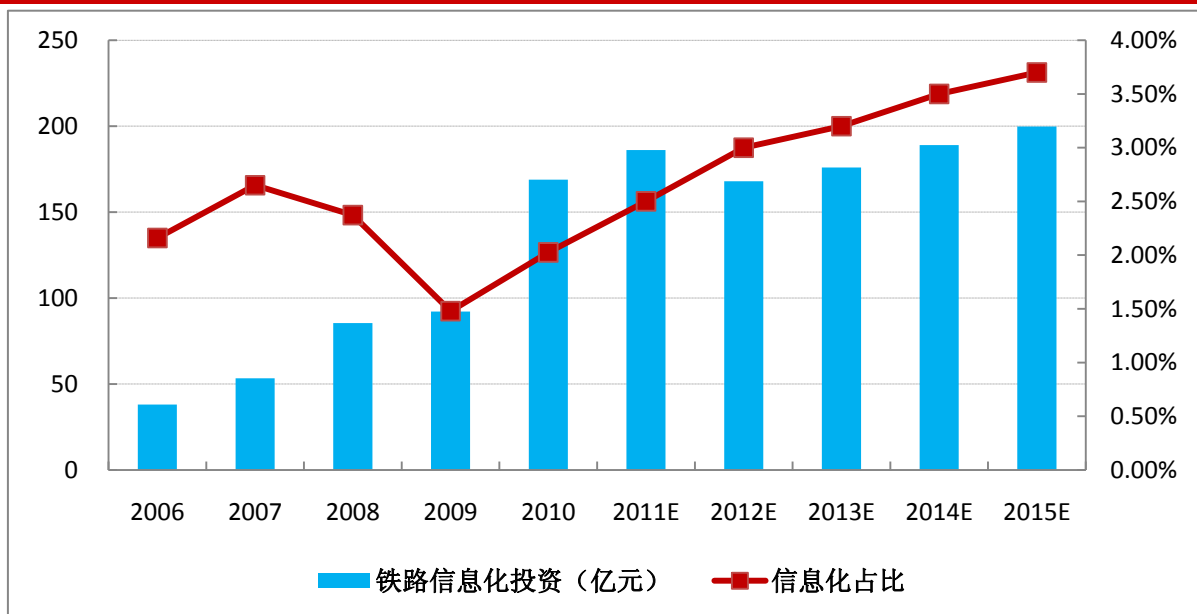
然而,铁路建设的过快发展不可避免的为行车留下了安全隐患。6月底京沪高铁正式通车以来,不到20天的时间连续出现6次运营故障,加之上次温州境内的动车追尾事故,短短一个月之内连续发生铁路客运运营故障甚至出现重大事故的现象非常罕见。这开始促使铁道部和国家重新审视铁路建设进程。

自事故以来,国务院和铁道部门多次开会强“开展高速铁路及其在建项目安全大检查、适当降低新建高速铁路运营初期的速度、对已经批准但尚未开工的铁路建设项目,重新组织系统的安全评估”、“调深入扎实地做好当前铁路安全工作,确保铁路运输安全稳定,推动铁路实现科学发展”。由此看来,受到包括追尾在内的一系列事故的影响下,铁道部开始重新审视铁路建设的进程,对铁路行业的发展将采取更加“谨慎稳妥”的态度,并且短期内,铁道行业的工作重点将主要集中在保障安全和稳定的大局上来。

2.3. 投资总额将下降,但信息安全投入占比将大幅提升

一般来说,铁路建设由基建(分为桥梁、隧道、车站、轨道等),动车(整车及各种零件)和其他(包括通信、信号、电气化工程等)。各业务的比例投资请见图。虽然铁路整体投资规模增速的放缓已是不可逆的事实,但我们认为,影响首当其冲的应属基建及动车业务。而中国铁路史上每一次重大的事故都会推动铁路技术和铁路信息化的提升,如胶济铁路撞车、江西泥石流灾害,致使信息化、防灾减灾的新产品和新技术在高铁系统中大量运用。因此,我们认为,铁路建设和客运行车的盲目双提速与信息化安全滞后的矛盾才是事故频发的关键性原因。“7.23”追尾事故将促使铁路信息化提速,而不是相反。所以,安全是铁路加速建设的前提,事故将促使主管部门更加重视其信息化的建设投入,因此在信息化投入大幅度提升概率显著增加,铁路信息化建设不会由于铁路投资水平整体下滑而受到冲击。

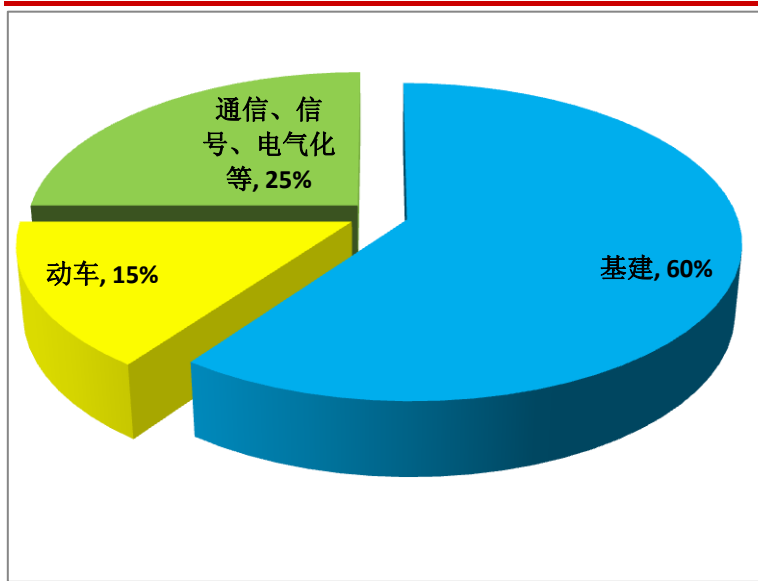
图7 铁路整体投资规模下滑对铁路信息化投入影响有限



资料来源：铁道部，华宝证券研究所

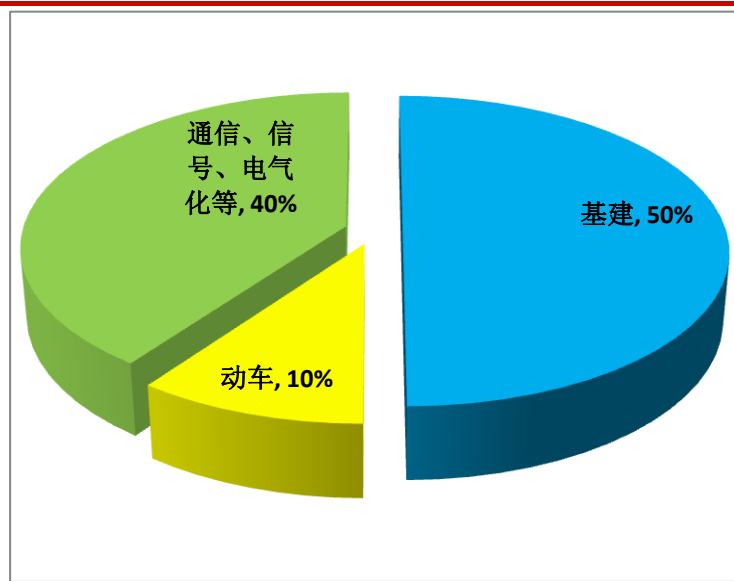
十一五期间，信息化投资占据了铁路建设投资总额的2%左右，由此推算约在400亿元左右的水平，年均在80亿元之间。而动车追尾事故发生后，我们认为铁路信息化投资比重有望上升，保守估计将由2%提升至3%，不排除上升到4%。因此铁路总投资下降的背景下，铁路信息化依然保持较高景气是可以期待的。这在一定程度可以弥补铁路投资总体增速下滑的空白，还将优化铁路投资配比，提升包括铁路信息化、电气化工程在内的非基建和动车在总投资的占比，最终促进我国铁路建设向更加健康、长远的方向发展。

图8 铁路固定资产投资原比例



资料来源：铁道部，华宝证券研究所

图9 铁路固定资产投资预测比例



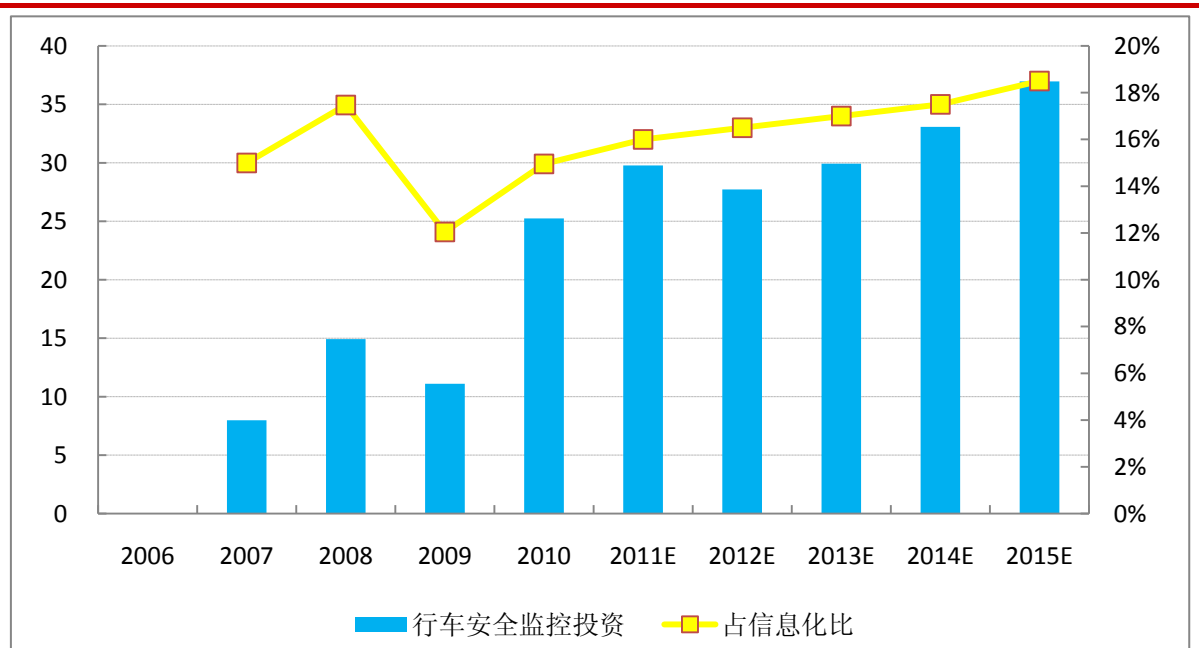
资料来源：铁道部，华宝证券研究所

2.4. 行车安全监控有望维持高景气

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。我们认为，在自然灾害发生日益频繁、铁路建设经历了跨越式的建设后，铁路信息化领域将面临更加快速的增长，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。

一般来说，铁路行车安全监控的投入占铁路信息化投入的比重在 15% 左右。我们认为，铁路投资在经历了基建和整车大规模扩张的飞跃式增长后，将向信息化和电气化投入倾斜。而在该领域，由于目前部分投入应用的监控系统运行质量不高，特别是原始信息的采集不够及时、准确、完整，因此我们坚持认为集成了各专业行车安全监控子系统的综合性大型信息平台可以大大改善铁路行车安全监控系统的综合化、集中化管理能力，在各新建、改建铁路线路均有较好的应用前景，可较好的防范与解决行车中的隐患与突发事件。我们预计铁路行车安全监控系统未来在铁路信息化投入比重将由 15% 上升至 18% 或或高水平。加之铁路信息化在铁路整体投资比重有望提升至 3%，因此铁路行车安全监控领域仍会成为铁路投资整体增速下滑中保持高景气。

图 10 铁路行车安全监控系统建设投资预测



资料来源：铁道部，华宝证券研究所

3.竞争优势明显，盈利能力维持可期

3.1.铁路信息化市场份额向寡头厂商集中

铁路信息化市场是一个高度专业化的市场，包括许多细分领域。业内的主要厂商都已在各自的领域形成了特色优势，但尚未出现在整个铁路信息化市场的各个领域全面占优的厂商。因此，铁路信息化的市场竞争格局呈现以下特点：就铁路信息化整体市场而言，各厂商的占有份额相对分散；但行车安全监控这一细分领域，主要厂商的占有份额又相对集中。

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。具体情况请参见下表：

表 2 铁路信息化市场分类

主要方面	系统名称	系统简称	主要功能
运输调度指挥	列车调度指挥系统	TDCS	列车调度的计算机管理与指挥
	计划调度管理系统	OPMS	计划、机车、货运等调度的计算机管理
	调度集中系统	CTC	列车调度计算机集中控制与指挥
	车流推算与调整系统	CFCRS	车流预测、车流调整的自动计算和管理，运输能力动态测算与分析
运输生产组织	行车组织策划系统	TOPS	列车运行图、列车编组计划的编制、管理及信息服务
	货物运输管理系统	FTMS	货运制票、技术站、货运站管理、车务段管理、列车预确报、货运安全管理、货车追踪等
	旅客运输管理系统	PTMS	客运规章、质量、安全等管理，客运组织及客运站、段管理等
	专业运输管理系统	STMS	集装箱、行包、特货等专业运输管理
	车号自动识别系统	ATIS	自动采集机车、车辆相关信息
列车运行控制	主体化机车信号系	TOSMS	统一自动闭塞制式、电码化制式和机车信号低频信息码，装备主体化机车信号车载设备
	列车超速防护系统	RCS	根据不同线路的运输需求，选择不同等级的CTCS系统配置，实现列车运行控制
	安全管理信息系统	SMIS	行车、路内外伤亡事故、治安事件等信息管理

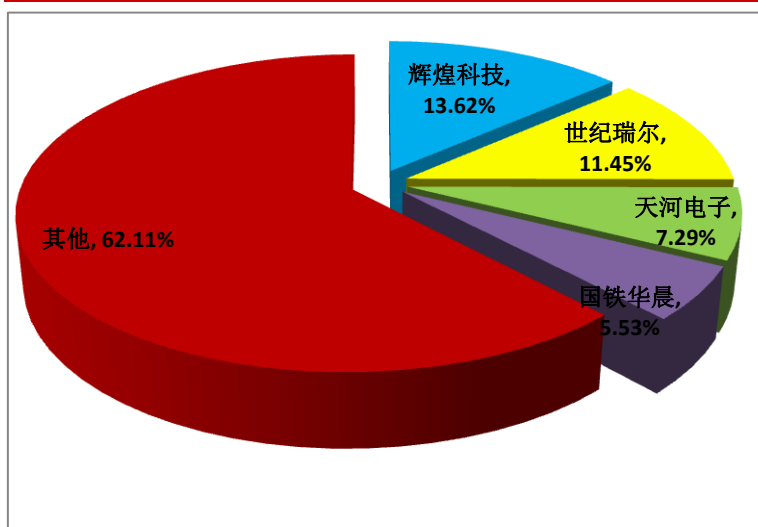
资料来源：铁道部《铁路信息化总体规划》，华宝证券研究所

在铁路行车安全监控领域内，公司主要从事基于铁路综合监控系统平台、铁路通信监控系统、铁路综合视频监控系统、铁路防灾安全监控系统的开发与销售，并已在铁路综合监控系统平台、铁路通信监控子系统、铁路综合视频监控系统、铁路防灾安全监控系统等产品上确立了领先优势；而辉煌科技、天河电子等企业则分别在行车安全监控市场的微机信号监控系统、工务监控系统等领域确立了领先优势。各大厂商主要依靠各自的优势产品获得业务收入和维护市场地位，市场竞争格局比较稳定。

公司的主要产品应用于行车安全监控领域。2009 年公司在行车安全监控系统领域的市场占有率达到 20.12%，位列第一。其他从事行车安全监控系统的开发和建设的主要厂商还有北京国铁华晨、天河电子、辉煌科技、中国软件等企业。包括公司在内的市场排名居前的四家行车安全监控系统供应商总计占有 49.45% 的市场份额。

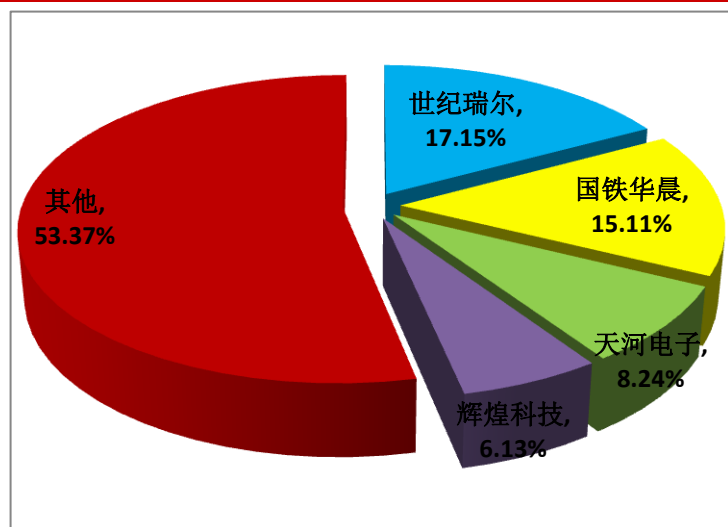
同时，行车安全监控系统排名前四的厂商市场份额在持续扩大，由 2007 年的 37.89% 上升至 2009 年的 49.45%。我们认为随着市场的不断成熟，铁路用户对应用经验、技术、资本实力以及品牌因素的注重和依赖程度在逐渐提高，凭借自身的产品优势，预计行业内领先的厂商所占份额会逐步扩大。作为行业优势明显的公司必将从中受益，享受行业集中度不断提升过程中高于行业的增长。

图 11 2007 年铁路行车安全系统竞争格局



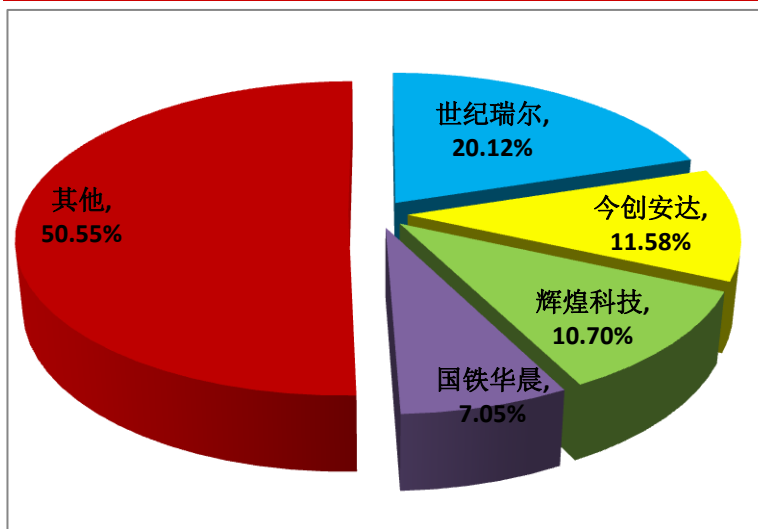
资料来源：铁道部，华宝证券研究所

图 12 2008 年铁路行车安全系统竞争格局



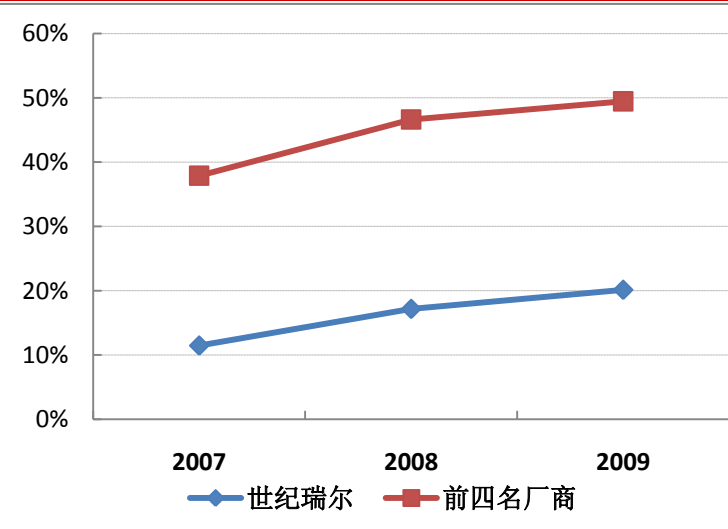
资料来源：铁道部，华宝证券研究所

图 13 2009 年铁路行车安全系统竞争格局



资料来源：铁道部，华宝证券研究所

图 14 公司市场占有率不断提升，且行业份额向主要厂商集中



资料来源：铁道部，华宝证券研究所

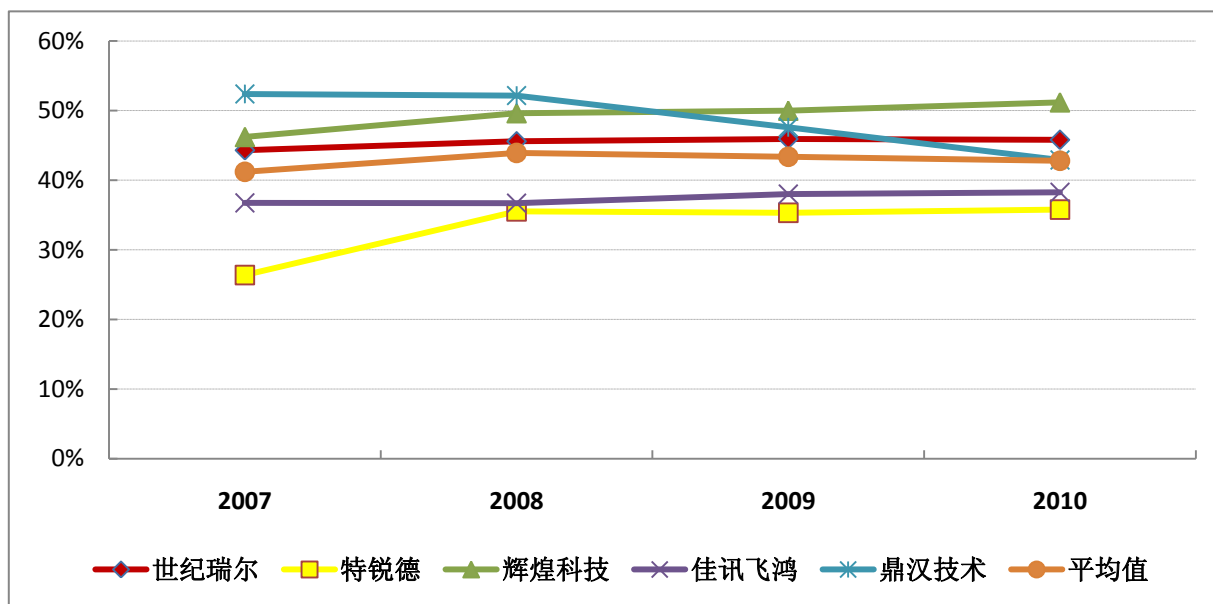
3.2. 高壁垒维持行业格局，龙头攫取大部分利润

铁路行车安全监控系统软件的监控对象是高度专业化的铁路设备、设施，因此对供应商的专业知识、应用经验、技术储备有很高的要求。经过多年发展，从事铁路行车安全监控系统软件开发的企业大多已成为这一领域长期稳定的供应。无论是厂商自身还是用户角度，均为铁路行车安全行业构建了较高壁垒。

从厂商角度而言，由于行车安全监控系统具备跨专业、多技术融汇的特点，产品开发具有相当大的难度，新进者的进入成本比较高。首先，铁路的运输生产系统庞大而又复杂，存在大量不同专业和技术特点的设施、设备，既有机车、车辆等专用自动化机械运输设备，也包含通信、信号等信息化设备；铁路营运线路分布广泛，同时又面临复杂的地理、地貌和多变的自然环境。而铁路行业运输生产对安全性有着极高的要求，行车安全监控系统需对各种通信、信号、电力、机车、车辆的设备、设施运行状况和铁路线路沿线天气、地理环境及其变化进行监控，在精度、速率及测试性、系统运行稳定性方面的要求比传统信息化系统更高。因此，缺乏雄厚技术储备和应用经验的企业很难进入这一行业。第二，根据行业发展趋势来看，随着铁路行车速度、运输效率的不断提高。行车安全监控系统集中化、综合化成为必然。大规模行车安全监控系统的技术开发周期长、成本高，新进者很难在短期内形成与现有厂商进行竞争的技术实力。

从用户角度而言，由于行车安全监控系统软件产品所具有的一些固有特点，铁路用户更换供应商的成本也比较高。首先，产品在技术上具有一定的专有性，同一或相近路段的铁路用户在升级或新增系统软件产品时，需要考虑新老系统的衔接问题，用户通常更倾向于选用原系统供应商。其次，铁路用户对行车安全监控的需求复杂多样，产品客户化二次开发工作比重大，现有供应商在多年合作过程中，积累了大量现场资料和比较成熟的项目、实施经验，在产品开发周期和产品、服务的适用性方面与新进者相比具有明显优势。第三，产品用于安全监控方面，一旦发生质量问题可能引起不利的后果，铁路用户在选择供应商时通常会优先考虑已形成了良好品牌效应、广泛市场基础和有效客户服务网络的现有厂商。铁路信息化建设技术和资质壁垒均较森严，多数领域仅有 4-5 家左右的企业提供系统及服务，个别领域甚至独家垄断。正是行业较高的技术和资质准入壁垒，既可维持行业整体较高的利润水平，又可保障现有领先者的市场和利润。

图 15 高铁行业上市公司毛利率基本保持稳定



资料来源: Wind 资讯, 华宝证券研究所

另外我们判断, 7.23 特大追尾事故发生后, 必将带动相关部门对于进入企业的资质进行更严格的审核, 这对于包括公司在内的先进入企业极为有利。由此看来, 我们认为行业竞争格局有望长期维持, 因此公司的毛利率仍可较长时期内维持。

3.3.品牌、技术、客户助力公司铁路监控行业保持领先

产品覆盖范围广, 项目经验丰富。经过多年的开拓, 公司已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确立了领先地位。自设立以来, 公司累计实施了 400 多个铁路行车安全监控项目。其中铁路综合监控系统(含通信监控系统)实施了近 300 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; 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 1,842 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; 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。公司的产品广泛应用于青藏线、哈大线、浙赣线、西合线、京九线等国内大部分既有干线铁路以及武广线、郑西线、合宁线、合武线、石太线、福厦线等新建客运专线(高速铁路)。

表 3 公司自成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	
16	超过 350 个项目	20 个项目	6 个项目

资料来源：公司公告，华宝证券研究所

稳定的产品质量、丰富的实施经验和有针对性的客服网络，已帮助公司在主要客户市场建立起了良好的品牌效应。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，这都为公司未来在铁路市场的相关业务竞争中获得订单创造了有利的条件。

3.4.在手订单充裕，公司未来坚实发展添保障

公司 2009 年度新签订尚未在当年确认收入的合同金额为 1.87 亿元，2010 年度截至 9 月已中标并签订的合同金额为 1.49 亿元，已中标但尚未签订合同的项目金额为 2.84 亿元，因此 2010 年度截至 9 月在执行的潜在合同金额合计 5.2 亿元，同时加上 2011 年新获得的 6500 万订单，公司总订单约为 5.85 亿元。2010 年中期-2011 年中期的报告看确认了约 2.8 亿元，因此即使不考虑新增订单，公司当前在手待执行合同金额不低 3 亿元。考虑到未来 3 年即将招标的多条客运专线，公司的增长的确性依然较高。

由于铁路信息化项目通常采用集中招标制，项目金额巨大，以客运专线为例，项目金额高达数千万甚至上亿。公司由于多年耕耘铁路信息化市场，依靠领先的技术和服务水平，享有很高的市场占有率累计实施了近 400 个铁路行车安全监控项目。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，占全路电

气化铁路里程的 80%；铁路综合视频监控系统实施了 20 个项目，铁路防灾安全监控系统实施了 6 个项目。大量的项目积累不仅提升了公司对于铁路客户需求的把握，也使得客户对于公司能否高质量的完成项目，尤其是特大型信息化项目，增添了许多信心，使得公司在未来对于大单的争夺上也更加有利。

4.盈利预测与估值

4.1.核心假设

1) 行业方面：1、未来铁路信息化因为动车事故而得到强化，铁路信息化成为建设重点；
2、铁路信息化因为动车事故延迟的招投标在今年年底或明年初恢复正常；3、动车事故的责任与公司产品无关（由于出事铁路段有公司的产品，最终调研结果尚未公布）；

2) 公司方面：1、收入方面，各产品增长预测如下表；

表 4 分类产品销售收入预测表

销售额（万元）	2010	2011	2012
铁路综合监控系统平台	5756.4	11232	17971.2
铁路综合视频监控系统	6608.16	9360	13478.4
铁路防灾安全监控系统	9467.64	14976	23961.6
其他监控系统	1567.8	1872	4492.8

资料来源：华宝证券研究所

2、毛利率方面由于产品销量同比稳步上升，大额采购和结构优化使毛利率稳中略升；

3、公司的管理费用比率和营业费用率保持稳定，而财务费用依然为负。

4.2.财务预测

表 5 财务预测表

单位：百万元

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	234.01	335.22	468.20	645.09
营业成本	126.82	170.46	240.89	332.87
营业税金及附加	2.11	3.12	3.74	5.66
营业费用	13.53	18.57	25.94	35.74
管理费用	25.76	37.08	49.16	68.70
财务费用	-0.94	-12.01	-12.79	-12.27
资产减值损失	2.58	2.75	3.15	5.58
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	64.16	115.26	158.11	208.81
营业外收入	9.30	7.17	7.81	8.09
营业外支出	0.01	0.00	0.00	0.01

利润总额	73.45	122.43	165.91	216.90
所得税	10.02	16.70	22.63	29.59
净利润	63.43	105.73	143.28	187.31
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	63.43	105.73	143.28	187.31
EBITDA	32.20	81.22	125.22	175.45
EPS (元)	0.47	0.78	1.06	1.39

资料来源：港澳资讯，华宝证券研究所

根据我们的核心假定，我们预测公司 2010-2012 年可实现收入分别为 3.35 亿元、4.68 亿元和 6.45 亿元，分别较前一年增长了 43.25%、39.67%和 37.78%，归属母公司净利润分别为 1.05 亿元、1.43 亿元和 1.87 亿元，较上年分别增长了 66.69%、35.52%和 30.73%。摊薄 EPS 分别为 0.78 元、1.06 元和 1.39 元。

4.3. 可比公司估值比较与定价

我们选取了 9 家信息服务类公司与公司进行估值比较，这些公司在以下方面具有一定可比性：(1) 市值规模相对不高大，集中在 20-40 万元之间；(2) 多为创业板公司、属新股或次新股；(3) 成长性相对较好。公司 2011-2013 年的 PE 分别为 30.51 倍、22.45 倍和 17.12 倍，与可比公司相比，估值优势较为明显，尤其是 2011 与 2012 年的 PE (辉煌科技因为持续停牌暂不列入比较范围)。

表 6 可比公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	EPS			PE		
			2011	2012	2013	2011	2012	2013
300150.SZ	世纪瑞尔	23.80	0.78	1.06	1.39	30.51	22.45	17.12
300074.SZ	华平股份	28.45	0.75	1.02	1.38	38.06	27.86	20.65
300033.SZ	同花顺	21.49	0.74	0.93	1.19	29.11	23.06	18.05
300045.SZ	华力创通	21.21	0.52	0.75	1.08	40.78	28.28	19.74
300036.SZ	超图软件	29.34	0.53	0.74	1.06	36.23	26.01	18.19
300096.SZ	易联众	14.92	0.39	0.48	0.57	37.78	31.08	26.17
300017.SZ	网宿科技	13.65	0.31	0.42	0.55	44.33	32.50	24.92
002439.SZ	启明星辰	38.75	0.89	1.11	1.35	43.54	34.93	28.20
300020.SZ	银江股份	15.69	0.45	0.65	0.90	35.24	24.22	17.59
300075.SZ	数字政通	25.61	0.87	1.17	1.57	29.56	21.68	16.35
	平均值	23.29	0.62	0.83	1.10	36.51	27.00	20.70
	中值	23.49	0.64	0.84	1.12	36.80	27.11	21.17

资料来源：Wind 资讯，华宝证券研究所

我们认为公司的合理价位为 31.8 元，对应 2012 年的 PE 为 30 倍。另一方面，公司仍属于成长性较好的中小盘股，股本仅为 1.35 亿，市值刚超过 30 亿元，因此以 PEG 估值也

合理，而目前公司 2011-2013 年的 PEG 分别仅为 0.46、0.64、0.58。因此公司估值为 31.8 元仍属合理。

5. 风险分析

综合公司经营业务分析，我们认为公司经营风险主要来自于以下几个方面：

- 1. 宏观环境变化，铁路建设发展速度放缓风险。**公司主营业务为向铁路用户提供行车安全监控系统软件产品及相关服务。其成长高度依赖于铁路建设发展。以 2010 年 1-9 月、2009 年度、2008 年度为例，来自铁路行车安全监控系统软件产品及相关服务的营业收入分别为 15950.41 万元、14447.41 万元、8543.60 万元，占公司同期主营业务收入的比例分别为 97.09%、92.89%和 93.74%。根据十二五铁路发展规划，国内铁路，尤其是快速铁路建设将处于一个高速发展时期。尽管如此，不排除宏观环境变化，铁路建设发展速度放缓的可能性。一旦出现上述情况，将对公司的经营状况和盈利能力产生重大影响。而事故可能导致铁路信息化招投标延后对公司取得订单构成不利影响。
- 2. 收入集中于大合同风险。**近三年（2010 年只包括 1-9 月数据）公司营业收入 60% 以上依赖于前五大合同。虽然合同的客户每年都不相同，公司也正在建设销售中心和客服中心提升销售能力和服务质量，但是仍无法排除公司在对大合同争取上失利的风险。一旦出现上述情况，将对公司的经营状况和盈利能力产生一定影响。
- 3. 产业链扩张失败风险。**公司市场募集资金后将进行产业链横向或纵向扩张，如果扩张失败，对公司长期业绩增长将带来不利影响。铁路投资放缓后，公司虽然介入医疗领域的业务有所斩获，但比例太小，因此公司若无法找到新的收入来源，增长将面临较高的不确定性。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1447.14	1514.89	1674.94	1829.99
现金	1309.34	1343.65	1337.44	1465.68
应收账款	94.15	97.40	220.46	225.96
其它应收款	1.22	3.51	3.17	5.62
预付账款	1.75	4.92	3.00	7.55
存货	39.09	53.26	103.81	105.78
其他	1.59	12.15	7.04	19.40
非流动资产	25.70	51.26	80.71	114.30
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	24.20	49.99	79.43	112.99
无形资产	0.46	0.41	0.34	0.28
其他	1.04	0.86	0.94	1.03
资产总计	1472.85	1566.15	1755.65	1944.29
流动负债	105.30	158.90	236.20	281.18
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	37.61	82.14	69.83	131.23
其他	67.69	76.76	166.37	149.95
非流动负债	0.50	1.98	2.62	1.95
长期借款	0.00	1.65	2.18	1.53
其他	0.50	0.33	0.44	0.43
负债合计	105.80	160.88	238.82	283.13
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	1367.04	1405.27	1516.83	1661.16
负债和股东权益	1472.85	1566.15	1755.65	1944.29

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	44.83	115.49	44.09	197.22
净利润	63.43	105.73	143.28	187.31
折旧摊销	1.31	1.88	2.82	4.04
财务费用	-0.94	-12.01	-12.79	-12.27
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-18.75	19.74	-89.19	18.17
其它	-0.22	0.16	-0.03	-0.03
投资活动现金流	-0.97	-27.59	-32.24	-37.60
资本支出	-0.34	25.88	29.31	33.58
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-1.31	-1.71	-2.93	-4.02
筹资活动现金流	1083.30	-53.60	-18.05	-31.38
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	1.65	0.53	-0.65
其他	1083.30	-55.25	-18.58	-30.74
现金净增加额	1127.16	34.30	-6.21	128.24

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	234.01	335.22	468.20	645.09
营业成本	126.82	170.46	240.89	332.87
营业税金及附加	2.11	3.12	3.74	5.66
营业费用	13.53	18.57	25.94	35.74
管理费用	25.76	37.08	49.16	68.70
财务费用	-0.94	-12.01	-12.79	-12.27
资产减值损失	2.58	2.75	3.15	5.58
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	64.16	115.26	158.11	208.81
营业外收入	9.30	7.17	7.81	8.09
营业外支出	0.01	0.00	0.00	0.01
利润总额	73.45	122.43	165.91	216.90
所得税	10.02	16.70	22.63	29.59
净利润	63.43	105.73	143.28	187.31
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	63.43	105.73	143.28	187.31
EBITDA	32.20	81.22	125.22	175.45
EPS (元)	0.47	0.78	1.06	1.39

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	49.89%	43.25%	39.67%	37.78%
营业利润	56.04%	79.66%	37.17%	32.07%
归属母公司净利润	50.01%	66.69%	35.52%	30.73%
获利能力				
毛利率	45.81%	49.15%	48.55%	48.40%
净利率	27.10%	31.54%	30.60%	29.04%
ROE	4.64%	7.52%	9.45%	11.28%
ROIC	1.95%	4.87%	6.95%	8.90%
偿债能力				
资产负债率	7.18%	10.27%	13.60%	14.56%
净负债比率	0.00%	0.15%	0.19%	0.13%
流动比率	13.74	9.53	7.09	6.51
速动比率	13.37	9.20	6.65	6.13
营运能力				
总资产周转率	0.26	0.22	0.28	0.35
应收帐款周转率	2.96	3.50	2.95	2.89
应付帐款周转率	3.92	2.85	3.17	3.31
每股指标(元)				
每股收益	0.47	0.78	1.06	1.39
每股经营现金	0.33	0.86	0.33	1.46
每股净资产	10.13	10.41	11.24	12.30
估值比率				
P/E	46.24	31.33	23.12	17.69
P/B	0.75	2.36	2.18	1.99
EV/EBITDA	35.66	24.27	15.80	10.54

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

宋歌

021-5012 2086

138 1882 8414

北京

程楠

010-6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本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承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。