

高铁安防专家将霸气扩张

买入 首次

目标价 18.00元

投资要点:

基于高铁系统的安防具有最高级的可靠性。公司业务将进入二维霸气扩张期: 1、铁路行业由高铁扩张进入普通铁路的防灾系统建设, 具向上空间; 2、其他监控(含电力)及安防业务拓展, 进入快速扩张增长期; 3、外延式发展助力公司横向拓展可期待。总体上我们预计公司在2014~2016进入三年爆发扩张增长期, 重点推介。

报告摘要:

- 公司再列车安全监控系统市场领先优势突出。列控系统包括自动采集机车、车辆、线路、桥隧、信号、电网、气象、自然灾害等监测信息, 实现集中监控、预警, 提供安全信息综合分析及决策支持。主要防灾、视频、通讯、电力、行车和车辆五大监控, 还有综合监控平台, 目前国内主要供应商为世纪瑞尔、辉煌科技和佳讯飞鸿, 公司市场份额在30%以上, 绝对第一位。
- 列车安全监控系统15-18亿/年规模, 实现普铁“全覆盖”增30亿潜在市场。铁路行车安全监控系统规模在15-18亿元/年, 随着高铁进入通车高峰, 年市场规模有望达到20亿, 铁路整个安全控制系统尚处于发展之中, 还在从高铁发展到普通铁路系统过程中: 普铁主干线全覆盖还需近30亿元投入, 有望成未来铁路系统业务增长的突破点。
- “行业安防专家”横向发展顺利, 电力监控、安防行业取得初步成果。其他监控系统业务(含电力)过去几年复合增速在40%, 公司积极开拓, 预计将延续高增长势头; 安防业务2013年完成3700多万收入, 预计2014年新接订单1亿以上, 完成7200万收入, 后续安防业务仍会延续高速发展态势(30%), 成为公司业务的又一增长级。
- 预计2014-16年净利润为9686, 12694和15757万元, 同比增长50.1%, 31.1%和24.1%, 对应EPS为0.36, 0.47和0.58元对应当前股价为36x14PE和28x15PE, 随着铁路投资重回高峰期, 业绩有超预期可能, 路外发展思路清晰, 外延式发展也可期待, 给予“买入”评级。

盈利预测	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	237	371.19	483.88	590.19
(+/-%)	2.3%	56.7%	30.4%	22.0%
净利润(百万元)	65	96.86	126.94	157.57
(+/-%)	-5.5%	50.1%	31.1%	24.1%
每股收益(元)	0.24	0.36	0.47	0.58
市盈率(PE)	5.3	36.18	27.61	22.24

交运研究组

分析师:

瞿永忠(S1180513070005)

电话: 18016019988

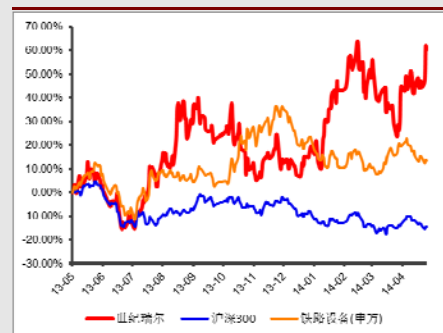
Email: quyongzhong@hysec.com

刘攀(S118051405000)

电话: 13621999701

Email: liupan1@hysec.com

市场表现



相关研究

目录

一、新业务拓展：立足铁路市场，技术为心多元化	4
(一)、铁路系统：“上下左右”延伸	4
1、起步于铁路行车安全监控市场	4
2、铁路系统业务发展战略清晰	5
(二)、铁路外业务：电力行业和安防内生外延增长将加速	5
1、引入专业管理层坚定开拓路外业务	5
2、电力监控和安防业务：内生、外延并重加速突破	6
二、铁路行车安全监控系统：主业务复苏，重视老线加建	7
(一)、经营情况：随铁路投资恢复态势已定	9
(二)、行车安全系统：高铁进入通车高峰，老线加建 28 亿市场	10
1、铁路综合监控系统平台（含通信系统监控）	11
2、铁路综合视频监控	12
3、铁路防灾安全监控系统	12
三、业务预测和重要假设	12
六、投资建议和盈利预测	12

插图

图 1: 公司在行车安全监控系统领域领先优势明显 (2009 年市占 20%)	4
图 2: 公司业务覆盖行车安全监控 9 大领域中 4 项	4
图 3: 公司 “上下左右” 延伸的铁路系统发展思路	5
图 4: 中兴力维全面布局智慧监控领域	6
图 5: 铁路系统外收入占比近 45% (2013 年报)	6
图 6: 铁路系统外利润贡献占比 1/3 (2013 年报)	6
图 7: 电力等其他监控系统业务稳健增长	7
图 8: 医疗&一般安防板块快速增长	7
图 9: 公司铁路监控重大业务合同一览	7
图 10: 公司收入增速随铁路投资增速回升有望回暖	10
图 11: 收入增速与铁路基建投资增速 (T-1) 正相关	10
图 12: 铁路固定资产投资稳步复苏	10
图 13: 行车安全监控占铁路基建投资比重	11
图 14: 2014-2015 年进入高铁 (城际) 通车高峰	11
图 15: 可比上市公司估值	13
图 16: 业务预测表	13
图 17: 简要预测损益表	14

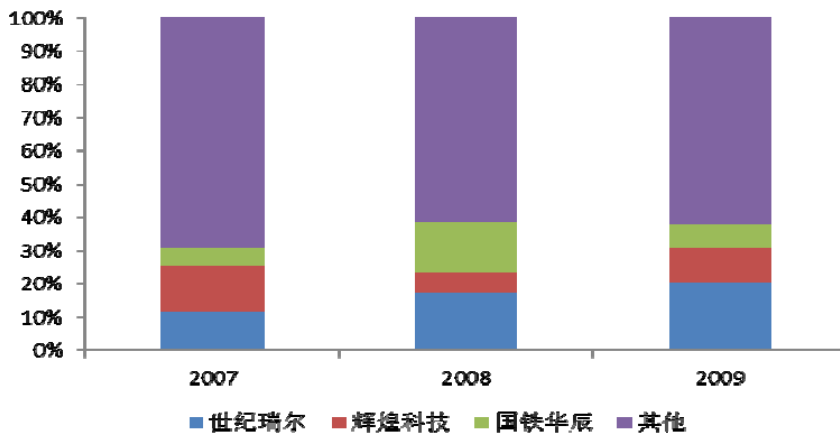
一、新业务拓展：立足铁路市场，技术为心多元化

(一)、铁路系统：“上下左右”延伸

1、起步于铁路行车安全监控市场

公司成立至今专注于铁路行车安全监控系统产品的开发、生产、销售，为高铁、既有线路提供监控系统产品。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，以及相关系统集成、技术培训、技术咨询、技术支持服务，成为我国铁路行车安全监控领域领先的系统供应商，2009年当年市场份额为20%，随着公司进一步开拓增长，市占率已达到30%以上，连续稳居市场第一位。

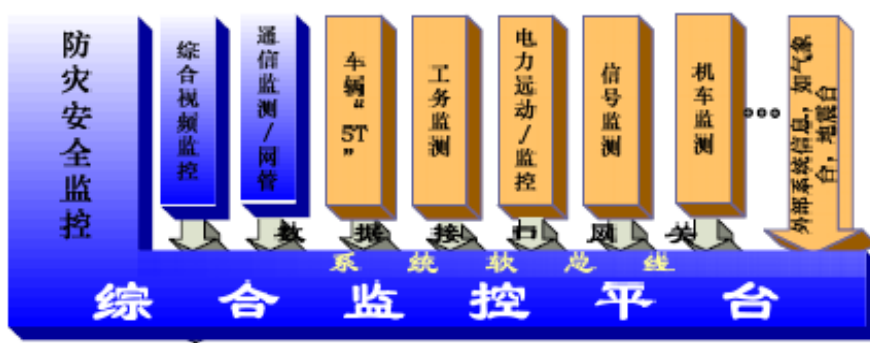
图 1：公司在行车安全监控系统领域领先优势明显（2009 年市占 20%）



资料来源：招股说明书，铁科所，宏源证券

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，铁路行车安全监控系统是本公司的主营业务领域。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”、工务监测等九个细分专业。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：公司业务覆盖行车安全监控 9 大领域中 4 项

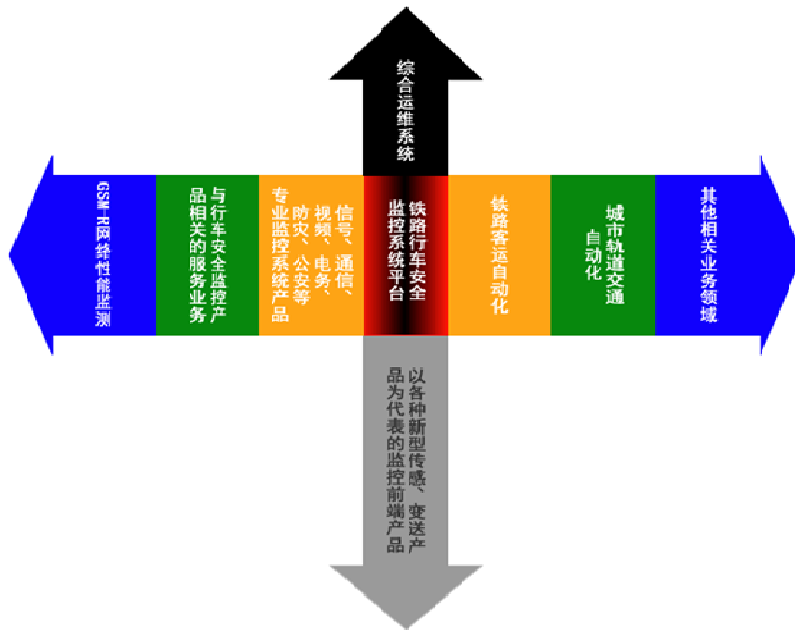


资料来源：招股说明书，宏源证券

2、铁路系统业务发展战略清晰

公司在招股说明书中披露称，未来的发展思路是：不断延伸产品研发和应用领域，进一步拓展与铁路领域有较强相关性的铁路综合运维系统、城市轨道交通、客运自动化服务等相关领域的业务。纵向上，向上逐步涉足铁路的运营调度和综合运维领域；向下深入到各种监控前端环节；横向，逐步涵盖更广泛的与铁路行车安全和客运服务相关的专业，构成综合化的铁路应用集成体系，构建公司铁路系统内“上下左右”的发展思路。

图 3：公司“上下左右”延伸的铁路系统发展思路



资料来源：招股说明书，宏源证券

公司积极开拓以行车安全监控系统为核心的路内业务，目前打算重点往铁路服务方向延伸到节能控制和客服服务，2014 年预计将在这两块有所进展。

车站合同能源管理潜在 30 亿规模市场：铁路系统的节能在整个国内和铁路系统，初步的模式为类合同能源管理，如北京南站每年节能改造市场就高达 6000 万，铁路车站总数约 6000 个，其中特等站超过 50 个，按照特等站每个站改造市场 6000 万来算，市场规模就达到 30 亿元，假设按照 3-5 年推进特等站的节能改造，年均市场空间在 6-10 亿元，公司依托对铁路系统内的多年深耕优势，有望在这块市场启动后获得突破，预计有望获得 2-3 亿元市场。

车站信息服务即将起步：车站内部信息服务尚有细化发展空间，如检票、售票机，广告制造和旅客引导牌等。主要是为车站提供设备和平台。发展刚刚起步开始，未来也还会伴随有巨大的增值服务发展空间，需要时日展开实现更大范围的商业化运营。

(二)、铁路外业务：电力行业和安防内生外延增长将加速

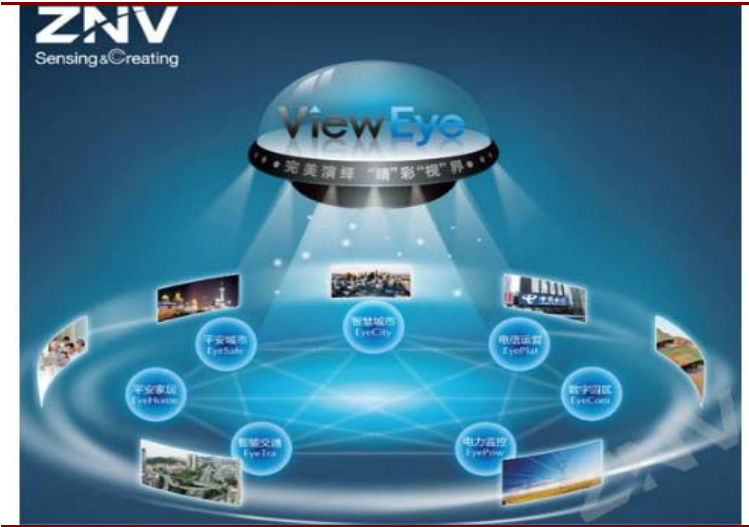
1、引入专业管理层坚定开拓路外业务

2013 年公司从管理层布局重视路外安防监控板块，从高管变动结构来看，公司总经理刘宏，具备丰富的安防行业市场和管理经验，具备安防业务经验的副总马金忠担任公司

安防事业部总经理，两位高管曾在中兴力维从事安防、通讯监控等方面市场和管理，管理层充分放权和人才引入体现了公司大力开拓路外监控、安防业务的决心。

据中兴力维网站显示，其产品市场遍布欧洲、美洲、非洲、亚洲等全球 60 多个国家及地区、300 多个城市广泛应用，为电信、政府、公安、交通、军队、环保、能源、金融、教育等行业客户深度定制综合监控整体解决方案，形成了完整的智慧城市和智慧产业。动力环境监控产品市场占有率连续多年位居国内第 1 位；根据权威机构 2012 年视频监控市场分析报告统计，摄像机、编码器等视频监控产品的国内市场占有率名列前茅，增长迅速。

图 4：中兴力维全面布局智慧监控领域

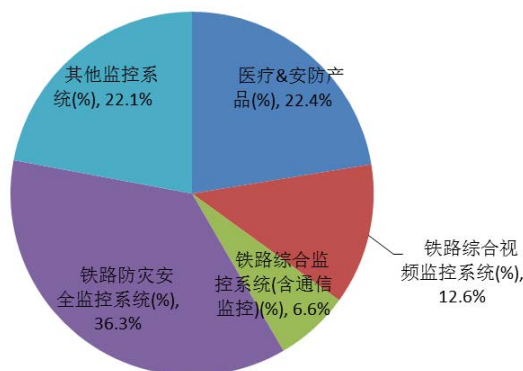


资料来源：公司网站，宏源证券

2、电力监控和安防业务：内生、外延并重加速突破

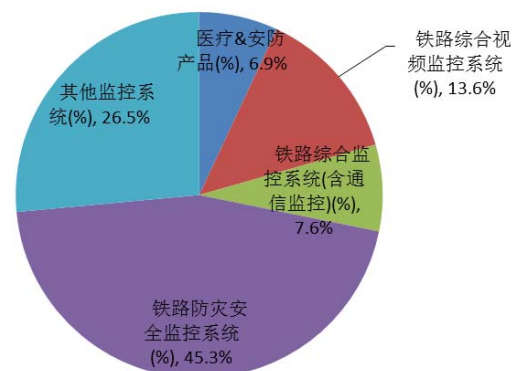
公司一直以来致力于开发铁路外监控（安防）市场，多年耕耘以来，取得了较好的业务发展，2013 年，铁路系统外收入占比接近 45%，利润贡献占比达到 1/3；公司安防行业丰富经验的高管团队将带领公司向“大监控（安防）”战略推进，内生式和外延式横向多元化发展值得期待。

图 5：铁路系统外收入占比近 45%（2013 年报）



资料来源：公司公告，宏源证券

图 6：铁路系统外利润贡献占比 1/3（2013 年报）

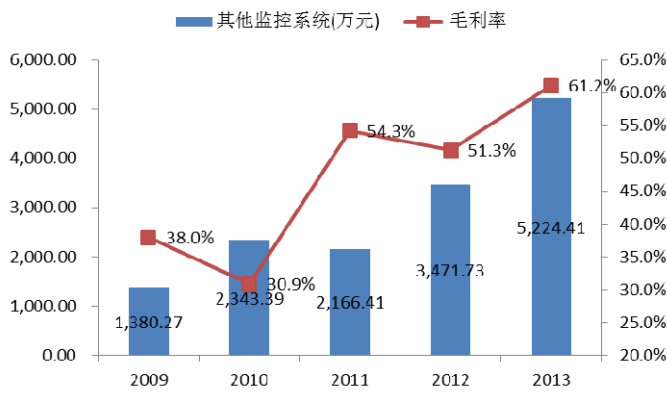


资料来源：公司公告，宏源证券

其他监控系统方面，公司最早开始布局的电力行业板块稳健贡献业务收入，已经获得

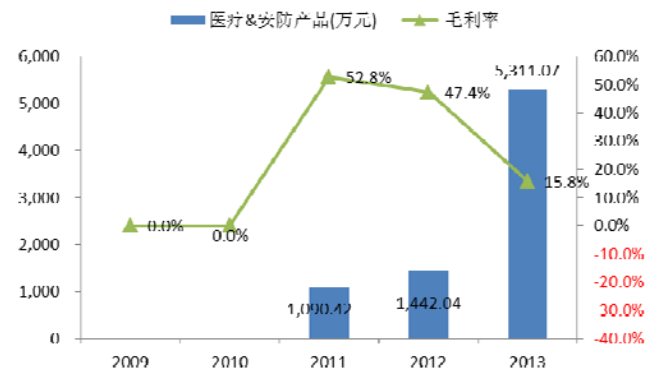
较为稳固的地位，2013 年收入超过 5000 万规模，毛利率稳步提升至 50%-60% 水平；随着公司下游业务横向开拓进入大监控（安防）产业，普通安防产业也成为公司重点开拓的方向，13 年实现了超过 3000 万的销售（8000 万的订单，2014 年一季度在手待执行订单 7200 多万元），预计 2014 年有望获得亿元以上订单，贡献超过 6000 万以上的收入，未来几年迎来快速发展，由于处于业务导入早期，毛利率仅为 8.5% 的较低水平，未来有望随着业务稳定而逐渐提升。

图 7：电力等其他监控系统业务稳健增长



资料来源：公司公告，宏源证券

图 8：安防业务快速增长



资料来源：公司公告，宏源证券

二、铁路行车安全监控系统：主业务复苏，重视老线加建

公司的核心业务包括防灾、视频、通讯三大监控，还有综合监控平台。公司产品在高速铁路和既有铁路都有应用，因大部分铁路主干线路都是全国性、跨区域连接线路，铁路行车安全监控产品在同一区域的各年度销售收入不具有较强的可比性，从公司历史获得订单业绩来看，产品应用遍布主要的高铁、电气化线路和普通铁路等线路（如哈大、武广、京沪、青藏等）。

图 9：公司铁路监控重大业务合同一览

时间	合同对象	合同名称	金额（人民币）	备注
2008 年 11 月 10 日	中国铁路通信信号集团公司	《合同协议书》	1,850 万元	
2008 年 12 月 31 日	中铁建电气化局集团有限公司（联合体）郑西客专四电集成工程指挥部	《合同协议书》	936 万元	新建郑州至西安铁路客运专线全长 485 公里
2008 年 12 月 31 日	中铁建电气化局集团有限公司（联合体）郑西客专四电集成工程指挥部	《合同协议书》	7,073 万元	
2009 年 2 月 10 日	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	《通信设备采购合同》	3,687,378.00 元	正线全长 225 公里，总投资 130 亿元
2009 年 4 月	中铁二十四局集团上海电务电化有限公司福州分公司新建铁路温福线移动无线覆盖	《设备物资购售合同》	5,999,690 元	全长 298.4 千米

工程项目部			中标总价	
2009年6月	石太铁路客运专线有限责任公司	《防灾安全监控系统建设工程施工总承包合同》	33,740,000 元, 归属公司的为 18,500,771 元	与中铁三局电务工程公司联合体为承包人, 全长 225 公里, 投资 130 亿元, 双线电气化高速客运专线。
2009年7月	太原铁路局	《改建铁路榆次至侯马北段电气化扩能改造工程局供采购合同协议书》	2,863,905 元	正线铁路全长 376.60 公里
2009年8月20日	青藏铁路公司西格二线建设指挥部	《青藏铁路西宁至格尔木段增建二线工程项目物资采购招标合同书》	2,129 万元	青藏铁路西宁至格尔木段, 全长 845 公里
2009年9月	武广铁路客运专线有限责任公司	《新建铁路武汉至广州客运专线防灾安全监控系统施工总价承包合同协议书》	126,306,769 元, 归属于本公司为	武广客运专线始于武汉新武汉站, 到达广州的新广州站, 全长约 1,069 公里, 投资总额 1,166 亿元
	中铁电气化局集团有限公司	《联合体项目实施分工协议》	79,823,908 元	
2009年11月3日	北京全路通信信号研究设计院	《新建上海至杭州铁路客运专线通信、信号、牵引供电及电力供电四电系统集成施工总承包通信子系统动力及环境监控、综合视频监控系统设备采购合同》	29,089,570 元	正线全长 160 公里, 其中 87% 为桥梁工程, 全线设车站 9 座, 投资估算总额 292.9 亿元
2010年1月9日	中铁建电气化局集团有限公司长吉城际工程指挥部	《长吉城际铁路四电系统集成及相关工程设备采购合同》及补充协议	7,500,000 元	长吉城际铁路全长 108.16 公里, 现有长春站、龙嘉机场吉林站 3 个车站和九台南 1 个预留车站
2010年4月28日	北京全路通信信号研究设计院	《新建向莆铁路通信子系统设备物资采购合同》	39,600,000 元	建设里程 632 公里, 其中福建境内 391 公里全线共设 22 个车站
2010年5月18日	中国铁路通信信号集团公司京沪高铁四电系统集成通信信号项目分部	《新建京沪高速铁路四电系统集成通信信号专用物资设备采购合同》	7,860,712 元	线路由北京南站至上海虹桥站, 全长 1318 公里, 总投资约 2209 亿元, 设 23 个车站
2010年6月24日	中铁建电气化局集团有限公司	《新建武汉至宜昌铁路(四电)系统集成及相关工程专用物资(设备)采购合同》	14,769,990 元	汉宜铁路为国家一级双线电气化铁路, 正线全长 293.1 公里
2010年6月24日	中铁建电气化局集团有限公司	《新建武汉至宜昌铁路(四电)系统集成及相关工程专用物资(设备)采购合同》	4,970,000 元。	

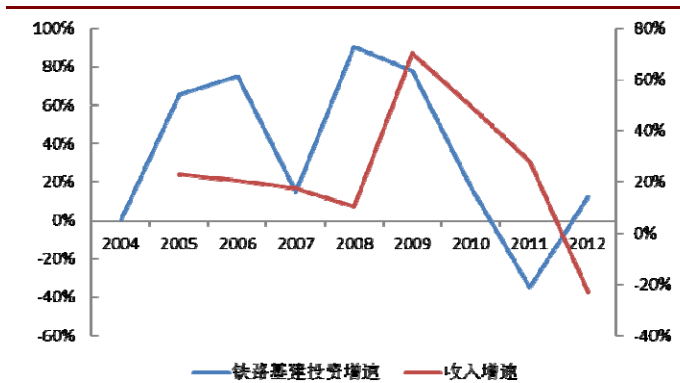
2010年8月10日	中铁建电气化局集团有限公司厦深线四电系统集成联合体项目经理部	《厦深线福建段（四电）四电系统集成通信物资设备采购合同》	13,500,000 元	厦深线全长 501.219 公里，其中福建段全长 145.742 公里。
2010年8月22日	中铁电气化局集团哈大客运专线四电集成项目部	《新建哈大客运专线交通通信、信号及牵引供电系统集成工程总承包工程招标设备物资购销合同》	8,126,684 元	哈大铁路线，北起哈尔滨，经长春、沈阳、鞍山到大连，全长 944 公里
2010年9月2日	北京国铁华晨通信信息技术有限公司	《电源及环境监控系统设备采购合同》	18,536,840 元	
2010年10月	中铁建电气化局集团有限公司	京石武客运专线合同铁路综合视频监控系统项目	9,323,172.00 元；河北段：46,298,042.00 元；北京西枢纽：4,236,352.00 元；郑州枢纽：15,189,571.00 元；湖北段：26,666,400.00 元。	正线全长 840.7 公里，设有 14 个车站
2011年3月		哈大防灾项目合同	6,484.00 万元。	全长约 900 公里，开通后实际的造价却远远超过 1000 亿元。

资料来源：公司年报，宏源证券

（一）、经营情况：随铁路投资恢复态势已定

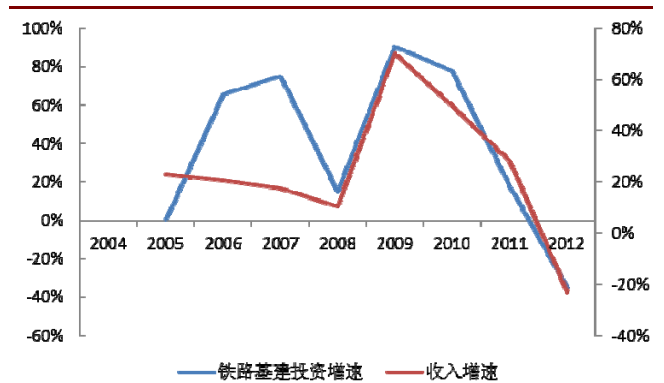
经营滞后于铁路建设开始显著回暖：公司业务属于铁路基建的站后建设阶段，处于铁路基建投资的后端，从公司业务变动节奏来看，收入波动和铁路基建投资增速有很强的相关性，公司收入变化滞后于铁路基建投资增速变化一年，呈现了很明显滞后效果；铁路基建投资 12 年下半年发力复苏，站后建设招投标大规模展开，对公司 13 年下半年业绩兑现提供了稳定的支撑；从公司业绩来看，2013 年全年盈利 6453 万元，前三季度的净利润为 1932.27 万元，那么四季度的净利润为 4521 万元，13 年前三季度各季度的净利润增长分别为 -69%、-14%、-270%，而第四季度的增长在 81%，正是这种滞后效应对公司业绩影响的体现。

图 10: 公司收入增速随铁路投资增速回升有望回暖



资料来源: 公司年报, 铁路总公司, 宏源证券

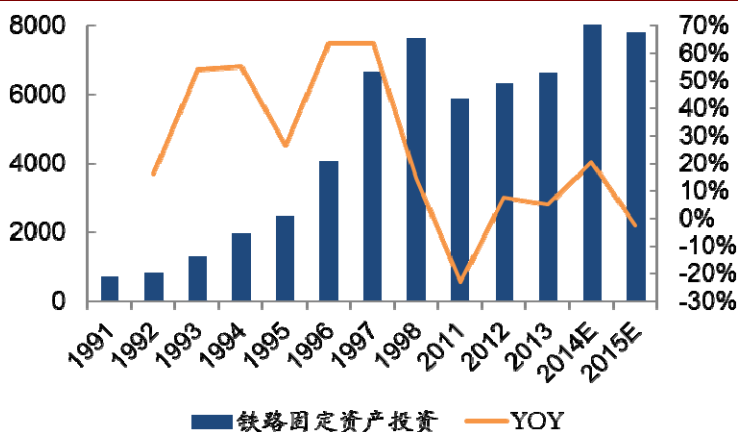
图 11: 收入增速与铁路基建投资增速 (T-1) 正相关



资料来源: 公司年报, 铁路总公司, 宏源证券

从在手订单来看, 2013 年末至 2014 年一季度, 公司铁路行业在手待执行订单超过 1 亿元, 比 2013 年末增长近 12%; 铁路建设 2013 年延续了 12 年的复苏态势, 对公司 2014 年的业绩也必将产生积极的影响, 路内业务持续增长值得期待; 2014 年铁路固定资产投资最新已经调整至 8000 亿元规模, 随着国内经济增长疲弱, 国家稳增长政策预期下对铁路建设投资 (尤其中西部铁路建设) 将会继续扶持, 积极推进解决铁路系统的融资难题, 我们认为铁路投资规模未来 2-3 年有望维持在 7000 亿以上规模 (部分年份会超过 8000 亿, 甚至有望超过历史投资高峰值)。

图 12: 铁路固定资产投资稳步复苏



资料来源: 铁路总公司, 宏源证券

(二)、行车安全系统: 高铁进入通车高峰, 老线加建 28 亿市场

行车安全系统年均市场规模在 15-18 亿元 行车安全监控系统属于铁路基建站后建设投资, 从公司招股书中推测得出, 铁路建设中信息化投资约占基建投资的 2%, 而作为信息化投资的重要一部分, 行车安全监控系统的投资占比在 15% 左右, 按照近年铁路基建投资在 5000-6000 亿级别 (经济弱势背景下, 未来 2-3 年有望维持超过 6000 亿的水平), 行车安全监控系统市场规模约在 15-18 亿; 随着诸多高铁及城际干线建设进入站后投资阶段, 行车安全监控市场将进入集中交付爆发期, 对公司主营业务的稳定增长形成支撑。

公司目前主要从事行车安全 9 大细分项目中的 4 项，包括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项，按照各部分投资相当情况下，估算每年与公司业务相关的行车安全监控系统市场规模在 6.67-8 亿元，公司市占率超过 30%，对应公司业务量在 2 亿元以上。

图 13: 行车安全监控占铁路基建投资比重

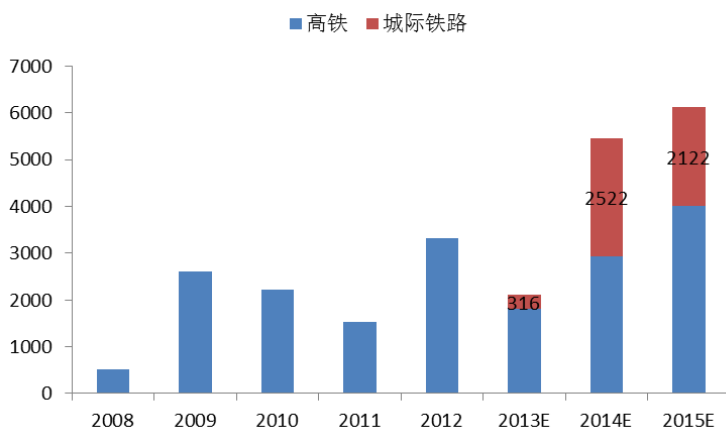
	2008 年	2009 年	综合
基建投资	3375.54	6005.64	
信息化投资	85.45	92.15	
信息化投资占比	2.5%	1.5%	~2%
行车安全监控市场	14.93	11.10	
行车安全监控占比	17.5%	12.0%	~15%

资料来源：公司招股说明书，铁科所，宏源证券

行车安全系统需求将随通车高峰进入快速增长期 基建信息化投资和铁路基建固定资产投资直接相关，由于信息化投资在铁路基建投资中接近通车前半年到 1 年，根据对铁路通车里程梳理，诸多高铁等线路进入通车高峰期，公司主营铁路系统内业务有望实现较好的增长。随着铁路规模重回 8000 亿规模，行车安全系统市场有望达到 20 亿元的高峰值。

公司其他应收账款 2013 年年报为 963 万，比 2012 年 176 万增幅明显，至 2014 年一季度为 1278 万元，除了受联营企业投资清算影响外，更重要的是增加投标保证金所致，显示铁路基建恢复状况下，行车安全监控系统招投标明显增加，公司业务增长有望进入快速发展通道。

图 14: 2014-2015 年进入高铁（城际）通车高峰



资料来源：网站，宏源证券

老线路加建防灾监控系统潜在 28 亿市场规模 随着铁路系统对安全的重视加强，老铁路线路未来也将进行防灾系统建设，为公司业务带来增量，老线路开支逐渐理清——走改造和维修预算，相关流程理顺后有望正式启动，预计目前存量的 3.5 万公里普通铁路干线都将进行防灾系统建设，按照 8 万元/公里来算，潜在新增的防灾监控系统市场空间在 28 亿元，若按照 3-5 年推进，年均潜在市场规模在 5.6-9.3 亿元。

1、铁路综合监控系统平台（含通信系统监控）

公司综合监控系统平台领先优势明显，稳居行业第一，市占率在 60% 左右（2009 年为 68%），主要竞争对手是中国软件；该产品是公司市场优势产品之一，在铁路市场广泛应用的时间超过 10 年，应用范围包括高速铁路和既有铁路。

2、铁路综合视频监控系统

铁路综合视频监控系统是铁路市场的新型监控产品，2008 年度开始在高速铁路市场大规模应用，公司在京石武客运专线等高速铁路领域的项目陆续实施。铁路综合视频监控系统产品领域的主要竞争对手是国铁华晨和辉煌科技等公司，公司该产品 2008-2009 年的市占率在 30% 左右。

3、铁路防灾安全监控系统

铁路防灾安全监控系统是面向铁路市场的新型监控产品，由于铁路部门对行车安全保障的重视，该产品自 2009 年度开始在高速铁路市场大规模应用，该产品的主要竞争对手包括江苏今创和辉煌科技等公司，公司该产品 2009 年市占率高达 45%。

三、业务预测和重要假设

一、重要假设：

1. 铁路行车安全监控系统（含铁路综合视频监控系统、铁路综合监控系统-含通信监控和铁路防灾安全监控系统等）：预计 2014-16 年随着铁路基建复苏及通车里程高峰到来，三块业务的整体收入增幅分别为 60%，30% 和 15%。毛利率水平分别维持在之前水平；

2. 其他监控系统（含电力监控）：之前 5 年年化增速达到近 40%，作为公司重点增量发展方向，预计 2014-16 年公司收入增幅分别为 35%，毛利率水平分别维持 2013 年的 61.2%。

3. 医疗&安防产品：医疗产品 3 年复合增速为 19.2%，预计 2014-2016 年增速在 18%，毛利率为 45%（前三年均值为 47.5%）；安防作为公司重点发展的路外业务，13 年获得近 8000 万订单，结转 3700 多万收入，预计 14 年获得 1 亿元以上订单，有望结转 7200 万收入（ $1 \times 40\% + 4000 \times 80\%$ ），作为新的发展方向，预计 2015-2016 年增速有望维持较高位 30%，毛利率有望随着规模和业务步入正轨，逐步回升至 12%、20% 和 28%。

二、业务预测：

根据上述假设，我们预计公司 2014-16 年营业收入分别为 3.71，4.84 和 5.90 亿元，同比分别增长 56.7%，30.4% 和 22.0%，对应毛利率分别为 50.7%，52.3% 和 53.4%。

六、投资建议和盈利预测

一、投资建议：

公司作为轨道交通行车安全监控系统市场龙头，发展战略清晰——铁路系统内上下左右延伸，积极发展路外电力监控和安防业务，围绕发展战略内生和外延发展并重：1、传统行车安全监控系统有望随铁路建设再次掀起高峰而重回快速发展轨道；2、普通铁路线加建防灾系统和车站合同能源管理也有望成为公司路内业务未来几年加速发展的重要看点；3、公司也在积极寻求路外视频监控和安防方面的外延式并购机会，在手现金超过

11 亿元，外延式发展空间较大，值得积极关注。

二、盈利预测：

不考虑外延式并购发展，预计 2014-16 年净利润分别为 9686，12694 和 15757 万元，同比增长 50.1%，31.1%和 24.1%，对应 EPS 分别为 0.36，0.47 和 0.58 元对应当前股价为 36x14PE 和 28x15PE，随着铁路投资重回高峰期，业绩仍有超预期可能，路外发展思路清晰，外延式发展也可期待，给予“买入”评级。

图 15：可比上市公司估值（2014 年 4 月 30 日数据）

代码	可比公司	最新收盘价	EPS			PE		
			2013	2014	2015	2013	2014	2015
300213.SZ	佳讯飞鸿	27.08	0.31	0.57	0.83	87	47	32
002296.SZ	辉煌科技	23.29	0.43	0.69	0.97	55	34	24
300011.SZ	鼎汉技术	10.02	0.25	0.31	0.50	41	33	20
300351.SZ	永贵电器	30.80	0.65	0.85	1.10	47	36	28
平均						58	37	26
300150.SZ	世纪瑞尔	12.98	0.24	0.36	0.47	54	36	28

资料来源：公司年报，Wind 一致预期，宏源证券

图 16：业务预测表

营业收入	2012	2013	2014E	2015E	2016E
医疗&安防产品(万元)	1,442.04	5,311.07	9,026.91	11,515.76	14,711.79
yoy	32.25%	268.30%	69.96%	27.57%	27.75%
铁路综合视频监控系统(万元)	13,023.2	2,972.9	4,756.70	6,183.72	7,111.27
yoy	-22.70%	-77.17%	60.00%	30.00%	15.00%
铁路综合监控系统(含通信监控)(万元)	1,922.65	1,570.10	2,512.16	3,265.81	3,755.68
yoy	-59.59%	-18.34%	60.00%	30.00%	15.00%
铁路防灾安全监控系统(万元)	3,286.37	8,606.45	13,770.32	17,901.42	20,586.63
yoy	-35.69%	161.88%	60.00%	30.00%	15.00%
其他监控系统(万元)	3,471.73	5,224.41	7,052.95	9,521.49	12,854.01
yoy	60.25%	50.48%	35.00%	35.00%	35.00%
合计	23,146	23,685	37,119.05	48,388.18	59,019.38
yoy	-22.8%	2.3%	60.4%	30.4%	22.0%
营业成本	2012	2013	2014E	2015E	2016E
医疗&安防产品(万元)	758.66	4,473.75	7,377.34	8,738.34	10,287.23
yoy	47.30%	489.69%	64.90%	18.45%	17.73%
铁路综合视频监控系统(万元)	5,986.98	1,331.12	2,131.00	2,770.30	3,185.85
yoy	-25.56%	-77.77%	60.09%	30.00%	15.00%
铁路综合监控系统(含通信监控)(万元)	1,078.69	648.19	1,037.52	1,348.78	1,551.10
yoy	-53.45%	-39.91%	60.06%	30.00%	15.00%
铁路防灾安全监控系统(万元)	1,423.78	3,137.00	5,012.40	6,516.12	7,493.53

	yoy	-44.34%	120.33%	59.78%	30.00%	15.00%
其他监控系统(万元)		1,691.31	2,029.76	2,740.07	3,699.10	4,993.78
	yoy	70.65%	20.01%	34.99%	35.00%	35.00%
合计		10,939.42	11,619.82	18,298.33	23,072.63	27,511.50
	yoy	-24.16%	6.22%	67.3%	26.1%	19.2%
毛利		2012	2013	2014E	2015E	2016E
医疗&安防产品(万元)		683.38	837.32	1,649.57	2,777.42	4,424.56
	yoy	18.77%	22.53%	97.01%	68.37%	59.30%
铁路综合视频监控系统(万元)		7,036.2	1,641.8	2,625.70	3,413.41	3,925.42
	yoy	-20.09%	-76.67%	59.93%	30.00%	15.00%
铁路综合监控系统(含通信监控)(万元)		843.96	921.91	1,474.64	1,917.03	2,204.58
	yoy	-65.42%	9.24%	59.95%	30.00%	15.00%
铁路防灾安全监控系统(万元)		1,862.59	5,469.46	8,757.92	11,385.30	13,093.10
	yoy	-27.02%	193.65%	60.12%	30.00%	15.00%
其他监控系统(万元)		1,780.41	3,194.65	4,312.88	5,822.39	7,860.23
	yoy	51.49%	79.43%	35.00%	35.00%	35.00%
合计		12,207	12,065	18,820.72	25,315.55	31,507.88
	yoy	-21.5%	-1.2%	54.2%	34.5%	24.5%
毛利率		52.7%	50.9%	50.7%	52.3%	53.4%
医疗&安防产品(%)		47.4%	15.8%	18.3%	24.1%	30.1%
铁路综合视频监控系统(%)		54.0%	55.2%	55.2%	55.2%	55.2%
铁路综合监控系统(含通信监控)(%)		43.9%	58.7%	60.0%	30.0%	15.0%
铁路防灾安全监控系统(%)		56.7%	63.6%	63.6%	63.6%	63.6%
其他监控系统(%)		51.3%	61.2%	61.2%	61.2%	61.2%
收入构成						
医疗&安防产品(%)		6.2%	22.4%	24.3%	23.8%	24.9%
铁路综合视频监控系统(%)		56.3%	12.6%	12.8%	12.8%	12.0%
铁路综合监控系统(含通信监控)(%)		8.3%	6.6%	6.8%	6.7%	6.4%
铁路防灾安全监控系统(%)		14.2%	36.3%	37.1%	37.0%	34.9%
其他监控系统(%)		15.0%	22.1%	19.0%	19.7%	21.8%
利润构成						
医疗&安防产品(%)		5.6%	6.9%	8.8%	11.0%	14.0%
铁路综合视频监控系统(%)		57.6%	13.6%	14.0%	13.5%	12.5%
铁路综合监控系统(含通信监控)(%)		6.9%	7.6%	7.8%	7.6%	7.0%
铁路防灾安全监控系统(%)		15.3%	45.3%	46.5%	45.0%	41.6%
其他监控系统(%)		14.6%	26.5%	22.9%	23.0%	24.9%

资料来源: 公司年报, 宏源证券

图 17: 三张表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1137	1025	878	768	营业收入	237	371	484	590
应收款项	307	408	571	704	营业成本	116	183	230	275
存货净额	73	85	123	151	营业税金及附加	2	3	4	5
其他流动资产	13	20	26	32	销售费用	25	36	45	53
流动资产合计	1530	1539	1598	1655	管理费用	55	71	87	100
固定资产	24	25	25	25	财务费用	(30)	(27)	(24)	(21)
无形资产及其他	2	2	2	2	投资收益	(1)	0	0	0
投资性房地产	5	5	5	5	资产减值及公允价值变动	(0)	(0)	(0)	(0)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1561	1571	1630	1686	营业利润	67	106	141	177
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	12	8	8	8
应付款项	87	114	152	188	利润总额	79	114	149	185
其他流动负债	94	74	93	110	所得税费用	14	17	22	28
流动负债合计	180	188	245	298	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	65	97	127	158
其他长期负债	1	1	1	1					
长期负债合计	1	1	1	1	现金流量表 (百万元)				
负债合计	181	189	245	299	净利润	65	97	127	158
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(7)	(0)	0	(0)
股东权益	1380	1382	1384	1387	折旧摊销	4	2	3	3
负债和股东权益总计	1561	1571	1630	1686	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	(30)	(27)	(24)	(21)
关键财务与估值指标					营运资本变动	22	(113)	(150)	(113)
每股收益	0.24	0.36	0.47	0.58	其它	7	0	(0)	0
每股红利	0.25	0.35	0.46	0.57	经营活动现金流	92	(13)	(20)	47
每股净资产	5.11	5.12	5.13	5.14	资本开支	11	(3)	(3)	(3)
ROIC	2%	7%	20%	21%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	5%	7%	9%	11%	投资活动现金流	18	(3)	(3)	(3)
毛利率	51%	51%	52%	53%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	21%	24%	27%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	18%	22%	25%	27%	支付股利、利息	(68)	(95)	(124)	(154)
收入增长	2%	57%	30%	22%	其它融资现金流	67	0	0	0
净利润增长率	-5%	50%	31%	24%	融资活动现金流	(68)	(95)	(124)	(154)
资产负债率	12%	12%	15%	18%	现金净变动	41	(111)	(147)	(110)
息率	1.9%	2.7%	3.5%	4.4%	货币资金的期初余额	1095	1137	1025	878
P/E	54.3	36.2	27.6	22.2	货币资金的期末余额	1137	1025	878	768
P/B	2.5	2.5	2.5	2.5	企业自由现金流	77	(46)	(50)	20
EV/EBITDA	85.6	45.3	31.1	23.8	权益自由现金流	144	(23)	(30)	37

资料来源: 公司年报, 宏源证券

作者简介:

瞿永忠: 北京交通大学硕士, 10 年交运从业经验, 3 年交运行业研究经验, 宏源证券交运行业组长, 资深分析师。2011 年新财富团队第四, 2012 年金牛奖团队第五。重点覆盖交运策略、铁路运输、物流和铁路基建等行业。

机构销售团队

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	yuxiaoyin@hysec.com
	广深片区	赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
		夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
	机构	上海保险/私募	周迪	0755-33352262	15013826580
程新星			021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com
北京保险/私募		王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。