

2016年1月26日

公司研究

评级：买入

研究所

证券分析师：孔令峰 S0350512090003  
010-88576833-813 [konglf@ghzq.com.cn](mailto:konglf@ghzq.com.cn)  
证券分析师：田庚 S0350514110001  
010-88576936-809 [tiang@ghzq.com.cn](mailto:tiang@ghzq.com.cn)

## 业绩增长确定性强，关注消费金融进展

### ——世纪瑞尔（300150）跟踪点评

#### 事件：

公司预计2015年归属于上市公司股东的净利润1亿元-1.25亿元，同比下降0%-20%。

#### 点评：

##### 1. 非经常性损益影响2015年利润，2016年业绩增长确定性强

2015年预计非经常性损益对净利润的影响金额约为4200万元，而2014年非经常性损益5180万元，报告期内非经常性损益有所减少导致净利润较去年同期下降。不考虑非经常性损益，公司2016年净利润仍有确定性增长：首先，公司主营收入与铁路行业固定资产投资有强相关性，由于铁路信息化产品采购招标晚于铁路基础设施建设，实施周期通常需要6-12个月，公司收入通常滞后于铁路行业固定资产投资1年左右体现，公司的历史业绩也符合这种规律（可参考我们之前的深度报告《传统业务行业无忧，新产品受益市场协同》）。2015年全国铁路完成固定资产投资8238亿元，相比2014年的8088亿元增长1.8%，我们预计公司2016年来自铁路安全监控业务的利润与2015年持平或略有增长（大概8000-9000万）；其次，公司直接持有96.5%易维迅股权，易维迅承诺2016年净利润不低于6000万；另外，公司新产品的市场拓展、GSM-R、通信电源、运营商锂电池电源等新业务都将成为利润的贡献来源，不考虑新的外延并购，保守估计公司2016年净利润为1.6亿，相较2015年有至少30%以上的增长。

##### 2. 控股易维迅使公司由系统开发转向运维，业务稳定性提升

公司传统业务是向铁路用户提供行车安全监控系统软件产品，主要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，受铁路固定资产投资的影响较大。易维迅前身为易程股份及易程软件的维护维修事业部，从我国第一条高速铁路建设开始，其核心团队就参与了系统设计、调试及运维服务工作，在铁路客服系统运维服务领域具有先发优势。铁路客服系统运维行业周期性特征并不明显，因为客服系统是铁路客运车站的必备系统，运维业务在客服系统投入使用后随即开展工作，无论有没有新的铁路通车或者铁路客运站建成，原有的客运站每年都需要后续维护和保养，需求非常稳定。

火车票广告招标侧面反映铁总公司市场化步伐加速，一定程度上利好运维部门。2015年11月份，中国铁路总公司选择三家铁路局试点铁路客票票面刊登广告招标，由于市场反应热烈，铁总公司决定越过试点阶段，迅速全面展开火车票广告招商工作，这在中国铁路历史上是第一次。2014年全国铁路客运量23.2亿人次，火车票、售票机、检票机等场景蕴含巨大的广告价值，而自动售票机、自动检票机、票证闸机、自动取票机等正是易维迅所运营维护的目标设备，如果这些设备的广告招商也放开，易维迅可能从中获益。

### 3. 参股光大消费金融公司，有望延伸至铁路支付场景

公司以自有资金与光大银行及其他两家发起人共同发起设立光大消费金融股份有限公司，开展个人消费贷款业务。光大消费金融公司注册资本 10 亿元，公司出资 2 亿，占光大消费金融公司注册资本的 20%。消费金融有两个核心要素：场景和风控，从其他消费金融公司的股东构成也可以明显看出。我们认为光大银行之所以选择与公司合作，正是看到公司在铁路购票这一场景上的资源优势。根据公开资料，铁道部火车票订票官网 12306 的技术支持方是铁科院和中铁程科技有限责任公司，而中铁程又与易程股份关系紧密。假设光大消费金融公司将消费场景拓展至火车票购买，为其带来的业务流水和利润将非常可观。

表 1、部分消费金融公司股权结构

消费金融公司名称	消费金融公司股权结构	场景	风险控制
苏宁消费金融公司	注册资本3亿。苏宁云商49%，南京银行20%，法国巴黎银行个人金融集团15%，洋河股份10%，先声再康江苏药业6%	苏宁云商、洋河股份、先声再康	南京银行、巴黎银行
杭银消费金融股份有限公司	注册资本5亿。杭州银行为主发起人，生意宝参股10%，并引进西班牙对外银行作为战略投资者，其他股东有海亮集团等	生意宝、海亮集团等	杭州银行、西班牙对外银行
马上消费金融股份有限公司	注册资本3亿。重庆百货30%，姊润商贸20%，重庆银行18%，阳光财险12%，小商品城10%，物美控股10%	重庆百货、姊润商贸、小商品城、物美控股	重庆银行、阳光财险
中邮消费金融公司	注册资本10亿。邮储银行61.5%，星展银行12%，渤海信托11%，拉卡拉5%，广百股份3.5%，海印股份3.5%，三正集团3.5%	拉卡拉、广百集团、海印股份、三正集团	邮储银行、星展银行、渤海信托
湖北消费金融公司	注册资本3亿。湖北银行50%，TCL集团20%，武商集团15%，武商集团（鄂武商A）15%	TCL集团、武商集团、鄂武商A	湖北银行
中银消费金融公司	注册资本5亿。中国银行50%，百联集团30%，上海陆家嘴金融发展有限公司20%	百联集团	中国银行、陆家嘴
光大消费金融股份有限公司	注册资本10亿。光大银行40%，世纪瑞尔20%，其他两家发起人40%	世纪瑞尔等	光大银行

资料来源：国海证券研究所整理

### 4. 员工持股及增发价格倒挂，维持买入评级

公司第一期员工持股参与对象包括董事、监事、高级管理人员和其他员工合计 267 人，购买股票 319.88 万股，购买均价 15.36 元，比当前股价（1 月 25 日收盘价）11.99 元高出 28%；购买易维迅 66.5% 股权共支付交易对价 3.19 亿元，其中 1.92 亿元对价由世纪瑞尔以发行股份方式支付，发行股份价格为 12.49 元/股，比当前股价高出 4.17%。预计 2015-2017 年 EPS0.19 元、0.3 元、0.36 元，对应当前股价 PE62.8 倍、40 倍、33.8 倍，公司 16 年业绩高增长确定，低估值和价格倒挂提供一定安全边际，消费金融场景拓展值得期待，维持买入评级。

### 5. 风险提示

铁路行业订单确认不达预期；消费金融进展不达预期。

证券代码: 300150.sz 股票价格: 11.99 投资评级: 买入 日期: 2016-01-26

财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	8.6%	6.8%	10.4%	11.5%	摊薄EPS	0.46	0.19	0.30	0.36
毛利率	44.5%	52.1%	54.0%	54.1%	BVPS (最新股本)	2.69	2.79	2.87	3.06
期间费率	22.4%	26.1%	25.6%	26.0%	<b>估值</b>				
销售净利率	37.6%	22.3%	25.1%	25.1%	P/E	25.9	62.8	40.0	33.8
<b>成长能力</b>					P/B	4.5	4.3	4.2	3.9
收入增长率	40.4%	38.9%	43.7%	18.2%	P/S	9.7	14.0	10.0	8.5
利润增长率	93.8%	-17.6%	61.7%	18.4%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
总资产周转率	0.20	0.27	0.35	0.38	营业收入	333	462	664	785
应收账款周转率	0.93	1.06	1.24	1.50	营业成本	184	221	305	360
存货周转率	n/a	n/a	n/a	n/a	营业税金及附加	3	5	7	8
<b>偿债能力</b>					销售费用	50	68	88	103
资产负债率	10.3%	12.0%	14.7%	16.3%	管理费用	49	64	92	108
流动比	8.76	7.57	6.20	5.64	财务费用	(28)	(16)	(16)	(15)
速动比	8.27	7.18	5.83	5.29	其他费用/(-收入)	58	(13)	(13)	(13)
					营业利润	131	107	176	208
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	营业外净收支	6	6	8	10
现金及现金等价物	976	986	1013	1165	利润总额	138	113	184	218
应收款项	358	435	534	524	所得税费用	12	10	17	20
存货净额	80	80	101	115	净利润	125	103	167	198
其他流动资产	23	33	47	55	少数股东损益	0	(0)	1	1
<b>流动资产合计</b>	<b>1438</b>	<b>1533</b>	<b>1695</b>	<b>1859</b>	归属于母公司净利润	125	103	167	197
固定资产	23	21	21	21					
在建工程	0	0	0	0	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
无形资产及其他	2	1	1	1	经营活动现金流	3	58	106	245
长期股权投资	155	155	155	155	净利润	125	103	167	198
<b>资产总计</b>	<b>1624</b>	<b>1718</b>	<b>1880</b>	<b>2042</b>	少数股东权益	0	(0)	1	1
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	3	2	2	2
应付款项	84	102	141	167	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	6	8	6	14	营运资金变动	(125)	(123)	(206)	(67)
其他流动负债	75	92	126	149	投资活动现金流	(55)	2	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>164</b>	<b>203</b>	<b>274</b>	<b>329</b>	资本支出	1	2	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(155)	0	0	0
其他长期负债	3	3	3	3	其他	99	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	筹资活动现金流	62	(48)	(77)	(91)
<b>负债合计</b>	<b>167</b>	<b>206</b>	<b>277</b>	<b>333</b>	债务融资	(57)	0	0	0
股本	270	540	555	555	权益融资	6	0	0	0
股东权益	1457	1512	1603	1710	其它	113	(48)	(77)	(91)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1624</b>	<b>1718</b>	<b>1880</b>	<b>2042</b>	现金净增加额	11	12	29	155

资料来源: Wind、国海证券研究所

## 【分析师承诺】

孔令峰，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

田庚，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

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。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。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

**【合规声明】**

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

## 机构销售部人员联系方式

**北京区：**北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 1008 室

姓名	固话	手机	邮箱
白 丹	010-88576933-803	18801090832	baid@ghzq.com.cn

**上海区：**上海市浦东新区世纪大道 787 号 5 楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭 强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈 蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
胡 超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
颜 彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

**广深区：**深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
马 鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn
李 慧		13823570518	lih03@ghzq.com.cn