

世纪瑞尔 (300150.SZ)

铁路设备行业

评级: 买入 首次评级

公司深度研究

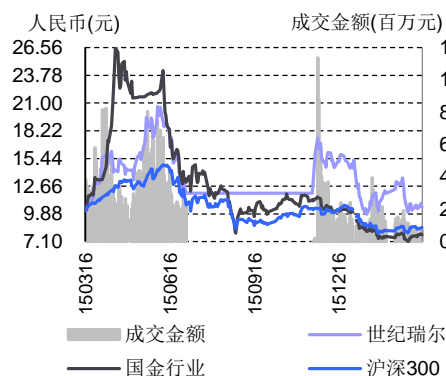
市场价格(人民币): 10.55元

目标价格(人民币): 14.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	357.73
总市值(百万元)	5,697.00
年内股价最高最低(元)	20.67/9.85
沪深300指数	3074.78



公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.239	0.463	0.201	0.287	0.370
每股净资产(元)	5.11	5.37	2.79	2.90	3.14
每股经营性现金流(元)	0.13	0.01	0.06	-0.21	0.10
市盈率(倍)	38.83	34.52	72.07	36.79	28.51
行业优化市盈率(倍)	48.72	72.48	177.05	137.25	137.25
净利润增长率(%)	-5.46%	93.82%	-13.14%	42.52%	29.04%
净资产收益率(%)	4.68%	8.62%	7.22%	9.62%	11.47%
总股本(百万股)	270.00	270.00	540.00	540.00	540.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **传统业务业绩平稳, 积极探索新增长点。**公司传统业务为铁路行车安全监控系统。公司为该领域行业龙头, 市场地位稳定, 略高于行业增速。铁路十三五规划总投资近4万亿, 和“十二五”持平, 公司传统业务未来能够保持平稳。2020年后铁路布局基本完善, 预计新增投资减少。为保障可持续发展, 公司已着手布局新业务, 逐渐进入电力、通信和水利监控领域, 预计未来几年公司监控类产品仍能维持稳步增长。
- **控股易维讯, 开拓铁路运维存量市场。**公司通过收购获得易维讯 96.5% 的股份。易维讯主要业务是车站各种设备的运维, 每年收取稳定的服务费用。易维讯与全国总共 18 个铁路局其中的 17 个路局有合作关系; 与约 400 个车站已建立了业务关系, 占全国高铁车站的 60%, 处于行业领先地位。通过收购, 公司还能与易维讯实现市场资源、业务经验、技术积累的协同, 完善业务体系, 进入存量市场, 提高业绩稳定性。
- **电力、通信和水利等新业务即将放量。**电力、通信和水利将是公司向铁路领域之外拓展的重点。电力监控领域, 公司已有综合性光纤网络资源管理系统等产品, 有广泛的应用价值; 通信监控领域, 公司与国内主要电信运营商有良好信任关系, 去年已经有部分在手订单, 收入将确认到今年, 并预计未来几年很有可能接手更多订单, 实现放量。水利监控领域, 公司在水电站各种安全监控领域进入较早, 在此领域目前尚无竞争对手。
- **参股光大消费金融公司, 发挥铁路旅客运输大数据优势。**公司 2015 年 8 月公告出资 2 亿元参与设立光大消费金融公司, 占该公司注册资本 20%。光大金融主营个人消费贷款业务, 引入公司作为股东能够获得铁路系统的大量客户数据, 预计光大金融业绩向好。此外, 消费金融与铁路旅客运输延伸服务业务有共同的客户基础, 此次参股也是公司拓展铁路旅客运输延伸服务的重要举措。预计光大消费金融明年开始贡献利润。

估值

- 预计公司 2016-2017 年 EPS 为 0.29 元、0.37 元。2016、2016 年估值 36.8x, 28.5x, 不算便宜但业绩确定性高, 预计到 2017 年仍能维持当前估值, 12 个月目标价为 14 元。“买入”评级。

风险

- 传统业务市场份额下降, 新业务进度低于预期风险。

徐才华 分析师 SAC 执业编号: S1130516010004
(8610)66216932
xucaihua@gjzq.com.cn

潘贻立 分析师 SAC 执业编号: S1130515040004
(8621)60230252
panyili@gjzq.com.cn

沈伟杰 联系人
(8621)60870933
shenweijie@gjzq.com.cn

内容目录

1. 公司核心投资逻辑.....	4
2. 传统业务业绩平稳，积极探索新增长点.....	5
2.1 公司是铁路行车安全监控领域龙头企业.....	5
2.2 传统业务与行业投资相关度高.....	5
2.3 十三五期间能够保持稳定.....	9
2.4 发挥技术优势与资源积累，布局转型.....	9
3. 电力、水利和通讯运营商监控等新业务逐渐放量.....	10
3.1 新业务共享技术优势，成长潜力大.....	10
4. 控股易维讯，开拓铁路运维存量市场.....	11
4.1 易维讯拥有丰富铁路运维经验.....	11
4.2 构建完整业务体系，发挥协同效应.....	12
5. 参股光大金融消费公司，发挥协同效应.....	12
5.1 公司是光大金融消费公司设立者之一.....	12
5.2 光大金融消费公司盈利模式可行、成长性好.....	13
5.3 有助公司拓展铁路旅客运输延伸服务.....	13
6. 公司业绩预测.....	13

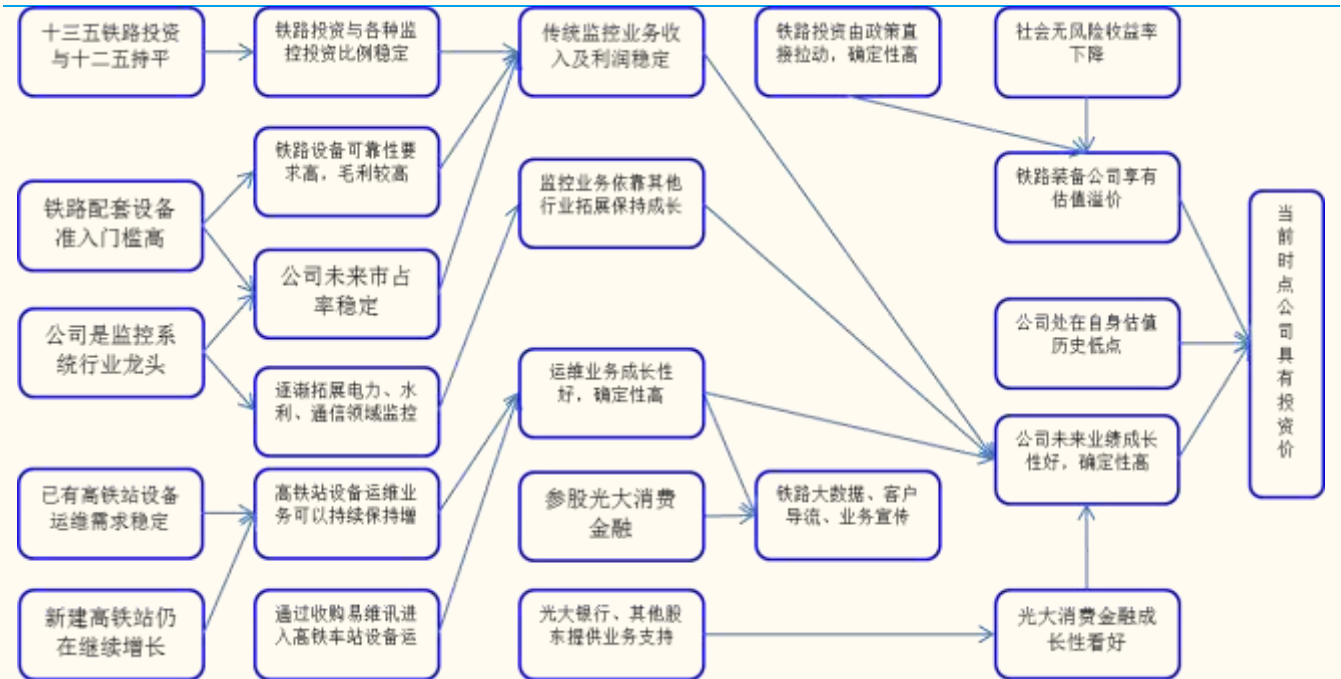
图表目录

图表 1：公司投资逻辑.....	4
图表 2：公司股权结构.....	5
图表 3：公司近年主营业务收入情况.....	5
图表 4：公司近年净利润情况.....	5
图表 5：公司传统产品示意图及功能说明.....	6
图表 6：公司传统产品覆盖的线路（红线部分）.....	7
图表 7：公司收入增速和铁路固定资产投资有一年左右滞后期.....	8
图表 8：公司近年毛利增长和毛利率.....	8
图表 9：公司近年营业利润情况.....	8
图表 10：近年我国铁路固定资产投资情况.....	9
图表 11：近年我国铁路机车车辆购置投资情况.....	9
图表 12：公司电力光纤在线监测系统示意图.....	10
图表 13：易维讯维护的各种高铁站设备.....	11
图表 14：易维讯模拟备考利润表部分数据.....	11
图表 15：易维讯收入结构.....	12
图表 16：我国铁路营业里程.....	12
图表 17：巨大的铁路客运量为光大消费公司提供潜在客户.....	13
图表 18：公司业务分解（金额单位：万元）.....	15
图表 19：同行业公司估值比较.....	15

图表 20: 公司 PE 走势..... 16

1. 公司核心投资逻辑

图表 1：公司投资逻辑



来源：国金证券研究所

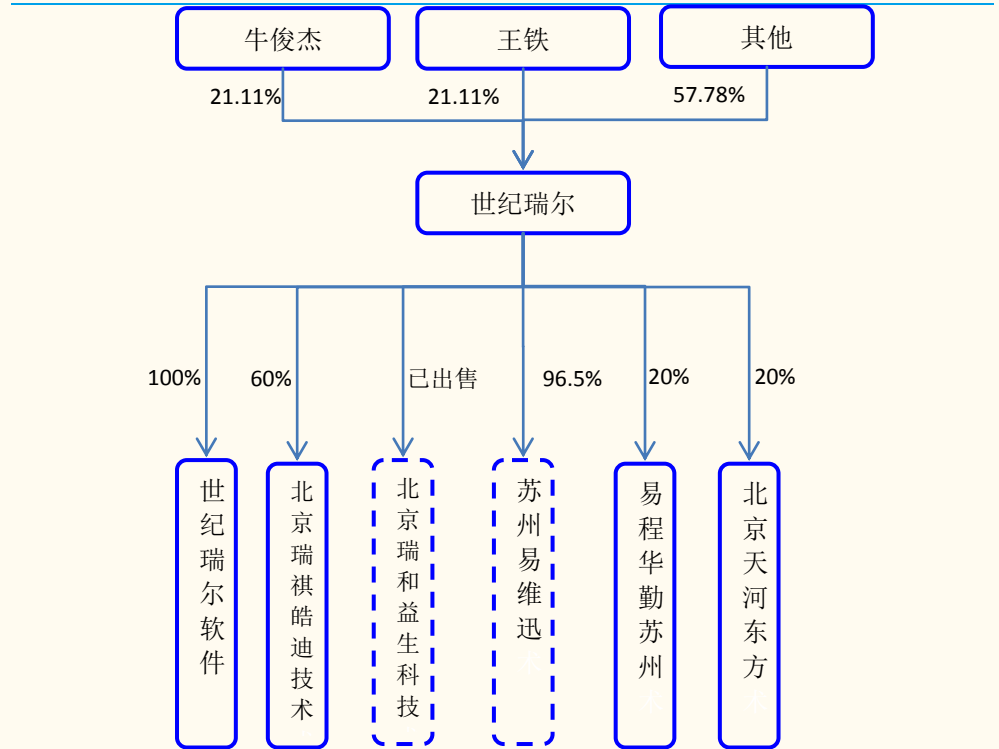
- 公司传统业务由铁路建设固定资产投资驱动。根据已经发布的“十三五”规划，十三五期间，铁路行业固定资产投资为 3.5-3.8 万亿之间。行业需求未来五年能够保持稳定。
- 公司是铁路监控系统领域龙头，大约占 20% 的市场份额。由于铁路设备行业准入壁垒高，未来竞争格局稳定，公司毛利率能够维持。传统业务收入和利润能够维持。
- 通过收购易维讯进入车站设备运维系统。随着高铁通车里程提高，高铁车站数量未来仍有增长空间。运维业务业绩稳定，且具有一定的成长性。
- 公司参股了光大消费金融。光大银行自身的金融背景、消费金融的发展潜力决定了光大消费金融未来业绩向好。公司以及其他产业股东能够各自发挥产业优势，向光大消费金融导入优质客户资源，以及提供大数据支持。
- 铁路设备板块业绩确定性高，在经济下行的大背景下具有很高的安全边际。市场整体无风险收益率下降，对于铁路装备这类的未来业绩确定性高的标的，应该享有更高的估值溢价。
- 公司目前处在自身历史估值偏低的阶段。对应 2016 年动态业绩 PE 为 36 倍，2017 年 PE 为 26 倍。具有较高的安全边际。

2. 传统业务业绩平稳，积极探索新增长点

2.1 公司是铁路行车安全监控领域龙头企业

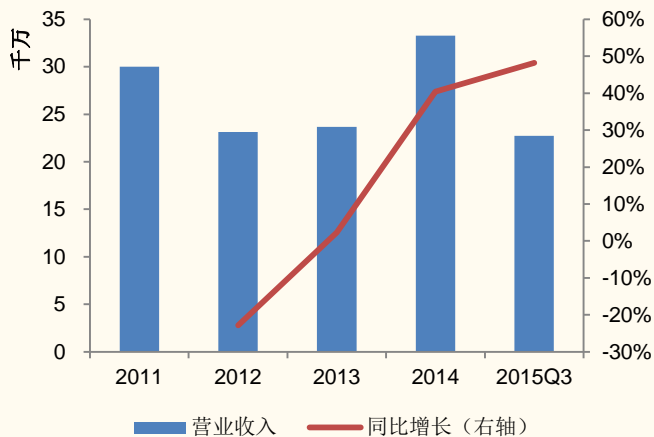
北京世纪瑞尔技术股份有限公司成立于 1999 年，主要产品是铁路行车安全监控系统。目前已成为中国铁路行车安全监控领域市场占有率领先的厂商。市场占有率 20% 以上，排名行业第一。

图表 2：公司股权结构



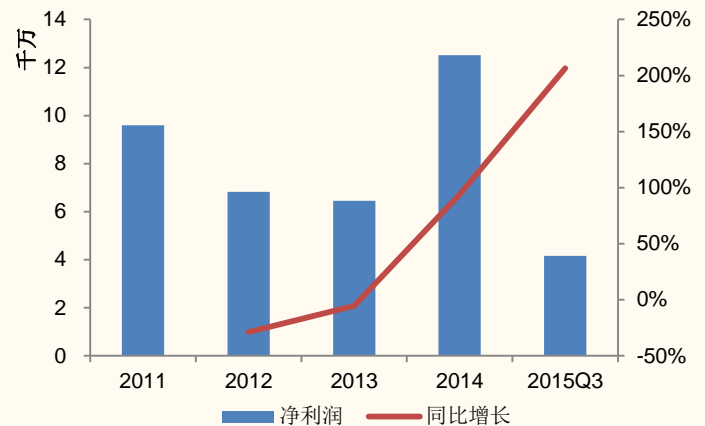
来源：公司财报，国金证券研究所

图表 3：公司近年主营业务收入情况



来源：公司财报，国金证券研究所

图表 4：公司近年净利润情况



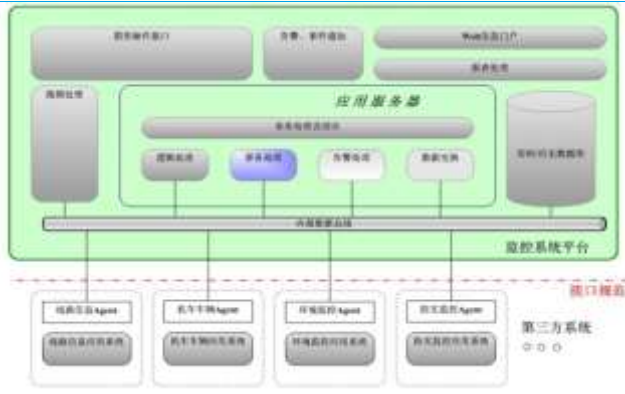
来源：公司财报，国金证券研究所

2.2 传统业务与行业投资相关度高

公司传统业务主要围绕铁路安全。主要产品包括铁路综合监控，铁路防灾安全监控，铁路视频监控，铁路通信监控系统等。这些设备主要用在铁路车站、线路上。

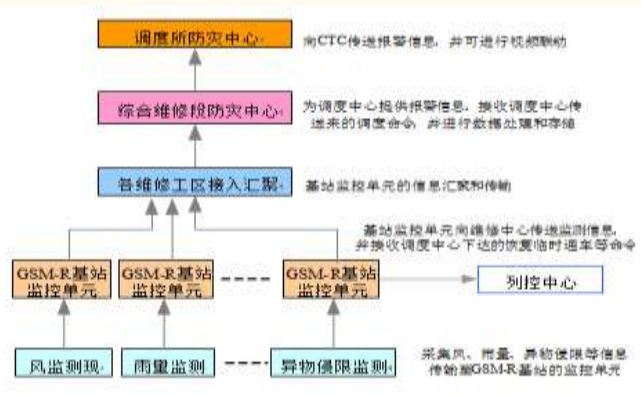
图5：公司传统产品示意图及功能说明

铁路综合监控系统



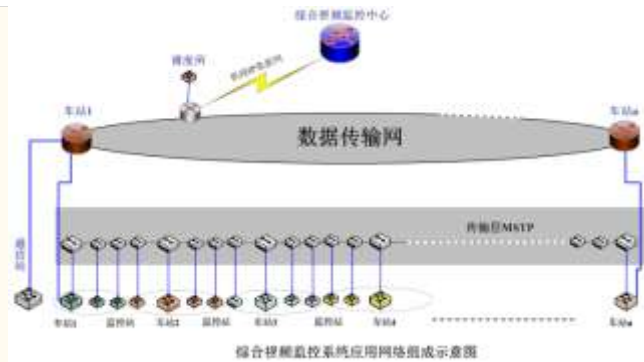
通过一个完全集成一体化的平台性监控系统，实现了通信、信号、机车、车辆、电力等主要系统的安全监控信息各专业监控子系统的互联互通、信息共享、集中管理。

铁路防灾安全监控系统



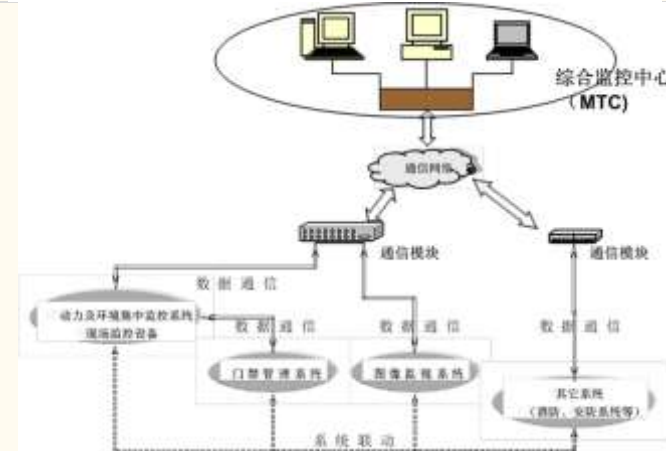
专门为高速铁路遇到风、雪、雨等灾害情况实施监测的系统，铁路防灾安全系统的建立，不仅是对风、雪、雨气象条件的监测，而是要对实测数据、历史数据、气象预报数据、经验数据等多种数据的综合处理，提供告警预警。

铁路视频监控系統



铁路综合视频监控系統是在统一技术标准的网络和视频处理平台上，对各种监控场所实现多点、多部门、多级别的本地及远程视频监控。铁路综合视频监控系統通过统一的接口实现与其他系统的互联，对图像资源进行二次开发利用，实现系统之间的快速联动，以方便指挥救援，提高铁路运营管理效率，减少运输生产事故发生率和灾害损失程度。

铁路通信监控系统



是对通信设备、设施、线路可实现对铁路沿线通信设备、环境、线路的集中监控，以及对机房环境的图像监视及对人员出入机房的控制与管理，达到了“遥测、遥控、遥信、遥视”的目的。

来源：公司官网，国金证券研究所整理

公司传统产品的主要跟着新建高铁线路推广。自设立以来，公司累计承担了近

600 个国家大中型铁路建设项目的行车安全监控系统的设计和实施，产品广泛应用于哈大线、京沪线、京石武线、武广线、郑西线、合宁线、合武线、福厦线、厦深线等新建客运专线(高速铁路)以及青藏线、哈大线、浙赣线、西合线、京九线等既有干线铁路。

公司的行车安全监控系统产品覆盖了既有电气化铁路 3 万公里，占中国电气化铁路里程的 80%；覆盖大部分已建成及在建高速铁路 1.3 万公里。

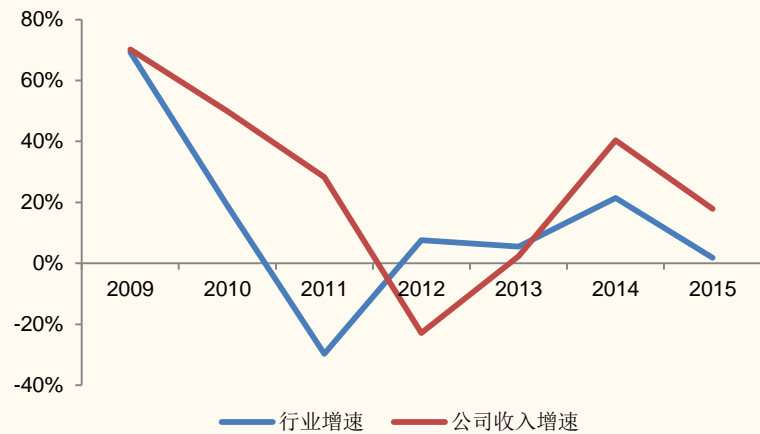
图表 6：公司传统产品覆盖的线路（红线部分）



来源：公司官网

从铁路建设的流程看，公司的各种监控设备是在铁路基础建设完成后，设备的安装调试环节才交付使用的。而铁路建设的固定资产投资中，基础建设部分的投资远高于设备的投资。因此，公司的销售数据和铁路行业整体的固定资产投资数据大体上趋势一致，并且有一年左右的滞后期。

图表 7：公司收入增速和铁路固定资产投资有一年左右滞后期

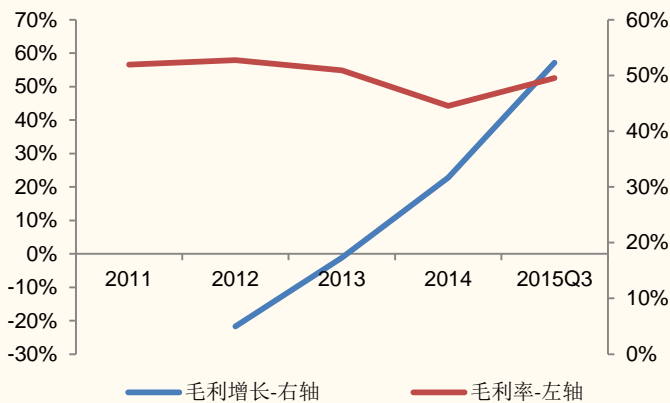


来源：铁路总公司，国金证券研究所。注：此图公司收入增速基于公司业绩预告的全年收入计算得到，与本文其他地方基于已发布三季报所计算的前三季度数据有差异。

2008 年金融危机发生后，铁路建设作为稳定经济的重要手段，开始加大投资力度，并在 2010 年达到了 8341 亿的历史高点。2011 年发生的 723 高铁事故，使得铁路投资快速回落，之后又慢慢恢复。至 2014 年重新回到 8000 亿的规模，并在 2015 年继续保持增长。

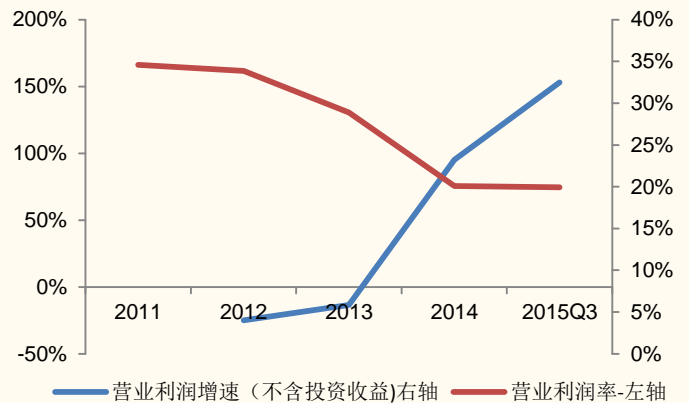
世纪瑞尔历史上业务没有大的变化，其收入变化和行业趋势非常吻合，由于行业的滞后性，公司收入在 2012 年有明显回落，但在 2013-2014 年逐渐恢复。2013 年之后，公司收入增速开始超过行业增速，显示出公司通过加强市场营销获得了更多的市场份额，以及开发新产品获得了新的成长性。

图表 8：公司近年毛利增长和毛利率



来源：公司财报，国金证券研究所

图表 9：公司近年营业利润情况



来源：公司财报，国金证券研究所

公司毛利率基本稳定，大部分年度都保持在 50% 以上。2014 年毛利率略有下滑，但 2015 年已经基本恢复至正常水平。出于可靠性要求，铁路设备企业进入铁路车站和车辆的配套体系非常困难，但一旦进入，市场格局就非常稳定。因此公司能够获得 50% 以上的高毛利率，远高于普通装备制造制造业。

公司毛利增长基本伴随公司收入的增长。2012 年受高铁 723 事故影响，收入和毛利都有所下滑，2013 年开始逐渐恢复。2014 年，受公司产品结构及产品交付时间波动的影响，公司毛利率水平有所下滑，使得公司毛利增长速度低于收入增长速度。截至 2015 年三季报，公司毛利有所恢复，使毛利增速高于收入增速。

公司营业利润率（不含投资收益）近几年呈下滑状态，营业利润（不含投资收益）增长也低于毛利增长。营业利润率下滑主要是因为费用率上升导致。2013 年之后，公司管理费用大幅提高，主要是开始布局 2020 年之后的“后高铁时

代”，不断加大新产品、新技术的研发投入。销售费用也有所上升，主要是公司传统业务除了在铁路系统推广之外，也在逐渐的向电力、通讯水利等领域推广，推广期内使销售费用提升。

由于公司上市时超募资金较多，且公司对外投资一直很谨慎，公司财务费用一直为负（有利息净收入）。公司在 2014 年现金收购易维讯等资本开支，公司在手现金逐渐减少，公司利息净收入也在逐渐降低，也使得整体费用率上升。

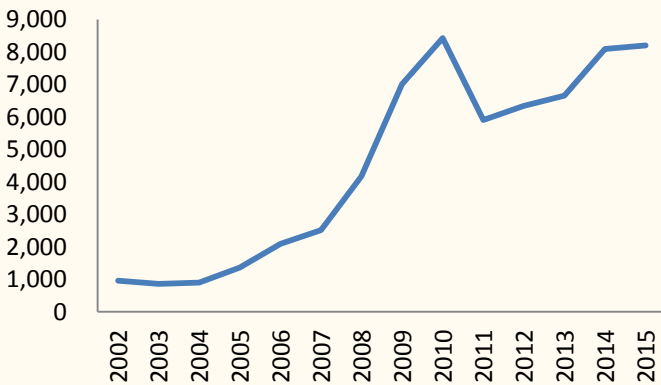
2.3 十三五期间能够保持稳定

公司的铁路监控产品主要属于增量市场，主要来自新增铁路对安全监控的需求，以及部分原有线路的改造升级。近年来，我国 GDP 增速放缓，铁路投资能够消化钢铁、水泥等的过剩产能，促进就业，刺激相关消费，有助于“稳增长”目标的落实。因而政府有动力进行铁路投资。

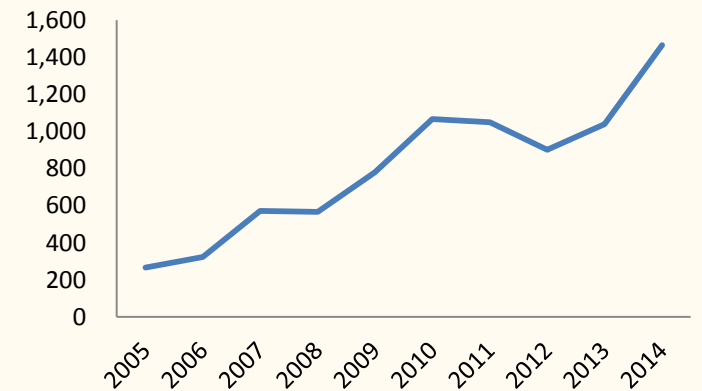
去年年底中国出台了铁路建设“十三五”规划，计划在十三五期间，铁路固定资产投资规模 3.5 万亿至 3.8 万亿元，其中基本建设投资约 3 万亿元，建设新线 3 万公里，平均每年 7000-8000 亿的投资，与“十二五”整体基本持平。按照以往经验，实际投资都会比计划要略多一些，尤其是在经济下行的背景下加大铁路投资有利于维持经济增速。

因此，考虑到公司传统业务一年左右的滞后期，以及铁路行业投资在 2015 年恢复到 8200 亿的水平，公司传统业务在十三五期间至少能够保持稳定。

图表 10：近年我国铁路固定资产投资情况



图表 11：近年我国铁路机车车辆购置投资情况



来源：中国铁路总公司，国金证券研究所

来源：中国铁路总公司，国金证券研究所

公司传统业务国际市场扩展空间不大。世纪瑞尔的铁路行车安全监控产品主要用于车辆时速能达到 300 公里/时以上的铁路线。尽管我国“一带一路”战略正在加力布局高铁及相关设备的出口，但海外能够达到 300 公里以上时速高铁的项目较少，因此公司从中国的“高铁走出去”战略中受益不大，对于传统业务，主要考虑国内铁路建设带来的需求。

2020 年之后，传统业务将萎缩。根据国家发展改革委批准的《中长期铁路网规划》调整方案，到 2020 年，全国铁路营业里程达到 12 万公里以上，复线率和电化率分别达到 50%和 60%以上。主要繁忙干线实现客货分线，基本形成布局合理、结构清晰、功能完善、衔接顺畅的铁路网络。从行业发展角度，一方面，该项规划表明了政府对铁路建设的重视，保障了近几年国内铁路设备有稳定的需求量；另一方面，按照规划内容，2020 年我国将基本构建起完善的铁路网络，进而 2020 年后国内铁路建设投资会大幅度的放缓，相应的设备需求也将下降。因此，对铁路设备公司来说，未来五年是宝贵的业务转型期。十三五维持稳定的投资规模将使得公司有充足的资本和时间布局新业务。

2.4 发挥技术优势与资源积累，布局转型

尽管公司传统业务在未来几年仍有较为稳定的市场，为保障可持续发展，公司一方面巩固自己在铁路行车安全监控领域的领先地位，另一方面积极开拓新业务。

传统业务方面，公司紧跟铁路市场发展步伐，继续拓宽公司在铁路行车安全监控相关领域的产品线，扩大公司产品的销售和应用，发展多专业、综合化、集中系列化的铁路行车安全监控解决方案，为用户提供更多有附加价值的产品。

新业务方面，公司布局铁路运维存量市场；考虑到在监控系统方面的技术优势，公司积极拓展监控系统的应用领域；主要领域包括水利与电信等领域。目前公司在新领域已经获得部分订单，2016 年将逐渐转化为营业收入和利润。公司的新业务有较好的市场需求前景，也能发挥公司自身的优势，有望成为新的增长点。

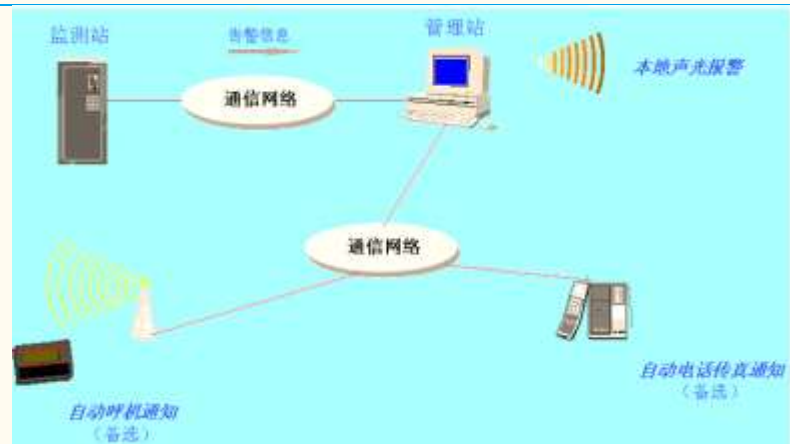
3. 电力、水利和通讯运营商监控等新业务逐渐放量

3.1 新业务共享技术优势，成长潜力大

经过不断的积累，公司已经形成系列化的覆盖铁路行车安全综合监控平台、信号监控、通信监控、电务监控、防灾监控等主要行车安全监控领域的产品体系。公司在铁路监控领域的技术和市场经验，也可推广至其他行业的监控产品和服务。

2013 年起，公司开始积极拓展铁路市场以外其他主营产品销售，增加新的利润来源。目前在电力、水利和通讯运营商领域已经有所突破，而且正在逐渐放量，将成为公司未来新的业绩增长点。

图表 12：公司电力光纤在线监测系统示意图



来源：公司官网，国金证券研究所

在电力领域，公司的 CR-Fiberward 光纤在线监测系统已经演变成了集光功率在线监测、OTDR 精确定位、传输资源动态管理、光纤自动切换于一体的综合性光纤网络资源管理系统，有广泛的应用价值；

在水利领域，公司已经有水电站各类安全监控系统等成熟产品，尽管这个行业相对铁路、电信等行业市场空间不算大，但公司进入该领域早，业内目前尚无有力竞争对手，容易获得较高的市场份额，长期看对公司的成长性也有很大的意义。

在通信领域，公司已经有电信机房监控系统等成熟产品。根据公司 2015 年半年报披露，公司通信行业订单合同 4 个，待执行金额 3701 万元。电信领域市场空间很大，相对竞争较为激烈。但由于公司长期所处的铁路行业对其设备的可靠性，质量要求更高，公司进入电信行业竞争相对轻松。

我们认为公司从铁路系统监控拓展到上述三个新的领域具有较大的优势和较高的成功概率：

- 和铁路系统一样，电力、通讯、水利行业都是要持续工作的系统，对系统可靠性要求高，风险防范意识强。运用先进的监控系统能够提高监管效率，提升风险防范能力，长远来看必然是发展方向。公司在铁路系统能够达到高可靠性的要求，对进入这些新领域也有先天的优势。

- 和铁路系统类似，电力、通讯、水利行业都是以重资产行业，总投资很大，相对来说在监控系统的投资占比不大，但是由于监控系统对于防范系统风险有重要意义，因此，对监控系统的投资成本不敏感，有利于公司在这些领域的产品能够继续维持较高的盈利能力。
- 和铁路系统类似，电力、通讯、水利行业都是以大型国企主导。公司在铁路行业长期耕耘，对这类企业的市场拓展，商务关系维护有较多经验，便于公司业务的拓展。

4. 控股易维讯，开拓铁路运维存量市场

4.1 易维讯拥有丰富铁路运维经验

公司于 2014 年和 2015 年分两次收购了易维讯的绝大多数股权。易维讯主要开展车站设备管理、维保管理、运维管理、故障管理等业务，主要通过信息技术及时记录运维过程动态信息，准确反映安全运行情况，并对车站的信息系统实施维护管理。主要维护的设备包括车站的查询机、售票机、闸机等。除了日常维护之外，对损坏的机器设备，一会向车站提供新的替换设备、损坏部件的替换更新等，产生一定的硬件产品销售收入。

图表 13: 易维讯维护的各种高铁站设备



来源：公开资料，国金证券研究所

2014 年 11 月，公司以超募资金 9900 万元人民币收购苏州易维讯信息科技有限公司 30% 的股权。易维讯的业绩承诺：2014 年净利润（扣非后）不低于 3300 万元；2015 不低于 4000 万元；2016 不低于 5000 万元。

2015 年 11 月，公司公告进一步收购易维讯 66.50% 股权，交易完成后，公司将直接持易维讯 96.50% 股权。易维讯的业绩承诺为 2015-2017 年不低于 4000、5000、6000 万元。截至 2015 年 3 月份，此交易尚未完成，但收购协议约定，易维讯 2016 年全部净利润都将并入世纪瑞尔。

此次收购交易对价 3.19 亿，其中，以现金支付 1.26 亿，其余 1.92 亿元对价由世纪瑞尔以发行股份的方式支付，发行股份价格为 12.49 元/股，共发行约 1541 万股。发行完成后，公司股本从 5.4 亿略微增加到 5.55 亿股。

图表 14: 易维讯模拟备考利润表部分数据

	2015 年 1-6 月	2014 年	2013 年
营业收入 (万元)	1,449.85	12,211.12	6683.22
营业成本 (万元)	370.33	5,819.42	3,628.06
毛利 (万元)	1079.52	6391.7	3055.16

来源：公司公告，国金证券研究所

注：易维讯 2015 年 1-6 月收入较低，主要是因为公司终端客户主要为各个铁路局、站，该类客户通常采取预算管理制度和集中采购制度，采购招标及合同签订通常安排在年中或下半年，导致易维讯的收入具有明显季节性。

易维讯的前身是易程股份及易程软件的维护维修事业部，其核心团队从我国建设第一条高速铁路起就参与了系统设计、调试及运维服务工作，有着丰富的运维经验。目前，易维讯与全国总共 18 个铁路局，其中的 17 个路局保持业务关

系，向其提供客服系统运维服务及备件销售；已与全国约 400 个车站建立了业务关系，占全国高铁车站的 60%左右，处于行业领先地位。

易维讯的收入结构里，运维服务收入占比大搞 73%，这块收入是从车站收取的稳定收入。另外，硬件产品销售主要是在运维服务过程中，一些老旧损坏设备的更换。这块业务可能会有一些波动，但考虑到车站数量众多，使用频率较高，设备损坏需要更换的概率大致相当，未来这块收入也基本能够稳定。

由于中国高铁网络仍在扩张过程中，未来几年易维讯还将维护更多的车站。另外，一些普速铁路的车站自动化水平也在不断提升，也为易维讯提供了潜在的市场。因此，易维讯未来的成长性更加确定一些。

图表 15：易维讯收入结构

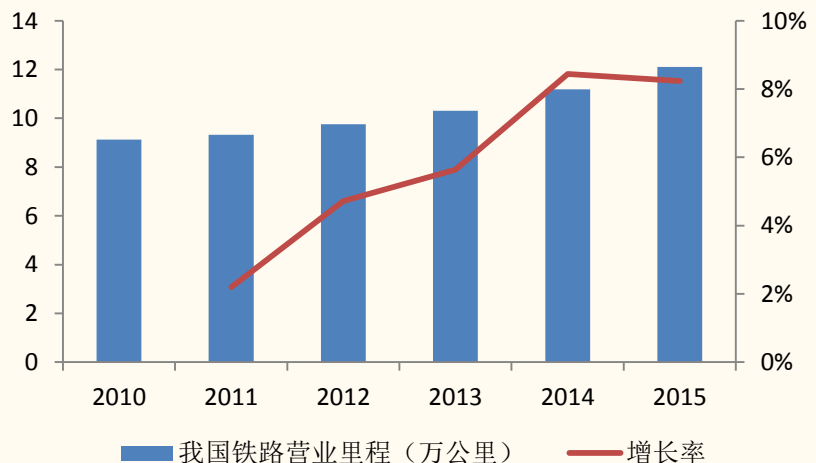
产品或服务	2015 年 1-6 月		2014 年度	
	主营业务收入	占比	主营业务收入	占比
运维技术服务	1,052.43	72.59	4,644.47	48.80
硬件产品销售	376.34	25.96	3,374.17	35.45
综合维保服务	21.08	1.45	1,111.37	11.68
软件开发销售	-	-	387.95	4.08
合计	1,449.85	100.00	9,517.96	100.00

来源：公司公告

4.2 构建完整业务体系，发挥协同效应

世纪瑞尔在铁路行车安全监控系统软件领域处于领先地位，具有良好的向上下游延伸的基础，公司发展目标是继续巩固在铁路行车安全监控系统软件领域的领先地位，进一步延长产业链布局，拓展车站综合运维系统、城市轨道交通、客运自动化服务等相关领域的业务。通过收购易维讯和后续的整合，公司能够与易维讯实现市场资源、业务经验、技术积累的整合和协同，推动公司在铁路及交通信息化领域发展战略的实施；同时，也可以整合车站运维管理、行车安全监控系统运维等相关运维业务，统一布设车站运维管理站点，节约业务实施成本、市场费用。

图表 16：我国铁路营业里程



来源：国家统计局，国金证券研究所

5. 参股光大金融消费公司，发挥协同效应

5.1 公司是光大金融消费公司设立者之一

公司 2015 年 8 月公告，以自有资金与中国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，其中光大银行出资 4 亿元，世纪瑞尔出资 2 亿元，其他两家公司共出资 4 亿元。

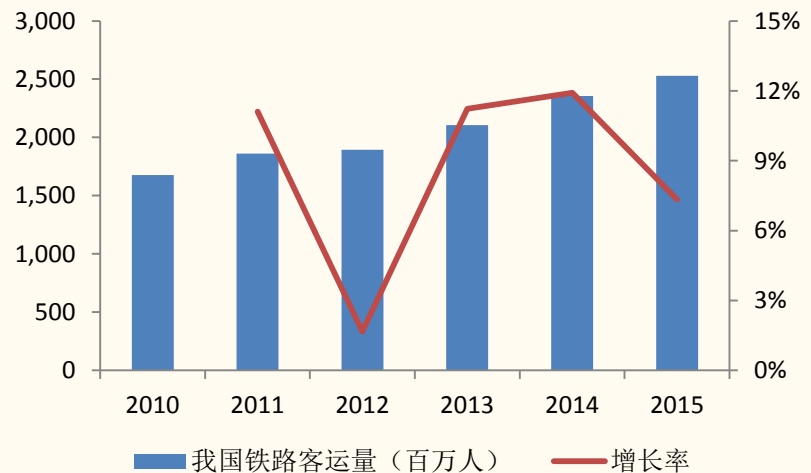
5.2 光大金融消费公司盈利模式可行、成长性好

光大消费贷公司由光大银行发起，自身拥有专业的金融运营团队和强大的市场渠道。光大银行引入包括世纪瑞尔在内的其他产业股东加入，也是希望能够利用各自的产业优势进一步拓展市场。

世纪瑞尔在铁路系统拥有较大的市场优势，易维讯在高铁站维护大量的设备，未来都可能成为光大金融消费宣传推广的平台。未来世纪瑞尔在大数据分析、市场宣传推广和客户导入都可以为新成立的光大消费金融公司提供支持。

目前光大金融消费仍未正式营业，预计 2016 年下半年营业，保守估计 2017 年开始为公司贡献利润。

图表 17：巨大的铁路客运量为光大消费公司提供潜在客户



来源：铁路总公司，国金证券研究所

以北银消费金融公司为例，北京消费金融成立于 2010 年 3 月 1 日，是北京银行的独资子公司，注册资本 3 亿元，2013 年增资至 8.5 亿元人民币。公开资料显示，北京消费贷截至 2014 年累计发放贷款 230 亿。由于消费贷多为期限较短的信用贷款，年化收益率都在 10% 以上，估计北京消费贷五年累计净利润在 15 亿元以上。考虑到光大金融消费公司初始注册资金更高，复合背景的股东又能够发挥协同效应，且当前消费贷市场更加成熟，预计光大消费金融公司的业绩会很快追上并超过北银消费公司。

保守估计 2016 年光大金融消费公司不贡献业绩，2017 年能为公司贡献 2500 左右的投资收益，且未来几年业绩还会快速增长。

5.3 有助公司拓展铁路旅客运输延伸服务

参与光大消费金融公司，除了获得投资收益外，更可以对已经投资并开展的铁路旅客运输延伸服务业务起到有力的协同作用。消费金融与铁路旅客运输延伸服务业务有共同的客户基础，能够相互借助客户资源拓展新客户，也能够提升现有客户的体验。参与光大消费金融公司是公司开展铁路旅客运输延伸服务的重要举措之一，也是公司整合业务资源，扩充新的业务来源的有力措施。

6. 公司业绩预测

公司业务分为传统业务和新业务两大板块。传统业务主要是铁路系统的各种安全监控系统。由于公司产品交付大约滞后于固定资产投资半年到一年，2015 年铁路固定资产投资较 2014 年有明显上升，预计公司 2016 年传统业务仍能持续增长，且高于行业增速。由于十三五期间行业投资基本持平，考虑原有铁路的改造升级以及公司在相关领域研发投入带来的技术提升和新产品，预计公司 2016 年之后传统业务收入仍能够有小幅度增长。

费用率将降低。预计公司 2015 年的费用率（管理费用，销售费用，财务费用，营业税金及附加）有所上升，主要原因是 2015 年公司加大了人员招聘和技术开发投入。2016 年费用率将下降，主要是易维讯并表效应。按照易维讯历史数据计算，其费用率约为 17.9%，明显低于公司本部 22.4% 左右的费用率。由于易维讯销售收入大约是公司本部的一半，2016 年并表后综合费用率将回落到 20.9% 左右。

电力、水利和运营商通讯产品业务逐渐放量。公司除了在铁路领域监控系统继续保持行业领先地位之外，公司也利用自己的技术优势，逐渐进入了电力、水利以及运营商通讯行业的监控系统。2014 年，公司在电力水利领域约有 2200 的收入，预计未来几年将保持 20% 左右的增速。

2014 年，公司刚刚在运营商通讯系统获得收入，仅有 200 万元左右的收入。而此项业务从 2015 年开始快速放量。公司 2015 年半年报披露：公司通信行业订单合同 4 个，待执行金额 3701 万元。而在三季度报告披露，通信行业在手订单合同 5 个，待执行金额 910 万元，进而可推断公司三季度新执行订单 2000 万元以上，考虑存在部分收入，如质保金等可能不会在当期确认，预计 2015 年在电信领域的收入大约在 2500 万元。综上，公司 2015 年在电力、水利、电信运营商领域的收入从 2014 年的 2000 万元大幅提升至 5000 万以上。

由于世纪瑞尔与中国移动、联通、电信等运营商都保持着较好的联系，有能力拿到更多订单，该部分业务 16、17 年会有较好增长。公司此项业务在 2014-2015 年刚刚启动，毛利率偏低，未必贡献利润，随着业务放量，毛利率也有提高空间。

投资收益大幅波动。公司 2014-2015 年有较大的投资收益收入。主要来源于公司在 2014 年和 2015 年分两次按照较高的溢价处置了子公司北京瑞和益生科技的股权。另外一个投资收益来源是公司于 2014 年现金收购了易维讯 30% 的股份。2016 年，公司没有需要处置的资产，同时易维讯也将全部并表，不再计入投资收益。预计本年的投资收益将大幅下降。到 2017 年，公司参股的光大消费金融将逐渐贡献业绩，预计贡献投资收益 2500 万元。

图表 18: 公司业务分解 (金额单位: 万元)

		2014	2015E	2016E	2017E
行车安全监控系统	销售收入	25,455	28,866	34,639	38,103
	增长率		13%	20%	10%
	毛利率	43.8%	43.8%	43.8%	43.8%
	毛利收入	11,140	12,633	15,159	16,675
铁路运维 (易维讯: 由于易维讯有净利润 承诺, 且从 2016 年 并表, 因此基于净利 润承诺倒推收入)	净利润			5,500	7,000
	毛利收入			11,429	14,601
	毛利率			50.7%	49.9%
	销售收入			22,548	29,285
通信运营商	销售收入	201	2,500	4,000	5,600
	增长率		1244%	60%	40%
	毛利率	9.6%	12.0%	20.0%	20.0%
	毛利收入	19	300	800	1,120
电力、水利	销售收入	2,174	2,500	3,000	3,600
	增长率		15%	20%	20%
	毛利率	44.9%	44.9%	44.9%	44.9%
	毛利收入	976	1,122	1,347	1,616
其他	销售收入	5,425	5323	6122	7040
	增长率		-2%	15%	15%
	毛利率	49.3%	49.3%	49.3%	49.3%
	毛利收入	2,673	2,622	3,016	3,468
合计 (不含投资收 益)	销售收入	33,255	39,189	70,308	83,628
	增长率		18%	79%	19%
	毛利率	44.5%	41.8%	45.2%	44.8%
	毛利收入	14,807	16,377	31,750	37,480
投资收益	光大金融	-	-	-	2500
	其他	6,454	6,000	450	500
	合计	6,454	6,000	450	3,000

来源: 国金证券研究所

综上, 预测公司 2016-2017 年收入分别为 7.03 亿元、8.36 亿元, 归属于母公司的净利润分别为 1.55 亿元、2.00 亿元, EPS 分别为 0.29 元、0.37 元。对应当前 10.55 元的股价, PE 分别为 36.8、28.5x。

图表 19: 同行业公司估值比较

代码	名称	收盘价	市值	2015	2016	2017	2015	2016	2017
300150	世纪瑞尔	10.55	57.0	0.21	0.29	0.39	50.2	36.8	28.5
300011	鼎汉技术	18.34	96.7	0.50	0.69	0.89	36.4	26.6	20.6
002296	辉煌科技	14.14	53.3	0.28	0.32	0.39	51.1	44.1	35.9

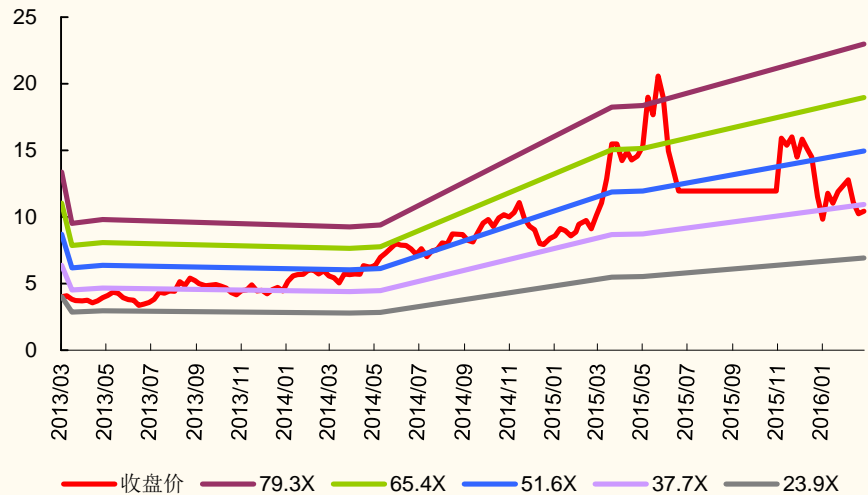
来源: 除世纪瑞尔外, 数据为 Wind 一致预期。2016 年 3 月 15 日数据

公司目前估值不算便宜, 但考虑到在经济下行的大背景下, 公司传统业务具有很高的确定性、公司新业务成长性明确。这种下行风险较小的标的在当前市场已经很难得, 应该享有一定的估值溢价。另外公司参股的光大消费金融有超预期可能。

公司估值水平在同行业中处于中等水平, 同时, 公司目前估值水平, 处在自身历史估值的相对低点。由于公司成长性好且业绩确定, 估值一直较高。

整体上看，今年整体市场偏弱，中小创板块整体估值仍然较高，近期公司估值仍有可能随着板块进一步下滑。但如上所述，铁路装备行业的业绩确定性远远优于很多新兴产业的小市值公司，如果股价近期随市场进一步下跌，则是更好地布局时机。给予“买入”评级。预计 2017 年公司仍能够维持当前的估值，按照一年后股指继续维持在 36.8 倍附近计算，则 12 个月内的目标价约为 14 元。

图表 20：公司 PE 走势



来源：Wind，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	231	237	333	392	703	836	货币资金	1,095	1,137	976	1,089	928	949
增长率		2.3%	40.4%	17.8%	79.4%	18.9%	应收款项	264	307	358	388	696	828
主营业务成本	-109	-116	-184	-228	-386	-461	存货	52	73	80	95	161	192
%销售收入	47.3%	49.1%	55.5%	58.2%	54.8%	55.2%	其他流动资产	12	13	23	27	46	55
毛利	122	121	148	164	318	375	流动资产	1,424	1,530	1,438	1,599	1,831	2,025
%销售收入	52.7%	50.9%	44.5%	41.8%	45.2%	44.8%	%总资产	96.8%	98.0%	88.5%	93.9%	94.5%	95.0%
营业税金及附加	-2	-2	-3	-3	-4	-5	长期投资	7	0	155	78	78	78
%销售收入	1.0%	0.7%	1.0%	0.7%	0.6%	0.6%	固定资产	33	24	23	23	24	24
营业费用	-21	-25	-50	-59	-77	-92	%总资产	2.2%	1.6%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%
%销售收入	9.2%	10.5%	15.0%	15.0%	11.0%	11.0%	无形资产	2	2	2	2	2	3
管理费用	-47	-55	-49	-59	-84	-100	非流动资产	47	31	186	105	106	107
%销售收入	20.5%	23.4%	14.9%	15.0%	12.0%	12.0%	%总资产	3.2%	2.0%	11.5%	6.1%	5.5%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	51	39	46	43	152	177	资产总计	1,471	1,561	1,624	1,704	1,936	2,131
%销售收入	22.0%	16.3%	13.7%	11.1%	21.6%	21.2%	短期借款	0	57	3	-1	0	0
财务费用	34	30	28	23	22	21	应付款项	70	102	122	142	240	287
%销售收入	-14.9%	-12.7%	-8.5%	-5.8%	-3.2%	-2.5%	其他流动负债	17	22	39	43	70	81
资产减值损失	-7	0	-7	-3	-3	-1	流动负债	87	180	164	185	310	368
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	-1	65	60	5	30	其他长期负债	1	1	3	3	3	3
%税前利润	n.a	n.a	46.9%	46.6%	2.5%	12.9%	负债	88	181	167	188	313	371
营业利润	78	67	131	123	176	227	普通股股东权益	1,383	1,380	1,451	1,505	1,609	1,742
营业利润率	33.6%	28.4%	39.5%	31.3%	25.0%	27.1%	少数股东权益	0	0	6	10	14	18
营业外收支	3	12	6	6	6	6	负债股东权益合计	1,471	1,561	1,624	1,704	1,936	2,131
税前利润	81	79	138	129	182	233							
利润率	35.0%	33.3%	41.4%	32.9%	25.8%	27.9%	比率分析						
所得税	-13	-14	-12	-16	-23	-29		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税率	15.8%	18.2%	9.0%	12.5%	12.5%	12.5%	每股指标						
净利润	68	65	125	113	159	204	每股收益	0.506	0.239	0.463	0.201	0.287	0.370
少数股东损益	0	0	0	4	4	4	每股净资产	10.242	5.110	5.373	2.788	2.897	3.137
归属于母公司的净利润	68	65	125	109	155	200	每股经营现金净流	0.179	0.132	0.011	0.059	-0.212	0.100
净利率	29.5%	27.2%	37.6%	27.7%	22.0%	23.9%	每股股利	0.500	0.200	0.200	0.100	0.120	0.120
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	4.94%	4.68%	8.62%	7.22%	9.62%	11.47%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	4.64%	4.13%	7.70%	6.38%	8.00%	9.37%
净利润	68	65	125	113	159	204	投入资本收益率	3.10%	2.20%	2.84%	2.51%	8.17%	8.82%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	11	5	9	6	5	4	主营业务收入增长率	-22.87%	2.33%	40.40%	17.85%	79.41%	18.95%
非经营收益	-2	-4	-63	-60	-11	-36	EBIT 增长率	-45.01%	-24.05%	17.69%	-4.50%	248.75%	17.06%
营运资金变动	-53	-29	-69	-27	-271	-116	净利润增长率	-28.84%	-5.46%	93.82%	-13.14%	42.52%	29.04%
经营活动现金净流	24	36	3	32	-118	56	总资产增长率	-2.05%	6.12%	4.06%	4.88%	13.67%	10.06%
资本开支	-5	12	-1	3	3	3	资产管理能力						
投资	0	4	-54	17	-5	-30	应收账款周转天数	324.9	375.4	318.8	320.0	320.0	320.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	152.7	197.2	151.7	152.0	152.0	152.0
投资活动现金净流	-5	16	-55	20	-2	-28	应付账款周转天数	175.4	139.6	74.2	75.0	75.0	75.0
股权募资	0	0	6	0	15	0	固定资产周转天数	51.5	37.4	25.3	21.4	12.3	10.6
债权募资	0	57	-57	-4	1	0	偿债能力						
其他	-81	-68	-58	-54	-67	-67	净负债/股东权益	-79.20%	-78.24%	-66.75%	-71.90%	-57.17%	-53.93%
筹资活动现金净流	-81	-11	-109	-58	-50	-67	EBIT 利息保障倍数	-1.5	-1.3	-1.6	-1.9	-6.8	-8.6
现金净流量	-62	41	-161	-7	-170	-39	资产负债率	5.99%	11.60%	10.30%	11.04%	16.18%	17.40%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD