

2010年12月6日

建议申购
合理价格：25~28元
智能交通相对 A 股指数的表现

相关研究报告
报告作者：

国联证券研究所物联网小组

郝杰

执业证书编号：S0590210040002
联系人：

熊云彩

电话：021-38991500-791
E-Mail: xiongye@glsc.com.cn

郝杰

电话：0510-82832380
E-mail: haoj@glsc.com.cn
独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

世纪瑞尔（300150）投资价值分析

铁路建设严重滞后于 GDP 增长，规划力度渐强。1978 年到 2008 年中国 GDP 年均复合增长率达到 16.01%，货物运输量年均复合增长达到了 12.42%，而铁路运营里程年均复合增长率仅为 2.19%。而根据规划，近 5 年铁路投资规模将大幅提升。

分业务来看，重点产品 3 年内市场空间将达 68.6 亿元。铁路综合视频监控系统全铁路市场将达 38 亿元，铁路综合监控系统平台（含通信监控系统）市场将达 8.3 亿元，铁路防灾安全监控系统市场将达 22.4 亿元。

世纪瑞尔确立行业领先地位。主导产品铁路综合监控系统（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在既有线路中的覆盖里程数均排名第一。同时在讲究先发及经验优势的工程行业内，公司善用组构件技术增强了公司经验优势，保证了产品质量，能够提升获单能力，巩固已有壁垒。

募投项目锦上添花。铁路行车安全产品公司本身已具有较强竞争优势，募投项目达产可以继续巩固公司的既有优势地位，增强持续盈利能力，同时顺应行业变局，享受行业高增长。

预计 2010-2012 年净利润增长率分别为 65.1%、39.4%、34.5%，每股收益分别为 0.52 元、0.72 元和 0.97 元。合理价值区间 25~28 元，按照 25 元计算，对应 2010 年、2011 年的市盈率分别为 48.3 和 34.7 倍。

主要风险：主营业务依赖单一客户、单一市场以及税收优惠政策变动是公司面临的主要风险。

单位：百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	91.72	156.13	234.54	333.29	457.94
YOY(%)	10.4%	70.2%	50.2%	42.1%	37.4%
营业利润	20.50	41.11	71.34	102.63	140.83
归属母公司净利润	23.01	42.28	69.82	97.35	130.97
EPS(元)	0.46	0.42	0.52	0.72	0.97
ROE(%)	18.8%	19.1%	6.5%	8.4%	10.4%
P/E	54.3	59.1	48.3	34.7	25.8

目 录

目 录	I
图表目录	II
一、铁路行车安全监控行业：受益铁路大发展	3
1、铁路增长滞后GDP，规划力度渐强	3
2、近5年铁路投资规模将大幅提升	4
3、铁路安防市场广阔前景，重点产品3年内市场达68.6亿元	5
二、世纪瑞尔：铁路安防领先企业	7
1、世纪瑞尔公司简介	7
2、长期行业经验，对客户理解力构成进入壁垒	9
3、善用组构件技术增强公司经验优势	9
4、研发合作广泛，增强行业主导地位	10
三、公司财务分析	11
1、主营业务综合毛利率稳中有升	11
2、资产运作能力良好	11
3、财务稳健，低负债高想象	12
四、募投项目分析	13
1、主要募投产品简介	13
1.1 铁路综合视频监控系统项目	13
1.2 铁路防灾安全监控系统项目	14
1.3 铁路综合监控系统平台项目	14
2、募投项目进度、费用及效益分析	16
五、盈利预测	18
六、主要风险	20

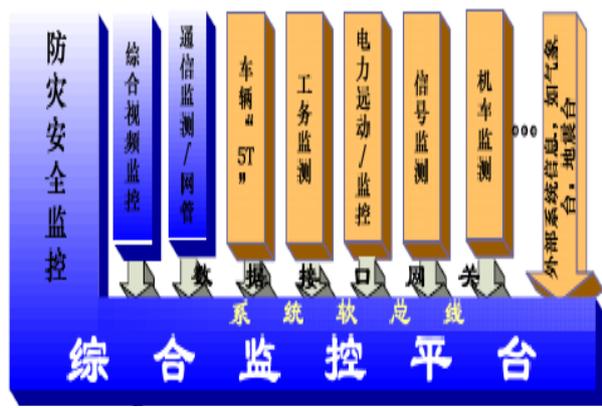
图表目录

图表 2: 铁路行车安全监控行业组成结构	3
图表 3: 铁路行车安全各子行业技术关系	3
图表 4: 铁路信息化行业的重点规划	4
图表 5: 06-09 年铁路行业信息化各项投资递增 单位:亿元	4
图表 6: 07-12 年铁路行车安全监控系统投资递增 单位:亿元	4
图表 7: 08 年以来高铁投资规模迅速上升, 因滞后性将带动信息化系统商于近期盈利	5
图表 8: 中国高铁竣工时间分布, 显示 2011 年信息化等配套建设将迎来高增长	5
图表 9: 2007 年以来已启动或即将启动的客运专线建设情况 (除合宁、合武、石太、武广、郑西等 十一条已建成或即将建成外, 超过 80% 的线路都在建)	6
图表 10: 从 08-09 年各产品订单状况推算每公里产品造价	6
图表 12: 发行前公司股权结构图	8
图表 13: 发行前后公司股权结构对比	8
图表 16: 组 / 构件技术工作原理示意图	10
图表 17: 公司产品毛利率情况	11
图表 18: 公司资产周转率指标	11
图表 19: 公司历年偿债能力指标	12
图表 20: 本次募投项目资金使用具体情况 单位: 万元	13
图表 23: 公司在铁路综合监控系统平台市占率情况	15
图表 24: 《中长期铁路网规划 (2008 年调整)》中对既有线扩建及电气化改造的规划	15
图表 25: 铁路综合监控系统平台结构, 多系统兼容性使其受益于电气化率的提高	16
图表 26: 募投项目产生的折旧和摊销费用 单位: 万元	16
图表 27: 随着铁路市场快速增长, 公司近年获单总额总体保持高速增长态势 单位: 亿元	17
图表 28: 公司披露在手订单情况	17

一、铁路行车安全监控行业：受益铁路大发展

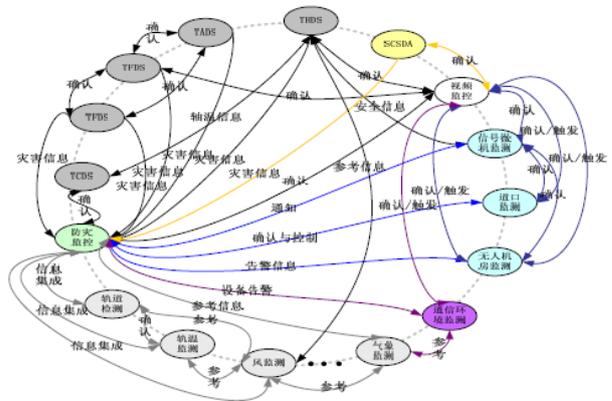
公司属于铁路行车安全监控行业，主要包括综合监控平台、防灾安全监控、综合视频监控、通信监控、车辆“5T”、工务监控、动力远动监控、信号监测、机车监测等9个细分专业。因为工程类属性，所以其间具体包括相关的系统集成、技术培训、技术咨询、技术支持服务等业务。

图表 1：铁路行车安全监控行业组成结构



数据来源：招股说明书

图表 2：铁路行车安全各子行业技术关系



数据来源：招股说明书

1、铁路增长滞后GDP，规划力度渐强

在改革开放以来的很长时期内，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年均复合增长率达到16.01%，货物运输量年均复合增长率达到12.42%，而铁路运营里程年均复合增长率仅为2.19%。

为加快铁路建设、缓解长期以来铁路运输紧张局面，铁道部于2003年提出了铁路跨越式发展战略，其主要目标是快速扩充运输能力和快速提高技术装备水平，并分别在2004年、2005年、2008年发布了《中长期铁路网规划》、《铁路信息化总体规划》和《中长期铁路网规划（2008年调整）》。大规模推进铁路线路建设和信息化建设已成为促进我国经济持续健康发展的一项长期战略工程。

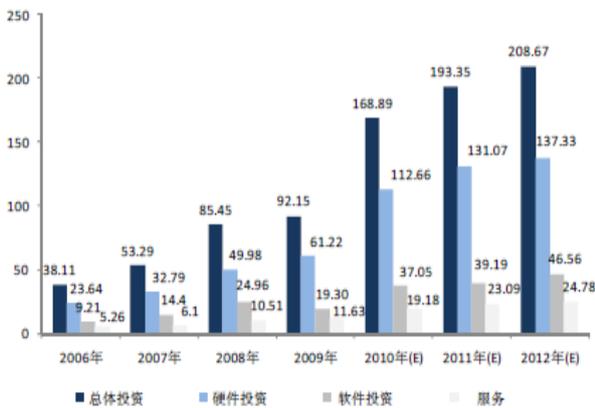
据统计，我国铁路行车安全监控系统的总投资额在2008年为14.93亿元，2009年为11.1亿元，2010年预计可达到25.25亿元，约占铁路信息化总投资额的15%。

图表 3: 铁路信息化行业的重点规划

时间	相关规划
2003	“铁路跨越式发展战略”，到2020年基本实现中国铁路现代化。
2004	《中长期铁路网规划》，“到2020年，全国铁路营业里程达到10万公里，主要繁忙干线实现客货分线，复线率和电气化率均达到50%。”
2008	《中长期铁路网规划（2008年调整）》，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，电气化率由50%调整为60%以上。

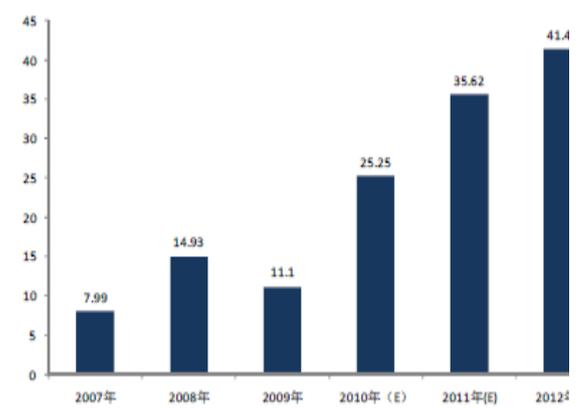
数据来源：国联证券研究所

图表 4: 06-09 年铁路行业信息化各项投资递增 单位:亿元



数据来源：铁道部科学技术信息研究所

图表 5: 07-12 年铁路行车安全监控系统投资递增 单位:亿元



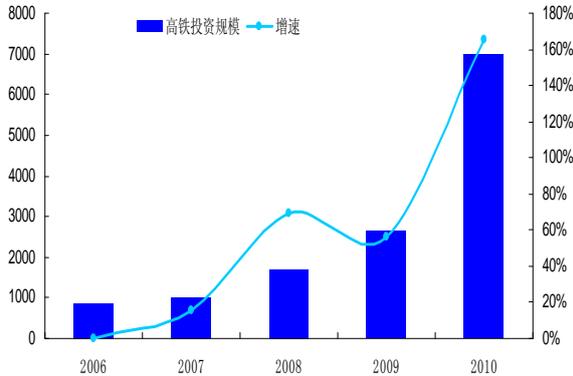
数据来源：铁道部科学技术信息研究所

2、近 5 年铁路投资规模将大幅提升

09 年以前，全国铁路的投资额年均只有 2000-3000 亿元，09 年达到 6000 亿元。而未来 5 年高速铁路投资额将达到年均 7000 亿，五年共计 3.5 万亿左右，未来 10 年投入将达 5 万亿元。今年即已投入 7000 亿元建设高铁。

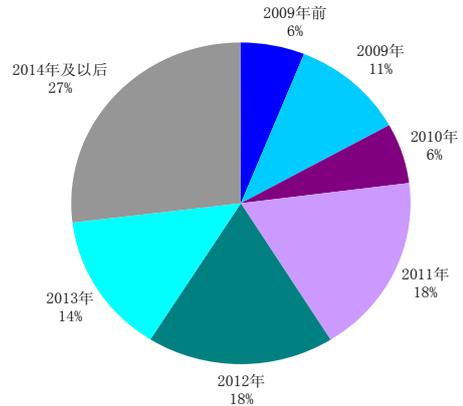
未来 3 年，我国铁路建设投资将非常集中。根据规划，到 2012 年全国铁路营业里程将达 11 万公里以上，其中客运专线和城际铁路将达到 1.3 万公里；对比之下，到 2020 年的目标是全国铁路营业里程将达到 12 万公里以上，其中客运专线将达到 1.6 万公里，因此近 3 年的铁路建设目标已经非常接近十年规划。

图表 6: 08 年以来高铁投资规模迅速上升, 因滞后性将带动信息化系统商于近期盈利



数据来源: 国联证券研究所

图表 7: 中国高铁竣工时间分布, 显示 2011 年信息化等配套建设将迎来高增长



数据来源: 铁道部 国联证券研究所

3、铁路安防市场广阔前景, 重点产品 3 年内市场达 68.6 亿元

铁路安防与基建投资将同步高增长。03 至 09 年, 全国铁路基本建设投资复合增长率为 49.93%。与此同时, 作为铁路运输安全保障的行车安全监控产品, 其市场规模也出现了较大幅度的增长, 根据铁道部科学技术信息研究所的统计和预测, 2009 年至 2012 年铁路行车安全监控系统的建设投资规模将继续快速增长, **年复合增长率将达到 29.08%**。公司作为铁路行车安全监控领域的市场领先者, 将在铁路快速发展过程中保持竞争优势并从中受益。

据了解, 目前我国在建的高速铁路已有 1 万公里, 今年新线高铁建设 4613 公里。3 年内, 全国铁路新线投产将达 2.6 万公里, 其中客运专线和城际铁路 9200 公里。

图表 8: 2007 年以来已启动或即将启动的客运专线建设情况(除合宁、合武、石太、武广、郑西等十一条已建成或即将建成外, 超过 80% 的线路都在建)

目录

1. 武广	2. 成灌	3. 贵广	4. 张大
5. 郑西	6. 长吉城际	7. 西兰	8. 津保城际
9. 广深港	10. 广珠城际	11. 太中银	12. 哈牡
13. 沪宁城际	14. 厦深	15. 南柳	16. 沈丹
17. 沪杭	18. 胶济	19. 西宝	20. 青荣城际
21. 杭宁	22. 合福	23. 南广	24. 京唐城际
25. 哈大	26. 杭长	27. 渝利	28. 广佛城际
29. 京沪	30. 武黄城际	31. 成渝	32. 汉宜城际
33. 合宁	34. 京沈	35. 渝万	36. 武孝城际
37. 合武	38. 津秦	39. 杭甬	40. 武咸城际
41. 石太	42. 京石	43. 长昆	44. 黄杭城际
45. 甬台温	46. 石郑	47. 西成	48. 南赣城际
49. 温福	50. 郑武	51. 成贵	52. 合蚌城际
53. 福厦	54. 宁安	55. 锦营	56. 成兰
57. 昌九城际	58. 成绵峨	59. 太青	60. 齐哈
61. 海南东环	62. 郑徐	61. 海南东环	62. 郑徐

数据来源: 招股说明书

分业务来看, 重点产品 3 年内市场空间将达 68.6 亿元。按照单公里造价 14.6 万元, 3 年内, 铁路综合视频监控系统在整体市场将达 38 亿元, 高铁内市场空间将达 13.4 亿元。铁路综合监控系统平台(含通信监控系统)市场将达 8.3 亿元, 其中高铁市场将达 2.9 亿。铁路防灾安全监控系统市场将达 22.4 亿元, 其中高铁市场 7.9 亿元。

图表 9: 从 08-09 年各产品订单状况推算每公里产品造价

重点产品	线路	里程	订单	单价
铁路综合视频监控系统	石太客运专线	189.9	2547	13.4
	广深线	152	2380	15.7
	郑西客运专线	484.5	7120.9	14.7
	均价			14.6
铁路综合监控系统平台(含通信监控系统)	西格二线	356	2129	6
	沪宁城际	301	586.6	1.9
	武广客运专线	1068.6	1850	1.7
	均价			3.2
铁路防灾安全监控系统	石太客运专线	189.9	1850	9.7
	武广客运专线	1068.6	7982.4	7.5
	均价			8.6

数据来源: 国联证券研究所

二、世纪瑞尔：铁路安防领先企业

1、世纪瑞尔公司简介

公司立足于铁路信息化市场中的**行车安全监控系统领域**，经过多年的努力，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%，**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1,178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**。

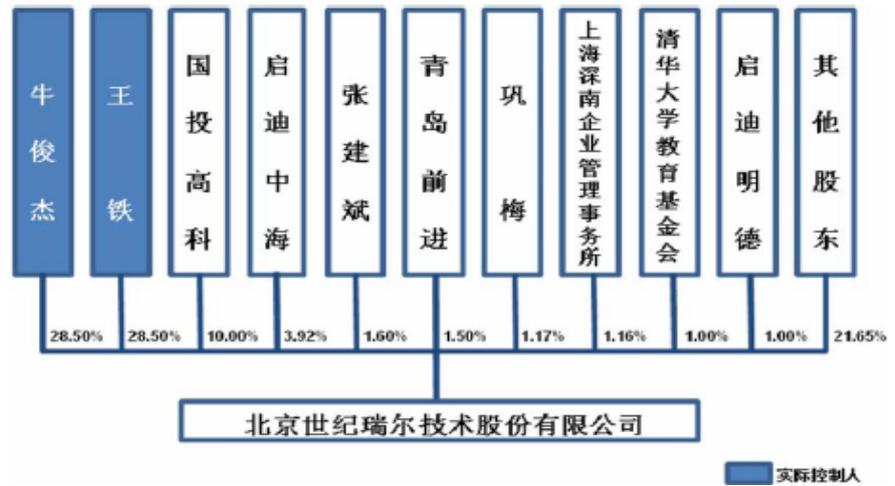
2008年、2009年公司在行车安全监控系统领域的市场占有率为17.15%、20.12%，位列第一。其他从事行车安全监控系统的开发和建设的主要厂商还有北京国铁华晨通信信息技术公司、保定市天河电子技术有限公司、河南辉煌科技股份有限公司、江苏今创安达交通信息技术有限公司、中国软件与技术服务股份有限公司等企业。2009年度市场排名居前的该四家行车安全监控系统供应商总计占有49.45%的市场份额。09年市场占有率情况如下：

图表 10：铁路行车安全监控系统 09 年市占率

铁路行车安全监控系统主要供应商及排名	2009年度市场占有率
1、北京世纪瑞尔技术股份有限公司	20.12%
2、江苏今创安达交通信息技术有限公司	11.58%
3、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	7.05%
合计：	49.45%

数据来源：铁道部科学技术信息研究所

图表 11: 发行前公司股权结构图



数据来源: 招股说明书

图表 12: 发行前后公司股权结构对比

股东名称	发行前		发行后	
	持股数量	持股比例	持股数量	持股比例
牛俊杰	2,850.00	28.50%	2,850.00	21.11%
王铁	2,850.00	28.50%	2,850.00	21.11%
国投高科 (SS)	1,000.00	10.00%	650	4.81%
启迪中海	392.3	3.92%	392.3	2.91%
张建斌	160	1.60%	160	1.19%
青岛前进	150	1.50%	150	1.11%
巩梅	117.29	1.17%	117.29	0.87%
上海深南企业管理事务所	116.47	1.16%	116.47	0.86%
启迪明德	100	1.00%	100	0.74%
清华大学教育基金会	100	1.00%	100	0.74%
其他发行前股东	2,163.94	21.64%	2,163.94	16.03%
本次发行股份			3,500.00	25.93%
社保基金会			350	2.59%
合计	10,000.00	100%	13,500.00	100%

数据来源: 招股说明书

图表 13: 公司主营业务收入结构

项目	2010年1-9月	2009年	2008年	2007年
铁路综合视频监控系統	金额 4042.14	3353.99	2480.15	4137.67
	占比 24.60%	21.56%	27.21%	50.15%
铁路综合视频监控系統	金额 4639.95	10476.28	5717.22	2763.43
	占比 28.24%	67.36%	62.73%	33.49%
铁路防灾安全监控系统	金额 6641.64	342.51	—	—
	占比 40.43%	2.20%	—	—
其他监控系统	金额 1104.85	1380.27	916.78	1349.24
	占比 6.73%	8.87%	10.06%	16.35%
合计	金额 16428.58	15553.05	9114.15	8250.34
	占比 100%	100%	100%	100%

数据来源: 招股说明书

2、长期行业经验，对客户需理解力构成进入壁垒

铁路信息系统软件开发的**核心问题在于如何把握铁路用户的需求变化**。铁路行业变化较快，一方面受到高速公路、民航的竞争，另一方面列车提速也给行业带来新的变革要求。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对于公司而言尤为重要。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，凭借多年的实践积累，目前的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。

上述优势在工程领域尤其具有加强效应。铁路运营属于社会紧要的公共领域，铁路安防非常重要，对于经验不足，资质不全的新进者很难获得订单。自设立以来公司自主开发的铁路综合监控系统平台、铁路综合视频监控系统、铁路防灾安全监控系统、铁路通信监控系统等主导产品均获得了成功，取得了市场占有率领先的地位。上述主导产品先后在青藏铁路、哈大铁路、京九铁路、浙赣铁路、西合铁路、郑西客运专线、武广客运专线等国内主干铁路线近400个项目中获得使用。

3、善用组构件技术增强公司经验优势

公司核心技术主要包括监控管理系统组/构件技术、基于嵌入式实时操作系统的组态化数据采集平台技术、通用监控组态技术、J2EE应用开发平台技术、基于ARM的嵌入式软硬件技术。

图表 14：公司核心技术及其优势

公司核心技术	优势
监控管理系统组/构件技术	提高复用率，节省大量的基础开发工作，并提高质量。
基于嵌入式实时操作系统的组态化数据采集平台技术	支持串口设备驱动和以太网口设备驱动，使得监控系统的最前端设备也具有更大的灵活性和更广泛的适应性。
通用监控组态技术	实现现场装置的直接控制级和过程管理。
J2EE应用开发平台技术	具备优越的跨平台能力，可以提供丰富的运行环境以及数据库环境的选择。
基于ARM的嵌入式软硬件技术	植入了基于Linux裁剪出的操作系统，继承了ARM和Linux双重优点，在公司自行开发的系统设备中发挥了强有力的作用。

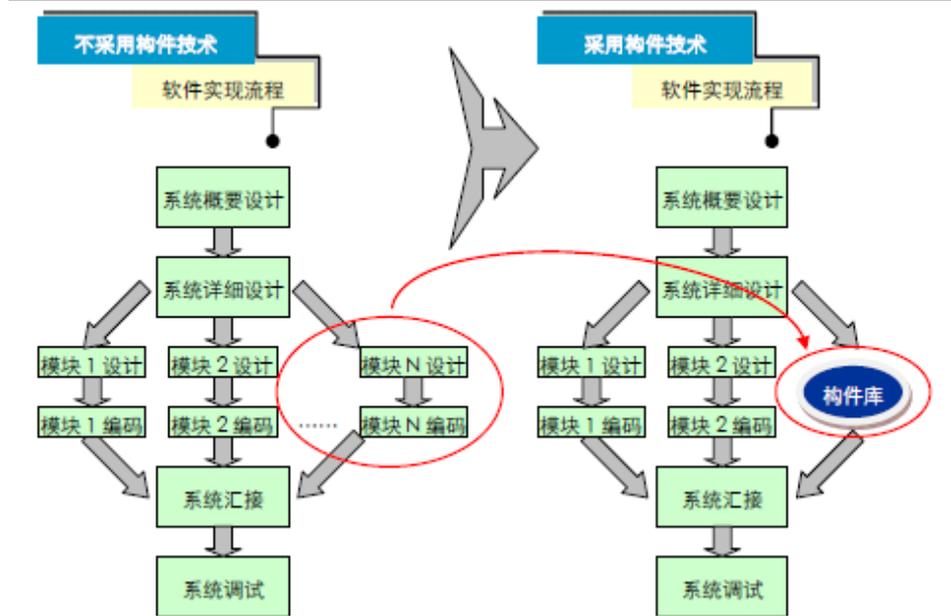
数据来源：国联证券研究所

铁路行车安全监控系统普遍具有跨专业、多技术融汇的特点。系统规模往往比较大，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，使得公司获得了许多同行业企业不具备的技术和经验优势。同时，通过复用高质量的已有开发成果，避免了重新开发可能引入的错误，从而提高了软件的质量。

图表 15: 组 / 构件技术工作原理示意图



数据来源：招股说明书

4、研发合作广泛，增强行业主导地位

2006年，公司、青藏铁路公司、中国铁道科学研究院、兰州交通大学、中南大学、北京全路通信信号研究设计院等六家单位与铁道部科技司签署的“国家科技支撑计划课题任务书”，合作开发、研究国家科技支撑课题—“青藏铁路综合安全监控系统研究”。

2009年，公司与中铁二院工程集团有限责任公司签订“铁道部科技研究开发计划分课题合同”，承担了“高温特长隧道运营环境保证及防灾救援系统技术研究—隧道防灾监控与通信系统的配套综合技术研究”。

本行业中，研发处于重要地位，公司较为雄厚的科研实力支撑和业界美誉度，将增强行业发展的主导性的同时也将提升公司获单能力。

三、公司财务分析

1、主营业务综合毛利率稳中有升

铁路信息化行业由于上游原材料各种 IT 器材本身价格比较稳定；下游投资加大、行业处于景气中，同时竞争壁垒使得公司毛利率长期处于稳步上升的态势。而铁路行车安全专业监控系统由于偶然性因素或导致低毛利率系统集成占比偏大，拉低整体的毛利水平。公司在电力及其他行业产品毛利占比较小，毛利率基本保持在较好的水平。**整体而言由于行业本身的工程性质，订单和结构都具有偶然性，但总体上是稳中有升的态势。**

图表 16: 公司产品毛利率情况

行业名称	2010年1-9月		2009年度		2008年度		2007年度
	毛利率%	变动幅度%	毛利率%	变动幅度%	毛利率%	变动幅度%	毛利率%
铁路行业	50.02%	4.46%	45.56%	-2.48%	48.04%	3.93%	44.11%
其中: 铁路行车安全综合监控系统	50.60%	5.29%	45.31%	-3.75%	49.06%	4.31%	44.75%
铁路行车安全专业监控系统	38.55%	-9.36%	47.91%	10.91%	37.00%	-5.19%	42.19%
电力行业	50.68%	21.45%	29.23%	26.69%	2.54%	-47.46%	50.00%
其他行业	43.81%	-7.60%	51.41%	42.17%	9.24%	-20.84%	30.08%
综合毛利率	49.84%	4.12%	45.72%	0.48%	45.24%	1.28%	43.96%

数据来源: 招股说明书

2. 资产运作能力良好

公司主要资产周转能力指标如下表所示:

图表 17: 公司资产周转率指标

项目	2010年1-9月	2009年度	2008年度	2007年度
应收账款周转率	1.95	2.38	1.68	2.5
存货周转率	1.95	2.74	5.57	3.71
总资产周转率	0.51	0.6	0.57	0.62

数据来源: 招股说明书

公司资产规模不断扩大，而且属于垫款较为严重的工程行业，然而存货周转率、应收账款周转率、总资产周转率保持平稳，证明了公司良好的资产运作和管理能力，运营效率较高。

3. 财务稳健，低负债高想象

图表 18: 公司历年偿债能力指标

项目	2010Q3	2009年	2008年	2007年
流动比率	5.25	2.72	2.63	2.82
速动比率	4.65	2.26	2.48	2.6
资产负债率(母公司)	17.62%	34.09%	32.81%	28.87%

数据来源: 招股说明书

公司近几年收入高速增长，流动比率和速动比率偿债能力指标基本保持稳定，始终保持在 2 倍以上，体现了良好的短期偿债能力。公司还执行较为稳健的财务政策，资产负债率也处于相对较低的水平，并且无对外担保，为公司未来经营规模扩张预留了债务融资的空间。通过本次发行股票募集资金，在本已极低的负债水平基础上，财务状况将进一步宽松，可以想象未来公司有可能在金融市场的推动下采取较为进取的经营举措。

四、募投项目分析

图表 19: 本次募投项目资金使用具体情况 单位: 万元

项目	软硬件投入	实施费用	流动资金	总投资	占比	第一年	第二年
1、铁路综合视频监控系统项目	2892.02	3399.81	1938.17	8230	32.17%	5641	2589
2、铁路防灾安全监控系统项目	2336.91	2929.9	2355.2	7622	29.79%	4714	2908
3、铁路综合监控系统平台项目	1485.49	1776.5	1278.01	4540	17.75%	3085	1455
4、销售与客户服务中心建设项目	1025.97	1664.03	-	2690	10.51%	1617	1073
5、研发中心建设项目	905.52	1596.48	-	2502	9.78%	1395	1107

数据来源: 招股说明书

综合来看, 本次募投项目可实现产品技术升级, 提高产品适用程度、扩大产品功能范围、提升产品使用效能, 使得公司产品能进一步顺应市场需求和 market 发展趋势, 大大提高产品的综合市场竞争能力。

销售与客户服务中心建设项目和研发中心建设项目, 均为提升公司整体经营能力。通过加大对公司业务链前端和后端的投入, 从总体上扩大公司的业务市场范围和产品的开发、组织、实施及维护能力, 达到提高公司盈利能力和增强公司综合竞争力的目标。

1. 主要募投产品简介

1.1 铁路综合视频监控系统项目

铁路综合视频监控系统是一个融合行车安全监控系统平台和多个专业监控子系统的综合性监控系统, 是中国铁路行车安全领域中的高端系统, 是公司的主导产品之一。

新的铁路综合视频监控系统将打破各部门独立建设的视频监控系统的凌乱局面, 在建设期间可以实现系统标准化、快速、高效的建设; 在运营期间实现各个部门对铁路运输生产各个环节、各种场所的直观监控, 极大地改善铁路安全生产形势, 有利于运输生产组织和调度指挥, 有利于安全事故的防范以及事后现场分析、故障及责任的定性定位。

公司是铁路综合视频监控系统领域最早开发成功、并实施商业应用的厂商之一, 市场占有率领先。募投项目的实施可以提高产品开发能力, 顺应技术潮流, 改善系统结构设计, 增加系统功能, 提高系统稳定性, 推动该产品在高速铁路大规模应用, 从而继续巩固公司的既有优势地位。**我们认为更重要的是: 系统采用全分布的处理与存储结构, 可以非常方便地实现各级节点**

数量和容量上的扩展，为系统以后的扩展提供了极大的空间。

图表 20: 公司在铁路综合视频监控系统平台市占率情况

铁路综合视频监控系统建设的主要公司及排名	市场占有率	
	2009 年	2008 年
1、北京世纪瑞尔技术股份有限公司	25.13%	41.50%
2、北京国铁华晨通信信息技术公司	62.10%	41.50%
3、河南辉煌科技股份有限公司	6.15%	6.36%

数据来源：铁道部科学技术信息研究所

1.2 铁路防灾安全监控系统项目

铁路防灾安全监控系统是保证客运专线交通安全运行的重要基础设施之一，是架构于通信传输系统之上的安全信息采集、监控系统，为列车运行管理提供数据和依据。铁路防灾安全监控系统监控内容主要包括风、雨、雪、地震、异物等监测对象。

项目投产后，可针对铁路防灾安全监控的技术发展趋势，改善系统结构设计，增加系统功能，基于防灾安全监控的特点，有针对性地升级改造系统产品，提高系统技术水平，各类防灾安全监控信息内容包括灾害种类、发生时间、地段、灾害级别、处理意见等均会更加细致准确，将更好的满足铁路用户防灾安全的需要，从而增强获单能力。

公司与江苏今创安达、河南辉煌科技处于行业领先地位，市场份额较其他厂商领先较多。虽然辉煌科技在 10 年高铁市场产生突破性进展，但是从行业健康发展角度，监管层不可能让一家独大，对具备较强实力的公司而言仍将占据较大市场份额。

图表 21: 公司在铁路防灾安全监控系统平台市占率情况

铁路防灾安全监控系统平台建设的主要公司及排名	2009 年度市场占有率
1、北京世纪瑞尔技术股份有限公司	45.16%
2、江苏今创安达交通信息技术有限公司	45.16%

数据来源：铁道部科学技术信息研究所

1.3 铁路综合监控系统平台项目

铁路综合监控系统方面，公司的市占率排名第一，技术水平、产品质量、应用经验均领先于竞争对手。该产品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。

图表 22: 公司在铁路综合监控系统平台市占率情况

铁路综合监控系统平台(含通信系统监控)建设的主要公司及排名	2009 年度市场占有率	2008 年度市场占有率	2007 年度市场占有率
1、北京世纪瑞尔技术股份有限公司	68.00%	60.00%	54.00%
2、中国软件与技术服务股份有限公司	11.00%	15.00%	12.00%

数据来源: 铁道部科学技术信息研究所

项目投产后, 将提高综合监控系统的整体“平台化”水平, 实现从前端的数据采集、到高端监控平台技术全面升级: 将增加系统平台综合监控的业务范围, 将机车监控、工务监控等纳入综合监控系统平台。升级后的铁路综合监控系统平台将成为能涵盖目前各个行车安全专业监控系统的高吸纳性的综合监控管理平台。

“既有线路的电气化改造”将推动综合监控平台高增长。综合监控系统平台, 是通过一个完全集成一体化的平台性监控系统, 实现了各专业监控子系统的互联互通、信息共享、集中管理。根据管理需要, 整个监控系统可以在统一的平台上, 根据综合后的监控信息虚拟出多个不同的监控系统, 如信号、通信、车辆、电力、车务监控管理系统及对象监控管理系统。

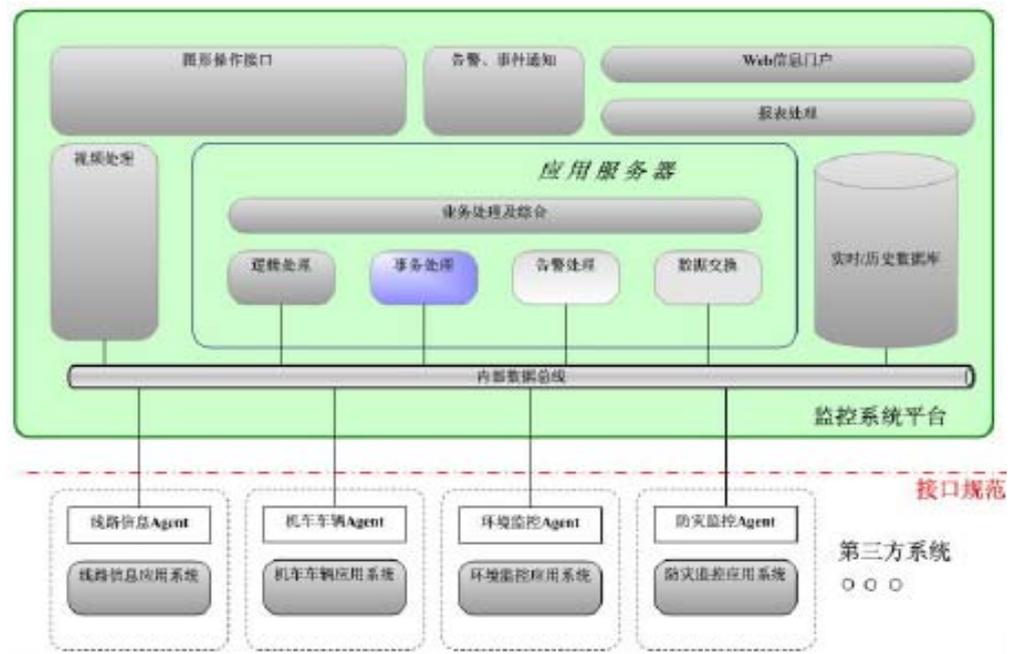
因为《中长期铁路发展规划》重点提到 2020 年将铁路电气化率提高到 60% 以上, 所以既有线路的电气化改造将直接带动对电气化运营有监控能力的铁路行车安全监控系统的建设, 尤其是铁路综合监控系统平台。2009 年间既有线扩能改造效果显著, 全年既有线增建复线和电气化改造完成投资 736.73 亿元, 比上年多 312.83 亿元, 增长 73.8%。

图表 23: 《中长期铁路网规划(2008 年调整)》中对既有线扩建及电气化改造的规划

序号	既有线增建二线(1.9万公里) 电气化改造(2.5万公里)	功能定位
1	大同、神府、太原等10个煤炭基地的外运通道	强化“三西”地区煤炭外运能力
2	原“五纵五横”综合运输大通道	复线建设和电气化改造
3	主要客货枢纽建设	客货交通运输一体化
4	集装箱中心站	提高集装箱运输能力

数据来源: 铁道部科学技术信息研究所

图表 24: 铁路综合监控系统平台结构, 多系统兼容性使其受益于电气化率的提高



数据来源: 招股说明书

2. 募投项目进度、费用及效益分析

根据招股说明书披露, 预计公司所有产品都是 2 年内达产。固定及无形资产产生的折旧及摊销费用将会在 5 年内逐年递增。大致产生年均 1392 万元的费用。

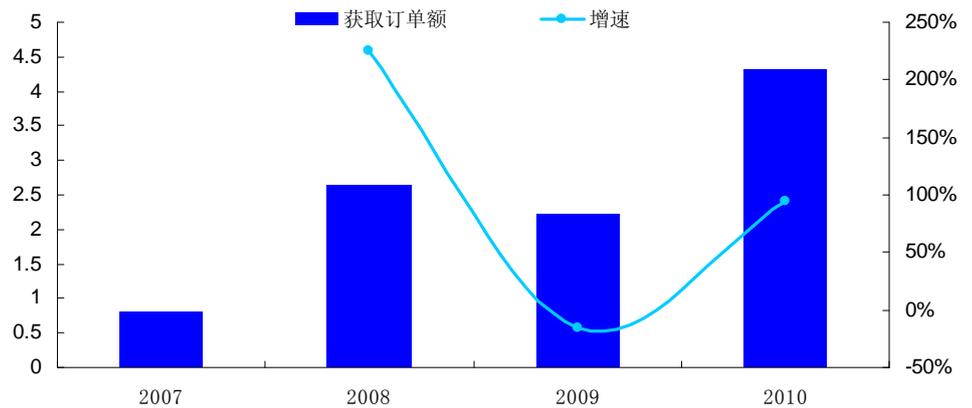
图表 25: 募投项目产生的折旧和摊销费用 单位: 万元

项目	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
固定资产折旧费	300.23	767.33	934.21	934.21	934.21
无形资产摊销费	239.83	612.73	745.80	745.80	745.80
合计	540.06	1,380.06	1,680.01	1,680.01	1,680.01

数据来源: 招股说明书

近年来公司收入高速增长, 去年收入增长 70.2%, 但仅为 1.5 亿元, 相比较下, 2010 年公司在手订单就达到了 4.58 亿元 (含税), 因此可以预计公司近期仍将高增速长; 同时行业内保持较高景气, 高铁建设规模在短期内将会大幅增长, 10 年内 1.6 万公里的建设规模将会在头 3 年内达到 1.2 万公里, 全国范围内经过提速之后的快速线路也将达到 5 万公里, 占全路的 41.7%。而从公司目前情况来看, 来自于高速铁路领域的订单占订单总额的比例超过了 70%, 同时三大主导产品的市占率均较高, 处于行业龙头地位, 因此在可见的时间内公司收入维持高速增长的可能性非常大。

图表 26: 随着铁路市场快速增长, 公司近年获单总额总体保持高速增长态势 单位: 亿元



数据来源: 招股说明书

图表 27: 公司披露在手订单情况

序号	销售合同签订时间	合作实体	内容	金额 (万元)
1	2010年3月	广深铁路股份有限公司	广深港客运专线防灾安全监控系统	500.00
2	2010年4月	北京全路通信信号研究设计院	向莆铁路综合视频监控系统	3,960.00
3	2010年4月	宁杭铁路有限责任公司	宁杭客运专线综合视频监控	2,700.00
4	2010年6月	中铁建电气化局集团有限公司	汉宜客运专线综合监控系统(含通信监控)、综合视频监控系统	1,974.00
5	2010年6月	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	郑西客专综合视频监控二期	3,500.00
6	2010年7月	北京全路通信信号研究设计院	向莆客运专线综合监控系统(含通信监控系统)	330.00
7	2010年8月	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	厦深客运专线(福建段)综合监控系统(含通信监控)、综合视频监控系统	1,350.00
8	2010年8月	北京全路通信信号研究设计院	沪杭综合视频监控二期	900.00
9	2010年9月	北京国铁华晨通信信息技术公司	哈大客运专线综合监控系统(含通信监控)	1853.68
10	2010年9月	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	京沪客运专线综合监控系统(含通信监控系统)	2,700.00
11	2010年10月	中铁建电气化局集团有限公司	京石武客运专线综合视频监控	17,300.00
			其他项目	8,752.67
合计				45,820.35

数据来源: 招股说明书

五、盈利预测

预计 2010-2012 年净利润增长率分别为 65.1%、39.4%、34.5%，每股收益分别为 0.52 元、0.72 元和 0.97 元。合理价值区 25~28 元，按照 25 元计算，对应 2010 年、2011 年的市盈率分别为 48.3 和 34.7 倍。

关键假设：

单位 元	2007	2008H1	2008	2009H1	2009	2010-1-3Q	2010E	2011E	2012E
总收入	82,503,400	-	91,141,500	-	155,530,500	164,285,800	234,541,200	333,286,193	457,936,768
铁峰综合监控系统平台(含通信监控)	41,376,700		24,801,500		33,539,900	40,421,400	50,309,850	75,464,775	113,197,163
铁峰综合视频监控监控系统	27,634,300		57,172,200		104,762,800	46,399,500	89,048,380	129,120,151	180,768,211
铁峰防灾安全监控系统	-		-		3,425,100	66,416,400	80,000,000	112,000,000	145,600,000
其他监控系统	13,492,400		9,167,800		13,802,700	11,048,500	15,182,970	16,701,267	18,371,394
收入增长率	0.0%		10.5%		70.6%		50.8%	42.1%	37.4%
铁峰综合监控系统平台(含通信监控)	0.0%		-40.1%		35.2%		50.0%	50.0%	50.0%
铁峰综合视频监控监控系统	0.0%		106.9%		83.2%		-15.0%	45.0%	40.0%
铁峰防灾安全监控系统	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	40.0%	30.0%
其他监控系统	0.0%		-32.1%		50.6%		100%	10.0%	10.0%
毛利率	44.0%		45.2%		45.7%	49.8%	48.7%	49.0%	49.2%
铁峰综合监控系统平台(含通信监控)	37.2%		47.8%		51.0%	49.4%	50.0%	50.0%	50.0%
铁峰综合视频监控监控系统	50.2%		48.1%		46.0%	55.7%	50.0%	50.0%	50.0%
铁峰防灾安全监控系统	0.0%		0.0%		17.5%	49.3%	50.0%	50.0%	50.0%
其他监控系统	51.7%		20.1%		38.0%	30.2%	30.0%	30.0%	30.0%
营业成本	46,236,500	-	49,910,100	-	84,422,100	82,403,300	120,307,194	169,983,350	232,642,663
铁峰综合监控系统平台(含通信监控)	25,970,000		12,935,800		16,450,600	20,460,800	25,154,925	37,732,388	56,598,581
铁峰综合视频监控监控系统	13,749,600		29,644,800		56,581,200	20,553,700	44,524,190	64,560,076	90,384,106
铁峰防灾安全监控系统	-		-		2,826,100	33,673,700	40,000,000	56,000,000	72,800,000
其他监控系统	6,516,900		7,329,500		8,564,200	7,715,100	10,628,079	11,600,887	12,859,976
收入占比									
铁峰综合监控系统平台(含通信监控)	50.2%		27.2%		21.6%		21.5%	22.6%	24.7%
铁峰综合视频监控监控系统	33.5%		62.7%		67.4%		38.0%	38.7%	39.5%
铁峰防灾安全监控系统	0.0%		0.0%		2.2%		34.1%	33.6%	31.8%
其他监控系统					8.9%		6.5%	5.0%	4.0%

利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	91.72	156.13	234.54	333.29	457.94	现金	78.91	182.18	831.02	759.68	819.38
YOY(%)	10.4%	70.2%	50.2%	42.1%	37.4%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	49.91	84.42	120.31	169.98	232.64	应收款项净额	67.99	73.81	110.88	157.56	216.49
营业税金及附加	1.21	0.88	1.32	1.88	2.58	存货	9.14	52.48	70.39	96.19	131.69
销售费用	6.72	10.87	15.25	21.66	29.77	其他流动资产	1.55	1.42	2.13	3.03	4.16
占营业收入比(%)	7.3%	7.0%	6.5%	6.5%	6.5%	流动资产总额	157.59	309.89	1,014.42	1,016.46	1,171.72
管理费用	12.90	18.80	28.14	39.99	54.95	固定资产净值	23.95	24.87	187.84	301.01	355.13
占营业收入比(%)	14.1%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	减: 资产减值准备	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EBIT	20.98	41.16	69.52	99.76	137.99	固定资产净额	23.95	24.87	187.84	301.01	355.13
财务费用	(0.67)	(0.12)	(1.82)	(2.86)	(2.84)	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	-0.7%	-0.1%	-0.8%	-0.9%	-0.6%	在建工程	0.00	0.00	29.81	51.13	25.82
资产减值损失	(1.15)	(0.15)	0.00	0.00	0.00	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产总额	23.95	24.87	217.66	352.14	380.96
营业利润	20.50	41.11	71.34	102.63	140.83	无形资产	0.15	0.08	0.08	0.07	0.07
营业外净收入	5.25	6.95	8.00	8.00	8.00	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	25.75	48.07	79.34	110.63	148.83	其他长期资产	0.88	0.87	0.87	0.87	0.87
所得税	2.74	5.78	9.52	13.28	17.86	资产总额	182.57	335.71	1,233.03	1,369.54	1,553.61
所得税率(%)	10.6%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	循环贷款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	23.01	42.29	69.82	97.35	130.97	应付款项	43.93	47.84	64.17	87.69	120.04
占营业收入比(%)	25.1%	27.1%	29.8%	29.2%	28.6%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他流动负债	15.97	66.11	90.74	125.36	171.79
归属母公司净利润	23.01	42.28	69.82	97.35	130.97	流动负债	59.90	113.95	154.91	213.04	291.84
YOY(%)	11.4%	83.7%	65.1%	39.4%	34.5%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	0.46	0.42	0.52	0.72	0.97	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	0.00	0.50	1.00	1.50	2.00
						负债总额	59.90	114.45	155.91	214.54	293.84
						少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						股东权益	122.67	221.26	1,077.12	1,155.00	1,259.78
						负债和股东权益	182.57	335.71	1,233.03	1,369.54	1,553.61
主要财务比率	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力						税后利润	23.01	42.28	69.82	97.35	130.97
营业收入	10.4%	70.2%	50.2%	42.1%	37.4%	加: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	37.4%	100.5%	73.5%	43.9%	37.2%	公允价值变动	1.15	0.15	0.00	0.00	0.00
净利润	11.4%	83.7%	65.1%	39.4%	34.5%	折旧和摊销	0.00	0.00	7.22	15.52	21.19
获利能力						营运资金的变动	-5.95	5.53	-14.23	-14.75	-16.26
毛利率(%)	45.6%	45.9%	48.7%	49.0%	49.2%	经营活动现金流	18.21	47.96	62.80	98.13	135.90
净利率(%)	25.1%	27.1%	29.8%	29.2%	28.6%	短期投资	0.36	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	18.8%	19.1%	6.5%	8.4%	10.4%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROA(%)	12.6%	12.6%	5.7%	7.1%	8.4%	固定资产投资	0.00	-0.77	-200.00	-150.00	-50.00
偿债能力						投资活动现金流	0.36	-0.77	-200.00	-150.00	-50.00
流动比率	2.63	2.72	6.55	4.77	4.01	股权融资	0.01	87.00	800.00	0.00	0.00
速动比率	2.48	2.26	6.09	4.32	3.56	长期贷款的增加/(0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	32.8%	34.1%	12.6%	15.7%	18.9%	公司债券发行/(0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力						股利分配	0.00	-30.00	-13.96	-19.47	-26.19
总资产周转率	50.2%	46.5%	19.0%	24.3%	29.5%	计入循环贷款前融	0.01	57.00	786.04	-19.47	-26.19
应收账款周转天数	270.57	172.55	172.55	172.55	172.55	循环贷款的增加(注	0.11	29.08	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	65.26	224.56	224.56	224.56	224.56	融资活动现金流	0.12	56.08	786.04	-19.47	-26.19
每股指标(元)						现金净变动额	18.69	103.27	648.84	-71.34	59.70
每股收益	0.46	0.42	0.52	0.72	0.97						
每股净资产	2.45	2.21	7.98	8.56	9.33						
估值比率											
P/E	54.3	59.1	48.3	34.7	25.8						
P/B	10.2	11.3	3.1	2.9	2.7						

六、主要风险

- 1、主营业务依赖单一客户的风险。公司依赖大规模工程订单的获得，但不排除本公司在今后某一较长时段内无法获得大额合同的可能性。
- 2、业务依赖单一市场的风险。近三年及一期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。
- 3、税收优惠政策变动的风险。公司属于软件行业，能否持续享受软件产品增值税优惠政策取决于国家税收政策的颁布实施，这方面对净利润影响程度较大，具有一定不确定性。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我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询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。