世纪瑞尔（300150） 应用软件

受益于铁路信息化投入的高速增长

投资评级	公司评级	收盘价	元

投资要点：

公司主要产品为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。2009年公司在行车安全监控系统领域的市场占有率为20.12%，是这一细分行业的龙头。

《中长期铁路网规划（2008年调整）》要求到2020年，全国铁路营业里程达到12万公里以上，复线率和电气化率分别达到50%和60%以上。未来五年，铁路信息化规模年复合增长率预计在24%左右，其中，作为铁路信息化重点目标之一的行车安全监控系统，占总投资额的比例逐步升高，增速高于铁路信息化投资总额的增速。

铁路行车安全监控系统在技术方面对系统运行稳定性、安全性等要求极高，因此有一定的技术门槛，而且产品专有性较强，用户转移成本大，公司多年的客户资源和技术经验积累都形成了较强的先发优势，因此新进者的进入成本较高，目前寡头垄断的格局很难打破，这也支撑了公司稳定的毛利率。

截止招股说明书签署之日，2010年世纪瑞尔获取订单4.32亿元（含税），在手订单金额达到4.58亿元（含税），合同订单较为充足，在一定程度上保障了近年公司的成长。

募投项目主要针对公司的三大监控产品，同时加强销售与客服中心以及研发中心的建设，通过加大对公司业务链前端和后端的投入，可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，从而有效提高公司盈利能力，增强公司综合竞争力。

我们预计公司2010-2012年全面摊薄EPS分别为0.45、0.67、0.97元，参照软件行业的估值，公司合理估值可取11年35-40倍PE，对应估值区间23.5-26.8元。

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	156	228	342	496
营业收入增长率	70.2%	46.0%	50.0%	45.0%
净利润（百万元）	42	61	90	131
净利润增长率	83.7%	44.6%	46.9%	45.4%
EPS（元）	0.31	0.45	0.67	0.97

2010 年 12 月 08 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)
上证指数/深圳成指
50 日均成交额(百万元)
市净率(倍)
股息率

基础数据

流通股(百万股)
总股本(百万股)
流通市值(百万元)
总市值(百万元)
每股净资产(元)
净资产负债率

股东信息

大股东名称
持股比例

52 周行情图

相关研究报告

联系方式

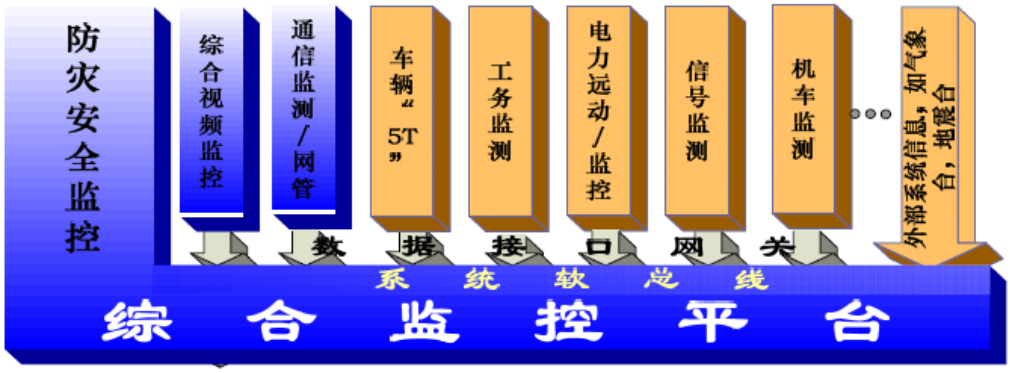
研究员： 李芬
执业证书编号： S0020109021251
电 话： 021-51097188-1938
电 邮： lifen@gyzq.com.cn
联系人： 赵喜娟
电 话： （86-21）51097188-1952
电 邮： zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址： 中国安徽省合肥市寿春路179 号（230001）

第 1 部分　公司概况

世纪瑞尔是国内行车安全监控系统的龙头

公司成立于1999年，现已成为行车安全监控系统这一细分行业的龙头。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%。主要产品包括铁路综合监控系统平台与通信监控系统、铁路综合视频监控系统、铁路防灾安全监控系统，三项产品分别占2010年前三季度销售收入的24.6%、28.24%和40.43%。过去三年公司营业收入年均增长37.08%。

图1、铁路行车安全监控的专业划分，蓝色部分为公司主营产品



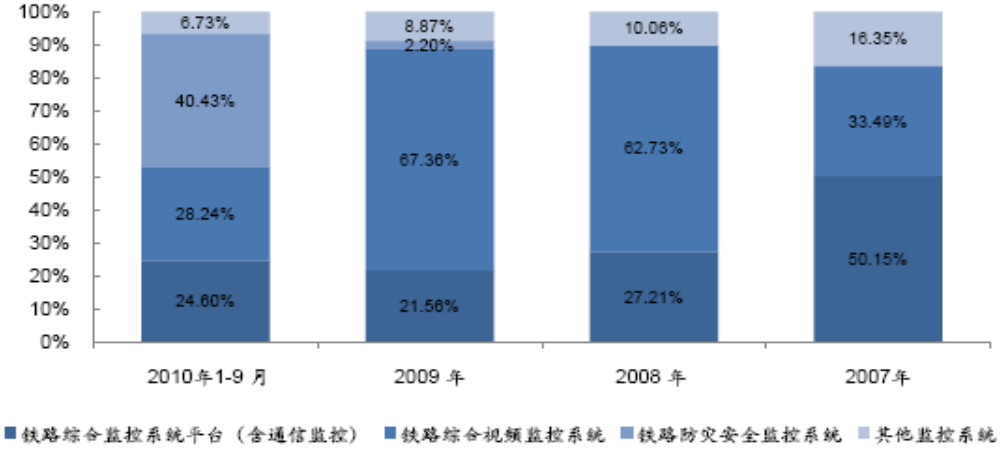
资料来源：招股说明书

表1、公司产品具体情况

产品名称	监控或服务对象	功能
铁路综合监控系统平台	行车安全监控管理平台	对铁路行车安全监控所涉及的各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：招股说明书

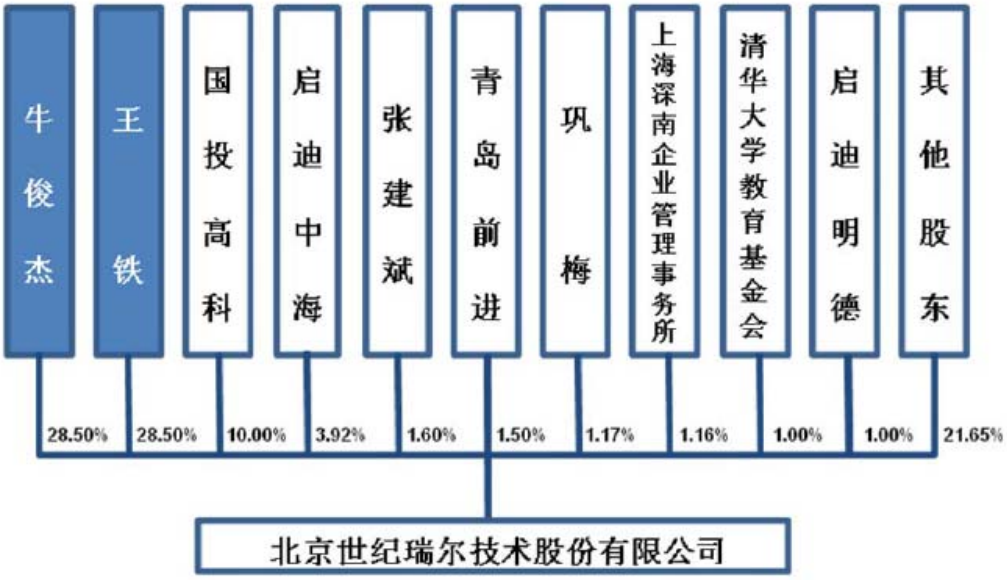
图2、公司各产品营业收入占比



资料来源：招股说明书

公司控股股东、实际控制人为公司董事长牛俊杰和副董事长王铁。发行前，董事长牛俊杰和副董事长王铁持股相同，共57%，发行后，其股份将被稀释至42.22%。其中，国投高科、清华大学教育基金会、启迪中海和启迪明德（后两者实际控制人均为清华大学教育基金会）为2009年引入的产业投资者，发行后共同持股9.2%，由于国投高科和清华大学都有与铁路相关的业务、资产或者项目，因此对公司的业务拓展将有助益。

图3、公司发行前股权结构图



资料来源：招股说明书

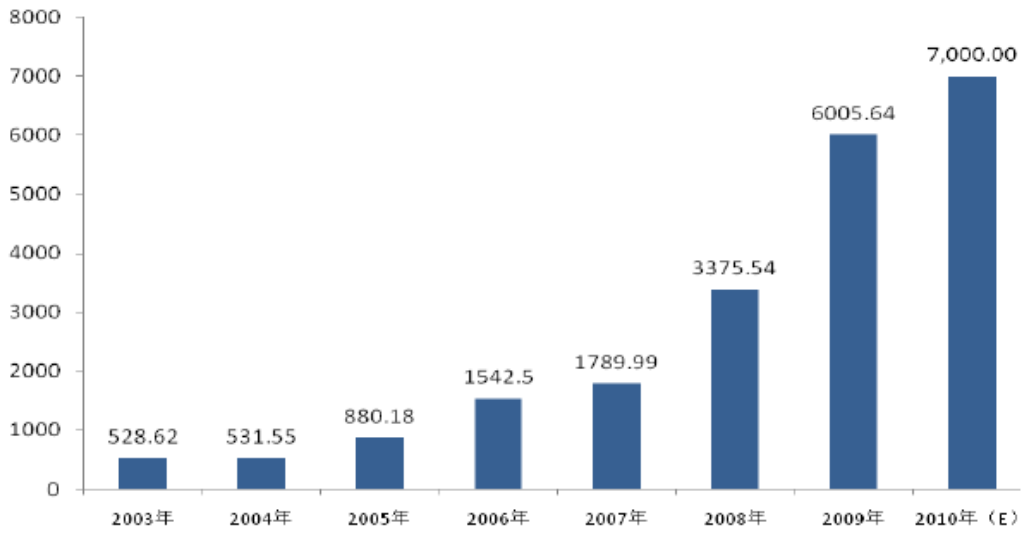
第 2 部分 行业分析

铁路信息化建设进入黄金时代

《中长期铁路网规划（2008年调整）》要求到2020年，全国铁路营业里程达到12万公里以上，复线率和电气化率分别达到50%和60%以上。

从铁道部2004年提出铁路跨越式发展以来，中国铁路投资规模逐年加大，建设标准也不断提高，主要铁路建设项目都会产生对铁路信息化投资的需求。

图4、2003-2010年我国铁路基本建设大幅增加（单位：亿元）

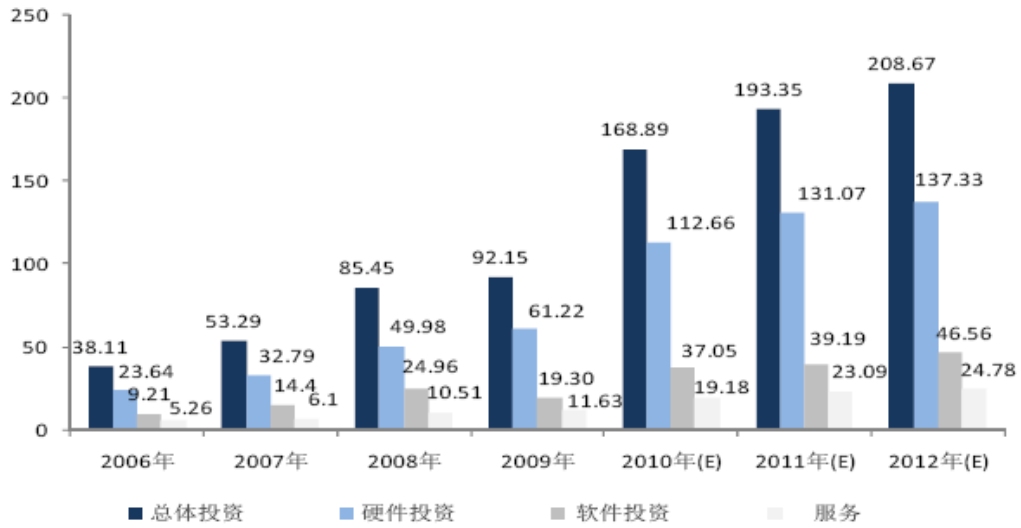


资料来源：招股说明书

按照铁路建设的阶段，铁路信息化建设通常滞后于铁路基础建设两年左右，因此未来三年将是铁路信息化建设高潮期。

根据铁道部科学技术信息研究所统计，2008年铁路行业信息化建设投资总额为85.45亿元人民币，同比增长60.34%。2009年铁路行业信息化建设投资总额为92.15亿元人民币，同比增长7.84%。

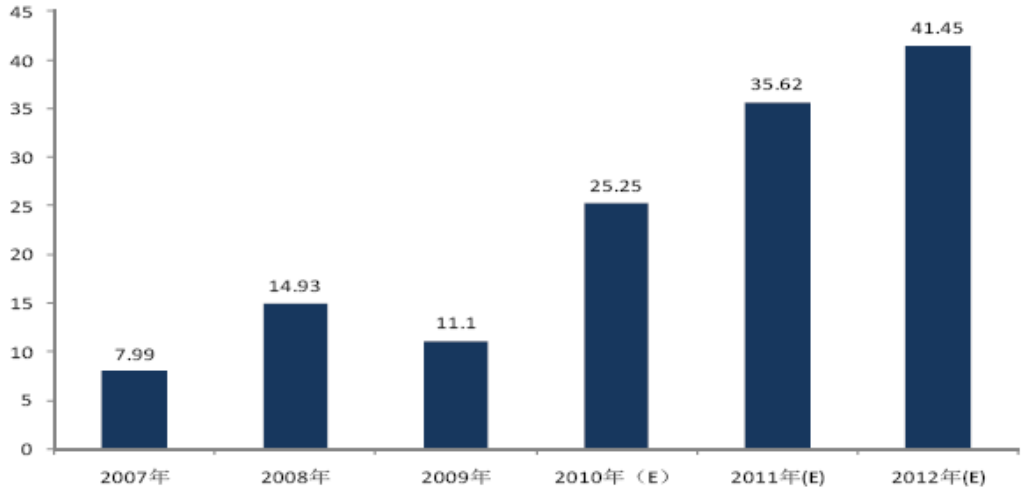
图5、2006年-2012年铁路行业信息化建设投资不断攀升（单位：亿元）



资料来源：招股说明书

根据铁道部科学技术信息研究所统计，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6、2007年-2012年，铁路行车安全监控系统建设进入黄金时代（单位：亿元）



资料来源：招股说明书

未来五年，铁路信息化规模年复合增长率预计在24%左右，其中，作为铁路信息化重点目标之一的行车安全监控系统，占总投资额的比例逐步升高，增速高于铁路信息化投资总额的增速。

进入壁垒高，行业格局稳定

就铁路信息化整体市场而言，各厂商的占有份额是相当分散的；但是就行车安全监控这一细分领域而言，主要厂商的占有份额又是相当集中的。

表2、2009年铁路行车安全监控系统主要供应商排名及占有率

排名/占有率	2009	2008	2007
1	北京世纪瑞尔/20.12%	北京世纪瑞尔/17.15%	河南辉煌科技/13.62%
2	江苏今创安达/ 11.58%	北京国铁华晨/15.11%	北京世纪瑞尔/11.45%
3	河南辉煌科技/ 10.70%	保定天河电子/8.24%	保定天河电子/ 7.29%
4	北京国铁华晨/ 7.05%	辉煌科技/ 6.13%	北京国铁华晨/ 5.53%
合计	49.45%	46.63%	37.89%

资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

可以看到，前四大供应商占有率年年攀升，集中度越来越大，目前已接近50%，基本上属于寡头垄断，但排名有些变化，而世纪瑞尔的占有率也是一路走高，与第二名的差距越来越大。

铁路行车安全系统进入门槛较高：

1、铁路的运输生产系统庞大而又复杂，对安全性要求极高，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。

2、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。

3、由于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。
4、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。
5、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。

铁路行车安全监控系统在技术方面对系统运行稳定性、安全性等要求极高，因此有一定的技术门槛，而且产品专有性较强，用户转移成本大，公司多年的客户资源和技术经验积累都形成了较强的先发优势，而且这种优势将使强者恒强，拉开差距，预计目前寡头垄断的格局很难打破，而这种格局也支撑了公司稳定的毛利率。

截止招股说明书签署之日，2010年世纪瑞尔获取订单4.32亿元（含税），在手订单金额达到4.58亿元（含税），合同订单较为充足，在一定程度上保障了近年公司的成长。

第3部分 募投项目提升公司综合竞争力

公司募集资金主要投向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、销售与客户服务中心建设项目和研发中心建设项目。募投项目将在产品上实现产品技术升级，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市场发展趋势，大大提高产品的综合市场竞争能力；在业务链前端和后端建设上，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，从而提高公司盈利能力和增强公司综合竞争力。

表3、募投项目情况

募投项目	总投资（万元）	动态投资回收期（含建设期）	投资利润率	项目内部收益率（税后）	建设期
铁路综合视频监控系统项目	8,230.	4.1 年	24.50%	33.39%	2 年
铁路防灾安全监控系统项目	7,622	4.32 年	21.72%	29.90%	2 年
铁路综合监控系统平台项目	4,540	4.48 年	32.47%	25.90%	2 年
销售与客户服务中心建设项目	2,690	-	-	-	2 年
研发中心建设项目	2,502	-	-	-	2 年

数据来源：招股说明书，国元证券

第 4 部分 盈利预测和估值分析

利润表 单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	156	228	342	496
营业成本	84	119	176	255
营业税金及附加	1	1	1	1
营业费用	11	16	24	34
管理费用	19	27	44	64
财务费用	-0	-5	-6	-8
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	41	70	103	149
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	48	70	103	149
所得税	6	9	13	19
净利润	42	61	90	131
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	42	61	90	131
EPS（元）	0.31	0.45	0.67	0.97

我们预计公司 2010-2012 年全面摊薄 EPS 分别为 0.45、0.67、0.97 元，参照软件行业的估值，公司合理估值可取 11 年 35-40 倍 PE，对应估值区间 23.5-26.8 元。

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义			
	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%”以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%”之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%”之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%”以上		

(2)行业评级定义	
推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn