

公司研究

评级：无

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街九号
院一号楼六层信达证券研发中心

边铁城

证书编号：S1500210020005

010-63081253

Biantiecheng@cindasc.com

发行上市资料

总股本（万股）	10000
发行量（万股）	3500
发行价（元）	32.99

主要股东及持股比例

牛俊杰	35.55%
王铁	35.55%
启迪中海创投	2.75%
陈海勇	2.34%
张建斌	2.00%

世纪瑞尔：铁路行车监控市场的领先者

2010年12月16日

投资要点：

- ◆ 公司主要从事铁路行车安全监控系统产品的开发、生产、销售，为铁路提供安全保障所需的监控系统产品，主要产品有铁路综合视频监控监控系统、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。
- ◆ 近年来我国铁路建设明显加快，2009年全国铁路建设投资6005.64亿元，增幅达到77.92%，2010年安排基本建设投资达到7000亿元，铁路建设进入高峰期。随着铁路建设投资规模增加，铁路信息化投资也相应增加。尤其随着铁路运输不断提速和路网系统不断扩大时，铁路用户对安全监控的需求持续上升。根据铁道部科学技术信息研究所预测，2008到2012年铁路行车安全监控系统的建设投资规模将持续快速增长，年复合增长率达到29.08%。
- ◆ 铁路信息化市场是一个高度专业的市场，可以划分为许多细分领域。在每一细分领域形成了具有一定优势的专业厂商。公司是铁路行车安全监控系统的市场领先者。根据铁路科学技术信息研究所的统计报告，2009年公司在行车安全监控系统领域的市场占有率达到20.12%，位列第一。
- ◆ 2007年至2010年1-9月，公司主营业务收入持续增长，尤其2009年公司主营业务收入增长了70.22%，主要因为铁路建设投资增加，带动铁路信息化进入加速发展阶段，对行车安全监控产品的需求不断增加。随着收入持续增长，利润也实现了持续增长。
- ◆ 公司本次发行募集资金将投向铁路综合视频监控监控系统、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、研发中心建设等项目，主要用于现有产品技术升级。
- ◆ 我们预测2010-2012年公司的业务收入分别为2.34亿元、3.51亿元和4.92亿元，增速分别为50%、50%和40%；2010-2012年归属于上市公司股东的净利润为0.69亿元、1.04亿元和1.45亿元，对应的全面摊薄每股收益分别为0.51元、0.77元和1.08元。公司发行价为32.99元，对应2010年和2011年的市盈率分别为64.7X、42.9X，与目前创业板的平均市盈率相当，也与业务接近辉煌科技目前估值水平接近。

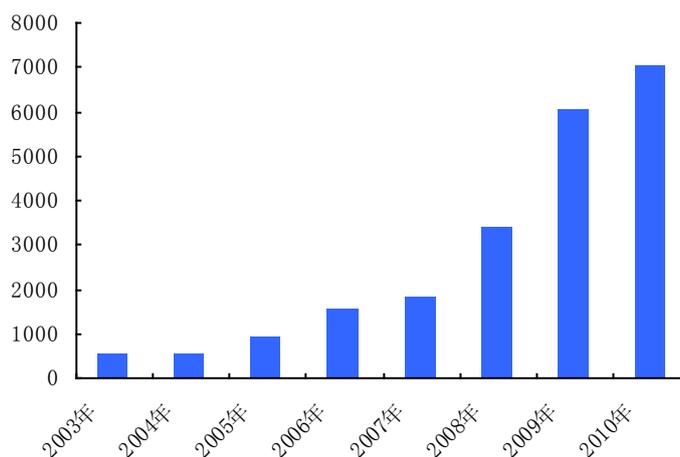
公司主要从事铁路行车安全监控系统产品的开发、生产、销售，为铁路提供安全保障所需的监控系统产品。公司主要产品包括铁路综合视频监控系统、铁路防灾安全监控系统、铁路综合监控系统平台、铁路通信监控系统等。

1. 我国铁路建设带动铁路信息化快速发展

1.1 2008 年开始铁路建设投资明显增加

改革开放以来，我国铁路建设严重滞后，1978-2008 年我国铁路营运里程年均复合增长率仅为 2.19%，而货物运输量年均复合增长率达到 12.42%，二者不相匹配。2008 年铁道部发布了《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，电化率由 50%调整为 60%以上。由此铁路建设投资规模明显增加，2009 年全国铁路建设投资 6005.64 亿元，增幅达到 77.92%，2010 年安排基本建设投资达到 7000 亿元，铁路建设进入高峰期。

图 1：2003-2010 年中国铁路基本建设投资情况



数据来源：铁道部历年统计公布

1.2 铁路信息化需求旺盛

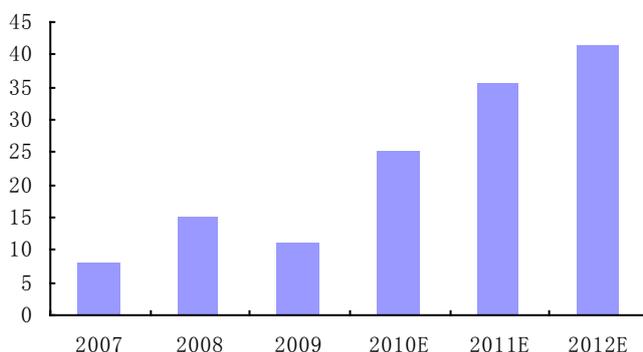
铁路信息化在铁路运输中具有关键性和基础性的作用，通过信息技术的应用可以提升铁路运输能力和效率。中国铁路以占世界铁路 6%的营业里程完成了世界铁路 25%上网工作量，旅客周转量、货物发送量、运输密度和换算周转量等指标居世界第一。铁路信息化正是中国铁路创造奇迹的一个非常重要因素。

当前铁路信息化建设正处于一个全面升级和大力发展的阶段。随着铁路建设投资规模增加，铁路信息化投资也相应增加。根据铁道部科学技术信息研究所统计，2008 年和 2009 年铁路行业信息化建设投资总额为 85.45 亿元和 92.15 亿元，同比分别增长 60.34%和 7.84%。

1.3 铁路安全监控市场持续快速增长

随着铁路运输不断提速和路网系统不断扩大时，铁路用户对安全监控的需求持续上升。当前行车安全监控系统几乎覆盖了铁路运输的各个环节。根据铁道部科学技术信息研究所预测，2008 到 2012 年铁路行车安全监控系统的建设投资规模将持续快速增长，年复合增长率达到 29.08%。

图 2:2007-2012 年中国铁路行车安全监控系统建设投资情况



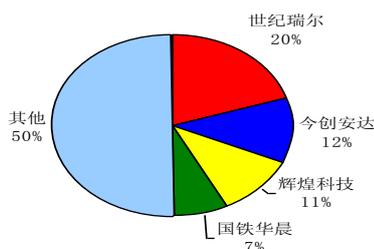
数据来源：铁道部科学技术信息研究所

2. 公司是铁路行车安全监控系统的市场领先者

铁路信息化市场是一个高度专业的市场，可以划分为许多细分领域。在每一细分领域形成了具有一定优势的专业厂商，但在整个铁路信息化市场还没有在多个领域占优的企业。

公司是铁路行车安全监控系统的市场领先者。根据铁路科学技术信息研究所的统计报告，2009 年公司在行车安全监控系统领域的市场占有率达到 20.12%，位列第一。

图 3:2009 年铁路行车安全监控市场主要供应商市场占有率情况



数据来源：铁道部科学技术信息研究所

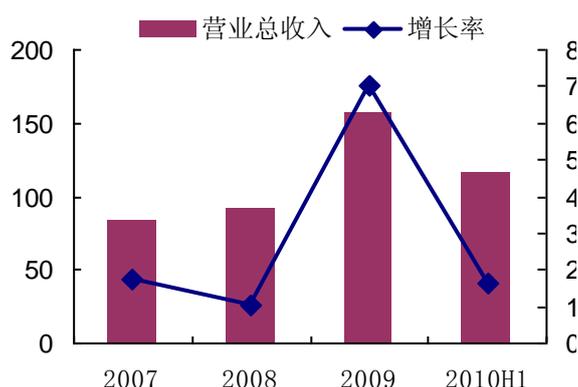
自设立以来。公司累计实施了近 400 个铁路行车安全监控项目。其中铁路综合监控系统（包括通信监控系统）实施了超过 350 个项目，累计覆盖电气化铁路 2.4 万公里，占全部电气化铁路里程的 80%，覆盖里程数排名第一；铁路视频监控系统、铁路防灾安全监控系统覆盖里程数排名均第一，占已建设视频监控系统和防灾安全监控系统的客运专线里程的 40%和 45%。

3. 财务分析

3.1 收入和利润增长情况

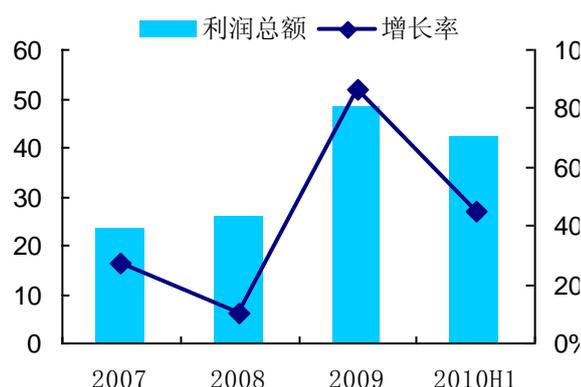
公司以提供铁路行车安全监控系统软件产品及服务为主营业务。2007 年至 2010 年 1-9 月，公司主营业务收入持续增长，尤其 2009 年公司主营业务收入增长了 70.22%，主要因为铁路建设投资增加，带动铁路信息化进入加速发展阶段，对行车安全监控产品的需求不断增加。

图 4: 公司营业收入增长情况



资料来源：公司招股说明书

图 5: 公司利润总额增长情况



资料来源：公司招股说明书

随着收入持续增长，利润也实现了持续增长。其中营业利润占利润总额的比例持续上升，由 2007 年的 63.94% 上升至 2010 年 1-9 月的 87.20%，主营业务日益突出并成为公司主要利润来源。

3.2 毛利率稳中有升

由于公司主要产品售价和原材料价格波动不大，因此近年来综合毛利率保持稳中有升的态势。2010 年 1-9 月毛利率达到 49.84%，明显高于前三年水平，主要因为武广防灾及沪杭综合视频监控等项目利润水平相对较高，而且原材料采购量扩大使得成本有一定幅度的下降。

与同行业或者业务相近上市公司相比，公司毛利率水平与它们基本处于同一水平。

表 1：2007-2009 年同行业上市公司毛利率情况

	2009 年	2008 年	2007 年
辉煌科技	49.99%	49.63%	46.22%
鼎汉技术	47.60%	52.16%	52.39%
特锐德	35.33%	35.52%	26.38%
世纪瑞尔	45.72%	45.24%	43.96%

资料来源：公司公告

4. 募投资项目

公司本次发行募集资金将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、销售与客户服务中心建设、研发中心建设等项目。

表 2：公司募投资项目及投资额

募投资项目	投资额（万元）
1、铁路综合视频监控系统项目	8230.00
2、铁路防灾安全监控系统项目	7622.00
3、铁路综合监控系统平台项目	4540.00
4、销售与客户服务中心建设项目	2690.00
5、研发中心建设项目	2502.00
6、其他	
合计	25584.00

资料来源：公司招股说明书

本次发行募投资金主要用于现有产品技术升级，以提高产品适用程度、扩大产品功能范围，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力。销售与客户服务中心建设和研发中心建设是加强公司业务链前端和后端，扩大公司业务的市场范围和产品开发能力，提升公司盈利能力和综合竞争力。

5. 盈利预测及估值情况

我们预测 2010-2012 年公司的业务收入分别为 2.34 亿元、3.51 亿元和 4.92 亿元，增速分别为 50%、50%和 40%；2010-2012 年归属于上市公司股东的净利润为 0.69 亿元、1.04 亿元和 1.45 亿元，对应的全面摊薄每股收益分别为 0.51 元、0.77 元和 1.08 元。

表 3：利润预测表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	156	234	351	492
营业成本	84	112	169	236
营业税金及附加	1	2	3	4
营业费用	11	18	26	36
管理费用	19	34	49	66

财务费用	-0	-3	-3	-4
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	108	153
营业外收入	7	8	10	12
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	48	79	118	165
所得税	6	9	14	20
净利润	42	69	104	145
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	42	69	104	145
EBITDA	42	69	106	151
EPS (元)	0.31	0.51	0.77	1.08

资料来源：信达证券

公司发行价为 32.99 元, 对应 2010 年和 2011 年的市盈率分别为 64.7X、42.9X, 与目前创业板的 2010 年和 2011 年平均市盈率相当。与业务相近的辉煌科技、远望谷、鼎汉技术相比, 估值水平与辉煌科技基本接近。

表 4: 估值比较

简称	市盈率			
	09A	10E	11E	12E
辉煌科技	132.98	75.49	46.97	32.72
远望谷	164.76	110.78	85.73	72.52
鼎汉技术	67.06	44.63	32.52	21.59
皖通科技	66.00	50.48	36.47	0.00
交技发展	99.45	73.04	52.27	35.65
银江股份	93.33	62.75	40.63	27.34
创业板平均		64.64	44.23	31.95

资料来源：WIND

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心

邮编：100031

传真：0086 10 63081102