

增持 首次

股票价格

20081229 收盘价	12.45 元
6 个月内目标价	14.20 元
59 周内股价波动	8.51-19.45 元

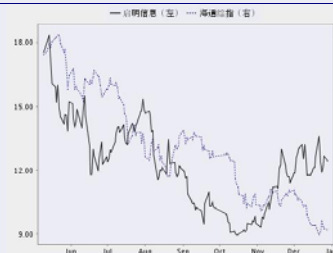
主要估值指标

	2007	2008E	2009E
市盈率	33.79	23.66	17.41
市净率	9.70	3.18	2.82
PEG	1.22	0.98	0.85
EV/EBITDA	30.90	21.65	16.00

股本结构

总股本 (万股)	12712.00
流通 A 股 (万股)	3200.00
B 股/H 股 (万股)	0.00/0.00

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

计算机与通信行业首席分析师

陈美凤

电话：021-23219409
Email: chenmf@htsec.com

启明信息 (002232)

2008 年 12 月 30 日

汽车电子第一股 千亿市场百亿市值潜力

公司是国内最大的汽车 IT 厂商，汽车管理软件国内份额第一，明年前装导航放量后将使公司成为本土最大前装导航厂商。前装汽车电子市场具有很高的进入壁垒，长期来看，公司汽车电子业务销售有望达到数十亿，公司股票市值有望达到百亿，首次给予“增持”评级。

主要财务数据及预测

	2007	2008E	2009E	2010E
净利润增长率 (%)	10.21	42.82	35.86	20.17
毛利率 (%)	14.96	17.27	18.32	18.70
净资产收益率 (%)	28.70	13.43	16.18	17.12
每股经营性现金流 (元)	0.12	0.47	0.64	0.95
每股收益 (元)	0.37	0.53	0.71	0.86

资料来源：海通证券研究所

- **首次给予“增持”评级。**基于软件与服务业务稳健增长，前装导航明年放量的假设，我们预测公司 2008~2010 EPS 分别为 0.53 元、0.71 元和 0.86 元。目前 A 股主要软件公司 2008 年和 2009 年平均 PE 分别为 28x 和 20x。启明信息的汽车电子业务面临海量的市场空间，而公司的前装导航产品拥有很高的进入壁垒。明年前装导航产品放量将缓解宏观影响的疑虑。长期来看，公司汽车电子业务有望形成数十亿销售，而公司市值也有望达到百亿。我们以 20x 的 2009 PE 预测公司 6 个月目标价为 14.2 元，首次给予“增持”的投资评级，建议从长期的角度配置公司。
- **汽车电子业务更具想象空间。**尽管目前汽车电子业务收入占比仅约为 10%，我们认为其更具成长潜力，因为：国内汽车电子市场规模达千亿，公司面临的现实市场空间大于软件与集成；汽车电子产品的评价更客观，更具市场扩张潜力。
- **汽车电子业务构筑百亿市值基础。**2007 年，国内汽车电子市场规模约为 1216 亿，预计今后五年 CAGR 近 20%。但外资整车厂相对封闭的供应链体系和汽车电子行业相对较高的认证壁垒使得国内本土汽车电子厂商鲜有作为。本土厂商主要在车载电子市场和车身电子市场有一些份额，且主要应用在国产车型或外资厂商的低端车型。启明信息汽车电子业务目前主要在后装 GPS 监控领域。在前装车载电子领域，公司主要从事与整车配套的多媒体导航仪研发与销售。我们预计，2009 年公司前装多媒体导航仪将装载在两款以上车型中，销量估计为 2 万套。我们对公司汽车电子业务发展前景比较乐观，主要源于以下方面：一汽提供市场支持；高壁垒缓解竞争压力。
- **软件与服务业务仍有稳健增长潜力。**2007 年，软件与服务业务占公司主营比重为 24%，而毛利占比则高达 81%，是公司盈利最主要来源。尽管公司软件产品向一汽集团以外的大汽车集团渗透难度较大，我们认为公司软件与服务业务未来几年有稳健增长的潜力：首先，一汽集团仍有较大市场发掘空间；其次，新产品和新市场开拓带来增长；最后，D-Partner 平台服务有很大想象空间。
- **主要不确定因素。**管理水平有待观察；软件开发业务难以准确预测且受宏观影响；前装导航出货量可能不达预期；关联交易过多的风险。

目 录

投资要点.....	2
1. 汽车电子业务更具想象空间.....	3
2. 公司汽车电子业务具有类似软件的轻资产特征.....	4
3. 汽车电子业务构筑公司百亿市值潜力基础.....	4
3.1 持续成长的千亿市场.....	4
3.2 壁垒森严 本土厂商鲜有作为.....	6
3.3 前装导航打开公司汽车电子业务成长空间.....	7
4. 软件与服务业务仍有稳健增长潜力.....	8
5. 硬件销售不利现金流 财务风险不大.....	9
6. 盈利预测.....	10
7. 主要不确定性.....	11
8. 估值与投资建议.....	11

投资要点

公司是国内最大的汽车IT厂商，汽车管理软件国内份额第一，明年前装导航放量后将使公司成为本土最大前装导航厂商。前装汽车电子市场具有很高的进入壁垒，长期来看，公司汽车电子业务销售有望达到数十亿，公司股票市值有望达到百亿，首次给予“增持”评级。

估值分析

我们预测启明信息2008~2010年EPS分别为0.53元、0.71元和0.86元。我们以市盈率对公司进行估值。目前A股主要软件公司2008年和2009年平均PE分别为28x和20x。启明信息的汽车电子业务面临海量的市场空间，而公司的前装导航产品拥有很高的进入壁垒。明年前装导航产品放量将缓解宏观影响的疑虑。长期来看，公司汽车电子业务有望形成数十亿销售，而公司市值也有望达到百亿。我们以20x的2009 PE预测公司6个月目标价为14.2元，首次给予“增持”的投资评级，建议从长期的角度配置公司

支持我们投资建议的几项关键性因素

- 公司前装导航产品明年开始放量，前装率为20%，每年增配两款车型；
- 管理软件及服务业务随管理软件行业每年增长15~20%；
- 长期来看，公司汽车电子业务将不断拓展到新的领域；

不确定因素

- 管理水平有待观察。公司是由一汽集团直接控制的企业。公司的管理体制和执行能力能否支持我们对其汽车电子业务长期成长预期尚待观察；
- 软件开发业务难以准确预测且受宏观影响。我们对公司软件开发业务收入预测是基于历史成长率和管理软件行业平均成长率作出。宏观不景气可能会影响车厂IT支出从而降低公司软件开发业务的成长性；
- 前装导航出货量可能不达预期。我们预计公司前装导航产品明年开始放量，且每年增配两款车型，每款车型的前装配套率为20%。若每年增配车型数、每个车型的销量以及前装配套率低于预期，则公司业绩也将低于预期；
- 关联交易过多的风险。目前公司软件开发与服务业务50%左右的收入来自一汽集团及其控制的公司，因此，启明信息与其关联方之间存在利益转移的风险。我们认为随着前装导航产品在一汽集团以外的市场放量，公司关联交易的风险将趋于下降。

1. 汽车电子业务更具想象空间

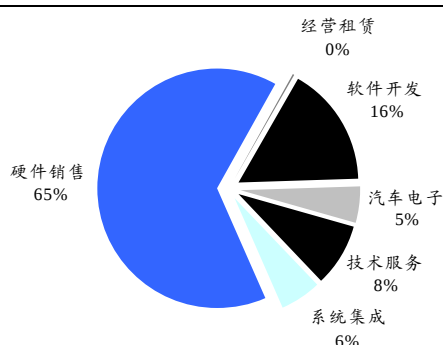
公司目前主营汽车行业软件开发与系统集成业务以及汽车电子业务。其中，软件开发与集成业务细分为软件开发、技术服务、系统集成和硬件销售业务。软件开发和技术服务业务是公司毛利最主要来源，而硬件销售毛利率很低主要贡献销售收入。近两年来，公司营收分别增长 1% 和 24%，主要由汽车电子、软件开发及技术服务业务驱动。2007 年，汽车电子占比由 2006 年的 2% 上升到 5%。我们预计 2008 年，公司汽车电子业务收入占比将上升到 10%。

表 1 启明信息近三年主营细分及增长

	2005	2006	2007
软件开发	9,062	10,161	12,793
增长 (%)		12	26
汽车电子	1,044	1,265	3,948
增长 (%)		21	212
技术服务	3,808	4,956	6,452
增长 (%)		30	30
系统集成	4,256	3,686	4,388
增长 (%)		-13	19
硬件销售	45,317	43,819	51,353
增长 (%)		-3	17
经营租赁		44	122
合计	63,487	63,930	79,056
增长 (%)		1	24

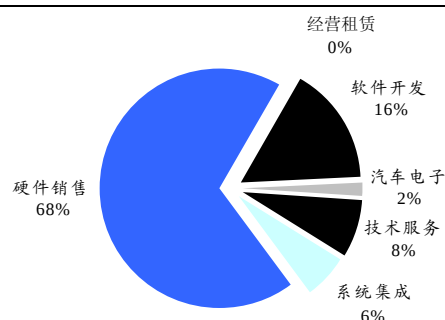
资料来源：公司公告

图 1 启明信息 2007 年主营结构



资料来源：公司公告

图 2 启明信息 2006 年主营结构



资料来源：公司公告

长期来看，我们认为公司汽车电子业务更具想象空间，爆发力高于公司软件和集成业务：

- 汽车电子现实的市场空间大于软件与集成。汽车行业信息化投入可以由一汽集团的 IT 开支来大致估算。2006 年，一汽集团 IT 支出约为 10 亿，其中软件及服务开支约为 6 亿，而一汽集团当年汽车产量在国内占比约为 16%。以此推算，同时考虑到一汽集团的信息化水平高于二线车厂，我们估计目前国内汽车行业年总体 IT 开支不超过 60 亿，其中软件及服务总开支不超过 40 亿。国内汽车电子市场规模超过千亿，仅一汽集团 2007 年汽车电子的采购额超过 150 亿。

- 汽车电子业务更易扩张。目前公司软件与集成业务以一汽集团下属公司及其上下游企业为主要客户。由于软件及服务相对较高的黏性以及公司与一汽集团的股权关系，公司在这些客户中的竞争地位较为稳固。然而，在一汽集团以外的汽车厂商及其上下游企业市场中，特别是二汽、上汽等大汽车集团，公司与其没有资本关系作为纽带，进入这些市场难度很大，限制了公司软件业务的扩张速度。此外，ERP、SCM等管理软件通常需要重组企业的现有流程，会触动一些人的既得利益或因不符合一些员工的办事习惯而引致抵触情绪，因此公司在一汽集团内推广公司管理软件，如统一的采购平台软件时面临较大的阻力。我们认为更深层次的原因是管理软件对企业效益的提升较难定量评价，企业高层缺乏购买管理软件的足够动力。汽车电子产品的评价标准相对比较客观。在保证产品质量的前提下，低价对于车厂有明显的吸引力。因此，公司汽车电子业务成功与否更多决定于研发能力、成本和质量控制能力。只要产品是“物美价廉”的，其在一汽集团内的市场推广相对较易。对于一汽集团体系以外的车厂，我们认为也不会拒绝能够符合标准而又低价的产品，毕竟这可以降低生产成本提高盈利能力。特别是在经济不景气，面临较大降价压力时，车厂采用低价上游产品的意愿更高。

2. 公司汽车电子业务具有类似软件的轻资产特征

公司汽车电子业务运营采取“哑铃式”模式，即公司主要从事汽车电子产品的设计、测试和销售，而产品的生产则外包给专业的 EMS 公司。2006 年启明信息与全球领先的 EMS 厂商新进科技集团结为战略合作伙伴，双方共同投资建设汽车电子基地。该基地投资 3.7 亿元，一期工程建成总面积达 13000 平方米，最多可容纳 15 条自动贴片生产线、20 条电子产品组装线，达产后可年产 400 万套车载电子及其他电子产品。

由于公司汽车电子业务的投入主要是人力和测试设备，而且对某一客户研发的新产品比较容易复制到其他客户，我们认为公司汽车电子业务具有类似软件的轻资产特征。公司汽车电子业务的扩张基本不受产能限制，且其盈利能力将趋于上升。

3. 汽车电子业务构筑公司百亿市值潜力基础

国内汽车电子市场将持续成长为数千亿市场规模。通过不断研发汽车电子新产品和充分利用一汽集团的支持，长期来看公司汽车电子业务有望形成百亿销售，进而推动公司市值成长为百亿元级。

3.1 持续成长的千亿市场

关于汽车电子并无公认的定义和分类体系。按照 CCID 的分类，汽车电子按应用领域可分为动力控制系统、底盘控制和安全系统、车身电子和车载电子四类。四种类别包含的主要产品见表 2。

表 2 汽车电子产品分类

类别	主要产品
动力控制系统	燃油喷射电子控制 (EFI)、点火时间电子控制 (ESA)、怠速控制 (ISC)、排气再循环 (EGR)、发动机爆震控制
底盘控制和安全系统	自动变速箱电子控制 (ECT)、防抱死制动控制 (ABS)、驱动防滑控制 (ASR)、安全气囊控制系统、悬架系统控制、电子控制动力转向、4 轮转向控制 (4WS)、巡航控制 (CCS)
车身电子	车用空调控制、车辆信息显示、挡风玻璃刮水器的控制、灯光控制、汽车门锁控制、汽车车窗控制、电动座椅控制、防撞与防盗安全系统
车载电子	GPS、汽车音响、移动通信

资料来源：CCID，海通证券研究所整理

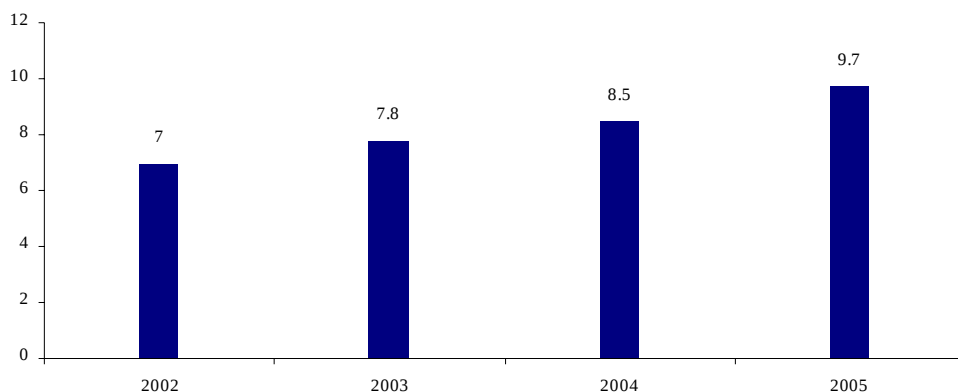
根据 CCID 的统计, 2004 年至 2007 年, 国内汽车电子市场规模 CAGR 达 38%, 明显高于同期国内汽车销量和轿车销量 21% 和 27% 的 CAGR。2007 年, 国内汽车电子市场规模达 1216 亿, 同比增长 40%, 首次超过千亿。

国内汽车电子市场的成长主要由三个因素驱动: 汽车销量的增长; 现有汽车电子产品普及率的提高; 新汽车电子产品的出现。

近三年来, 国内汽车销量每年保持约 20% 的增速, 构成汽车电子市场扩张的坚实基础。受全球经济增长放缓影响, 我们预计今后三年国内汽车销量增速将下滑, 使国内汽车电子市场扩张速度放缓。

普通的汽车配件通常是汽车所必须的, 故其周期与汽车整车行业周期较为一致。汽车电子产品则往往经历从诞生到普及的漫长过程, 因此其周期性弱于汽车整车行业。现有汽车电子产品普及率可以由整车成本中汽车电子的占比来体现。CCID 调研显示, 2005 年, 国内汽车电子成本占整车成本的比重不到 10%。我们预计目前这一比例不到 15%。在欧美发达国家, 这一比例达到 25~30%, 并呈现持续上升的趋势。因此, 国内汽车电子产品普及率仍有很大的提升空间。由于中国汽车电子产品普及率不高, 普及率的提升对汽车电子市场的驱动比汽车销量的驱动作用更大。

图 3 汽车电子占整车成本比重 (%)

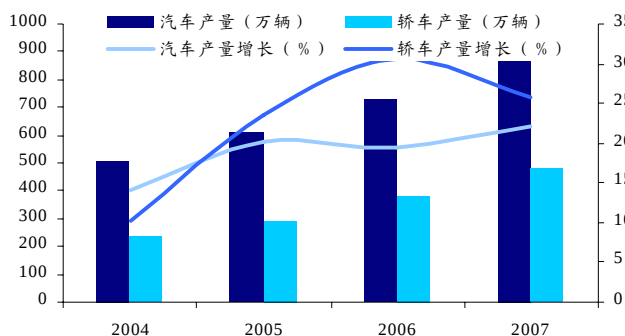


资料来源: CCID

新产品不断涌现是汽车电子有别于普通汽车配件行业的另一重要特征。从趋势上看, 主动安全、娱乐和舒适是汽车电子行业未来的发展方向。随着汽车越来越智能, 处理器的需求量将越来越大, 性能要求越来越高, 意味着新的汽车电子产品将不断涌现, 汽车电子占整车成本比重将持续提升。这使得整个汽车电子行业的生命周期得以不断延长。

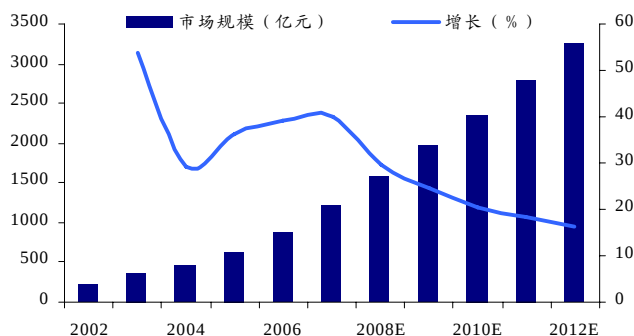
从今后三到五年的区间来看, 我们认为现有汽车电子产品的继续普及, 特别是普及率较低的前装 GPS 和面向主动安全的 ESP, 将使驱动国内汽车电子市场增长的最主要动力。我们认为国内汽车电子市场规模今后三到五年的 CAGR 有望达到近 20%。CCID 预测, 2008~2010 年, 国内汽车电子市场规模 CAGR 将达 21%。

图 4 国内历年汽车与轿车产量及增长



资料来源: CCID, 2008/01

图 5 国内汽车电子市场规模及预测



资料来源: CCID, 2008/01

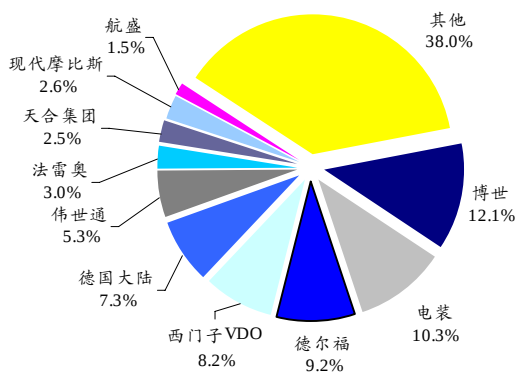
3.2 壁垒森严 本土厂商鲜有作为

汽车电子厂商大多由传统的汽车配件厂发展而来。欧、美、日、韩等车系均有强势的汽车电子供应商。德国的博世和大陆、美国的德尔福和伟世通、日本的电装和韩国的现代摩比斯均是全球领先的汽车电子厂商。

整体而言，汽车电子对安全性要求较高。而且，越是安全性要求高的产品认证越严格，认证时间越长。特别是 EMS、变速箱控制、ABS 等动力控制或底盘与安全控制系统市场具有极高的进入壁垒。正因为如此，一些汽车电子巨头是由整车厂分离而来，如德尔福源自通用汽车，伟世通源自福特汽车，而电装是由丰田汽车分离出来。

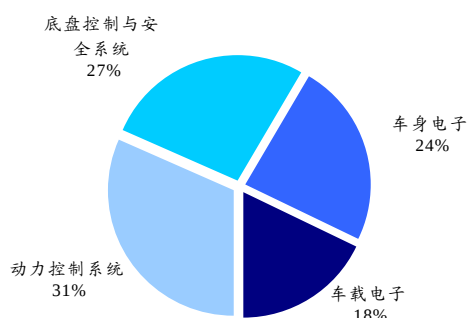
外资整车厂相对封闭的供应链体系和汽车电子行业相对较高的认证壁垒使得国内本土汽车电子厂商鲜有作为。根据 CCID 的统计，2007 年，国内汽车电子市场排名前九位的厂商均是外资厂商，合计市场份额达 60%，本土厂商仅有深圳航盛电子位居第十。本土厂商主要在车载电子（如汽车音响和 GPS 导航仪）市场和车身电子（如汽车仪表）市场有一些份额，而在汽车动力控制和底盘控制与安全系统市场份额很小。而且，在车载电子市场，本土厂商的汽车电子产品主要应用在国产车型或外资厂商的低端车型，特别是 GPS 导航仪主要是后装产品，前装市场基本被外资汽车电子厂商控制。

图 6 2007 年中国汽车电子市场品牌结构（按销售额）



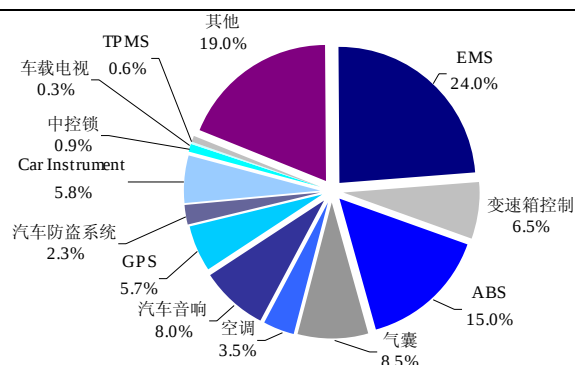
资料来源: CCID

图 7 国内汽车电子市场应用结构



资料来源：CCID，2008/01

图 8 国内汽车电子市场产品结构



资料来源：CCID，2008/01

3.3 前装导航打开公司汽车电子业务成长空间

我们将启明信息公司汽车电子业务分为车载电子、车身电子、动力控制系统以及汽车电子增值服务。具体来说，公司汽车电子业务包括用于车辆调度和监控的 GPS 车载终端、相应的监控服务中心、带视听娱乐的后装导航仪、车身电子、柴油发动机 EGR 和 VNT 电控驱动器。

后装 GPS 车载终端和后装导航仪的产品销售以及 D_Partner GPS 车辆定位调度系统中心服务费的收取目前是公司汽车电子业务最主要的收入与盈利来源。在报表披露中，公司将 D_Partner 平台软件收入归入软件开发细类，而 D_Partner 服务费则归入技术服务细类，汽车电子细类仅包含硬件部分。前装与准前装多媒体导航仪、发动机电控系统和车身电子产品将是公司汽车电子业务今后几年高速成长的主要驱动力。

公司后装 GPS 车载终端主要应用于物流公司、出租车公司和公交公司的营运车辆以及危险物品运输车辆。同时，公司搭建了 GPS 车辆定位调度系统中心，为各种营运车辆提供车辆定位、行驶记录、导航车队管理、救援、远程监控和信息发布等服务。目前，公司中心的入网车辆超过 4 万辆。由于运营服务的盈利能力较高，运营中心目前是公司汽车电子业务最重要的盈利来源。

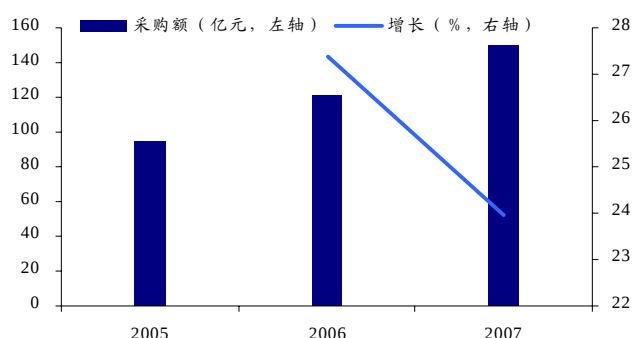
前装车载电子领域，公司主要从事与整车配套的多媒体导航仪研发与销售。2006 年，公司已经在整车厂前装车载电子产品招标中中标，目前仍在匹配测试阶段，尚未形成销售。截至目前，公司已经成为大众汽车、一汽大众及上海大众三家关于车载电子产品的供货商；奔腾、红旗系列轿车车载信息系统的第一供应商以及解放新车型车载信息系统的供应商。此外，公司已经与多家本土整车厂达成意向。为了开拓存量整车市场，公司计划将前装多媒体导航仪改装后放到 4S 店中销售，我们称之为“准前装”车载信息系统。我们预计，2009 年公司前装多媒体导航仪将装载在两款以上车型中，前装和准前装系统销量为 2 万套。2010 和 2011 年，我们预计公司每年新增两款车型，前装和准前装系统合计销量分别为 4 万套和 6 万套。

我们对公司汽车电子业务发展前景比较乐观，主要源于以下方面：

- 一汽提供市场支持。2006 年和 2007 年，一汽集团汽车电子采购额同比分别增长 27% 和 24%，比同期一汽集团汽车销量增速分别提高 16 和 1 个百分点。2007 年，一汽集团汽车电子采购额为 150 亿，占一汽集团汽车销售额约 8%，一定程度上验证了我们对目前国内汽车电子占汽车整体成本 15% 的估计。启明信息目前汽车电子业务主要是车载电子和车身电子。考虑到目前车载电子和车身电子销售额占汽车电子市场比重超过 40%，我们推算公司面临一汽集团的市场机会约为 60 亿。从另一个角度来看，我们认为车载导航与娱乐产品是公司未来几年汽车电子业务的主要爆发点。

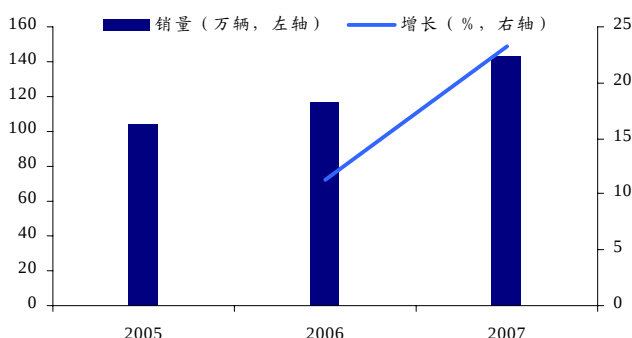
2007年,国内前装车载导航设备出货量估计为30万套,意味着国内新车导航设备的预装率低于3%,轿车新车预装率低于7%。目前,日本市场新车导航设备的预装率超过60%,欧美超过25%。我们预计随着前装导航设备单价明显降低,国内新车导航设备的预装率将在今后三到五年内上升到20%以上,即前装导航设备年出货量将超过100万台。按照5000元的单价,国内前装导航设备的年市场规模将超过50亿,而这正是启明信息车载多媒体导航仪面临的现实市场空间。

图 9 一汽集团汽车电子采购额及增长



资料来源: CCID, 2008/01

图 10 一汽集团汽车销量



资料来源: CCID, 2008/01

- 高壁垒缓解竞争压力。除了后装导航、前装音响和部分的车身电子,汽车电子市场拥有很高的进入壁垒。例如在前装导航领域,启明信息的多媒体导航仪需要满足整车厂数百项的标准,软件规模超过300万代码行,从签订合同到各种测试完成需要经过两年多时间。从竞争状况来看,国内前装汽车导航市场被电装、爱信、西门子VDO和德国大陆等公司掌握,根据我们了解,本土厂商仅有菱科电子成为奇瑞等低端厂商的前装导航系统供应商。日系汽车电子厂商市占率高,因为日系整车厂前装导航预装率较高。

假设公司后装导航和车身电子等已有业务收入未来两年每年增长20%,我们预测公司今后三年汽车电子业务收入如表3所示。

表 3 公司汽车电子业务收入预测

	2007	2008E	2009E	2010E
收入(万元)				
传统业务(后装导航+车身电子)	3,948	9,240	11,088	13,306
前装导航(包括准前装)			10,000	20,000
发动机电控			2,000	2,400
合计	3,948	9,240	23,088	35,706
YoY(%)				
传统业务(后装导航+车身电子)	212	20	20	20
前装导航(包括准前装)				100
发动机电控				20
合计	212	134	150	55

资料来源: 公司公告; 海通证券研究所预测

4. 软件与服务业务仍有稳健增长潜力

2007年,软件与服务业务占公司主营比重为24%,而毛利占比则高达81%,是公

司盈利最主要来源。公司软件与服务业务细分为软件开发和技术服务两类。其中，软件开发包括定制软件和通用软件，从产品角度主要则主要分为 ERP、PDM、MES、TDS 和 FFM 等（软件产品分类和主要客户见表 3）。从产品的层次来看，公司在研的 Q3 管理软件涵盖了 ERP、MES 和 PDM 等软件的功能，可以给企业提供整体解决方案；ERP、PDM 和 TDS 等软件可以作为单独的模块提供给企业。因此，公司软件产品覆盖了整车厂及其上游和下游企业。技术服务主要包括软件实施服务、软硬件运维服务和 D-Partner 平台提供的 GPS 定位服务。

尽管公司软件产品向一汽集团以外的大汽车集团渗透难度较大，我们认为公司软件与服务业务未来几年有稳健增长的潜力：

首先，一汽集团仍有较大市场发掘空间。2007 年，公司来自一汽集团及其控制企业的软件与服务收入约 9000 万，占公司整体软件与服务收入约 47%，但只占一汽集团及其控制企业软件与服务采购额约 14%。2006~2007 年，一汽集团及其控制企业软件与服务采购额分别为 6.07 亿和 6.67 亿，同比分别增长 49% 和 10%。因此，只要充分挖掘一汽集团市场，公司软件与服务业务仍有较大增长潜力；

其次，新产品和新市场开拓带来增长。公司在研的 Q3 软件单价较高，若能形成销售将为公司软件与服务收入带来较大贡献。此外，公司的 cPDM 和 MES 具有行业的拓展性，可以进入汽车以外的领域，从而打开公司软件与服务业务的增长空间；

最后，D-Partner 平台服务有很大想象空间。通用旗下的 On Star 公司目前为北美 500 多万辆汽车提供 GPS 网络运营服务。公司 D-Partner 平台目前入网车辆仅超过 4 万辆，相对于国内汽车的存量和增量市场，仍有很大的市场空间。

由于软件与服务业务很难细分预测，我们假设公司软件与服务业务收入在未来三年年均成长 15~20%。

表 4 公司主要软件产品

产品	主要客户
ERP	北泰汽车、同方股份、中冀乐业、长春齿轮厂、长春一东、一汽轿车
DSERP	全国 2000 多家 4S 店，包括哈飞汽车、北京现代、一汽大众、天津一汽的经销商
PDM	辽宁曙光、辽宁陆平、解放汽车、一汽夏利、一汽轿车、许继电器、同方股份等 60 多家企业
cPDM	沈阳神州数码、长春卓尔信息安全、长春诚高科技
MES	一汽夏利
TDS	吉林汽车、解放汽车、一汽轿车及其供应商
FFM	大连俱进汽贸运输有限公司、中国一汽所属 115 家单位
OA	吉林省交通厅等 6 家政府和企业
HRM	长春亚泰集团、一汽夏利
CAE	商品化产品销售阶段
Q3	在研

资料来源：公司招股说明书

5. 硬件销售不利现金流 财务风险不大

由于硬件销售业务需要占用大量现金，公司 2008Q3 存货周转、应收账款周转、流动比率和速动比率等指标均差于 2007 年，但资产负债率处于安全水平，财务风险并不大。我们预计公司将控制硬件销售业务，公司现金流将得到改善，意味着财务风险将趋小。

表 5 公司主要财务指标

	2005	2006	2007	2008Q3
存货周转率 (倍)	47.68	37.41	38.99	6.33
应收账款周转率 (倍)	10.04	14.49	14.09	9.15
流动比率 (倍)	2.60	2.60	2.62	2.60
速动比率 (倍)	2.34	2.41	2.28	1.87
资产负债率 (%)	38.18	39.62	47.17	31.28
EPS (元)	0.25	0.33	0.37	0.17
每股经营性净现金流 (元)	0.43	0.53	0.12	-0.60

资料来源: 公司资料

6. 盈利预测

我们预测公司 2008 年至 2010 年 EPS 分别为 0.53 元、0.71 元和 0.86 元, 主要基于以下假设:

- 未来两年公司软件与服务收入每年增长 15~20%;
- 前装导航产品明年开始放量, 每年新增两款车型;
- 软件开发与技术服务业务毛利率维持在目前水平, 汽车电子和系统集成业务毛利率每年略有下降;
- 期间费用增长率与收入增速相近。

表 6 启明信息盈利预测主要假设

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
收入 YoY(%)					
软件开发	12.1	25.9	30.0	20.0	15.0
汽车电子	21.2	212.0	134.0	149.9	54.7
技术服务	30.1	30.2	30.0	20.0	20.0
系统集成	-13.4	19.1	173.5	10.0	10.0
硬件销售	-3.3	17.2	10.0	10.0	10.0
经营租赁	n/a	178.9	-34.3	0	0
Total	0.7	23.7	30.1	25.0	19.6
GM(%)					
软件开发	57.2	55.1	55.0	55.0	55.0
汽车电子	12.9	13.4	20.0	19.6	19.3
技术服务	44.9	40.0	42.0	42.0	42.0
系统集成	10.9	12.5	15.0	14.7	14.4
硬件销售	2.8	2.1	2.5	3.0	3.0
经营租赁	59.8	46.3	30.0	30.0	30.0
Total	15.4	15.0	17.3	18.3	18.7

资料来源: 海通证券研究所预测

表 7 启明信息利润表预测 (万元)

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	63,930	79,056	102,827	128,527	153,685
营业成本	54,094	67,231	85,073	104,977	124,943
GM	9,837	11,825	17,754	23,550	28,743
营业税金及附加	214	423	621	824	1,006
销售费用	273	434	869	1,129	1,468
管理费用	4,667	6,679	9,020	11,726	13,837
财务费用	-7	327	376	470	562
资产减值损失	7	178	231	289	346
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	4,683	3,784	6,637	9,111	11,524
加: 营业外收入	50	1,523	665	798	918
减: 营业外支出	209	276	30	30	30
利润总额	4,525	5,030	7,272	9,879	12,412
减: 所得税	275	346	582	790	1,489
净利润	4,250	4,684	6,690	9,089	10,923
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	4,250	4,684	6,690	9,089	10,923
EPS (元)	0.33	0.37	0.53	0.71	0.86
YoY(%)	31.32	10.21	42.82	35.86	20.17

资料来源: 海通证券研究所预测

7. 主要不确定性

管理水平有待观察。公司是由一汽集团直接控制的企业。公司的管理体制和执行能力能否支持我们对其汽车电子业务长期成长预期尚待观察;

软件开发业务难以准确预测且受宏观影响。我们对公司软件开发业务收入预测是基于历史成长率和管理软件行业平均成长率作出。宏观不景气可能会影响车厂 IT 支出从而降低公司软件开发业务的成长性。

前装导航出货量可能不达预期。我们预计公司前装导航产品明年开始放量, 且每年增配两款车型, 每款车型的前装配套率为 20%。若每年增配车型数、每个车型的销量以及前装配套率低于预期, 则公司业绩也将低于预期。

关联交易过多的风险。目前公司软件开发与服务业务 50% 左右的收入来自一汽集团及其控制的公司, 因此, 启明信息与其关联方之间存在利益转移的风险。我们认为随着前装导航产品在一汽集团以外的市场放量, 公司关联交易的风险将趋于下降。

8. 估值与投资建议

鉴于 A 股软件公司估值普遍高于海外市场的现实, 我们认为以市盈率对公司进行估值较为合适。目前 A 股主要软件公司 2008 年和 2009 年平均 PE 分别为 28x 和 20x, 考虑到 2009 年将近, 而 A 股软件公司明年平均盈利增速将超过 20%, 我们认为目前行业估值水平基本合理。启明信息的汽车电子业务面临海量的市场空间, 而公司的前装导航产品拥有很高的进入壁垒。明年前装导航产品放量将缓解宏观影响的疑虑。长期来看, 公司汽车电子业务有望形成数十亿销售, 而公司市值也有望达到百亿。

我们以 20x 的 2009 PE 预测公司 6 个月目标价为 14.2 元，首次给予“增持”的投资评级，建议从长期的角度配置公司。

表 8 A 股软件公司相对估值 (2008/12/29 日收盘价)

代码	简称	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (x)		
			2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E
000997	新大陆	16	0.19	0.12	0.22	18.63	29.50	16.09
002153	石基信息	53	0.90	1.37	1.71	53.03	34.84	27.91
002230	科大讯飞	25	0.50	0.66	0.86	45.78	34.68	26.62
002232	启明信息	16	0.37	0.53	0.71	33.65	23.49	17.54
600271	航天信息	151	0.77	0.93	1.10	31.78	26.31	22.25
600289	亿阳信通	29	0.36	0.47	0.61	23.25	17.81	13.72
600410	华胜天成	44	0.43	0.47	0.58	24.47	22.38	18.14
600588	用友软件	101	0.78	0.58	0.90	27.86	37.47	24.14
600718	东软集团	112	0.44	0.53	0.75	27.07	22.47	15.88
均值						31.72	27.66	20.25
中值						27.86	26.31	18.14

注：东软 2007 年 EPS 为备考合并数；其他公司 2008 年和 2009 年 EPS 剔除股票投资收益
资料来源：海通证券研究所预测

信息披露

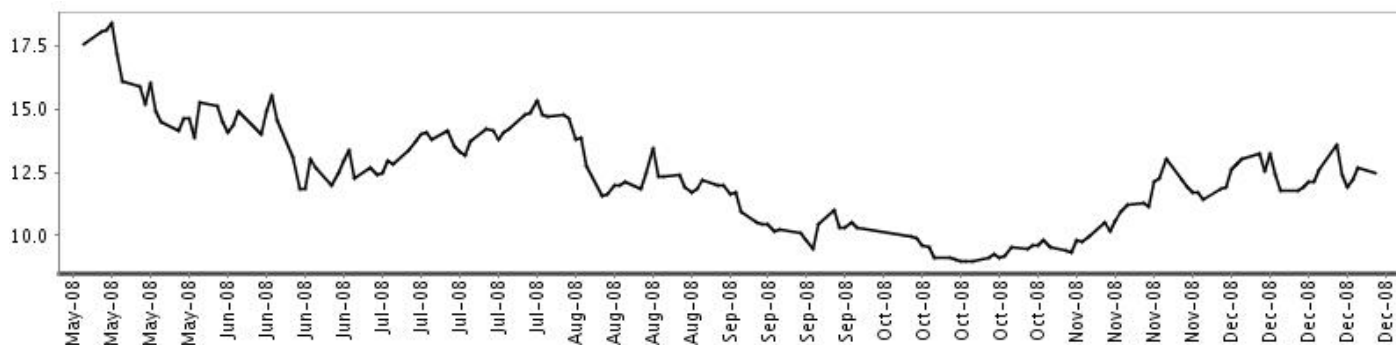
投资建议分布

右表为海通证券研究所对重点上市公司投资建议分布的汇总表。第一列为各评级的上市公司数,第二列为与海通证券有投资银行业务关系的上市公司的比例。

上市公司投资建议分布 (2008 年 12 月 30 日)

	公司数 (家)	与海通投行有业务关系 (%)
买入	84	7
增持	92	14
中性	41	12
减持	0	0
卖出	0	0
总数	217	11

股价表现与投资建议历史跟踪



资料来源: 海通证券研究所

分析师负责的股票研究范围

陈美凤: 通信与计算机行业

重点研究上市公司: 中国联通、中兴通讯、东软股份、航天信息、用友软件、青岛软控、远光软件、浙大网新、中国软件、方正科技、清华同方、长城电脑、长城开发、亿阳信通、石基信息、华胜天成、广电运通

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

叶志刚
机械行业首席分析师
(021) 23219399
yezg@htsec.com

詹文辉
电力设备行业首席分析师
(021) 23219412
zhanwh@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zghan@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

邱春城
电子元器件行业核心分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

邱志承
金融行业核心分析师
(021) 23219396
qiuzc@htsec.com

刘 金
基础化工行业高级分析师
(021) 23219421
liujin@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

马 婴
航空及机场行业高级分析师
(021) 23219408
maying@htsec.com

王友红
化学制药及生物制药行业高级分析师
(021) 23219407
wangyh@htsec.com

李冠宇
计算机行业分析师
(021) 23219414
ligy @htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

汪 盛
批发和零售贸易行业分析师
(021) 23219390
wangs@htsec.com

叶琳菲
传媒行业分析师
(021) 23219397
yelf@htsec.com

周 睿
医药行业分析师
(021) 23219416
zhour@htsec.com

朱 胤
化工行业分析师
(021) 23219378
zhuyin@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
(021) 23219382
fankx@htsec.com

潘洪文
保险行业分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

帅 虎
房地产行业分析师
(021) 23219401
shuaih@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

王茹远
互联网行业分析师
(021) 23219474
wangry@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

潘鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

张 浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪 辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

陈峥嵘
宏观经济高级分析师
(021) 23219433
zrchen@htsec.com

陈 勇
宏观经济高级分析师
(021) 23219438
chenyong@htsec.com

刘铁军
产业经济高级分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

于建国
宏观经济高级分析师
(021) 23219431
yujg@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

单 磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

黄泽丰
策略分析师
(021) 23219440
huangzf@htsec.com

娄 静
基金首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡 倩
估值首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

联蒙珂
固定收益及衍生产品核心分析师
(021) 23219395
lianmk@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

单开佳
基金高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

周 健
衍生产品分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
定量分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

丁鲁明
固定收益及衍生产品助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

潘春晖
核心销售经理
(021) 23219374
panch@htsec.com

高 臻
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙 俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

季唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄 毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(021) 23219415
shenly@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼

电话: (021) 23219381

传真: (021) 23219392

网址: www.htsec.com