

分析师： 马先文 陈志坚 何之渊 027-65799506 maxw@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 021-63217917 yangjf@cjsc.com.cn

加速成长在即

事件描述

对于启明信息，我们的主要观点如下：

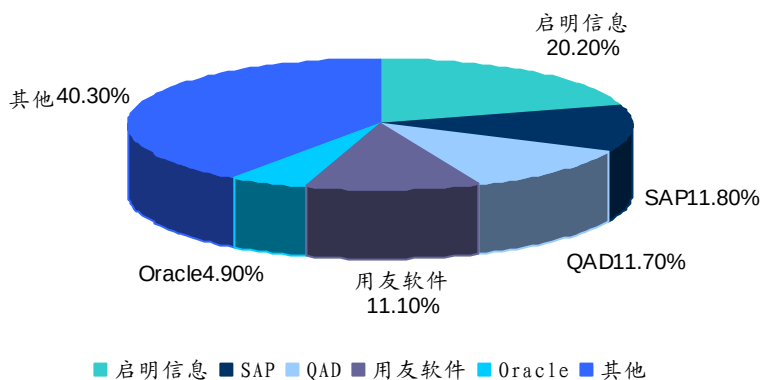
- 1、在汽车管理软件领域，公司产品线贯穿整个汽车行业制造流程，其独有的汽车行业背景决定其在该领域竞争力较用友、金蝶等厂商更胜一筹，而一汽集团的整合和 251 工程的实施将保证给该项业务的稳定增长。
- 2、中国汽车电子产业仍然处于成长阶段，虽然其增速变化与汽车销量保持通向，但从绝对数字来看，中国汽车电子产业仍然处于高速增长阶段。随着国家扩大内需和汽车电子信息产业振兴规划细则的出台，汽车销量09年需求有望回暖，而汽车电子产业也将加速。
- 3、前装车载电子是公司未来最具爆发潜力的核心业务，与后装车载电子不同的是，前装产品技术门槛较高，目前国内仅启明信息具有成熟产品，一旦认证获批，将率先在一汽集团某两款车型中应用，而公司前装产品与国际汽车电子厂商产品相比具备 30%左右的价格优势，这对竞争激烈的汽车厂商而言具有较大的诱惑力，我们认为其前装车载电子产品在一汽集团形成示范效应后，国产其他汽车厂商也有望跟进，果真如此，前装车载电子爆发的可能性较大。
- 4、在后装车载电子领域，启明虽在技术和产品门类上占据优势，但激烈的竞争市场导致该项业务毛利率较低，该项业务中，我们比较看好 D-partner 服务中心市场前景，其接入网车辆数量和服务内容收取年费的方式一方面有利于终端产品的销售（销售、租赁、赠送等多种形式），同时表明其入网车辆的高速增长将带来该项业务的快速增长。
- 5、我们保守预计公司 2009、2010 年 EPS 分别为 0.35、0.53 元，公司目前股价虽然较高，但后装车载电子产品的爆发增长使其业务有超预期的可能，给予“谨慎推荐”评级

事件评论

第一，管理软件稳中求进

公司管理软件占营业收入的18%，但其毛利贡献达65%，短期内仍然是其利润的主要来源。启明信息目前在汽车管理软件领域具备整体化解决方案的能力，其产品包括OA、DSS、PDM、CRM、ERP、SCM、MES等众多产品，产品线贯穿汽车前端研发、中端制造、后端数据分析整个业务流程，客户贯穿汽车整车制造商，汽车零配件厂商、4S店等整个汽车产业链。由于公司背靠一汽集团，与其他管理软件相比，其对汽车业务流程理解更为深刻，启明独特的汽车行业背景决定其在该领域竞争力较用友、金蝶等厂商更胜一筹。

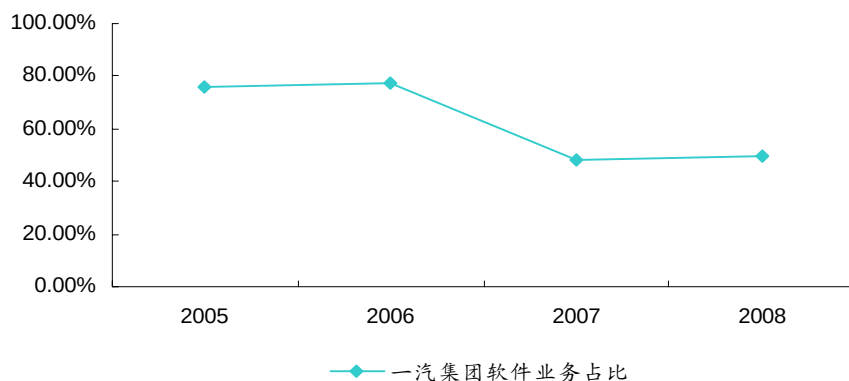
图 1：汽车管理软件各品牌市场份额



资料来源：公司公告，长江证券研究部

对于汽车管理软件业务未来的发展前景，我们认为，第一，汽车行业业务流程的复杂化和竞争的白热化使其对成本控制更为严格，而汽车ERP、PDM、SCM等产品对优化汽车业务流程、降低成本至关重要，市场对其需求较为稳定。第二，公司背靠一汽，而近期一汽集团的整合和“251”工程的实施能为公司提供较多的订单，同时，公司以一汽集团为示范效应对拓展集团外的客户效应明显，目前公司来自一汽的软件业务占比约为50%，较05年76%已大幅降低，这说明公司以一汽为基础，向集团外客户的发展战略成效显著。基于此，我们认为公司汽车管理软件业务能维持20%以上增长。

图 2：一汽集团软件业务占比

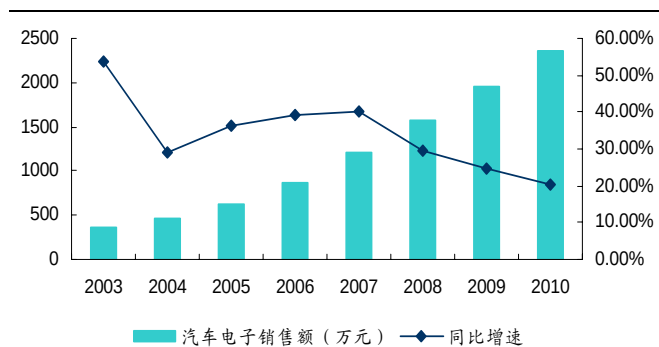


资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，汽车电子最具爆发潜力

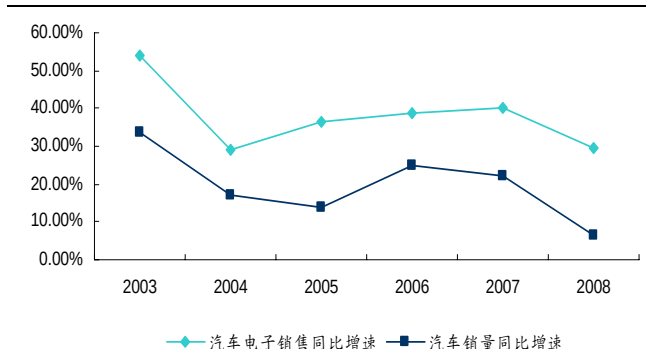
汽车电子是公司未来的核心业务，虽然目前收入占比较小，但最具爆发潜力。公司汽车电子产品包括GPS终端定位仪、故障诊断仪、防盗报警器等。目前汽车电子产业在我国仍然处于高速增长阶段，虽然08年金融危机重创汽车业，但汽车电子产业仍然保持高速增长势头，其原因主要在于中国汽车电子配套率仍然较低，而人们对安全、时尚、娱乐化的需求正逐步提升，汽车电子的广阔需求雏形已现。对于市场较为关注的汽车需求下滑对汽车电子产业的负面影响，我们认为，在汽车电子产业成熟期，其需求变化与汽车销量变化一致性较高，但处于成长期的中国汽车电子产业受汽车下滑影响较小，我们从历年汽车电子和汽车销量增速的比较中可看出，虽然两者变化方向基本一致，但汽车电子基本仍维持高速增长势头。而CCID预计中国汽车电子销售额2010年达2366亿元，复合增长率达20%以上。而我们认为，随着国家扩大内需和汽车电子信息产业振兴规划细则的出台，汽车销量09年需求有望回暖，而汽车电子产业也将加速。

图 3：中国汽车电子销售额



资料来源：CCID，长江证券研究部

图 4：中国汽车销量与汽车电子销售额增速比较



资料来源：公司公告，长江证券研究部

对于启明信息而言，其汽车电子产品主要集中于车载电子领域。而车载电子可分前装和后装产品，在后装领域，市场竞争异常激烈，产品价格战较为突出，技术门槛也较低，同时受到“山寨”产品的冲击，其市场与手机市场竞争格局较为类似。而启明信息虽在产品性能和产品门类上占据优势，但激烈的市场竞争环境导致该项业务产品毛利率较低。值得关注的是，在后装车载电子领域，D-Partner 服务中心具有高速增长的潜力，D-Partner 服务中心通过统一的网络平台，旨在为入网车辆提供全面的实时监控、线路引导、远程诊断、安全救援、辅助驾驶等服务，其客户包括解放汽车、北京现代、奇瑞汽车、一汽大众、一汽轿车、大连公交、长久物流、陆捷物流、北京中远物流、北京中信物流、华阳物流、新大洲物流等 150 多家大型用户，入网车辆达 5 万辆。09 年随着贷款购车客户、出租车客户的拓展，其入网车辆有望达到 10 万户。从公司该项业务的盈利模式来看，按入网车辆数量和服务内容收取年服务费的方式一方面有利于终端产品的销售（销售、租赁、赠送等多种形式），同时表明其入网车辆的高速增长将带来该项业务的快速增长。

尤其值得我们关注的是，在后装车载电子竞争激烈的背景下，公司已推出前装车载电子产品。与后装产品不同的是，前装车载电子门槛较高，一是前装产品需要与整车厂商研发体系配套，且整车厂商需开放总线，而汽车整车厂商对前装产品的安全性、兼容性、稳定性要求极高。二是前装产品要通过专业权威部门的认证非常困难，且耗时较长。而启明信息独有的一汽背景为公司的产品研发提供了有利支撑，历经十余年研发，公司前装车载电子产品已较为成熟，且国内仅此一家。从目前市场竞争格局来看，国内前装车载电子主要被国际厂商垄断，但我们认为，一旦启明信息产品获得认证通过，其逐渐替代进口的可能性较大。原因有二：其一，认证通过表明其产品技术和性能已经完全符合汽车整车厂商的要求。其二，预计启明信息产品售价较国外厂商低 30%，按每套产品 7000 元计算，对激烈竞争的汽车整车厂商而言，2000 元左右的成本节约对其具有相当的诱惑力。

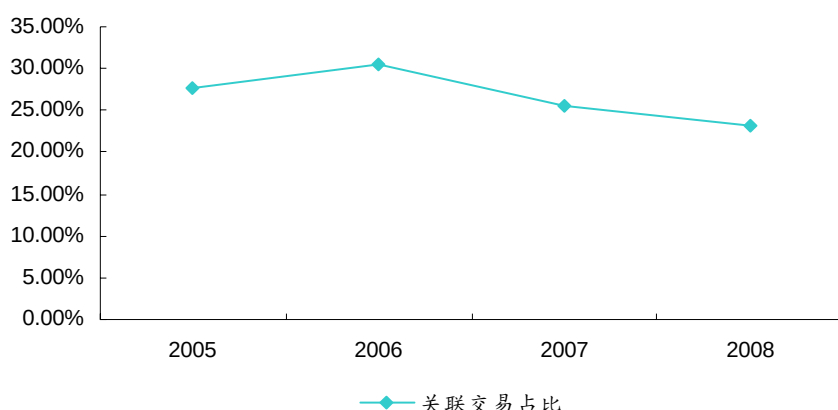
对于前装车载电子对公司利润贡献的判断，我们认为，从 09 年情况来看，目前一汽集团旗下某两款车型将率先采用公司产品，按照这两款车年产各 5 万辆，25%选装率和产品单价 7000 元计算，全年前装车载电子产品将增加收入 1.75 亿，预计产品净利润率约为 16%，即全年可新增利润 2800 万，而我们预计 09 年前装车载电子上线时点为 8 月份，因此 09 年前装车载电子增加利润约 1167 万元，2010 年全年新增利润 2800 万左右。这将较大幅提升公司 2010 年净利润。同时，我们认为，在一汽集团指定的两款车型使用形成示范效应后，其他车型也有望效仿。随后，其产品也有望进入长城、奇瑞等国产汽车厂商选型范围，公司最终的目标是进入上海大众等相关车型。基于此考虑，公司前装车载电子具备爆发增长的潜力。而从长远来看，汽车厂商为了提升其竞争力和满足消费者需求，前装车载电子配套率也将提升，对于初入前装车载电子产业化的启明信息而言，将面临较好的发展机遇。

第四，风险分析

我们认为公司的风险主要在于两点：一是全球经济下滑对汽车销量的影响，虽然汽车电子在中国仍然处于成长期，但汽车销量的下滑也将在一定程度上影响汽车电子的销量，尽管影响不大。二是对于汽车厂商而言，汽车配套前装车电子必将提升汽车销售价格，而消费者若对该价格较为敏感，相关车型销量将下滑，若出现此情形，汽车厂商将降低其配套率，从而会影响公司前装汽车电子销量。

对于市场较为关注的关联交易产生的风险，我们认为，公司的发展模式是依托一汽集团逐步发展壮大，每年产生的关联交易属正常现象，而国际汽车电子巨头 Delphi 依靠通用、Bosch 依托大众汽车、日本电装背靠丰田等均是依托大股东的汽车平台逐步发展壮大，启明信息的发展路径与其较为类似，而关联交易额的逐步下降也说明公司集团外的业务成果初现。

图 5：关联交易占比



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第五，给予“谨慎推荐”评级

除一汽指定的两款车型外，我们目前暂不考虑一汽集团其他车型和其他国产汽车厂商应用公司前装车载电子的情况，保守预计公司 2009、2010 年 EPS 分别为 0.35、0.53 元，虽然当前公司股价偏高，但后装车载电子产品的爆发增长使其业务有超预期的可能，给予其“谨慎推荐”评级。

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1085	1470	1901	2345	货币资金	167	147	152	188
营业成本	929	1260	1615	1981	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	156	210	286	365	应收账款	101	155	200	247
% 营业收入	14.4%	14.3%	15.0%	15.5%	存货	46	86	110	135
营业税金及附加	5	7	10	12	预付账款	26	38	48	59
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	6	8	10	12	流动资产合计	381	491	596	734
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	78	100	114	141	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.2%	6.8%	6.0%	6.0%	长期股权投资	0	0	0	0

财务费用	3	4	10	12	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.3%	0.2%	0.5%	0.5%	固定资产合计	749	994	1192	1239
资产减值损失	3	3	2	2	无形资产	96	111	125	128
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	59	88	141	186	其他非流动资产	-609	-609	-609	-609
% 营业收入	5.5%	6.0%	7.4%	7.9%	资产总计	618	987	1304	1493
营业外收支	7	7	10	13	短期贷款	0	281	414	413
利润总额	67	95	151	199	应付款项	73	81	147	181
% 营业收入	6.2%	6.4%	7.9%	8.5%	预收账款	9	12	10	12
所得税费用	1	5	15	20	应付职工薪酬	2	3	3	4
净利润	66	90	136	179	应交税费	1	3	5	7
归属于母公司所有者的净利润	66.2	90.3	136.0	179.7	其他流动负债	1	1	2	2
少数股东损益	0	0	0	-1	流动负债合计	87	380	581	618
EPS (元/股)	0.26	0.35	0.53	0.71	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	30	152	341	409	其他非流动负债	22	22	22	22
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	负债合计	108	401	603	640
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	509	586	701	854
无形资产投资	0	-20	-20	-10	少数股东权益	0	0	0	-1
固定资产投资	-111	-415	-419	-323	股东权益	509	586	701	853
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	618	987	1304	1493
投资活动现金流净额	-111	-435	-439	-333	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.260	0.355	0.535	0.707
股权融资	292	0	0	0	BVPS	4.00	4.61	5.52	6.72
银行贷款增加 (减少)	-85	281	133	-1	PE	89.84	65.86	43.72	33.07
筹资成本	24	-17	-30	-39	PEG	2.27	1.67	1.11	0.84
其他	-56	0	0	0	PB	5.84	5.08	4.24	3.48
筹资活动现金流净额	175	263	103	-40	EV/EBITDA	73.45	22.83	16.43	12.86
现金净流量	94	-20	5	36	ROE	13.0%	15.4%	19.4%	21.0%

资料来源：长江证券研究所

分析师介绍

马先文，华中科技大学财务金融硕士，武汉理工大学计算机科学学士，从事计算机行业研究。

陈志坚，清华大学工商管理硕士，华中理工大学通信工程学士，从事 TMT 行业研究。

何之渊，复旦大学产业经济系数量经济专业硕士，复旦大学材料系电子科技专业学士，从事家电、电子行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。