

研究员：高俊芳（2009.11.07）

从产业的角度全面认识公司价值

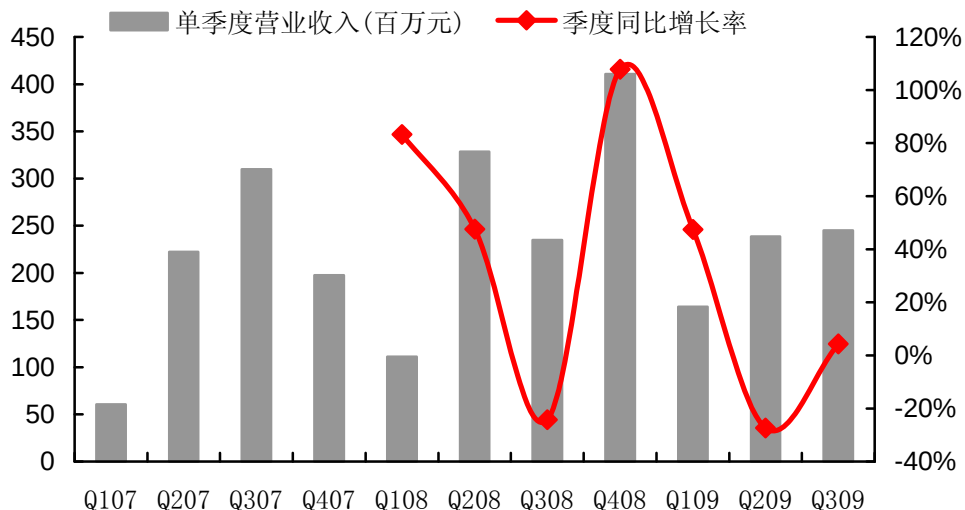
报告要点：

- **公司很独特。**我们认为如果要全面评价该公司投资价值，则必须站在汽车产业和国家战略的双重角度进行审视。从汽车产业的角度看，随着汽车向电子化发展，电子部件在汽车制造成本中的比例正迅速提高，汽车对电子技术的依赖程度越来越高。2007年电子部件在汽车制造成本中所占比例如下，“花冠”级小型车为10~15%、“雷克萨斯”等高级车为20~30%、“普锐斯”等混合动力车约为50%。各种车型平均来说达到了20~30%。该比例到2015年预计将升至40%。汽车制造成本大致可分为部件材料费70%、人工费15%、其他15%，2015年电子部件将成为汽车部件材料费用中的主要部分。随着国内制造技术的不断进步，汽车电子正成为制约汽车行业的“短板”，“舒适”、“安全”、“环保”、“可靠”等汽车新主题都有赖于汽车电子技术的进步。可以说，汽车电子正制约我国高端车的发展和低端车的性价比竞争力。从国家战略的高度看，在把汽车产业作为一重要支柱产业的背景下，政府一再强调创新和提高国产装备（包括电子装备）比重，一方面是不想让汽车产业受制于人；另一方面也是竞争产业“话语权”的客观需要。要不然，一个小小的启明信息也不会吸引包括吴邦国、贾庆林、李岚清、曾培炎、李克强等中央领导的视察访问。
- **时势造英雄。**随着我国制造工艺水平和经济消费能力的不断提升，汽车特别是家用轿车在国内迎来需求的急速扩张期，这从今年国家刺激汽车消费所带来的热销可以看出。国内汽车产能的扩张非常迅速，竞争越来越激烈，在包括发动机在内的零部件成本下降空间越来越小，而人工和其他成本存在刚性，在提升品牌及性能的同时，在汽车电子（如果能实现国内生产）寻求突破成为一种必然。重要的是，我国电子产业发展的整体水平已经具备这种能力。据我们了解，一汽集团对启明信息的车载前装产品相当期待，希望以此能提升一汽汽车的竞争能力，目前一汽的两款新车已经采用启明信息的产品，由于今年车市火爆，所以新车推迟到明年推出，这对启明信息今年业绩多少有些负面影响。而在德国进行的相关认证如果顺利的话，明年上半年可以获得通过，届时公司汽车电子业务将迎来爆发成长，据公司称，奇瑞和另一家国内汽车厂商商讨应用启明车载产品的工作已经展开。对于背靠一汽集团的启明信息来说，在集团强压和公司高层（不推则已，推出就得一炮走红）相对保守策略下，明年的认证的确值得期待，毕竟准备了10年，并且近期研发支出非常大手。
- **正确的战略和哑铃型的制造模式助企业成长。**公司业务为3+1，未来业务重心随战略调整而有所变化。未来系统集成和软件将作为公司的辅助业务，主要起到带动汽车电子业务成长的作用。而数据中心业务则具有特许经营权属性，资产轻，盈利能力强，一旦政府或者企业进入该数据系统，相关配套电子设备的采购也就有了非常强的市场保障。概括看，我们认为企业从技术的领先以及数据市场建设（经营权独占）两方面建立起自己的战略核心竞争力，在这种市场竞争格局下，汽车电子产品未来在国内其他企业进入的门槛会越来越高。具体到商业模式上，公司主要体现在两方面：其一，依托一汽业务积累经验，并逐步扩大到整个产业，这类似于Delphi之于通用汽车；其二，借助新进科技国际一流的电子制造技术和制造设备，公司专注产品研发、品牌定位、市场营销及技术服务环节，哑铃型的制造模式不仅可以提升业务的盈利能力，同时还可以让公司把资源集中于产业链的优势环节，更利于公司快速成长。
- **短期公司股价的催化剂。**1. 配股方案。目前该方案已经上报证监会，配股价格大致在6.5元附近，对于部分认识到公司内在价值的投资者来说，灾备数据中心的建立将进一步提升公司竞争的软实力，在一汽已经全额认配的情形下，配股方案有可能对二级市场股价形成积极的影响。2. 第四季度业绩的超预期表现。如果扣除去年上半年收入确认因素，启明信息上半年甚至前三季度表现还是可以的，因为软件和系统集成肯定受到经济形式的影响，车市火爆是下半年的事情，公司业务存在滞后反应是很正常的。而2008年则是先高后低，所以对今年的业绩预测参考意义不大。从调研的情况看，公司全年业绩同比增长3~5成的可信度较高，主要是基于去年四季度负增长和今年四季度正增长形成鲜明对比，还有就是公司目前汽车电子业务发展迅速，仅仅是收入能否在年底确认问题而已。3. 明年上半年一汽新车型的推出和德国认证能够通过以及公司其他产品的研发、推出等积极因素。
- **公司的估值标准。**1. 公司有独特性：(1)国内唯一一家专门从事具有自主知识产权的汽车业管理软件和汽车电子产品研发、制造、销售及服务的高科技企业；(2)背靠一汽，公司拥有近300名“既懂管理又懂IT”和“既懂汽车又懂电子”的具有十年以上相关专业工作经验复合型人才队伍。遍布全国的营销服务体系使公司与国外竞争对手比较具有明显的本地化服务优势；(3)商业模式独特。不仅从一汽获得发展先机和累计发展经验，哑铃型的商业模式和数据中心具有的特许经营性质也提升公司估值水平；2. 内需受益和进口替代股。公司汽车电子既受益于政策刺激下国内汽车市场的繁荣，如果认证通过同时还具有非常显著的进口替代效应，成长加速在望；3. IPO项目达产期临近，外延式发展是推动公司成长的又一利器。从上述三方面综合来看，我们认为其应该享受同类企业中上游水平估值水平。

一、 受益于汽车产业的回暖，全年业绩增长 30~50%有保障。

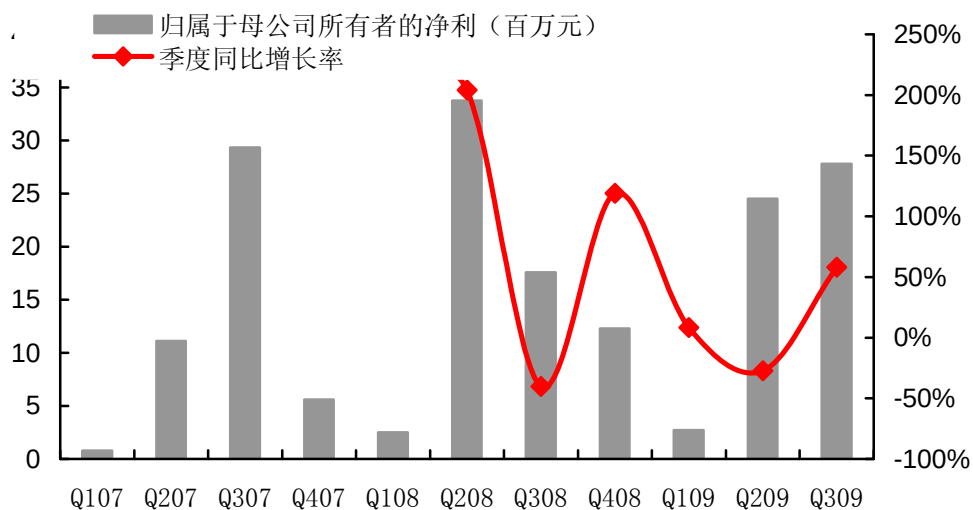
由于政策刺激因素,2008 和 2009 年汽车市场冷暖相差较大,所以 2008 年营收和 2009 年存在较大差别,2009 年二季度开始公司营收明显好转,这也是公司预测 2009 年净利增幅 30~50%的主要原因。

图表 1 启明信息单季度营业总收入及同比增长情况



资料来源：江南金融研究所

图表 2 启明信息单季度净利润及同比增长率情况

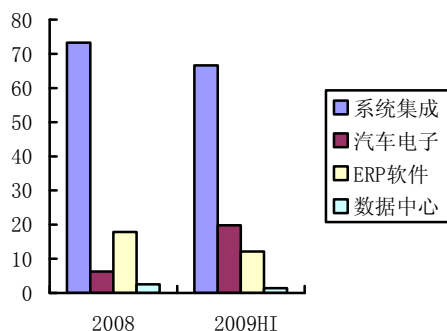


资料来源：江南金融研究所

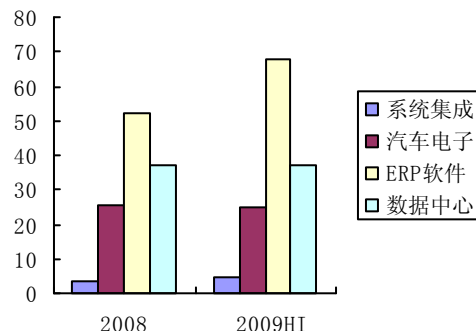
二、汽车电子业务上升和集成业务结构调整提升公司盈利能力。

系统集成未来将放弃部分利润微薄业务，专注于毛利相对较高和对汽车电子有助益的部分，系统集成毛利可能出现小幅提升，而汽车电子随着前装产品的贡献加大，未来毛利水平有望进一步上升，这对公司整体盈利能力构成很大提升。

图表 3 启明信息收入构成情况 (%)



图表 4 启明信息近期产品毛利情况 (%)



资料来源：江南金融研究所

三、IPO 募集资金项目助公司业绩成长

前装市场主要竞争对手包括电装株式会社、爱信精机株式会社、德国大陆集团等。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。

截止2008 年2 月底，公司已与一汽轿车、奇瑞汽车、曙光集团三家整车厂家进入商务谈判阶段，与部分整车厂家达成意向协议，包括北泰汽车、长城汽车、天津夏利、解放汽车等多家汽车集团，上述整车厂商将采用公司的车载信息系统用于其新车型的前装项目。

预计到2011 年，车载信息系统市场规模将达到157.6 亿元，2007 年—2011 年复合增长率为30%。可见，车载信息系统在未来五年的市场容量相当大。

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。

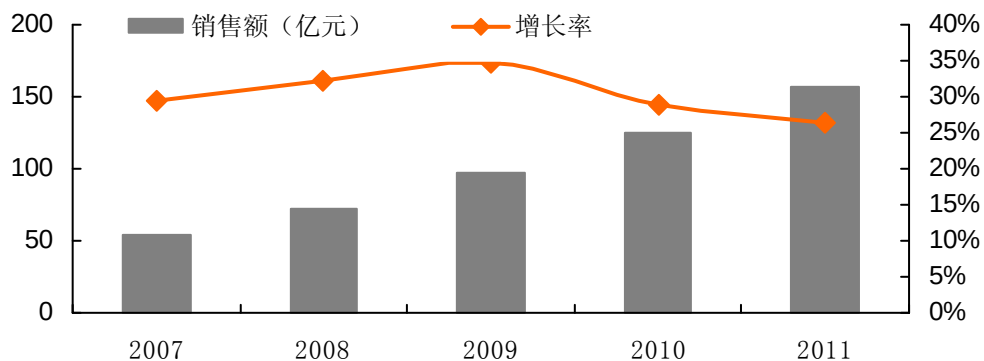
公司目前只有汽车后装产品，09年中期公司开始供应汽车前装产品，预计初期配套以奔腾和宝来为主。一汽轿车08年共售出奔腾4.82万辆，一汽大众售出宝来3.35万辆。由于今年车市火爆，原定09年6月上市的奔腾B50将推迟到明年上半年上市。不过，其主攻的1.6升和1.8升排量将充分利用一汽的品牌和技术优势占领黄金排量乘用车市场，预计10年奔腾能实现销售7万辆，按公司前装产品20% - 30%的装车率计算，预计公司前装产品10年能实现2万台以上的销售，2011年公司能实现4万台前装产品销售。对于前装车载电子对公司利润贡献的判断，我们认为，按照这两款车年产各5万辆，25%选装率和产品单价7000元计算，全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，我们预计新车上市时间在10年二季度，因此10年前装车载电子增加利润约1500万元，2011年全年新增利润有望超过3000万元。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，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，的确面临较好的发展机遇。

图表5 IPO募集资金项目达产情况

车载信息系统：年底建设完成，明年随一汽新车型开始能够效益	车载信息系统项目按照10年项目期计算，年平均销售收入34,525.00万元，年平均利润总额6,459.33万元，年平均所得税645.93万元，年平均税后利润5,813.40万元。项目内部收益率（税后）45.34%，投资利润率48.93%，项目投资回收期（税后）为4.54年。
汽车交易平台软件：明年建成，不过产生效益还需要相关市场销售等建立起来才行，估计明年贡献有限	汽车交易平台软件项目按照10年项目期计算，第一年为建设期，第二年达产30%，第三年达产60%，第四年起全面达产，达产前公司将逐步投入，实现滚动式发展。达产期本项目年销售收入14,330.00万元，年利润总额3,996.00万元，年所得税399.60万元，年税后利润3,596.00万元。项目内部收益率（税后）41.90%，投资利润率35.31%，项目投资回收期（税后）为4.88年。
启明Q3管理软件：近期不会产生效益	启明Q3管理软件项目按照5年项目期计算，第一年为建设期，第二年达产11.04%，第三年达产38.36%，第四年达产72.22%，第五年起全面达产。达产期本项目年销售收入15,768.00万元，年利润总额5,031.00万元，年所得税503万元，年税后利润4,528.00万元。项目内部收益率（税后）37.11%，投资利润率41.12%，项目投资回收期（税后）为3.62年。

资料来源：江南金融研究所

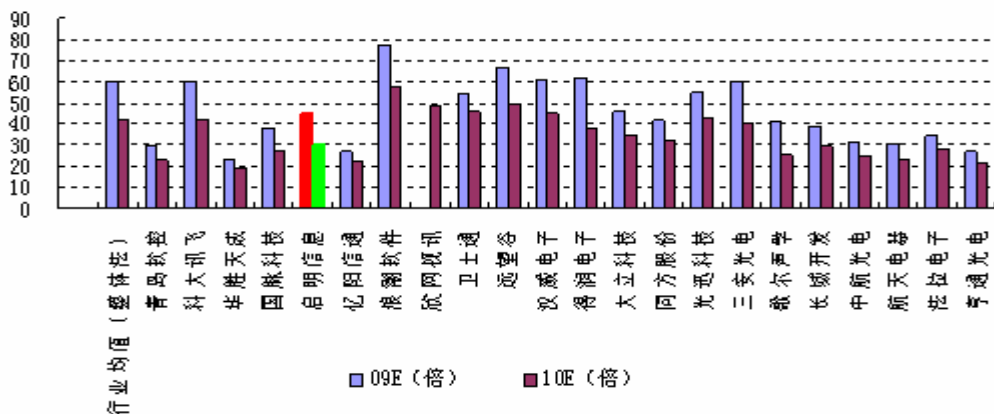
图表 6 2007-2011 年中国车载信系统市场规模预测



资料来源：赛迪顾问，江南金融研究所

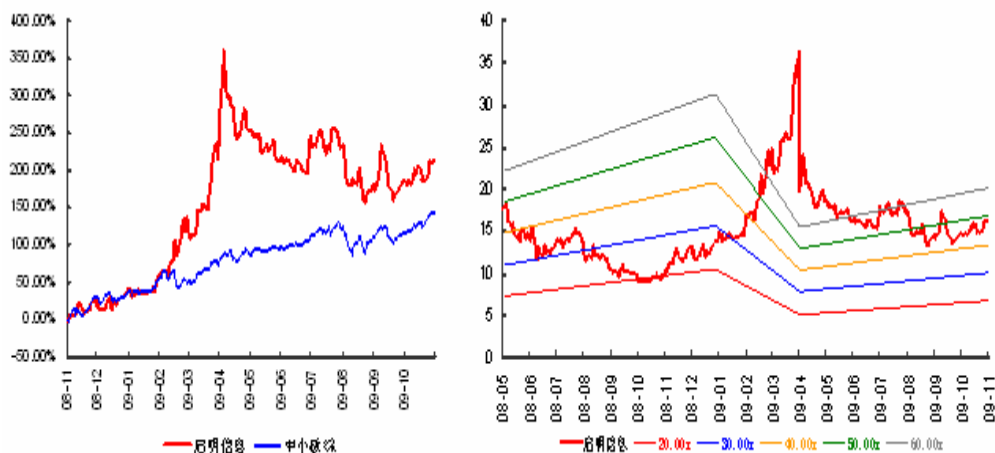
四、从公司质地和二级市场估值水平来看，公司投资价值非常明显。

图表 7 相关上市公司估值水平比较



资料来源：WIND

图表 8 启明信息股价最近一年二级市场走势 图表 9 启明信息估值水平变动情况



资料来源：Wind

五、投资建议

我们采取相对保守的盈利预测，从公司的特性（稀缺、行业增长快、进口替代、背靠一汽股东、哑铃式的生产模式等）、二级市场同类公司估值水平和未来公司成长性的确定性综合考虑，我们认为公司合理的 PE 水平应该在 40 倍以上。从公司未来三年净利复合增长率 48.27% 来看，当 PEG 参数低于 1 的估值水平时公司长期投资还是非常明显的。在当前市场状况下，建议投资者在二级市场关注此类能够依靠确定性成长来消化估值压力的内需型股票，以分享国内汽车电子市场的快速成长。

图表 10 启明信息财务数据简表

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	395	541	838	1257
收入同比(%)	23%	37%	55%	50%
归属母公司净利润	56	92	130	179
净利润同比(%)	-18%	65%	42%	38%
毛利率(%)	40.8%	45.0%	44.0%	43.0%
ROE(%)	13.2%	18.3%	21.5%	24.1%
每股收益(元)	0.23	0.38	0.54	0.75
P/E	72.12	43.78	30.85	22.42
P/B	9.51	8.00	6.64	5.39

资料来源：江南金融研究所

附：公司财务报表及预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	381	390	461	561	营业收入	1085	1465	1703	2080
现金	167	100	120	150	营业成本	929	1245	1431	1716
应收账款	100	140	162	198	营业税金及附加	5	8	9	11
其他应收款	1	2	3	5	营业费用	6	8	10	12
预付账款	26	34	39	47	管理费用	78	112	130	158
存货	46	62	69	77	财务费用	3	-6	-4	-3
其他流动资产	42	51	68	83	资产减值损失	3	3	3	3
					公允价值变动收				
非流动资产	236	332	371	438	益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	92	87	76	63	营业利润	59	95	125	184
无形资产	96	141	195	267	营业外收入	11	10	10	10
其他非流动资									
产	48	104	100	109	营业外支出	3	3	3	4
资产总计	618	722	832	999	利润总额	67	101	132	191
流动负债	87	134	130	190	所得税	1	7	9	13
短期借款	0	0	10	47	净利润	66	94	122	177
应付账款	39	53	60	73	少数股东损益	-0	0	0	0
其他流动负债	48	81	60	71	归属母公司净利润	66	94	122	177
非流动负债	22	22	22	22	EBITDA	79	109	143	205
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.52	0.37	0.42	0.61
其他非流动负									
债	22	22	22	22					
负债合计	108	155	152	212	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	127	254	292	292	成长能力				
资本公积	269	142	142	142	营业收入	37.3%	35.0%	16.3%	22.1%
留存收益	113	170	245	352	营业利润	56.9%	59.3%	32.2%	47.4%
归属母公司股东权益	509	566	680	786	归属于母公司净利润	41.3%	42.4%	29.8%	44.8%
负债和股东权益	618	722	832	999	获利能力				
					毛利率 (%)	14.4%	15.0%	16.0%	17.5%
					净利率 (%)	6.1%	6.4%	7.2%	8.5%
					ROE (%)	13.0%	16.6%	18.0%	22.5%
					ROIC (%)	17.0%	17.5%	19.1%	24.0%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	17.5%	21.5%	18.3%	21.2%
					净负债比率 (%)	0.00%	0.00%	6.40%	22.01%
					流动比率	4.40	2.91	3.54	2.95
					速动比率	3.87	2.45	3.02	2.54
					营运能力				
现金流量表									
单位: 百万元									
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E					
经营活动现金流	30	67	85	150					
净利润	66	94	122	177					
折旧摊销	16	20	22	24					
财务费用	3	-6	-4	-3					
投资损失	0	0	0	0					
营运资金变动	-59	-29	-66	-48					
其他经营现金									
流	3	-13	11	-0					

投资活动现金流	-111	-101	-70	-90	总资产周转率	2.34	2.19	2.19	2.27
资本支出	111	0	0	0	应收账款周转率	13	12	11	11
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	27.27	27.12	25.25	25.78
其他投资现金流									
流	0	-101	-70	-90	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	175	-31	5	-30	每股收益 (最新摊薄)	0.26	0.37	0.48	0.70
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.12	0.26	0.33	0.59
短期借款	-30	0	10	37	每股净资产 (最新摊薄)	2.00	2.23	2.67	3.09
长期借款	-55	0	0	0	估值比率				
普通股增加	32	127	38	0	P/E	62.02	43.55	33.54	23.16
资本公积增加	267	-127	0	0					
其他筹资现金流									
流	-39	-31	-43	-67	P/B	8.06	7.25	6.04	5.22
现金净增加额	94	-66	20	30	EV/EBITDA	50	36	28	19

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。

本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠，但江南证券并不能担保其准确性或完整性，而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有，保留一切权利。

江南金融研究所

公司网站：<http://www.scstock.com>

深圳

地址：深圳市深南中路 68 号航空大厦 29 层

邮编：518000

电话：0755-83689524

北京

地址：北京市朝阳区安立路甲 56 号

邮编：100012

电话：010-84802003