

2010 年 03 月 21 日

市价(人民币): 17.59元
目标(人民币): 16.41-23.93元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股) 100.50
总市值(百万元) 4,472.08
年内股价最高最低(元) 23.92/12.80
沪深 300 指数 3293.87
中小板指数 5947.28



分析师: 程兵

(8621)61038265
chengb@gjzq.com.cn

陈运红

(8621)61038242
chenyh@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷
泰滨江大厦 15A 层 (200011)

启明信息 (002232.SZ)

——背靠大树，双轮驱动，成就高成长之路

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.447	0.492	0.520	0.27	0.479	0.786
净利润增长率	31.32%	10.21%	41.25%	19.44%	81.25%	64.18%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.335	0.530	0.748
市盈率(倍)	N/A	N/A	25.38	52.37	29.34	17.74
行业优化市盈率(倍)	45.06	70.63	38.55	56.57	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	15.55	29.70	N/A	N/A
股息率	N/A	N/A	2.20%	N/A	N/A	N/A
PE/G(倍)	N/A	N/A	0.62	N/A	N/A	N/A
净资产收益率	27.27%	28.70%	13.00%	14.33%	15.10%	19.87%
每股净资产(元)	1.64	1.72	4.00	2.17	3.17	3.95
市净率(倍)	N/A	N/A	3.30	7.50	5.14	4.12
每股经营性现金流(元)	0.70	0.16	0.24	0.37	0.42	0.80
已上市流通A股(百万股)	N/A	N/A	32.00	100.50	100.50	100.50
总股本(百万股)	95.12	95.12	127.12	254.24	291.82	291.82

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- 随着汽车行业持续繁荣、一汽及政府大力支持，启明信息的管理软件及汽车电子都将从 2010 年起开始高速增长，未来 3 年净利润复合增长率将达到 60%。
- 管理软件方面，新产品推出及一汽新一轮 IT 建设开始是其主要驱动力。
 - ◆ 新产品方面，“Q3 管理软件”已研发完毕进入推广阶段。我们测算，未来 3 年新产品可贡献收入 1260 万元、4752 万元和 9552 万元。主要基于：1) 管理软件行业复苏，中小企业压制的 IT 需求有望释放；2) 该产品专为中小企业定制，且价格较低；3) 围绕一汽的产业链上下游公司约两万家，而目前管理软件渗透率约 4.8%，未来市场空间足够。
 - ◆ 一汽 IT 建设方面，其 5 年 IT 规划“251 工程”进入最后一年，新一轮 IT 建设即将开始。同时一汽整体上市预期强烈，有望带来集团层面的 IT 集中需求。
- 汽车电子方面，前装车载电子将第一次配套整车出厂，从而打开高速增长空间，而后装车载电子及增值服务也将受益于世博会。
 - ◆ 前装车载电子开始出货打开高速增长空间。公司前装车载电子今年将首次随一汽轿车新车型配套出货，如果德国认证通过，还将配备一汽大众新车型出货。我们测算，未来 3 年前装车载电子可贡献收入 2.11 亿元、4.47 亿元和 7.59 亿元。主要基于：1) 产品技术已成熟，价格

比国外低；2）同类产品国内尚无竞争对手；3）一汽等整车厂商车型较多，具有较大推广空间。

- ◆ **后装车载电子及增值服务将受益于世博会。**上海市政府今年将为本地公共交通安装车载 GPS，同时规定世博期间入沪车辆也必须安装，这将带动整个后装车载电子行业，使公司的后装产品及增值服务受益。

■ 短期股价催化剂

- ◆ 一汽整体上市将直接刺激公司股价。
- ◆ 德国认证是否通过是影响公司前装车载电子能否进入合资品牌的决定因素，认证结果对公司股价有较大影响。

■ 盈利预测和投资建议

- ◆ 我们预测公司 2010~2012 年净利润分别为 1.40 亿元、2.29 亿元和 3.57 亿元，分别增长 81.25%、64.18%和 55.61%，对应公司配股后总股本的 EPS 分别为 0.48 元、0.79 元和 1.22 元。
- ◆ 根据 PE 估值，对应行业平均市盈率的股价为 16.41 元。但我们认为考虑了业绩增长性的 PEG 估值更为合理。根据 PEG 估值，公司未来目标价为 23.93 元。
- ◆ 我们计算配股除权后公司股价为 16.3 元，远低于 PEG 估值，也低于 PE 估值。首次覆盖，我们给予“买入”评级。

■ 风险提示

- ◆ 新产品销售不能达到预期的风险。
- ◆ 市场竞争加剧的风险。

内容目录

背靠大树，双轮驱动，成就启明信息高成长之路.....	5
背靠大树：汽车行业为沃土，一汽政府是大树	6
汽车行业持续繁荣，带动汽车信息化龙头	6
一汽市场广阔，一枚树叶已造就一片树荫	6
政府大力支持，力推宝信模式	7
双轮之一：管理软件开始反弹，未来成长性明确.....	8
Q3 管理软件研发完毕，大规模销售即将铺开	8
一汽 5 年期信息化建设结束，新一轮 IT 投资即将开始	8
双轮之二：汽车电子即将突破，有望爆发式增长.....	9
前装车载电子，将从 2010 年起开始突破	9
后装车载电子及增值服务，将受益于世博会对行业的带动	10
车载电子只是切入点，未来将继续突破车体电子	10
盈利预测及估值.....	10
盈利预测	10
公司估值	11
风险提示	12
附录一：启明信息简介	13
启明信息简介	13
启明信息在汽车管理软件领域优势突出.....	14
启明信息是我国汽车电子行业的领跑者.....	15
附录二：汽车管理软件行业简介.....	16
汽车管理软件简介	16
制造业管理软件市场开始反弹，2010 年将恢复高速增长	16
汽车管理软件应用深入，大型整车厂商仍是汽车 IT 投资主体	17
附录三：汽车电子行业简介.....	18
“数字汽车”时代，汽车电子凸显重要性.....	18
车载电子成为汽车电子最重要的增长点.....	19
我国汽车电子行业的困境与突破	20
附录四：国际汽车集团孵化的软件巨头、汽车电子巨头简介.....	21
附录：三张报表预测摘要	22

图表目录

图表 1：2010~2012 年启明信息收入预测	5
图表 2：我国汽车销量持续走高	6
图表 3：一汽占国内汽车销量较大份额(2009)	6
图表 4：启明信息收入占一汽同类采购比例较低	7
图表 5：来自一汽收入占启明信息收入比例较高	7
图表 6：政府政策推动汽车信息化行业发展.....	7
图表 7：宝信软件收入随钢铁行业持续高增长	7
图表 8：我国制造业管理软件市场开始反弹.....	8
图表 9：Q3 管理软件收入测算	8
图表 10：前装车载电子出货量及收入测算	10
图表 11：汽车电子收入预测.....	11
图表 12：管理软件收入预测.....	11
图表 13：PE 估值.....	12
图表 14：启明信息收入结构(2008)	13
图表 15：启明信息毛利结构(2008)	13
图表 16：启明信息股权结构.....	13
图表 17：启明信息收入增长情况	14
图表 18：启明信息收入结构变化	14
图表 19：启明信息收入季节性明显	14
图表 20：启明信息人员配置结构	14
图表 21：启明信息产品覆盖整个汽车行业产业链	15
图表 22：启明信息汽车电子产品分类	16
图表 23：汽车信息化三层结构	16
图表 24：我国汽车管理软件行业竞争格局	16
图表 25：我国制造业管理软件市场开始反弹.....	17
图表 26：我国制造业管理软件行业结构(2009)	17
图表 27：未来汽车信息化热点	18
图表 28：大型整车厂商仍是汽车 IT 投资主体	18
图表 29：汽车电子市场规模.....	19
图表 30：我国汽车电子占整车成本逐渐提高.....	19
图表 31：汽车电子分类	19
图表 32：车载电子占汽车电子比重不断提高.....	20
图表 33：我国车载电子前装比率与国外差距较大	20
图表 34：我国汽车电子竞争格局	20
图表 35：我国汽车电子市场份额	20
图表 36：汽车电子三巨头发展历程	21

背靠大树，双轮驱动，成就启明信息高成长之路

■ 背靠一汽和政府，汽车信息化龙头迎来重要发展机遇

- ◆ 汽车行业持续繁荣，带来汽车企业的信息化不断深入，以及汽车电子的广泛应用。启明信息作为汽车信息化龙头，必将充分享受汽车行业高速发展带来的机遇。
- ◆ 一汽发展势头强劲，大手笔采购不断扩大。启明信息占一汽同类采购份额较低，随着产品突破，这一比例有望大幅提升。同时，一汽占启明信息收入较高，其采购份额的增加可较大程度撬动启明信息收入的提高。
- ◆ 政府不断出台政策，支持汽车产业及信息产业，重点扶持启明信息的前装车载电子项目。同时，力推启明信息复制宝信软件高成长之路。

■ 启明信息主营管理软件、汽车电子、系统集成和数据中心。其管理软件和汽车电子在未来几年将高速发展，成为驱动公司业绩增长的双轮。

- ◆ **管理软件开始反弹，未来成长性明确。**一方面，新产品 Q3 管理软件已研发完毕，即将开始销售，打入市场更为广阔的中小企业领域；另一方面，一汽的 5 年信息化建设进入最后一年，并且一汽整体上市预期强烈，其新一轮 IT 建设周期即将开始。
- ◆ **汽车电子即将突破，有望爆发式增长。**一方面，前装车载电子将首次随一汽轿车新款奔腾进入市场，若德国认证通过，还将配备一汽大众新宝来等系列，从此全面打入前装市场，迎来爆发式增长；另一方面，后装车载电子将受益于世博会对车辆安装 GPS 导航的政策要求，增值服务“D-Partner 中心”也将随网车辆数目增加而稳定增长。

- 我们预测，启明信息 2010~2012 年收入增速分别达到 42.9%、36.2%和 32.9%，净利润增速分别达到 105.26%、65.37%和 55.96%。

图表1：2010~2012 年启明信息收入预测

	(百万元)	2009E	2010E	2011E	2012E
汽车电子		106	352	629	965
	增长率	55.0%	232.0%	78.5%	53.5%
	毛利率	27.0%	32.0%	34.0%	36.0%
管理软件		223	294	410	574
	增长率	15.0%	31.6%	39.6%	40.0%
	毛利率	51.0%	50.0%	47.0%	45.0%
系统集成		954	1,193	1,467	1,790
	增长率	20.0%	25.0%	23.0%	22.0%
	毛利率	3.5%	3.6%	3.7%	3.9%
数据中心		32	42	55	75
	增长率	26.0%	30.0%	32.0%	35.0%
	毛利率	36.0%	36.5%	37.0%	38.0%
总收入		1,316	1,881	2,562	3,404
	增长率	21.3%	42.9%	36.2%	32.9%
总收入(不计合资品牌前装产品)			1,760	2,241	2,843
	增长率		33.8%	27.3%	26.8%
总收入(不计前装产品)			1,688	2,160	2,758
	增长率		28.3%	28.0%	27.6%
总收入(不计前装产品和Q3管理软件)			1,675	2,113	2,662
	增长率		27.3%	26.1%	26.0%

来源：公司数据，国金证券研究所

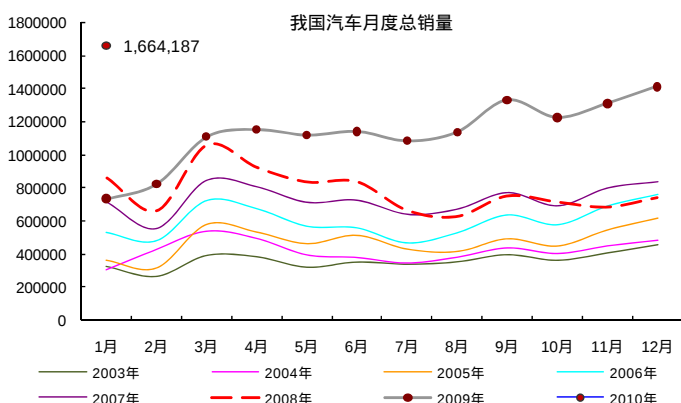
背靠大树：汽车行业为沃土，一汽政府是大树

汽车行业持续繁荣，带动汽车信息化龙头

■ 汽车行业持续繁荣，汽车管理软件及汽车电子迎来发展机遇

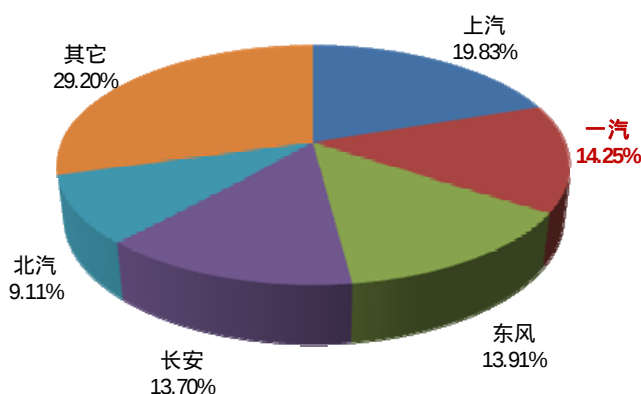
- ◆ 如果说 2009 年是中国汽车行业的井喷年，那么 2010 年将会是中国汽车信息化行业的黄金年。随着制造业管理软件行业整体复苏及汽车厂商信息化应用深入，汽车管理软件开始快速反弹；随着汽车销量上扬，与之配套的汽车电子随之受益，尤其是车载电子，已成为其中增长最快的部分。
- ◆ 启明信息是我国汽车行业信息化的龙头。其汽车管理软件及车载汽车电子在国内市场份额均为第一，必将充分享受汽车行业高速发展带来的机遇。

图表2：我国汽车销量持续走高



来源：中汽协，国金证券研究所

图表3：一汽占国内汽车销量较大份额(2009)



一汽市场广阔，一枚树叶已造就一片树荫

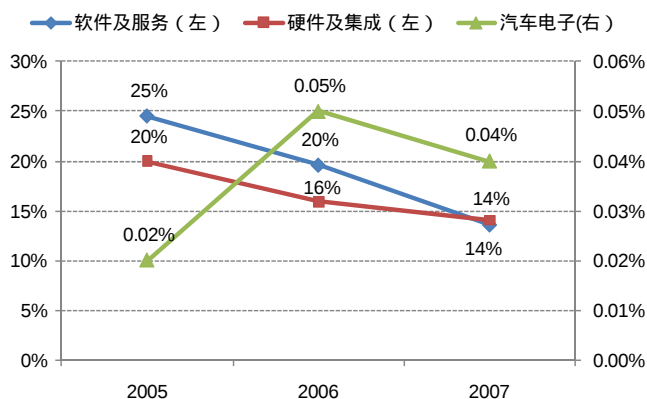
■ 一汽发展势头强劲，巨额采购持续

- ◆ 作为启明信息的控股股东，一汽集团发展势头强劲。2009 年一汽集团汽车销量为 194.5 万辆，销售收入达 2608 亿元，同比增长分别为 26.9%和 23.4%，市场占有率达 14.25%。公司预期 2010 年将生产整车 230 万辆以上，销售收入达到 2900 亿元。
- ◆ 一汽集团巨额采购持续。一汽集团近几年采购额增长率均在 15%左右，根据 2010 年采购工作会议计划，2010 年全年采购投入将达 2071 亿元。

■ 一汽采购份额略微倾斜便可撬动启明收入大幅增高

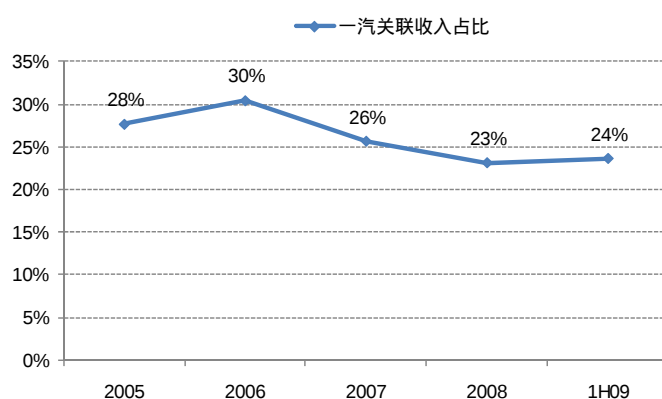
- ◆ 启明信息在一汽集团采购中份额较低，未来有较大提升空间。在软硬件领域，启明信息占一汽同类采购的份额在 20%左右，由于一汽采购额的扩张速度较快而启明信息软件产品有限，其在一汽采购中的占比呈下降趋势，但随着产品不断升级，其占比有望稳定。在汽车电子领域，启明信息占一汽同类采购的份额不到 0.1%，主要原因是产品不能达标。随着启明车载电子的突破，这一比例将快速大幅提升。
- ◆ 来自一汽收入占启明信息收入比重较大。随着市场不断开拓，一汽关联收入占启明信息的收入比重逐渐下滑，但仍维持在 25%左右。一汽依然是启明信息收入的主要来源，其巨额采购支出略微向启明信息倾斜，便可撬动启明信息收入大幅上升。

图表4：启明信息收入占一汽同类采购比例较低



来源：公司数据，国金证券研究所

图表5：来自一汽收入占启明信息收入比例较高



政府大力支持，力推宝信模式

- 政府政策不断推出，支持汽车产业及信息产业发展，并重点支持启明信息“前装车载汽车电子”。

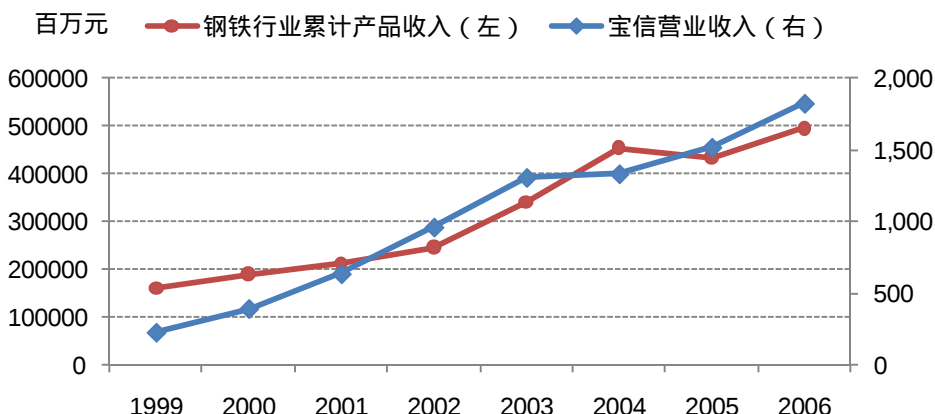
图表6：政府政策推动汽车信息化行业发展

行业层面	
2009年3月	国务院发布《汽车产业调整和振兴规划》，规划期为2009至2011年，鼓励汽车企业兼并重组、自主创新
2009年4月	国务院发布《电子信息产业调整和振兴规划》，未来三年确保骨干企业稳定增长，通过新应用带动新增长
2010年1月	上海市政府计划为公共交通安装GPS,并规定在世博期间所有入沪车辆必须安装GPS，实行联网联控
2010年初	发改委、财政部等正拟定“战略性新兴产业”初稿，未来加大对信息技术、新能源汽车等行业的资金支持力度
公司层面	
2009年1月	吉林省政府将公司研发的“车载前装导航信息系统”列入吉林省重大科技成果转化项目，给予约2000万左右政府专项资金支持
2009年2月	国家发改委批复公司申报的“车载前装导航综合信息系统高技术产业化示范工程”，列入国家高技术产业发展项目计划及国家资金补助计划，给予1000万元国家资金支持
2010年1月	吉林省信息产业厅、发改委等部门联合发文，支持启明信息建设运营吉林省数据灾备中心

来源：公司网站，国金证券研究所

- 政府力推启明信息做大汽车行业信息化龙头，复制宝信软件依托钢铁行业的高增长之路。

图表7：宝信软件收入随钢铁行业持续高增长



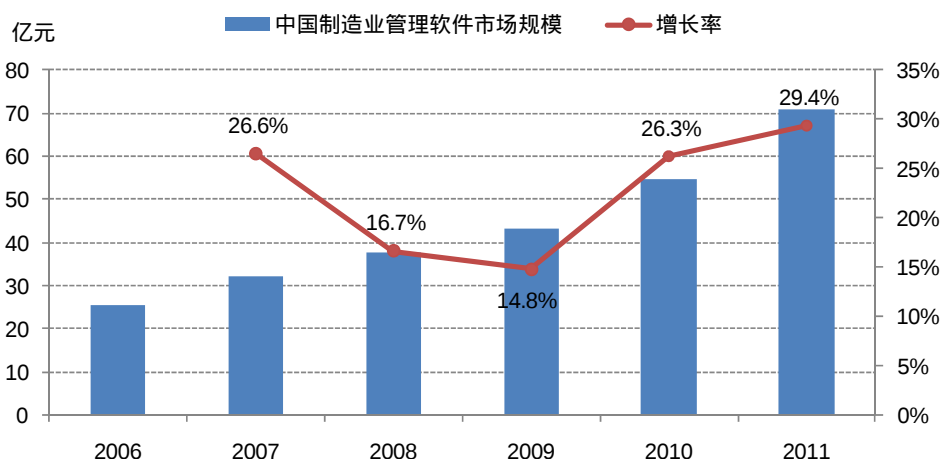
来源：Wind，国金证券研究所

双轮之一：管理软件开始反弹，未来成长性明确

Q3 管理软件研发完毕，大规模销售即将铺开

- Q3 管理软件是公司上市时募投项目，主要针对中小企业，是包含核心业务的集成化管理软件，在功能上相当于原有产品的综合精简版。
- Q3 管理软件将从 2010 年起开始贡献收入并快速扩张
 - ◆ 其一，制造业管理软件行业开始反弹，恢复高增长。2009 年大部分中小企业都缩减了 IT 投资支出，随着经济好转，抑制的 IT 需求有望在 2010 年开始释放。根据计世资讯预计，2010 年我国制造业管理软件增速将达到 26.3%，市场规模达到 54.8 亿元。

图表8：我国制造业管理软件市场开始反弹



来源：计世资讯，国金证券研究所

- ◆ 其二，Q3 管理软件功能完备，且价格较低。在功能方面，Q3 已能够完成中小企业的常见需求；在价格方面，Q3 分版本定价分别约为 60 万元和 180 万元，也远低于原有大型管理软件。
- ◆ 其三，市场渗透率较低，未来空间足够。一汽上游企业约 7000 多家，下游企业约 10000 家，其中大部分为中小型供应商或经销商。而我国目前管理软件的普及率仅为 4.8%，未来仍有巨大的市场空间。
- ◆ 我们测算，未来三年 Q3 管理软件可贡献收入分别为 1260 万元、4752 万元和 9552 万元。

图表9：Q3 管理软件收入测算

企业	服务类型	收费标准 (万元)	2010E		2011E		2012E	
			家数	收入	家数	收入	家数	收入
主机厂	产品费	60	2	120	10	600	20	1,200
	实施费	120	2	240	10	1,200	20	2,400
	年服务费	36	0	0	2	72	12	432
零部件	产品费	20	15	300	45	900	80	1,600
	实施费	40	15	600	45	1,800	80	3,200
	年服务费	12	0	0	15	180	60	720
合计				1,260		4,752		9,552

来源：公司数据，国金证券研究所

一汽 5 年期信息化建设结束，新一轮 IT 投资即将开始

- 一汽“251 工程”进入最后一年，新一轮 IT 规划即将开始

- ◆ “251 工程”是一汽集团在 2006 年制订的 5 年整体 IT 规划，2010 年是最后一年。启明信息承接了“251 工程”的部分软件和系统集成项目，并于 2008 起确认收入，今年是项目结项确认收入的最后一年。
- ◆ “251 工程”结束之后，一汽集团将展开新一轮 IT 规划，启明信息将首当其冲参与其中。
- 另外，一汽整体上市预期强烈，若整体上市成功，有望带来集团层面的 IT 系统集中需求，引发新的 IT 投资。

双轮之二：汽车电子即将突破，有望爆发式增长

前装车载电子，将从 2010 年起开始突破

- 前装车载电子是预置于汽车之中与整车一起出厂的车载电子。启明信息的前装车载电子主要为多媒体车载导航仪。
- 2010 年将是启明信息前装车载导航仪的爆发起点
 - ◆ 自有品牌新车在 2010 年将第一次配备公司前装导航仪。一汽轿车的 2010 款奔腾 B70 预计将于 5 月份开始下线，首先配备公司的前装导航仪。根据 2009 年奔腾 B50 新车在 5 月份下线后全年销售 3.6 万辆的情况，我们保守预计奔腾 B70 新车在 2010 年销售 4 万辆。按照 25% 的选装率计算，一汽轿车带来的前装导航仪销量约在 1 万台。
 - ◆ 合资品牌将在 2010 年获得认证后配备公司前装导航仪。一汽大众的轿车如果要配备公司的前装导航仪，必须先通过德国大众认证。认证工作从 2009 年已开始，预计 2010 年中期会通过。一汽大众在 2010 年将推出 5 款新车型：新宝来 1.4TSI、迈腾 1.4TSI、国产大众 CC、国产高尔夫 GTI、国产奥迪 Q5。至于哪几款新车会先配备启明信息的前装产品，需要看认证通过的时间。根据 2009 年数据，一汽大众全年总销量为 68.2 万辆，其中新宝来贡献 12 万辆。我们保守按照 2010 年只有新宝来配备且半年销售 7 万辆来计算，按照 25% 的选装率，一汽大众带来的前装导航仪销量约在 1.8 万台。
 - ◆ 按照产品单价 7000 元计算，2010 年前装产品可贡献收入约 1.93 亿元。继续保守估算，按照一汽轿车只有奔腾系列配备、一汽大众每年只新增两款新车配备，且不考虑开拓的其它厂商品牌，2011 和 2012 年前装产品收入为 4.01 亿和 6.47 亿元。
- 我们认为，公司前装产品将快速渗透国内前装市场：
 - ◆ 其一，产品物美价廉。公司多年的技术积累已进入应用阶段，如果通过德国认证，则说明产品性能进一步得到国际认可。同时，公司产品价格较低，大约比同类国际品牌便宜 2000~3000 元。
 - ◆ 其二，尚无竞争对手。目前国内汽车电子厂商真正在前装导航批量装车的还没有，启明信息是第一家突破前装市场的本土公司。公司已开发前装车导航仪近 10 年，试验了 1~2 年，无论在技术还是整车配套测试等方面都领先于同行。
 - ◆ 其三，市场空间足够。国内品牌来看，目前计划配备的只有一汽轿车的奔腾系列（可能还包括红旗系列），但已与奇瑞轿车、曙光集团、北泰汽车、长城汽车等进入谈判阶段或达成意向协议；国外合资品牌来看，目前计划配备的有一汽大众的新宝来系列，之后会配备速腾、迈腾、高尔夫、奥迪等系列，未来可能进一步进入上海大众和大众汽车。

图表10：前装车载电子出货量及收入测算

	2009	2010E	2011E	2012E
配备启明车载电子的新车销量（万辆）				
一汽轿车（奔腾等）	3.6	4.1	4.8	5.2
一汽大众（新宝来等）	6	6.9	18.8	34.6
合计	-	11.0	23.6	39.8
选装率	-	25%	25%	25%
前装产品出货量（万台）	-	2.8	5.9	9.9
产品单价（元）	-	7000	6800	6500
车载电子收入（亿元）	-	1.93	4.01	6.47

注：一汽轿车主要按奔腾系列计算，一汽大众新车销量2011年起参考新宝来和迈腾平均值并按每年新配备两款新车型计算，汽车销量增长率按15%、15%和10%计算

来源：公司数据，国金证券研究所

后装车载电子及增值服务，将受益于世博会对行业的带动

- 后装车载电子是汽车售后替换或新装的车载电子。启明信息的后装车载电子主要为车载 GPS 导航、通讯娱乐设备等。
- 世博会将带动整个后装车载电子行业
 - ◆ 2010 年上海市政府将为本地公共交通工具配备 GPS 导航，并且要求世博期间外地入沪车辆也必须装备 GPS 导航，进行联网监控。
 - ◆ 根据日本矢野经济研究所报告，2010 年世博会将成中国 GPS 行业的分水岭，预计年均复合增长率达到 27.1%以上，至 2015 年中国 GPS 导航将达到 260 万部的规模。
- 但由于后装车载电子市场竞争激烈，并且产品同质化严重，我们认为，启明信息在后装车载电子领域的看点不仅是其产品，更是其提供的增值服务：D-Partner 中心。
 - ◆ “D-Partner 中心”是启明信息从 2001 年起建立的全国最大的 GPS 物流运营中心。该中心以车载电子产品为终端，提供 GPS 定位、远程诊断、新闻娱乐信息、电子收费服务等功能。
 - ◆ D-Partner 按入网车辆数量和服务内容收费。截至 2009 年 9 月 30 日入网车辆已达 58365 台。世博会对货运车辆安装 GPS 导航的要求，将进一步促进 D-Partner 入网车辆增多，使启明信息的增值业务稳步增长。

车载电子只是切入点，未来将继续突破车体电子

- 公司的前装车载电子已开始突破，但这只是一个切入点，并非全部。
- 公司的汽车电子还包括汽车发动机 EGR 系统和 VNT 系统，对柴油机的废气量和新鲜空气量进行控制。未来公司将可能进一步在车体电子领域突破，做大做强整个汽车电子。

盈利预测及估值

盈利预测

- 收入预测
 - ◆ 汽车电子：根据公司 2008 年 52.76%的增速以及 2009 年车市火爆的情况，我们估计公司汽车电子 2009 年增速为 55%。同时，我们预测 2010~2012 年汽车电子收入分别为 3.52 亿、6.29 亿和 9.65 亿元。

- ◆ 管理软件：参考行业平均 15% 的增速，我们估计公司管理软件 2009 年增速也为 15%。同时，我们预测 2010~2012 年管理软件收入分别为 2.94 亿、4.10 亿和 5.74 亿元。

图表11：汽车电子收入预测

(百万元)	2009E	2010E	2011E	2012E
前装	-	193	401	647
增长率	-	N/A	107.7%	61.1%
后装及增值服务	106	159	228	319
增长率	55.0%	50.0%	43.0%	40.0%
参考行业增长率	31.5%	27.0%	25.0%	23.0%
汽车电子	106	352	629	965
增长率	55.0%	232.0%	78.5%	53.5%

来源：公司数据，国金证券研究所

图表12：管理软件收入预测

(百万元)	2009E	2010E	2011E	2012E
Q3管理软件	-	13	48	96
增长率	-	N/A	277.1%	101.0%
已有软件产品	223	281	363	479
增长率	55.0%	26.0%	29.0%	32.0%
参考行业增长率	-	26.0%	29.0%	32.0%
管理软件	223	294	410	574
增长率	55.0%	31.6%	39.6%	40.0%

- ◆ 系统集成：参考太极股份 2009 年系统集成约 20% 的增速，我们估计系统集成 2009 年增速为 20%。同时，我们预测 2010~2012 年的增速分别为 25%、23% 和 22%，主要基于：1) 公司客户主要集中在政府，而政府 IT 开支在 2010 年达到高峰；2) 行业平均增速维持在 20% 左右；3) 鉴于该业务较低的毛利率以及汽车电子的崛起，我们认为公司系统集成所占份额会减少，其增速会逐步回落；
- ◆ 数据中心：参考行业平均增速及公司数据中心正在扩建等情况，我们估计数据中心 2009 年增速为 18%。同时，我们预测 2010~2012 年的增速分别为 30%、32% 和 35%，主要基于：1) 行业复合增长率在 30%；2) 公司承建吉林省数据灾备中心，2 年后将建成。
- 毛利率预测
 - ◆ 汽车电子毛利率将有较大提升。一方面，营运中心增值服务比重增加将继续提高毛利率，另一方面，前装车载电子竞争较小使毛利率较高，其开始出货将对整体毛利率有较大程度提升。
 - ◆ 管理软件毛利率将有下滑。一方面，管理软件市场竞争激烈，大型厂商扩张难度较大，另一方面，新产品主要面向中小企业，对价格比较敏感，这将整体上影响毛利率。
 - ◆ 系统集成毛利率将略有回升。公司系统集成业务受到金融危机影响较大，毛利率在过去两年已降到很低水平，随着经济回暖，毛利率有望逐渐恢复。
 - ◆ 数据中心毛利率将逐渐上升。随着配股扩建，数据中心业务将有较大增长而分摊成本，毛利率将逐渐上升。
- 费用率预测
 - ◆ 营业费用率：考虑到未来几年对新产品的推广，我们上调 2010 年营业费用率，但之后业绩扩张相对较为迅速，营业费用率将略微下降。
 - ◆ 管理费用率：考虑到公司未来几年业绩的较快增长，我们预计管理费用率将逐步下降。
- 我们预测公司 2010~2012 年净利润分别为 1.40 亿元、2.29 亿元和 3.57 亿元，分别增长 81.25%、64.18% 和 55.61%。本次配股后总股本为 2.92 亿股，对应 EPS 分别为 0.48 元、0.79 元和 1.22 元。

公司估值

- PE 估值

- ◆ 目前可比行业信息化公司 2010 年平均市盈率为 34.3 倍，我们计算启明信息配股除权后股价约在 16.3 元，对应 2010 年市盈率为 34.1 倍，略低于行业平均水平。
- ◆ 按照行业平均 34.3 倍市盈率和配股稀释后 EPS，我们认为公司股价应为 16.41 元。

图表13：PE 估值

股票名称	股票代码	股价（元） (2010.3.19)	销售额(百万元)			EPS（元）			PE 2010E
			2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	
远光软件	002063.SZ	24.25	213.94	290.38	380.44	0.6738	0.4871	0.661	36.7x
宝信软件	600845.SH	31.25	2146.81	2273.16	2736.21	0.6913	0.7693	0.9985	31.3x
石基信息	002153.SZ	37.38	442.73	499.13	609.86	1.2698	0.8004	1.0412	35.9x
亿阳信通	600289.SH	17.53	853.83	928.43	1196.63	0.2095	0.2341	0.4701	37.3x
东华软件	002065.SZ	24.07	1158.92	1584.43	2115.18	0.6257	0.5804	0.7965	30.2x
平均			963.25	1115.11	1407.66	0.6940	0.5743	0.7935	34.3x
启明信息(配股前)	002232.SZ	17.59	1085.07	1315.83	1880.96	0.2602	0.3109	0.5493	32.0x
启明信息(配股后)	002232.SZ	16.3	1085.07	1315.83	1880.96	0.2263	0.2703	0.4786	34.1x

来源：Wind，国金证券研究所

■ PEG 估值

- ◆ 我们认为，PE 估值并不能反映公司未来几年业绩的高速成长性，PEG 估值更适用于对本公司的定价。
- ◆ 根据我们预测，公司未来五年净利润的复合增长率为 50%，按照 PEG 估值理论，1 倍的 PEG 是能够接受的合理估值水平，即动态市盈率达到 50 倍，对应公司股价为 23.93 元。

■ 综合来看，我们认为公司合理估值应为 16.41~23.93 元。

风险提示

■ 新产品销售不能达到预期的风险

- ◆ 前装车载电子如果认证延迟，将会较大程度影响公司今年业绩；一汽计划每年配备几款新车型的数目也会对公司前装车载电子的出货量有较大影响。
- ◆ Q3 管理软件的上线进度和销售情况存在一定不确定性。

■ 市场竞争加剧的风险

- ◆ 我们了解到目前也有其它厂商在车载前装电子方面有所进展，未来公司在对外扩张时将面临更多压力。
- ◆ 后装车载电子领域无序竞争严重，公司产品面临毛利率下滑的风险。

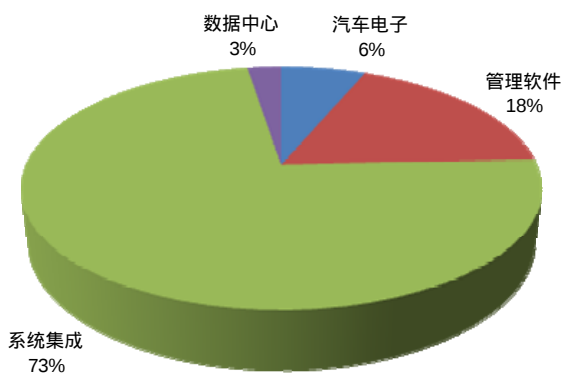
附录一：启明信息简介

启明信息简介

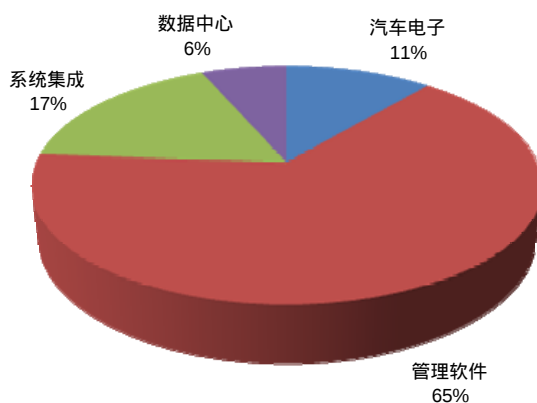
■ 主营业务

- ◆ 启明信息成立于 2000 年 10 月 25 日，其前身是中国第一汽车集团公司电子计算处。2004 年 4 月完成股份制改制，2008 年 5 月 9 日在深圳证券交易所上市。
- ◆ 启明信息专门从事汽车业管理软件与汽车电子产品研发、制造及服务，公司的主营业务包括四大类：一是管理软件业务，面向汽车产业链和集团化运营管理，开展以汽车业管理软件为核心的软件开发、应用集成及管理咨询业务。二是汽车电子产品业务，面向汽车整车制造商、汽车运输企业和汽车驾驶者，提供汽车电子产品研发制造、系统集成业务及增值服务。三是系统集成业务，面向各级政府，事业单位及国内外各类企业、开展以系统集成业务为核心的网络工程。四是数据中心业务。

图表14：启明信息收入结构(2008)



图表15：启明信息毛利结构(2008)

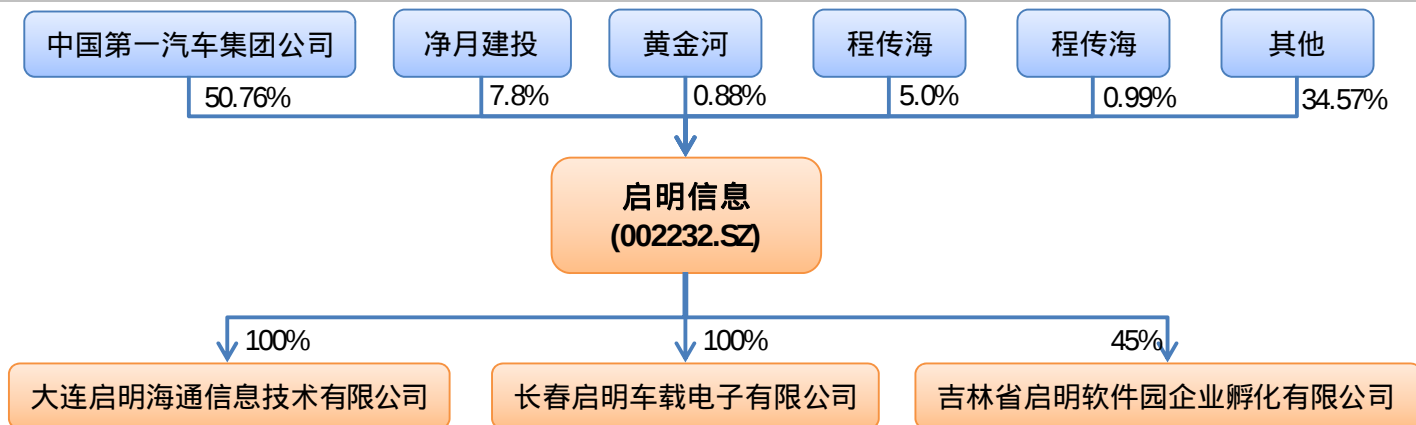


来源：公司数据，国金证券研究所

■ 股权结构

- ◆ 公司控股股东为中国第一汽车集团公司，持股比例为 50.76%，净月建投主营房地产开发等，是公司发起人之一。
- ◆ 子公司大连启明海通主营业务与启明信息大致相同，长春启明车载电子是专业的整车企业汽车电子供应商，启明软件园企业孵化有限公司主营汽车电子及软件企业孵化（不含生产、加工）。

图表16：启明信息股权结构

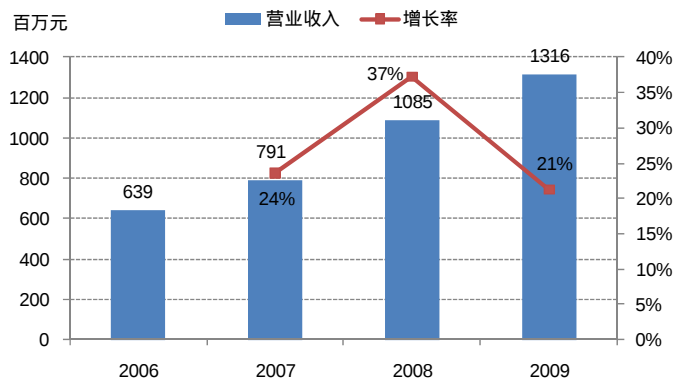


来源：公司公告，国金证券研究所

■ 经营状况

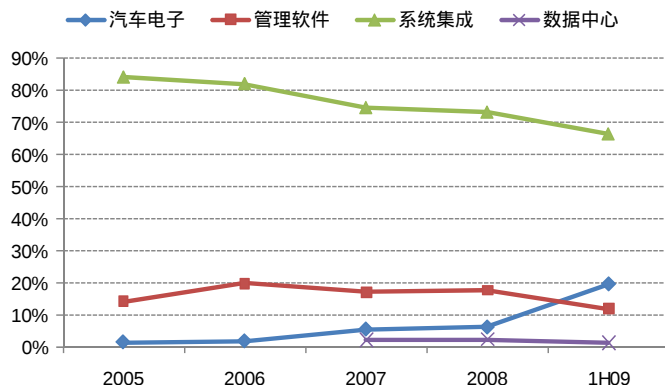
- ◆ 公司近三年收入增速为 24%、37%和 21%，2009 年收入达到 13.16 亿元。
- ◆ 公司业务中系统集成的比例逐步下降，汽车电子比例快速上升
- ◆ 公司主要业务中定制软件的开发、硬件销售均存在年底集中验收或销售的特点，使企业营业收入存在随季节波动的特点。

图表17：启明信息收入增长情况



来源：公司数据，国金证券研究所

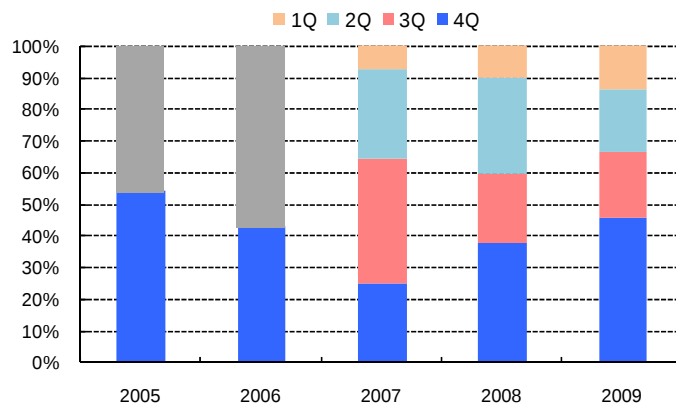
图表18：启明信息收入结构变化



■ 人员结构

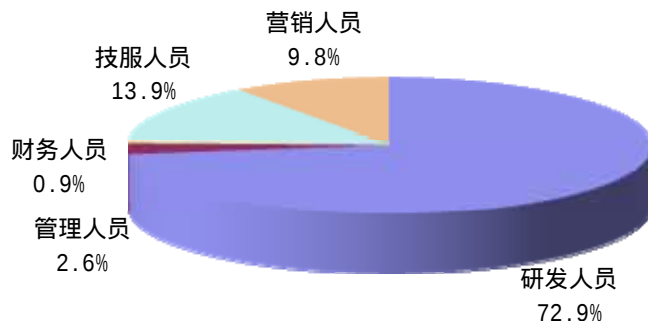
- ◆ 2008 年公司员工数为 936 人，其中，研发人员占到 72.9%。

图表19：启明信息收入季节性明显



来源：公司数据，国金证券研究所

图表20：启明信息人员配置结构



启明信息在汽车管理软件领域优势突出

■ 整车厂商背景是其区别于竞争对手的独特优势

- ◆ 决定软件产品优劣的最重要的因素是对业务需求的理解。启明信息脱胎于一汽集团，其发展的土壤里本身就是汽车企业 DNA 的延续。公司大部分骨干都是曾经在一汽集团工作过多年的老员工，对集团的管理、流程了如指掌。因此，在汽车产品的研发制造、汽车企业的运营管理等方面，启明信息比竞争对手要有更深入的理解。
- ◆ 目前在汽车管理软件领域，启明信息是唯一一家具有整车厂商背景的公司。

■ 同时生产汽车电子是其区别于竞争对手的又一独特优势

- ◆ 一般管理软件厂商只关注软件的开发，而启明信息不只开发汽车管理软件，同时还生产汽车电子产品。对汽车零部件的生产，一方面使启明信息更贴近汽车制造工艺流程，加深对业务需求的理解，另一方面也使启明信息的产品完整地覆盖了整个汽车产业链，可以更好地梳理上下游关系渠道，并提高其软件产品系列的协同性。
- ◆ 目前启明信息也是唯一一家既开发汽车管理软件又制造汽车电子产品的公司。
- 一汽提供的不仅是稳定的市场，还有良好的示范效应
 - ◆ 启明信息的产品在推出后可以率先应用于一汽这个稳定的客户，较早地回收部分投资，并检验产品性能以及时改进。
 - ◆ 以一汽在国内汽车行业的影响力所带来的示范效应，启明信息的产品在一汽成功实施后可以在其它厂商复制推广。目前公司客户已拓展到吉林汽车、辽宁曙光、天津丰田、丰田汽车、奇瑞汽车、陕西重汽等汽车厂商，以及上下游的原材料供应商、4S 店等。

图表21：启明信息产品覆盖整个汽车行业产业链



来源：公司公告，国金证券研究所

启明信息是我国汽车电子行业的领跑者

- 启明信息在汽车电子领域目前主要有三项业务：后装车载电子、部分车身电子和检测设备、D-Partner 汽车售后服务平台。正在切入的领域为：前装车载电子、发动机电子控制。
- 根据赛迪顾问报告，2006 年启明信息在我国车载汽车电子研制及服务领域的市场份额居国内第一。
- 启明信息在汽车电子领域的竞争力
 - ◆ 突出的产品研发能力，打造“启明创造”而非“启明制造”。2006 年启明信息与国际著名的 EMS 厂商香港新进科技集团为战略合作伙伴，双方共同投资 3.7 亿元人民币建设汽车电子基地。启明信息负责产品研发、品牌定位、市场营销以及技术服务，并提供厂房设施，新进集团负责提供电子制造技术和制造设备，进行专业的电子制造管理及加工服务。该基地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。2007 年 7 月，该基地落成投产，初期投入 2 条自动贴片生产线、3 条电子产品组装线及相关实验室设备，可年产 400 万套车载电子及其它电子产品。
 - ◆ 一汽的巨大潜在市场。按照一汽集团 2010 年采购工作会议计划，2010 年采购额达 2071 亿元。按照汽车电子占整车成本约 10% 的占比，以及车载电子占汽车电子近 20% 的占比，我们推算一汽车载电子的采购额约在 40 亿元，这正是启明信息面临的一汽的市场空间。

- 启明信息在车载电子的上游厂商主要是电子地图供应商四维图新、星球出版社等，其硬件制造主要由新近科技集团负责代工。

图表22：启明信息汽车电子产品分类

分类	产品	功能
车载电子	前装车载电子	预装于整车的导航仪等
	后装车载电子（基本型）	基本的定位、娱乐功能
	后装车载电子（增强型）	定位、娱乐、故障检测、远程控制等
车体电子	发动机EGR系统	控制柴油机废气量
	发动机VNT系统	控制柴油机新鲜空气量
	防盗报警器	防盗报警、锁车等提示
其它增值产品	EOL设备	整车下线检测
	诊断仪	诊断汽车故障

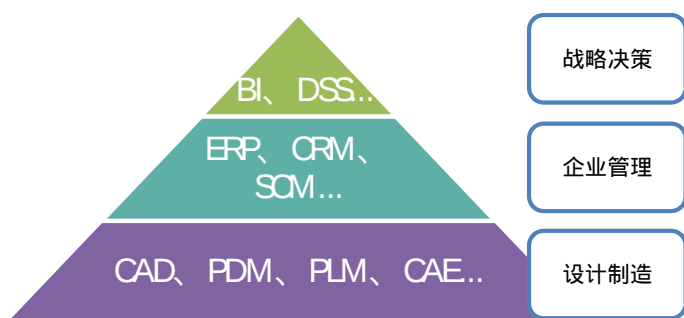
来源：公司公告，国金证券研究所

附录二：汽车管理软件行业简介

汽车管理软件简介

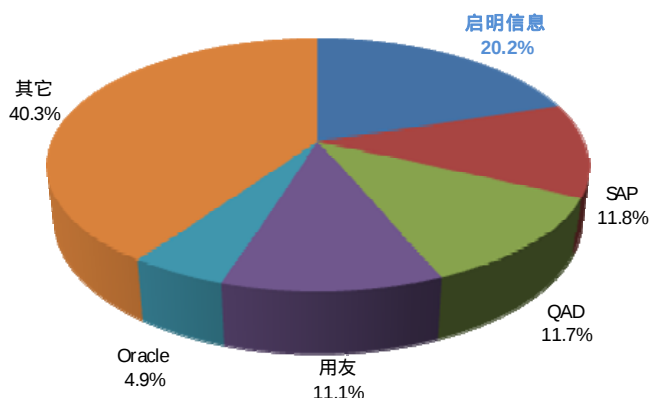
- 汽车管理软件是应用于汽车相关企业进行汽车的研发设计、组装生产（包括企业管理）、销售及售后服务的软件。
 - ◆ 汽车行业信息化包含三个层次：在设计制造层面，利用 CAD(计算机辅助设计)、PDM(产品数据管理)、PLM(产品生命周期管理)和 CAE(产品辅助工程)进行产品虚拟化研发，提升设计制造水平；在企业管理层面，利用 ERP(企业资源计划)、SCM(供应链管理)和 CRM(客户关系管理)等构建企业内部及上下游管理体系，提升企业管理水平；在战略决策层面，将产品数据及企业运营数据整合，并利用 BI(商业智能)、DSS(决策支持系统)等进行数据挖掘分析，提供战略决策支持。
 - ◆ 我国的汽车管理软件厂商主要为启明信息、SAP、用友等厂商。根据赛迪顾问报告，2006 年启明信息市场份额占据第一。

图表23：汽车信息化三层结构



来源：赛迪顾问，国金证券研究所

图表24：我国汽车管理软件行业竞争格局

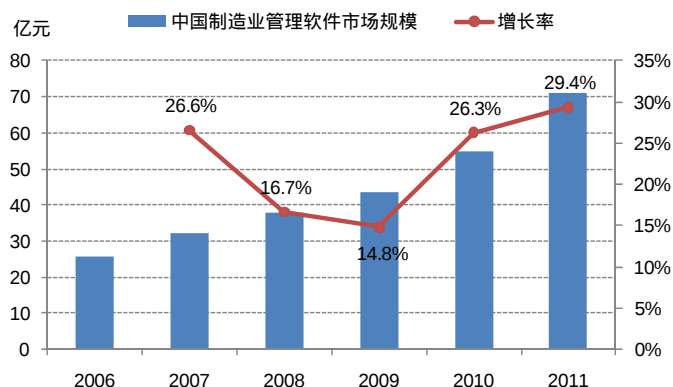


制造业管理软件市场开始反弹，2010 年将恢复高速增长

- 制造业管理软件经过两年增幅下滑，2010 年将回到 26%以上增速

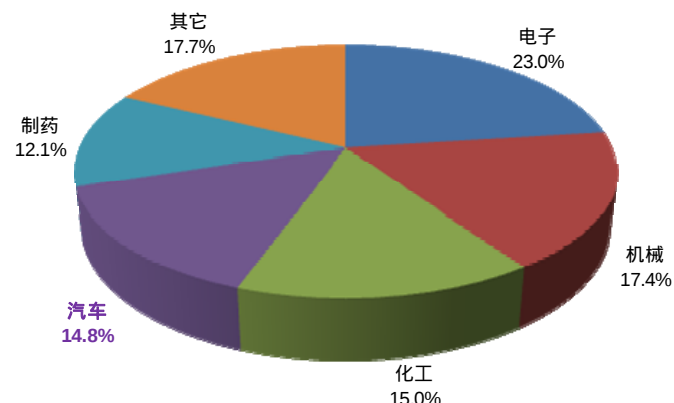
- ◆ 2009 年大部分制造业企业都采取非常保守的态度制定信息化投入预算，第一季度至上半年甚至暂停、延缓新增项目的实际支出。2009 年中期宏观经济预期出现好转，下半年才开始恢复常规投入。
- ◆ 国家 4 万亿及行业调整振兴规划投入相关的子行业加大投入生产，其相关信息系统也会做出相应投入。2009 年 4 月开始，具体细分行业规划及实施细则才陆续出台。
- ◆ 2010 年中国经济将实现恢复性增长，制造业管理软件增速将恢复到危机前水平。根据计世资讯预计，2010 年我国制造业管理软件增速将达到 26.3%，市场规模达到 54.8 亿元。

图表25：我国制造业管理软件市场开始反弹



来源：公司数据，计世资讯，国金证券研究所

图表26：我国制造业管理软件行业结构(2009)



汽车管理软件应用深入，大型整车厂商仍是汽车 IT 投资主体

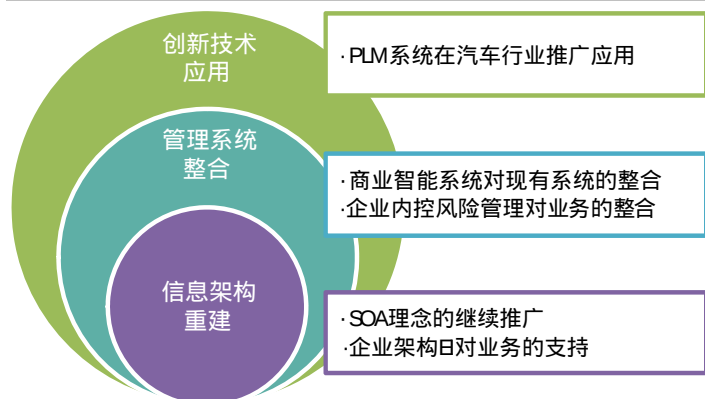
■ 汽车行业“两化融合”加速，管理软件应用持续深入

- ◆ 随着汽车制造与信息化结合不断深入，对管理软件的需求不断扩大。一方面，IT 系统日益复杂多样，如何提供通用的服务并与各个系统协作，成为系统架构需要重新考虑的问题；另一方面，IT 系统日益增多，“信息孤岛”问题日益突出，企业需要将大量的 IT 系统整合起来，并利用商业智能系统进行数据挖掘，以提供决策支持。另外，汽车企业创新技术需要管理软件提供支持，尤其是设计师利用 PLM(产品生命周期管理)进行新产品研发，对提高汽车企业创新能力非常必要。

■ 大型整车厂商仍是汽车 IT 投资主体

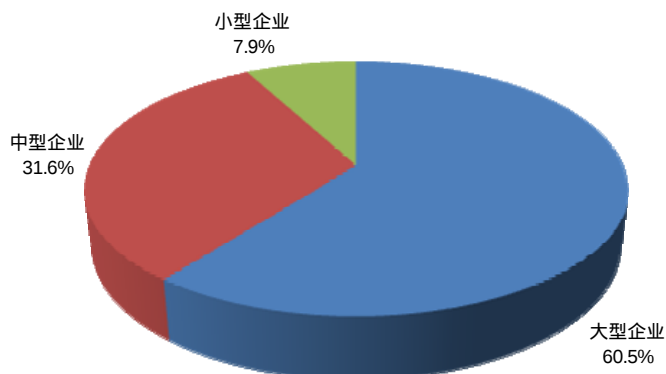
- ◆ 金融危机中，大型整车厂商由于实力雄厚而抗风险能力较强，IT 投资下滑不大。而对小型企业来说，企业生存成为其 2009 年信息化战略重要考虑因素，很多 IT 投资没有列入预算。
- ◆ 大型整车厂商对信息化的认识比较深入，一般均有中长期的 IT 规划。虽然短期一些项目因预算而延后，但鉴于长期生产和业务发展需求，IT 投资保持相对稳定。
- ◆ 大型整车厂商面临集团层面的系统整合或有关兼并重组，对 IT 系统的要求较高。大型整车厂商一般拥有较多合资厂及各地分厂，对各地的数据集中要求较高。另外，大型整车厂商的兼并重组，增加了其对 IT 系统整合的需求。

图表27：未来汽车信息化热点



来源：赛迪顾问，国金证券研究所

图表28：大型整车厂商仍是汽车IT投资主体



附录三：汽车电子行业简介

“数字汽车”时代，汽车电子凸显重要性

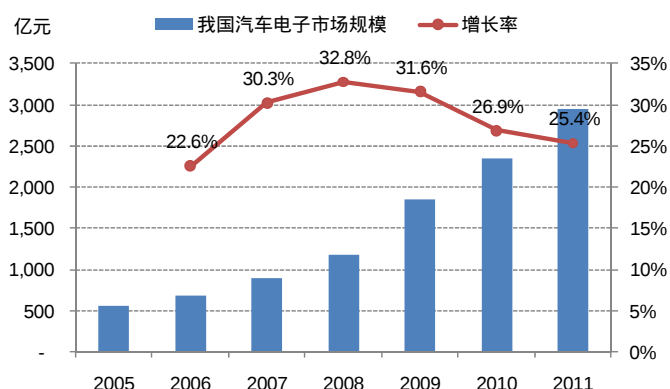
■ 我国汽车电子市场快速发展

- ◆ 汽车行业的快速发展，使汽车的核心技术加快了更新换代步伐。从机械化到电子化，再到数字网络化，逐步进入了“数字汽车”的时代。未来的汽车，将是“四个轮子加一台计算机”的智能化汽车。未来汽车市场的竞争，就其本质而言，乃是汽车电子的竞争。
- ◆ 赛迪顾问数据显示，我国汽车电子市场近几年平均增速在 25%以上，2010 和 2011 年市场规模分别达 2347 亿元和 2942 亿元。

■ 我们认为，推动我国汽车电子市场快速发展的驱动力有

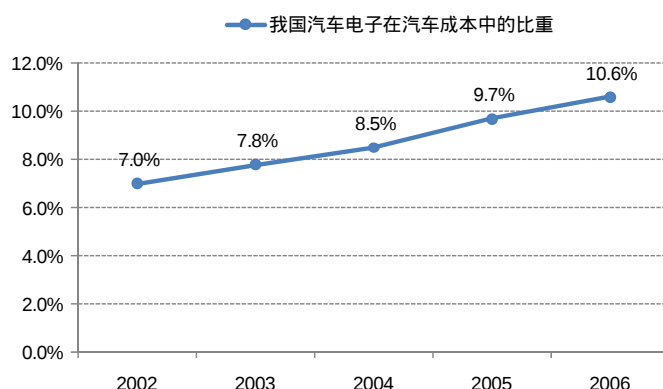
- ◆ 第一，我国已成为全球汽车制造基地以及汽车销量增长最快的地区。无论是出口还是内销，汽车行业的快速发展必然带动汽车电子的快速增长。
- ◆ 第二，我国汽车电子占整车成本的比重较低，未来将逐步提高。赛迪顾问数据显示，目前我国汽车电子占整车成本的比重约为 10%左右，而欧美则为 20%以上，高档车型甚至达到 40%~60%。我国国产高档轿车的比例不高，而且在全年生产的汽车产品中，有超过一半的产品是客车和载重货车，汽车电子在客车和货车中的比重远低于在轿车中的比重。随着我国轿车的普及和消费者对汽车电子的需求不断增加，汽车电子占整车成本的比重将持续上升。
- ◆ 第三，汽车行业竞争加剧，汽车电子配备率是提升竞争力的重要措施。近几年我国汽车市场出现了“加量不加价”甚至“加量又减价”的竞争手段，随着竞争日益严峻，更大手笔的“加量”势在必行。

图表29：汽车电子市场规模



来源：赛迪顾问，国金证券研究所

图表30：我国汽车电子占整车成本逐渐提高



车载电子成为汽车电子最重要的增长点

■ 车载电子比重逐步上升，前装车载电子是各厂商关注的焦点

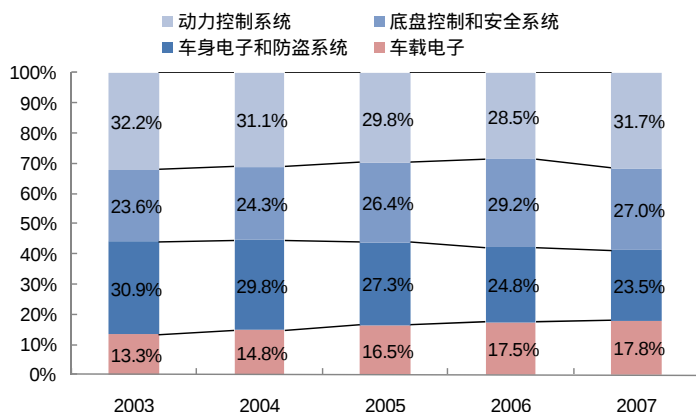
- ◆ 汽车电子主要分为车体电子和车载电子。车体电子主要包括动力控制系统、底盘控制与安全系统、车身电子与防盗系统。车载电子包括汽车信息系统、导航系统、娱乐影音系统。
- ◆ 车载电子在汽车电子中的比重越来越大。随着汽车的动力性能、稳定性、安全性达到一定程度之后，汽车的舒适性、娱乐性逐渐成为汽车消费中的热点，车载电子也随之成为汽车电子中最主要的增长点。
- ◆ 车载电子又分为前装车载电子和后装车载电子。前装车载电子由汽车厂商定制，随整车一起出厂；后装车载电子，是汽车出厂之后再安装或替换上去的产品，主要在零售市场进行销售。
- ◆ 前装车载电子是各厂商关注的焦点。相对而言，后装车载电子市场门槛较低，产品设计不受整车厂商限制，研发生产周期较短，可以参与竞争的厂商较多；前装车载电子作为汽车的组成部分进入整车厂的生产装配线，技术要求较高，包括规格、尺寸、抗震、抗干扰、耐高低温等，需要通过整车厂的几百道规格测试以及相关认证，代表了更高的技术和价值，也意味着较高的技术壁垒和利润率，成为各厂商关注的焦点。

图表31：汽车电子分类

汽车电子	相关系统	相关次系统	功能
车体汽车电子	动力传动	发动机控制，自动变速器，定速巡航系统，交流发电机等	改善油耗、操控性
	底盘	主动悬架控制，转向系统，制动防抱死系统，稳定性控制系统等	提升安全可靠
	安全	安全气囊，安全带控制，灯光控制，疲劳监控，自动照明等	被动安全或警示
	车身	电动后视镜，电动门窗，座椅，空调等	方便及舒适性
	防盗	电子防盗，遥控锁等	防盗
车载汽车电子	汽车信息系统	车辆行驶自身系统显示，车载通讯系统，上网设备，语音信息等	内外部沟通
	导航系统	电子导航系统，GPS定位系统等	定位导航
	娱乐影音系统	数字视频系统，数字音响，游戏等	娱乐

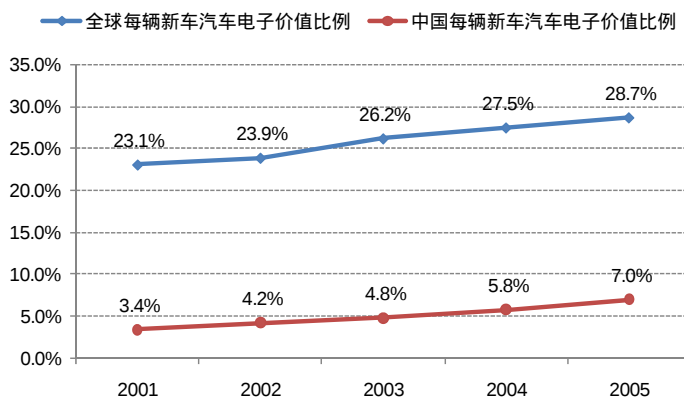
来源：中国汽车网，国金证券研究所

图表32：车载电子占汽车电子比重不断提高



来源：赛迪顾问，CCIC，国金证券研究所

图表33：我国车载电子前装比率与国外差距较大



我国汽车电子行业的困境与突破

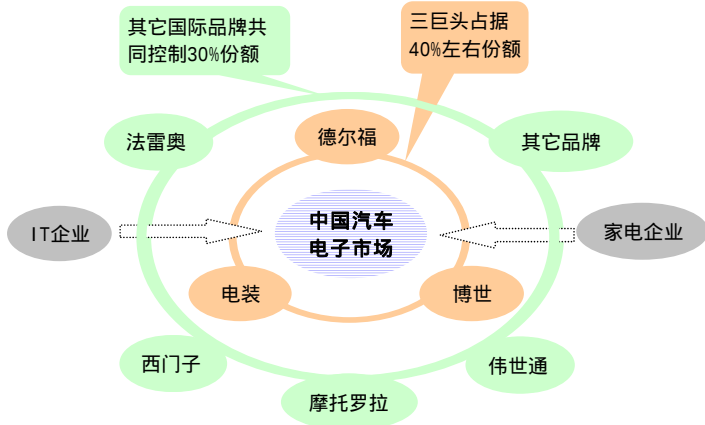
■ 我国汽车电子市场已被国际巨头瓜分垄断

- ◆ 国际巨头占据了我国汽车电子 70%以上的市场份额，而且基本上垄断了车体电子及前装车载电子，我国本土企业只限于在后装车载电子领域竞争。
- ◆ 无核心技术是我国汽车电子受限于后装市场的主要因素。汽车电子的核心技术是控制系统，而我国在该领域研发还比较薄弱，目前只有清华大学、沈阳自动化所等一些科研机构在研究领域取得了阶段性进展，但在产品方面，我国汽车电子在质量及可靠性等方面均不太稳定，跟国际巨头无法竞争。
- ◆ 另外，产品打入前装车载电子跟车体电子市场需要长期的市场检验。国际巨头在这方面已有先发优势，其产品质量已被市场认可。如果没有整车厂商提供入门平台，后来者很难介入。

■ 后装车载电子已是成熟市场，前装车载电子是突破点

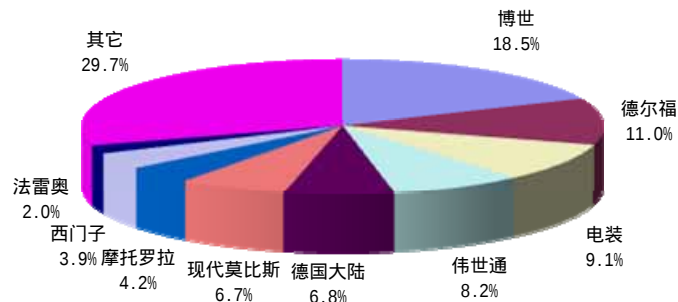
- ◆ 由于后装车载电子技术要求较低，因此我国本土企业均把后装市场作为“敲门砖”。目前后装市场已经比较成熟，厂商分散且竞争激烈，主要厂商有启明信息、赛格导航、奇华通讯、大三通、航盛电子、麦士威、合众思壮等。
- ◆ 车体电子的技术含量较高，尚无法涉足，而后装车载电子竞争已很激烈，因此，前装车载电子成为我国汽车电子厂商向上突破的一个重要切入点。

图表34：我国汽车电子竞争格局



来源：计世资讯，国金证券研究所

图表35：我国汽车电子市场份额



附录四：国际汽车集团孵化的软件巨头、汽车电子巨头简介

■ 通用集团孵化出软件巨头 EDS

- ◆ EDS 是国际著名的 IT 咨询公司，最初是美国通用汽车公司的一个信息服务部门。1962 年，EDS 从通用汽车分离出来，成立了“电子资讯系统公司”，1968 年成功上市，1984 年被通用汽车并购，1996 年 EDS 重新成为独立公司。2008 年 8 月，EDS 被惠普并购。
- ◆ 在 EDS 发展历程中，通用汽车始终是 EDS 的最大独立客户，仅次于占有全部合同 22% 的美国政府。起源于通用汽车，并在独立后继续保持和通用的密切关系，是 EDS 成功的重要因素之一。

■ 三大汽车集团分别孵化出三家汽车电子巨头

- ◆ 从全球范围来看，汽车行业的一个最大特点就是配套体系封闭，供应商进入门槛高。特别是在汽车电子，国际上大型汽车集团无不培育自己的核心供应商，这些供应商在借助集团的力量发展壮大后，进而将业务在巩固和强化集团的同时积极拓展于整个汽车行业，渐渐独立于集团，逐步发展成为全球性的公司。
- ◆ 电装源自丰田公司，德尔福源自通用公司，博世也紧紧依附于大众汽车，这三家汽车电子巨头的起步与发展均离不开整车汽车集团的扶持，而大型汽车集团也往往能孵化出自己的汽车电子公司。

图表36：汽车电子三巨头发展历程

企业	简介	在中国的发展	主要产品
博世（BOSCH）	1886年在德国创办，大众汽车的稳定供货商，目前全球最大的汽车零部件生产厂商。	1909年在中国开设第一家贸易办事处，目前所有业务部门均已落户中国，并拥有14家分公司，7家合资公司和6家贸易公司。	汽车原厂配套：发动机管理系统、点火装置、产油喷射系统、地盘系统 汽车零部件：安防系统、电气装置、检测设备、汽车音响和导航系统
电装（DENSO）	1949年从日本丰田公司独立，目前是全球第二大汽车零部件生产厂商。	1994年，电装在中国成立了第一家合资生产企业。目前在中国已经拥有25家独资、合资公司，以及遍布全国各地的100多个售后服务网点。	ETC系统，冷热箱，自动空调，便利条形码终端机，便利条形码扫描仪，QR扫描仪，发动机控制系统。
德尔福（DELPHI）	1999年从美国通用公司独立，目前是全球第三的汽车零部件生产厂商。	1993年进入中国，目前拥有18家法人实体公司、20多个生产基地，并与清华大学成立德尔福-清华研究所。	电气、电子、安全和内饰部（德科电子系统、安全与内饰系统、派克电气系统、产品和服务部） 动力、推进和热工部（能源及底盘系统、转向系统、热系统）

来源：中国汽车网，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	639	791	1,085	1,316	1,881	2,562
增长率		23.7%	37.3%	21.3%	42.9%	36.2%
主营业务成本	-541	-672	-929	-1,128	-1,579	-2,107
% 销售收入	84.6%	85.0%	85.6%	85.8%	83.9%	82.2%
毛利	98	118	156	187	302	455
% 销售收入	15.4%	15.0%	14.4%	14.2%	16.1%	17.8%
营业税金及附加	-2	-4	-5	-7	-10	-14
% 销售收入	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-3	-4	-6	-8	-13	-18
% 销售收入	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%
管理费用	-47	-67	-78	-100	-140	-188
% 销售收入	7.3%	8.4%	7.2%	7.6%	7.5%	7.4%
息税前利润（EBIT）	47	43	65	72	138	235
% 销售收入	7.3%	5.4%	6.0%	5.5%	7.4%	9.2%
财务费用	0	-3	-3	4	4	3
% 销售收入	0.0%	0.4%	0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.1%
资产减值损失	0	-2	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	47	38	59	76	143	238
营业利润率	7.3%	4.8%	5.5%	5.8%	7.6%	9.3%
营业外收支	-2	12	7	6	6	6
税前利润	45	50	67	82	149	245
利润率	7.1%	6.4%	6.2%	6.2%	7.9%	9.5%
所得税	-3	-3	-1	-5	-9	-15
所得税率	6.1%	6.9%	1.2%	6.3%	6.3%	6.3%
净利润	43	47	66	77	140	229
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	43	47	66	77	140	229
净利率	6.6%	5.9%	6.1%	5.9%	7.4%	9.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	43	47	66	77	140	229
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	8	14	19	23	45	74
非经营收益	0	5	5	-6	-6	-6
营运资金变动	17	-52	-59	4	-54	-65
经营活动现金净流	67	14	31	97	124	232
资本开支	-50	-38	-111	-201	-242	-367
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-50	-38	-111	-201	-242	-367
股权募资	0	1	292	37	235	0
债权募资	20	65	-85	79	0	1
其他	-24	-46	-32	0	-74	0
筹资活动现金净流	-4	20	175	116	162	1
现金净流量	13	-4	95	13	43	-134

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	76	72	167	179	223	89
应收款项	52	66	143	150	215	293
存货	11	23	46	42	59	78
其他流动资产	16	17	26	31	43	58
流动资产	154	179	381	403	540	518
% 总资产	66.7%	57.9%	61.7%	46.5%	44.7%	34.9%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	21	71	111	341	550	852
% 总资产	9.1%	23.0%	18.0%	39.5%	45.6%	57.5%
无形资产	56	59	125	120	117	113
非流动资产	77	131	236	462	667	966
% 总资产	33.3%	42.1%	38.3%	53.5%	55.3%	65.1%
资产总计	231	310	618	865	1,206	1,483
短期借款	0	30	0	0	0	0
应付款项	47	36	83	95	133	178
其他流动负债	12	2	3	78	6	8
流动负债	59	68	87	173	139	186
长期贷款	20	55	0	0	0	1
其他长期负债	23	23	22	101	101	101
负债	102	146	108	274	240	288
普通股股东权益	156	163	509	550	925	1,154
少数股东权益	0	1	0	0	0	0
负债股东权益合计	258	310	618	823	1,165	1,442

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.447	0.492	0.520	0.303	0.479	0.786
每股净资产	1.638	1.716	4.003	2.162	3.169	3.955
每股经营现金净流	0.705	0.159	0.236	0.382	0.425	0.795
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.290	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	27.27%	28.70%	13.00%	14.02%	15.10%	19.87%
总资产收益率	16.46%	15.11%	10.71%	9.36%	11.99%	15.90%
投入资本收益率	25.01%	15.99%	12.70%	12.29%	14.02%	19.06%
增长率						
主营业务收入增长率	0.70%	23.66%	37.25%	21.27%	42.95%	36.19%
EBIT增长率	29.47%	-8.41%	52.65%	10.18%	91.82%	69.81%
净利润增长率	31.32%	10.21%	41.25%	16.46%	81.25%	64.18%
总资产增长率	13.59%	20.10%	99.19%	40.09%	39.44%	22.98%
资产管理能力						
应收账款周转天数	25.2	25.9	27.1	27.1	27.1	27.1
存货周转天数	9.8	9.4	13.6	13.6	13.6	13.6
应付账款周转天数	22.8	16.8	13.4	13.4	13.4	13.4
固定资产周转天数	0.0	32.9	31.1	89.5	103.0	118.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-35.74%	7.74%	-32.71%	-32.59%	-24.06%	-7.61%
EBIT利息保障倍数	-681.9	13.1	20.3	-20.2	-33.3	-72.9
资产负债率	39.62%	47.17%	17.53%	33.22%	20.59%	19.97%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	2	4	6
买入	0	0	0	1	3
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.00	1.14	1.25

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。