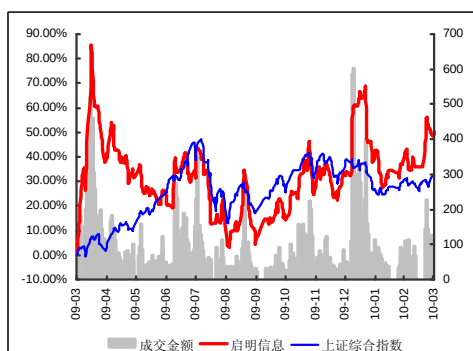


2010 年 3 月 31 日

推荐（首次）

合理价格：25.67~29.52 元

所在行业最近 52 周走势：



相关研究报告

报告作者：

国联证券研究所物联网小组

组长：韩星南

执业证书编号：S0590210020001

联系人：

郝杰

电话：0510-82833321

Email：haoj@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

——启明信息（002232）投资价值分析

报告要点：

- 启明信息是汽车IT领域龙头，未来发展重点在汽车电子和数据中心业务，汽车电子将受益于汽车销量和存量规模的攀升。
- 募投的车载信息系统前装产品有望与一汽整车配套出厂带动其销量提升，时点预计在今年。后装产品已能够量产，产能上基本没有限制也没有过剩问题。产品相对国外品牌具备相当的成本优势。未来爆发性增长还待德国大众相关认证通过以装配一汽体系以外车型，如果顺利的话年内可能会通过。
- 后装车载电子将会在2010年延迟体现09年汽车销量的增长。公司实施的“前装电子后装化”策略预计效果显著，一方面后装市场相对前装更为广阔，另一方面该策略能够依托公司的网点优势顺利实施。
- 将来汽车电子占整车成本比重将会有进一步增长。目前该比重与世界平均水平还有较大差距，整车厂竞争加剧的趋势下，汽车电子将是主要投入方向。
- 在“物流运营+汽车电子销售”的模式下，汽车电子业务的潜在客户规模扩大。而且公司能够方便和迅速了解到汽车电子用户的需求，形成稳固的客户关系。
- Q3管理软件和汽车交易平台项目已经进入市场推广阶段。其达产可以提升整个汽车产业链的信息化程度，带动行业需求的同时将会提高公司盈利能力。
- 数据中心市场年均40%高增长，而公司这块业务在吉林省及其周边区域具有垄断优势。
- 预计10-11年公司每股收益分别为0.72元和0.99元，按目前行业平均水平，并参照公司的行业龙头地位和复合增长情况，给予公司40倍市盈率，则启明信息的合理估值在25.67~29.52元。目前公司价格在18.10元，给予“推荐”评级。

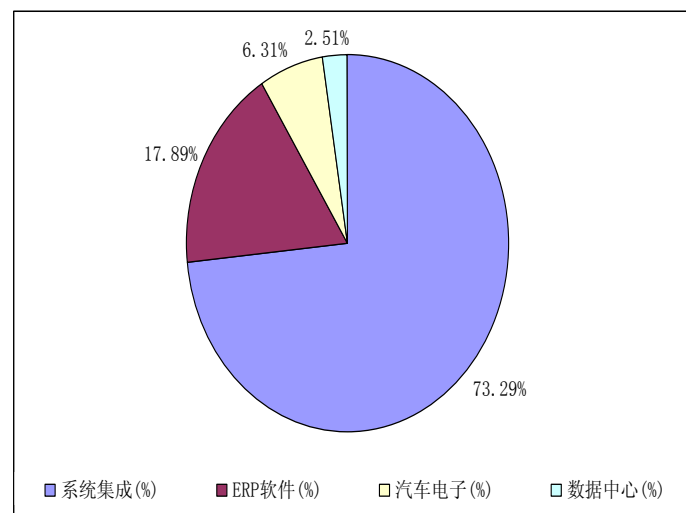
一、基本信息

1.1 公司简介

启明信息是我国汽车 IT 龙头企业，主导产品为汽车电子和汽车管理软件，是国内较少专门从事汽车产业链信息化的公司，也是国内唯一一家可与整车厂家形成同步开发能力的车载信息系统提供商，2006 年度在汽车业管理软件产品和车载信息系统两个领域的市场份额居国内第一。

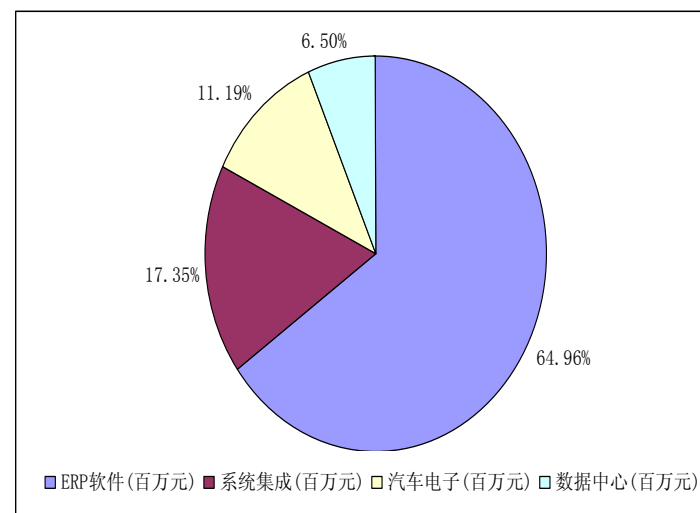
公司的主营业务包括四大领域：**制造业管理软件、汽车电子、系统集成和数据中心业务**。围绕这些主业还存在硬件销售、经营租赁等中间渠道业务。

图 1：主营收入分业务结构（08 年）



数据来源：公司公告 国联证券研究所

图 2：主营毛利分业务结构（08 年）



数据来源：公司公告 国联证券研究所

1.2 公司股权结构

公司大股东为中国第一汽车集团公司，是我国最大的汽车企业。一直从事重型、中型、轻型、微型、轿车、客车等多系列多品种汽车的生产与销售。

一汽集团直属于国务院国资委，持有公司 50.76% 的股权。公司在生产经营的多方面与大股东存在关联交易。大股东在汽车行业的地位有助于公司业务地开展和维持，并形成业务壁垒。

图 4：股权结构及大股东控制的关联方



数据来源：公司公告 国联证券研究所

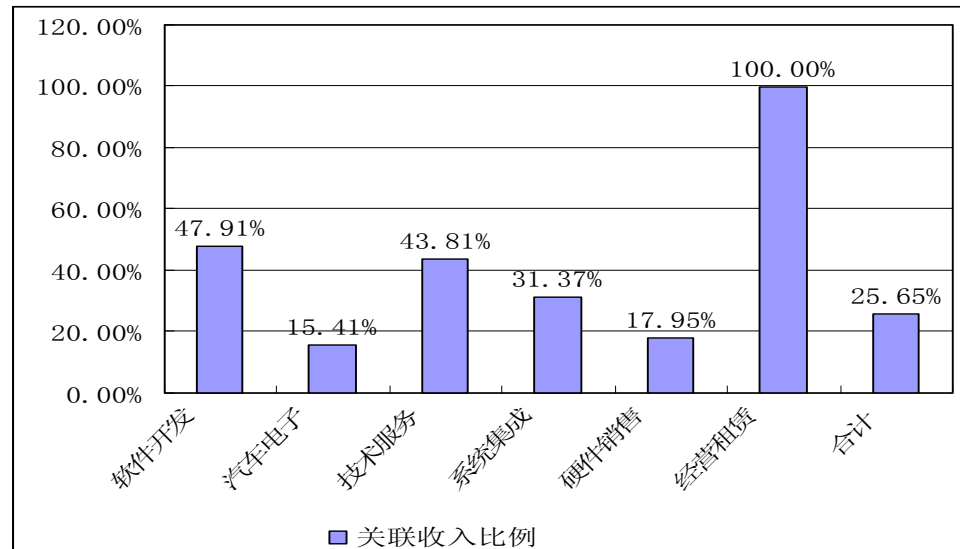
二股东简介

公司第二大股东是长春净月潭建设投资集团有限公司，持有公司 7.34% 的股权。主要经营基础设施建设、房地产开发、城市供暖、园林绿化、鹿产品开发、建材生产以及物业管理等业务。

1.3 关联交易降低明显

公司业务对大股东一汽集团较为依赖，因此关联交易对公司的营业收入影响较大。

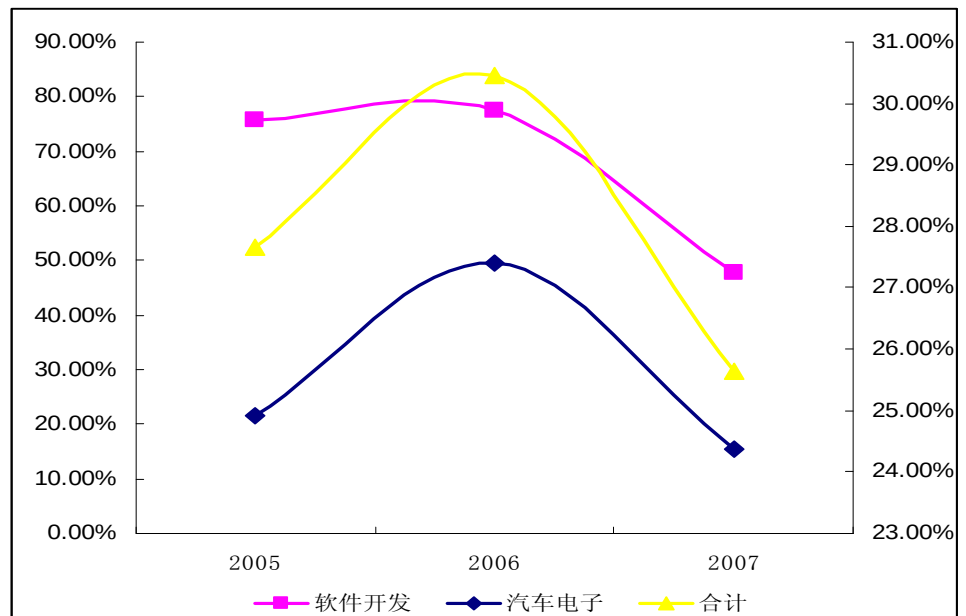
图 5：分业务关联收入占比



数据来源：公司公告 国联证券研究所

由于公司在近年积极拓展外部市场，所以关联收入占比降低趋势明显。

图 6：主要业务关联收入占比降低趋势明显



数据来源：公司公告 国联证券研究所

1.4 公司经营战略

“立足汽车业、面向制造业、经营国际化”是公司的战略目标。

公司在汽车业具有丰富的经验和坚实的客户基础，同时制造业是管理软件盈利的主要来源，对公司的软件业务而言具有广阔的发展空间，而拓展国际市

场是公司进一步增长的保证。战略目标描绘出了公司可持续发展的蓝图。

在汽车电子领域，公司将以募投项目“车载信息系统”的产业化为契机进入前装车载产品领域，向整车制造商提供汽车电子产品研发、系统集成及增值服务业务，进而形成前装与后装业务并举的格局。同时立足于“车载信息系统”，不断向汽车控制系统方向发展。

1.5 大股东整体上市愿望使公司具备一定的突破性机会

根据国资委的目标，到 2010 年，中央企业要调整和重组至 80 - 100 家，国资委鼓励大型国有企业，尤其是竞争性行业实现整体上市。中国最大的三家汽车公司中，只有一汽迟迟没有完成这一进程。一汽集团内部人士表示：“一汽整体上市一直在推进中。早则在 2010 年完成，迟则在 2013 年前才能完成。”

集团研发方面现设有商用车部、发动机部、轿车部、车身部、基础研究部、试验部、试制部、工艺部、材料部、检测中心、海南汽车试验研究所、青岛分所和无锡油泵油嘴研究所等 17 个部/所/中心。另外还设有铸造技术中心、模具技术中心、车载电子技术中心等研发机构。

如果一汽整体上市，启明信息有可能会面临相应的资产整合，从而带来一定的突破性的投资机会。但难点存在于资产规模庞大复杂，还有历史遗留下来未解决的体制、人事、财务问题，大众、丰田、马自达三方关系的平衡等问题。

表 1：一汽集团资产框架

	状况	类别	数量	产能
一汽集团	产品结构	中重型卡车	2 个	12 万辆
		轻型车基地	6 个	15 万辆
		轿车基地	3 个	18 万辆
	主要自主体系资产	一汽轿车股份有限公司 天津一汽夏利汽车股份有限公司 一汽解放汽车有限公司 一汽客车有限公司		
	主要自主品牌	红旗 奔腾 解放 夏利 威志		
	旗下上市公司	一汽夏利		

启明信息

一汽轿车

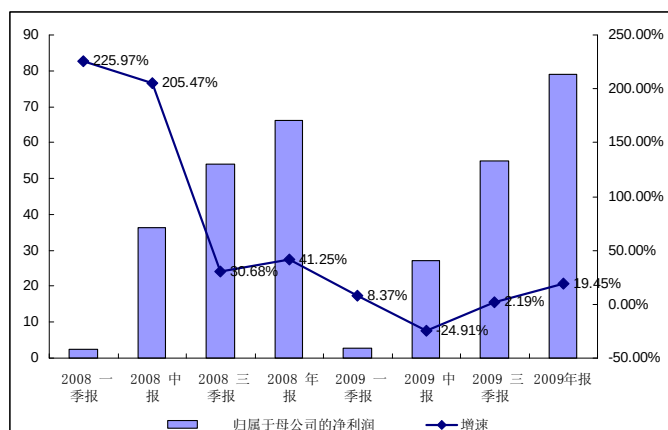
一汽富维

二、主营业务分析

2.1 各项业务指标现向好趋势

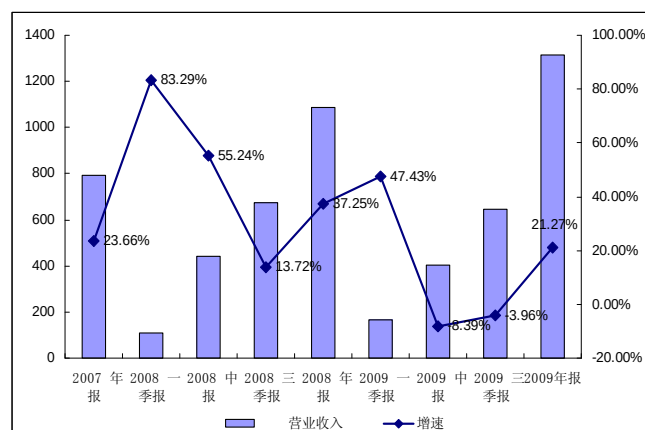
09 年公司净利润增长 19.45%，营业收入增长 21.27%，虽然较前几年的高速增长有所放缓，但是仍位于较高水平。

图 7：净利润的高增速有所放缓但仍可观 单位：百万



数据来源：公司公告 国联证券研究所

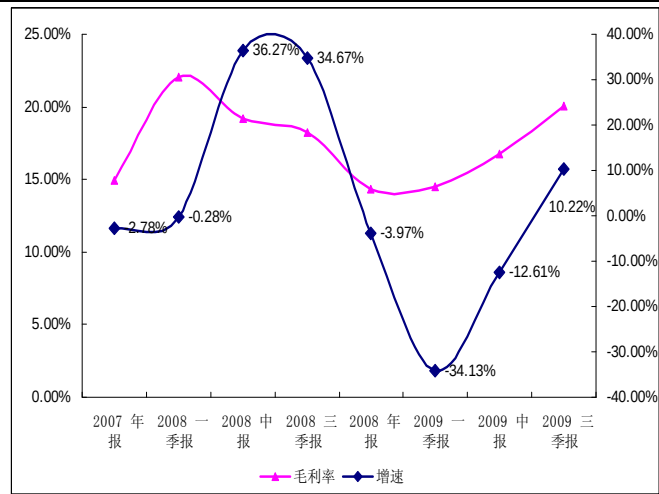
图 8：营业收入恢复较高水平增长 单位：百万



数据来源：公司公告 国联证券研究所

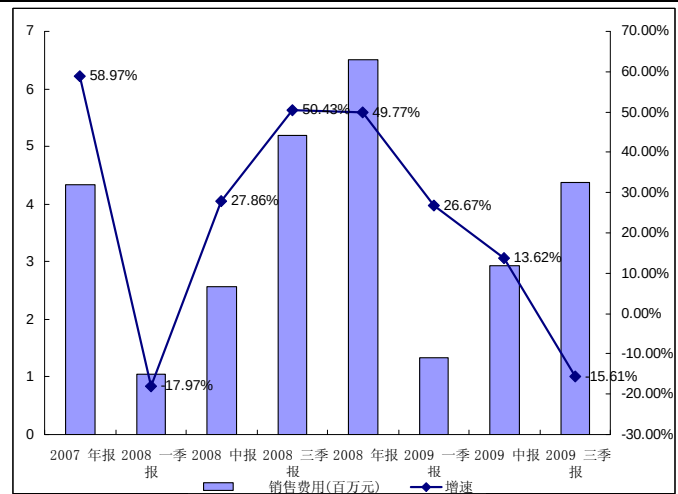
毛利率环比连续增长，同比恢复正增长，且接近 30% 的较高水平；而销售费用增速回落且同比出现下降，说明公司在巩固销售渠道优势之外，盈利能力向好趋势明显。

图 9: 毛利率环比增长, 同比恢复正增长



数据来源: 公司公告 国联证券研究所

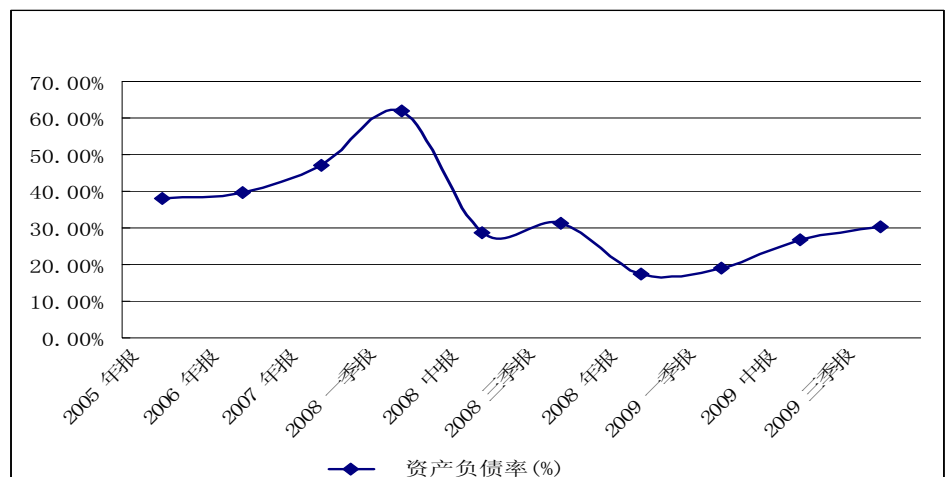
图 10: 销售费用降低迅速 (至 09 年三季度) 单位: 百万



数据来源: 公司公告 国联证券研究所

08年上市大幅降低了公司的资产负债水平。2007年由于公司规模扩张较快, 公司为补充项目建设资金的不足, 向银行借入长期借款5,500万元, 导致当年的资产负债率达到历史新高, 08年上市募集资金大幅降低了公司的资产负债水平。公司上市实际募集资金共有30,208万元, 而计划投资额为28,170万元, 多余的接近2000万元部分用于发行费用。

图 11: 08 年上市大幅降低了公司的资产负债水平



数据来源: 公司公告 国联证券研究所

2.2 系统集成业务或将收缩, 提升整体盈利能力

目前系统集成业务主要是原来的系统集成和硬件销售的集合业务, 占到营收的大部分, 但是毛利水平较低。

公司有缩减系统集成业务的意向。计划在未来在该块业务方面不做或是少做。但是不做也不可能, 毕竟结合其他业务渠道有其开展的便利所在。

系统集成的毛利率从 08 年中期的 15.03% 降到 4.54%，主要是因为公司的这块业务之前是纯的系统集成，而后由于将低毛利的硬件销售并入到公司来，拉低了整体水平。

表 2：系统集成业务范围

集成及服务业务	内容	客户
系统集成	各种网络系统的设计实施	大型企业、政府、
	安防监控系统的设计实施	大专院校
	网络安全系统的设计实施	
	网络视频会议系统的设计实施	
	综合布线、供配电、机房装修	
	制冷系统、防火、防雷系统等	

2.3 汽车电子：“运营+销售”模式形成多种优势，开发能力向生产能力转变

该业务主要集中在车载信息系统和汽车控制系统两个领域，涉及研发制造、系统集成及增值服务。用户包括汽车整车制造商、汽车运输企业和驾驶人员。

公司拥有全国最大的 GPS 物流运营中心，包括长春和黑龙江两个主运营中心和国内 273 个分运营中心，拥有整车厂、公共交通、物流公司等 150 多家大型用户和约 5 万多入网用户。此前“帅通”车载移动数据定位终端和汽车行驶记录仪等产品的销售在“物流运营+汽车电子销售”的模式下增长快速。

在“物流运营+汽车电子销售”的模式下，公司的潜在客户规模扩大，而且方便迅速了解到汽车电子用户的需求，针对性的实施开发与服务，形成稳固的客户关系。公司实施的“前装电子后装化”策略预计效果显著，一方面目前一汽集团的前装化率为 20%，而平均的前装化率不到 10%，意味着后装市场相对前装更为广阔；另一方面一汽集团旗下整车品牌众多，4S 店分布 14 个省的 19 个城市，该策略能够依托公司的网点优势顺利实施。

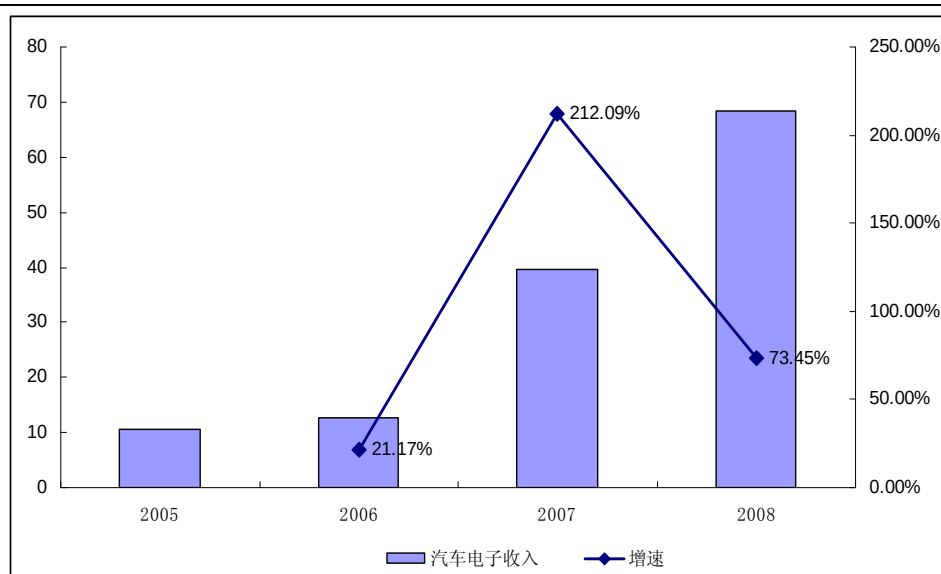
上市募投的“基于 IPV6 的车载信息系统”包括前装和后装。目前前装产品正等待一汽相关车型出厂实现配套带动其销量提升，一汽集团的两款新车已经采用启明的产品，由于去年车市销售火爆，所以推迟到今年推出；而后装产品已能量产，由于可外包生产，产能上基本没有限制也没有过剩问题。产品相对国外品牌具备相当的成本优势，便宜大概 1/3 到 1/2。

未来汽车电子爆发性增长还待德国大众相关认证通过以装配一汽体系以外车型。在德国进行的相关认证如果顺利的话在年内有可能会通过，届时启明信息将会借此推动国内其它汽车厂商应用启明车载产品。

表 3: 汽车电子重点产品

产品
车载电子
车载前装导航系统
启明“帅通”便携式导航仪
启明“帅通”QM-Auto PC 100 便携式车载电脑
启明“帅通”ST-VT100车载移动数据定位终端
启明“帅通”ST-VT100-L1 汽车行驶记录仪
启明“帅通”ST-VT100-L1汽车行驶记录仪（II型）
手持定位终端
DPARTNER平台运营

图 12: 汽车电子收入近年出现高增长



数据来源：公司公告 国联证券研究所

2.4 管理软件募投项目已经建成 贡献业绩在近年

管理软件开发业务主要面向汽车业为代表的制造业，服务整个汽车产业链，包括汽车整车企业、上游零部件配套企业、下游汽车经销商及服务商。

表 4: 汽车管理软件业务领域

内容
汽车业管理软件
企业资源计划管理系统（ERP）
产品数据管理系统（PDM）
制造执行系统（MES）
供应链管理系统（SCM）
办公协同系统（OA）
销售管理系统（TDS）

调研得知，作为募投项目的启明 Q3 管理软件和汽车交易平台项目已进入市场推广阶段，举办了针对 600 多家中小企业的推介会。

启明 Q3 管理软件的推出可以有效的推动汽车生产企业 PLM（产品生命周期管理）系统的建成；而汽车交易平台项目可以促进汽车产业链上产供销的一体化，提升整个产业链的信息化程度。项目的完成带动了行业需求的同时将会使公司盈利能力较大提升。

2.5 数据灾备中心项目应对技术变革，有望带来新增长点

数据中心业务领域，公司主要为集团关联公司提供 IT 服务外包和灾难恢复外包服务。服务网络涵盖国内 20 多个城市，共 80 多节点。近期公司拟配股建设“吉林省数据灾备中心扩建项目”，计划用两年的时间，建成可具备向 100 家政府机构、10 家金融机构、20 家大中型企业及众多中小企业提供灾难恢复能力五级以上的数据灾备服务及相关数据中心运营业务。

公司从事中国一汽数据中心运维与管理十多年，积累了丰富经验，近年来承接了很多政府机构 IT 项目，具有良好的市场形象及品牌。

表 5：数据中心业务内容

	内容	内容
数据中心	IT 服务外包	生产及应用系统的服务器托管 虚拟主机 IT 基础架构的综合运维
	IT 服务产品	数据灾备 IT 现场服务 IT 服务的规划、设计、咨询、全面解决方案 IT 基础架构的故障诊断、优化等运维服务 专业技术培训

该业务在吉林省及其周边区域具有区域垄断优势。在该区域，公司的竞争对手较少，而且具备与启明信息竞争实力的万国数据服务有限公司和中金数据服务有限公司尚未在该区域进行数据灾备中心建设。

表 6：数据中心业务的主要竞争对手

主要竞争对手	
国内厂商	万国数据服务有限公司

国外厂商
中金数据服务有限公司
SUNGARD
IBM

另外，虽然云计算概念目前仍处于导入期，影响较小，但是公司积极建设数据中心可以看出其对于该技术变革已作好了充分的准备。同时公司还专门成立相应的技术服务中心以应对 SOA 趋势的到来，该块业务有望随行业增长成为持续的利润增长点。

三、行业分析：“技术+需求”的良性互动

近年，汽车 IT 的下游发生了大变化。去年我国汽车产销分别完成 1379.1 万辆和 1364.5 万辆，同比分别增长 48%和 46%，成为全球第一汽车产销大国。2009 年底，我国汽车保有量已达 7619.31 万辆，同比增长 17.81%。而我国汽车驾驶人已达 1.38 亿人，是汽车保有量的 1.81 倍，同比增长 13.20%。而与公司业务相关性较高的一汽集团 2009 年汽车销量超过 194 万辆同比增长 29.2%，占到 14.2%。

我们认为，公司所处的汽车 IT 以及数据中心均处于“技术+需求”变革带来的内生与外延式同步促进的发展阶段。技术进步和不断增长需求能够产生双向刺激。技术刺激人们的消费需求，而需求的放量又给技术应用提供了广阔的可以发挥的空间。

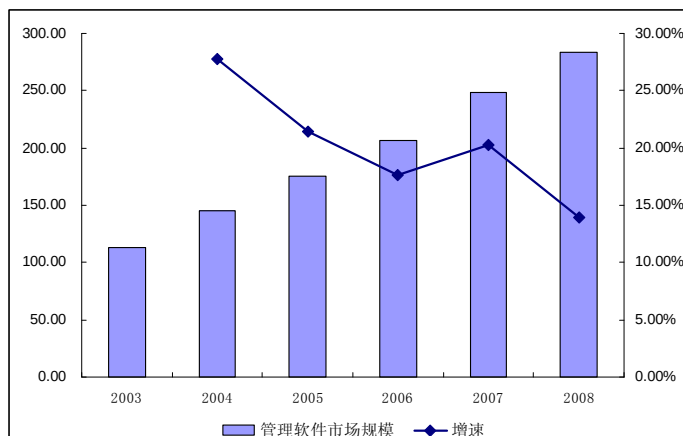
3.1 汽车业管理软件：“汽车销量+新技术变革”双动力促进需求增长

管理软件系统包括生产制造管理、物料管理、销售与分销、人力资源管理以及财务管理的全部或部分范畴的软件及服务。

➤ 制造业管理软件市场规模快速增长

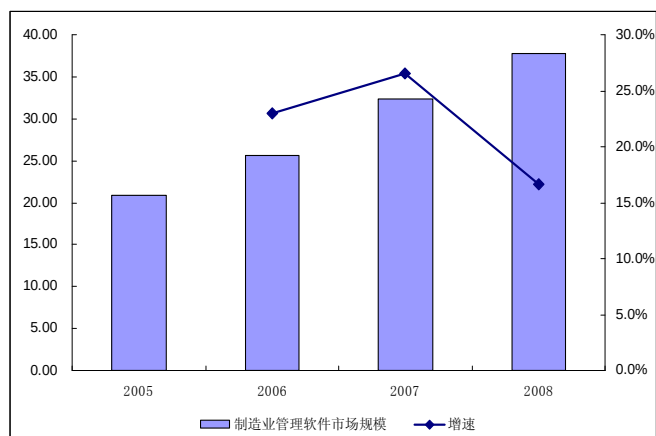
2008 年中国管理软件市场规模达到 283.1 亿元，比 2007 年增长了 13.9%。制造业管理软件增速高于整个管理软件行业，08 年其市场规模为 37.8 亿元，同比增长 16.7%。

图 13: 管理软件市场规模保持稳步增长 单位: 亿元



数据来源: 计世资讯 国联证券研究所

图 14: 制造业管理软件行业增速略高 单位: 亿元



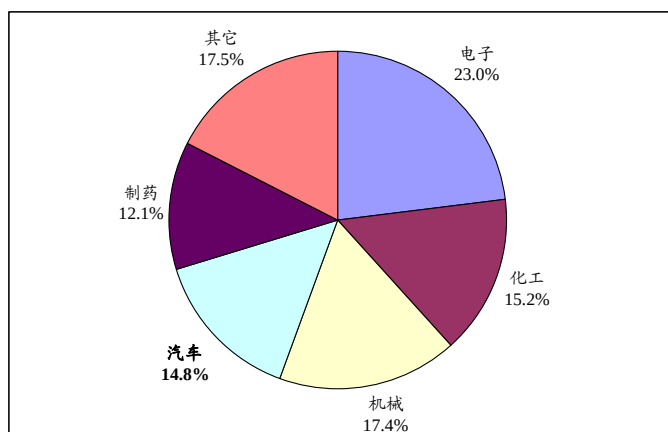
数据来源: 计世资讯 国联证券研究所

➤ 汽车制造业管理软件受益汽车销量攀升

汽车销量的攀升将促使汽车产业链迅速壮大, 拓展行业投资规模, 进而促进服务性质的汽车管理软件的需求增长。

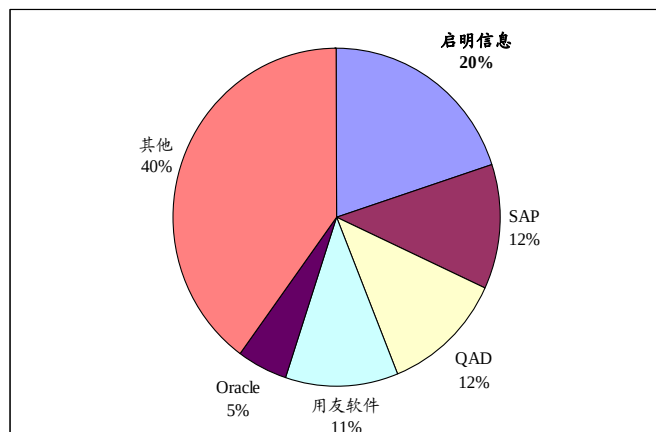
汽车业管理软件占制造业管理软件市场份额的14.8% (08年), 且需求增长保持稳定。行业内主要竞争厂商包括 SAP、ORACLE、用友、金蝶、QAD 等国内外软件产品提供商。在该领域, 启明信息的市场份额超过 20% (2006 年), 排名第一。

图 15: 制造业管理软件市场细分份额 (08 年)



数据来源: 计世资讯 国联证券研究所

图 16: 汽车业管理软件市场竞争结构 (2006 年)



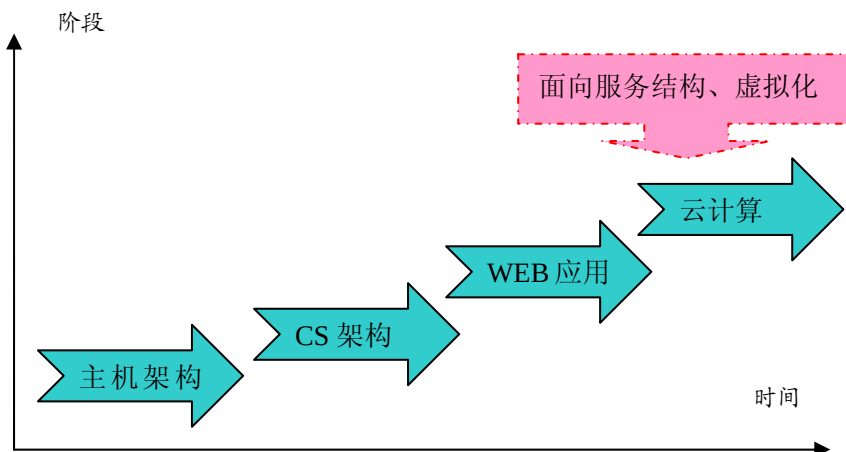
数据来源: 公司招股说明书 国联证券研究所

➤ 管理软件面临新技术变革

当前, 管理软件正处于云计算变革时代, SOA和以虚拟化为代表的云计算技术将对管理软件的开发、部署和应用, 甚至是商业模式产生重大影响; 其将促进各种技术和应用加速融合, 提升客户对于软件服务的需求, 进而带动整个

管理软件的持续增长。

图 17: 管理软件技术发展历程

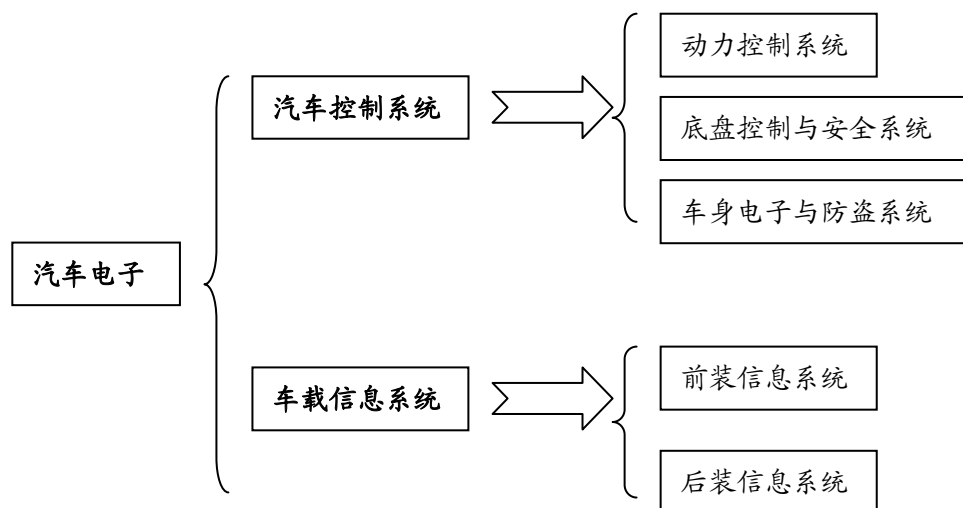


数据来源：计世资讯 国联证券研究所

3.2 汽车电子：新技术应用及下游需求开拓市场空间

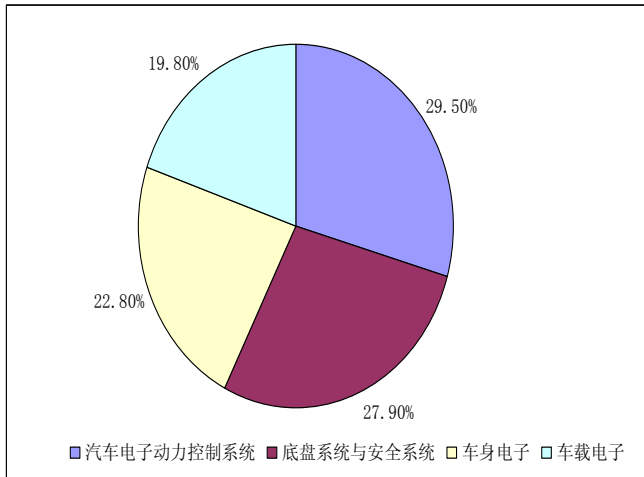
汽车电子主要包括：动力控制系统、底盘控制与安全系统、车身电子与防盗系统、车载信息系统等四大类。

图 18: 汽车电子业务组成结构



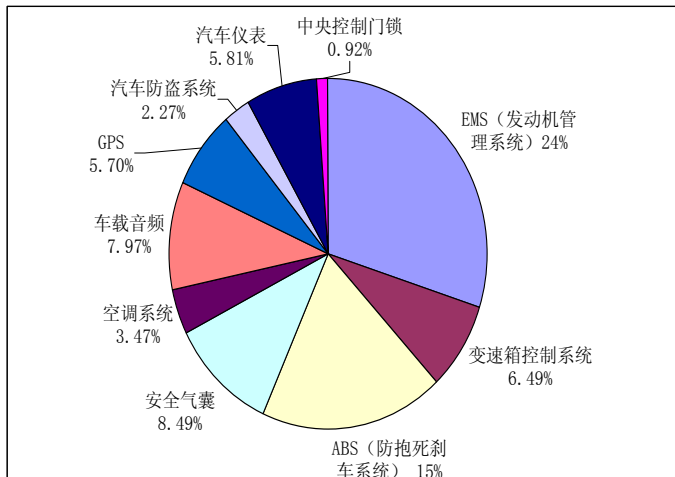
数据来源：公司公告 国联证券研究所

图 19: 汽车电子市场分类构成 (08 年)



数据来源: 中国电子元件行业协会 国联证券研究所

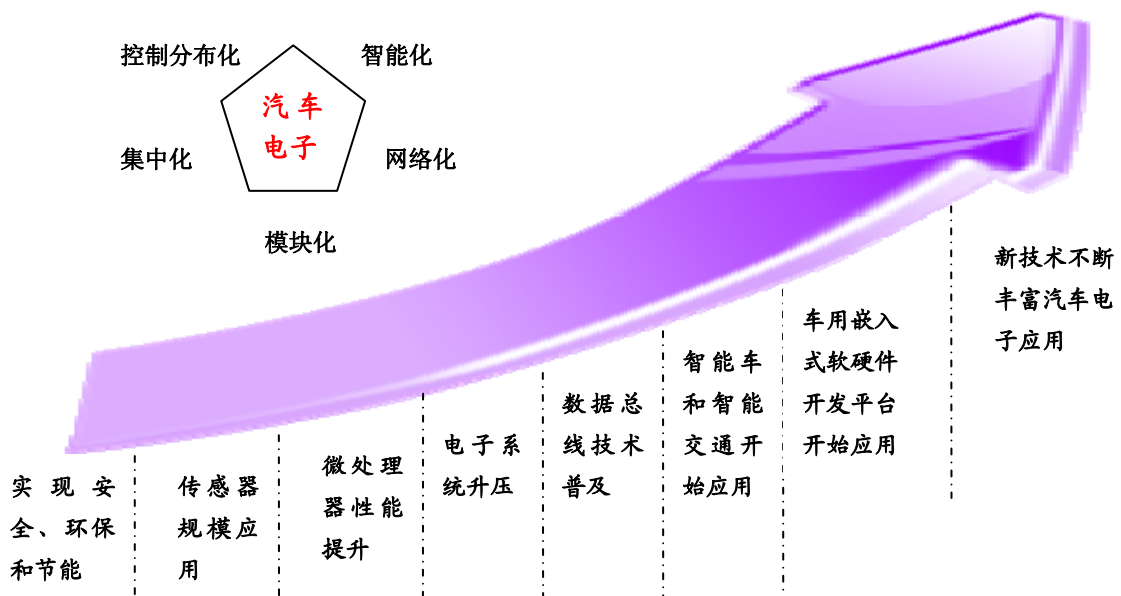
图 20: 汽车电子行业细分产品占比 (07 年)



数据来源: 中国电子元件行业协会 国联证券研究所

汽车电子在技术上经历了多个阶段的发展, 技术日新月异, 现在正往控制分布化、集中化、模块化、智能化和网络化的方向演进, 因此行业技术应用的发展空间是广阔的。

图 21: 汽车电子技术演进历程

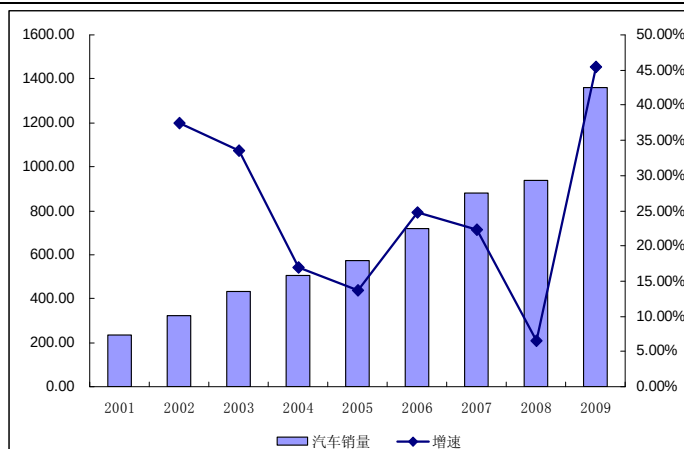


数据来源: 中国电子元件行业协会 国联证券研究所

2009年, 中国生产汽车加装导航系统的比例仅占汽车总量的4%左右, 而美国为65%, 欧盟国家和日本分别达到73%和76%, 这导致汽车电子后装化趋势明显。从图中我们也可以看出, 汽车电子的增长随汽车销量也具有滞后性。从

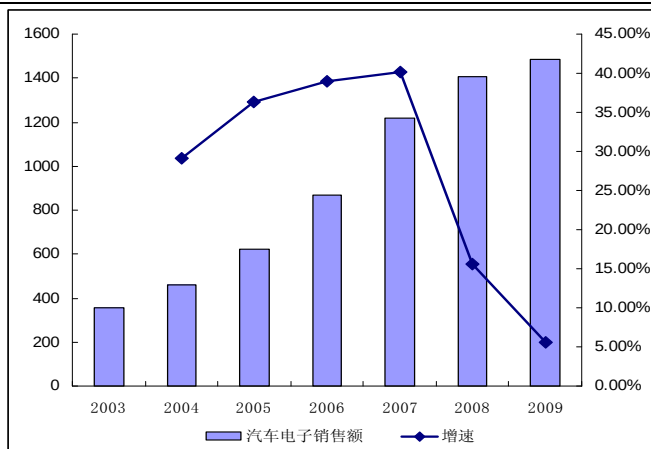
09年汽车销量的大幅上涨可以推断汽车电子销量的上涨应在2010年发生。

图 22: 汽车销量持续并快速增长 单位: 万辆



数据来源: 中国汽车工业协会 国联证券研究所

图 23: 金融危机后汽车电子增速有所放缓 单位: 亿元



数据来源: 赛迪顾问 国家统计局 国联证券研究所

另外, 根据我们对汽车电子在新技术应用将日益融合趋势的判断, 未来车载产品将会进一步普及。目前我国汽车电子在所有汽车产品成本中的平均比重超过10%, 但与世界平均水平的25%左右还有较大差距, 由于车市的火爆和整车厂竞争的加剧, 将来汽车电子将成为整车厂提升竞争水平的重点, 比重仍会有增长空间。

3.3 车载电子将成为汽车电子增长亮点

车载电子作为汽车电子的重要组成部分, 有前装和后装之分, 区分的是整车出厂前后装载的两种车载电子产品。

前装车载信息系统国外厂商占主导。前装主流产品有刹车辅助系统(EBA)、急速防滑系统(ASR)、电子稳定程序(ESP)、智能泊车等。前装系统需要与整车在技术和外观等方面相匹配, 需要得到整车厂商的认证和长期的技术和业务合作, 进入壁垒较高。

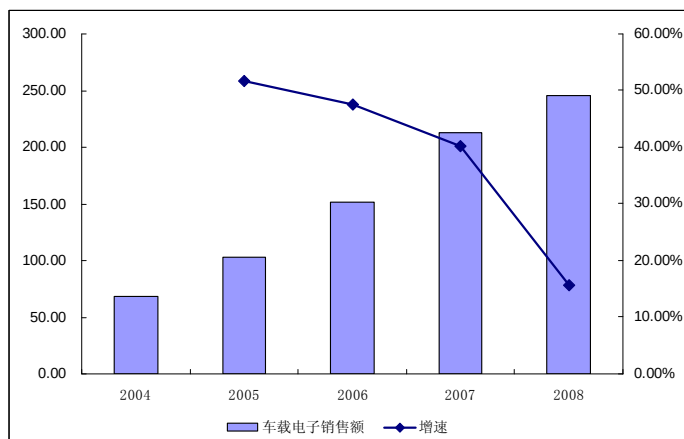
具备有整车背景的外资厂商占有技术优势和较大的国内市场份额, 如博世(大众)、德尔福(通用)、伟世通(福特)、电装(丰田)、爱信精机(日本)、先锋电子(日本)、大陆集团(德国)等公司。

后装车载信息系统进入门槛低于前装, 主要以本土企业为主, 但厂商分散, 竞争激烈, 利润率较低。后装产品不受整车厂限制, 设计、生产的灵活性较高, 推出周期较短, 且能根据市场反馈进行快速调整, 但产品品质与前装产品相比存在一定差距。

➤ 金融危机前，车载电子的年增速均能保持40%以上，明显高于整个汽车电子行业的增速，同时所占比重逐年攀升。

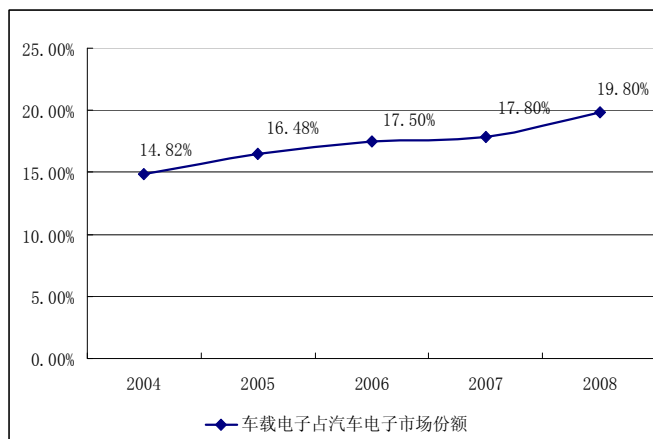
汽车电子中车载电子产品市场规模小，普及率低，仍处于发展初期，潜力较大。

图 24：金融危机前车载电子可保持 40% 以上的高增速



数据来源：赛迪顾问 国家统计局 国联证券研究所

图 25：车载电子占汽车电子市场的份额逐年提高



数据来源：赛迪顾问 国家统计局 国联证券研究所

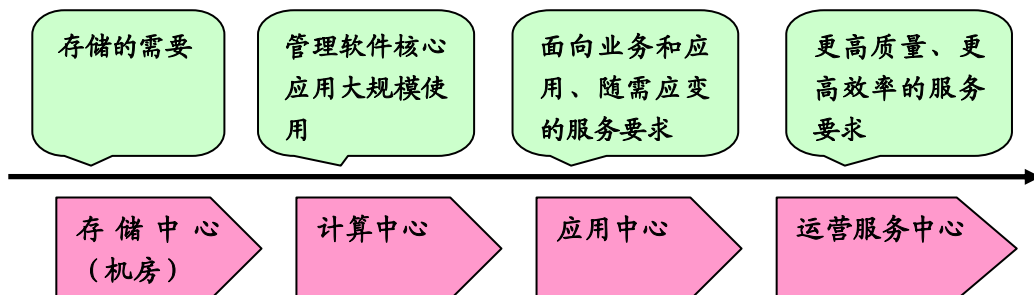
➤ 后端产品有望从高端轿车向以民用为主的中低端轿车普及。

2008年，中国民用汽车拥有量达到5063.4万辆，增长较快，同比增长16.2%，为车载电子尤其是后装市场的发展提供了广阔的增量空间。

3.4 数据中心：行业处于高增长阶段

数据中心的概念处于不断的演化中。经历了存储中心、计算中心、应用中心和运营服务中心的多个角色过程。

图 26：数据中心随需求而发生的角色演变

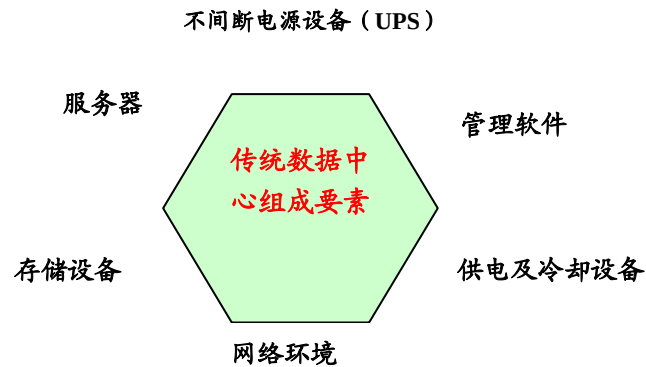


数据来源：计世资讯 国联证券研究所

公司对数据中心的定义主要是开展 IT 服务产品的规划、设计、运维和外包的综合服务，属于较高层级的数据中心领域。

➤ 技术进步将拉动数据中心业务需求增长

图 27：传统数据中心的组成要素



数据来源：计世资讯 国联证券研究所

由于传统的数据中心具有功耗高、效率低、安全性差的缺点，从而有迫切需要出现新的技术方向取代传统的数据中心模式。现在提出的云计算、虚拟化、后操作系统、分散建造数据中心等新技术概念有望成为未来数据中心的主流特征。新技术的应用同样为企业的数据中心建设的需求增长开拓了空间。

表 7：数据中心涉及到的若干新技术方向

新技术概念	特点
云计算概念	将计算任务分布在由大规模的数据中心或大量的计算机集群构成的资源池上，使各种应用系统能够根据需要获取计算能力、存储空间和各种软件服务，并通过互联网将计算资源免费或按需租用方式提供给使用者。
虚拟化技术	动态启用虚拟服务器，每个服务器均可担当实际硬件的角色，从而发挥物理服务器的计算潜能，迅速应对数据中心不断变化的需求。
后操作系统	位于应用软件和分布式计算资源之间的虚拟化层，利用分布式计算资源来执行日程管理、负载、应用软件监管和错误处理。
分散建造数据中心概念	数据中心建立在不同地区，最小化灾难造成的影响，或由公共提供商将其模块化，由客户自行定制。

数据来源：国联证券研究所

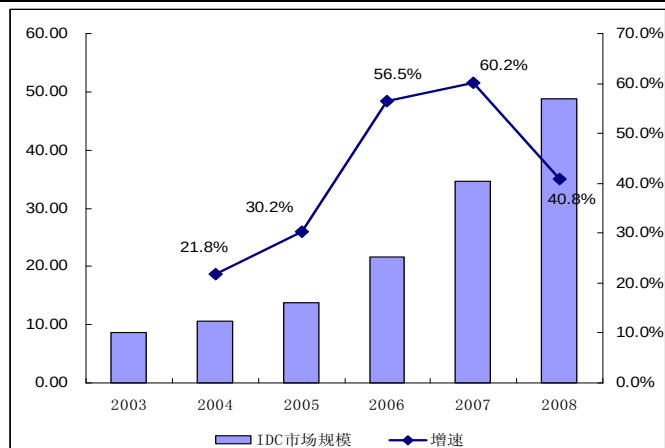
➤ 数据灾备业务市场规模逐年递增

信息化推进过程中，各种自然灾害、突发事故和计算机病毒破坏、网络攻击等因素导致的 IT 事故不断增多，重要机构和企事业单位对其关键数据的备份需求日趋增强。

我国日益从政策上重视和扶持数据灾备的发展。2003 年，中共中央办公厅、国务院办公厅下发了《国家信息化领导小组关于加强信息安全保障工作的意见》，明确要求各基础信息网络和重要信息系统制定和不断完善信息安全应急处置预案。2007 年 6 月，国务院信息化工作办公室下发的《重要信息系统灾难恢复指南》经修订完善后正式升级为国家标准。

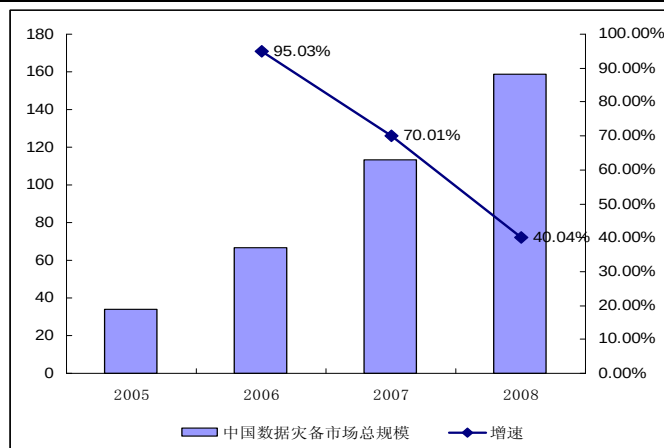
2008 年，中国灾难恢复市场总体规模（含设备和服务）约为 160 亿元，增速达 40.04%，呈不断增长的趋势。其中，灾难备份软件和服务市场规模达 32 亿元，同比增长 29.9%，高于总体增长速度。

图 28: 数据中心市场高速增长 单位：亿元



数据来源：通信产业网 国联证券研究所

图 29: 数据灾备市场增速在 40% 以上 单位：亿元

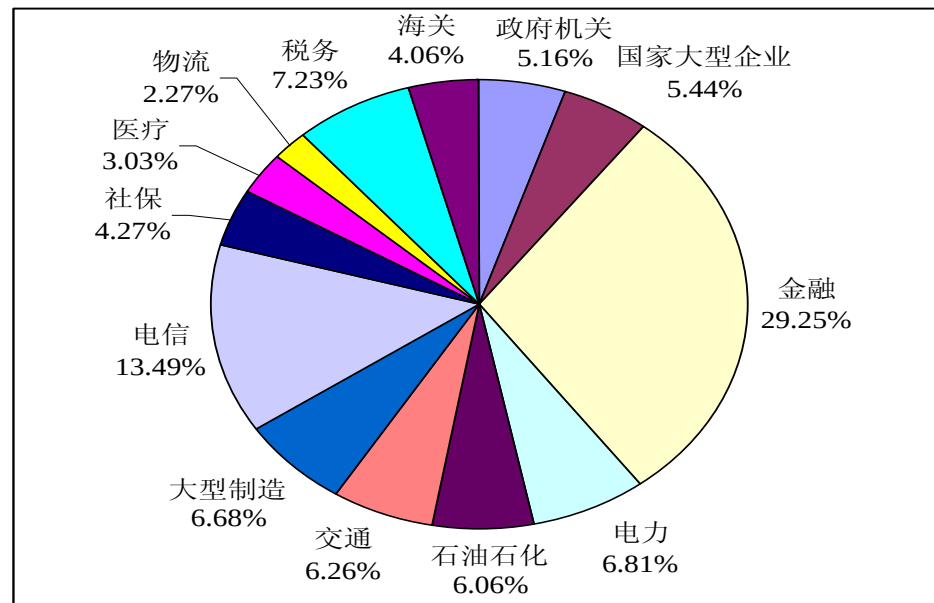


数据来源：赛迪顾问 国联证券研究所

➤ 灾备服务细分市场潜力巨大

国内金融业在灾难备份服务方面的表现较为突出，占全国 29.25% 的市场份额。随着行业振兴计划的推广、业务量的增加以及业务结构的日趋复杂，电信、能源和交通等行业也将成为灾难备份巨大的潜在市场。

图 30: 2008 年中国灾备服务细分市场份额



数据来源: 赛迪顾问 国联证券研究所

四、盈利预测

➤ 假设条件 1:

系统集成业务由于毛利较低, 公司不打算高投入, 只作为汽车电子的辅助业务, 预计呈逐年递减的趋势。

➤ 假设条件 2:

自 08 年开始募投的汽车交易软件项目, 第一年为建设期, 第二年达产 30%, 第三年达产 60%, 第四年全面达产, 达产后年均收入 14,330 万元, 年均税后净利润 3,596 万元;

另一募投项目启明 Q3 管理软件第一年为建设期, 第二年达产 11.04%, 第三年达产 38.36%, 第四年 72.22%, 第五年全面达产, 达产后年均收入 15,768 万元, 年均税后净利润达 4,528 万元。

➤ 假设条件 3:

汽车电子因为前装车载电子已具备达产能力及未来行业持续景气, 参照项目可行性报告, 2010 年实现运营期年均收入 **34,525 万元**, 年均税后净利润 5813 万元; 另由于 09 年全国汽车销量增速达到 45%, 且汽车电子有后装化趋势, 相对汽车销量具有一定的滞后性, 我们估计 2011 年汽车电子增速将达到 40%。

➤ 假设条件 4:

数据灾备中心根据募投项目的计划目标, 需要 2 年建设期, 自第三年开始

达产 40%、第四年起达产 60%，第五年起全面达产。分为机柜初装收入和年均 15,334 万元的运营期服务收入。但是近期难以产生效益。另外由于数据中心主要服务于市场用户，参照之前的高增长，2010 年~2011 年给予 30%复合增长率。

关键假设（黄色代表预测值）

	单位：元	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
总收入		790,557,791	1,085,066,494	1,315,299,332	1,828,391,250	2,196,948,086	2,588,397,369
系统集成			795,276,100	984,551,812	1,083,006,993	1,169,647,552	1,286,612,308
汽车电子			68,481,200	116,418,040	461,668,040	646,335,256	704,465,256
ERP软件			194,070,200	184,366,690	244,764,590	330,328,162	485,346,690
数据中心			27,238,900	29,962,790	38,951,627	50,637,115	111,973,115
毛利率		15.0%	14.4%	14.1%	18.8%	20.3%	22.0%
系统集成			3.4%	5.5%	8.0%	8.0%	8.0%
汽车电子			25.5%	24.0%	26.0%	26.0%	26.0%
ERP软件			52.2%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
数据中心			37.2%	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%
增长率			37.3%	21.3%	39.0%	20.2%	17.8%
系统集成				23.8%	10.0%	8.0%	10.0%
汽车电子				70.0%	296.6%	40.0%	52.6%
ERP软件			-31.0%	-5.0%	32.8%	35.0%	46.9%
数据中心				10.0%	30.0%	30.0%	121.1%
营业成本		672,306,349	929,208,100	1,129,939,075	1,484,922,603	1,751,429,301	2,018,204,020
系统集成			768,245,500	930,401,462	996,366,434	1,076,075,748	1,183,683,323
汽车电子			51,034,600	88,477,710	341,634,350	478,288,089	521,304,289
ERP软件			92,816,200	92,183,345	122,382,295	165,164,081	242,673,345
数据中心			17,111,800	18,876,558	24,539,525	31,901,383	70,543,063
收入占比							
系统集成		0.0%	73.3%	74.9%	59.2%	53.2%	49.7%
汽车电子		0.0%	6.3%	8.9%	25.2%	29.4%	27.2%
ERP软件		0.0%	17.9%	14.0%	13.4%	15.0%	18.8%
数据中心		0.0%	2.5%	2.3%	2.1%	2.3%	4.3%

财务报表预测与财务指标						更新日期: 10-03-26					
单位: 百万											
利润表						资产负债表					
	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E		2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	790.56	1,085.07	1,315.30	1,828.39	2,196.95	流动资产	179.72	381.96	365.47	882.54	1,101.47
YOY(%)	594.6%	37.3%	21.2%	39.0%	20.2%	货币资金	72.33	166.56	224.54	536.55	865.70
营业成本	672.31	929.21	1,129.94	1,484.92	1,751.43	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业税金及附加	4.23	5.48	6.64	9.23	11.10	应收票据	2.46	42.06	11.91	63.11	27.03
销售费用	4.34	6.50	7.89	10.97	13.18	应收账款	61.65	99.72	94.87	175.63	149.40
占营业收入比(%)	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	预付账款	17.40	25.55	26.68	41.96	39.00
管理费用	66.79	78.41	118.38	146.27	175.76	存货	23.20	46.03	3.50	61.59	15.18
占营业收入比(%)	8.4%	7.2%	9.0%	8.0%	8.0%	其它流动资产	2.68	2.04	3.97	3.70	5.17
财务费用	3.27	3.22	0.02	-0.19	-1.31	非流动资产	130.62	236.42	248.97	274.87	302.70
占营业收入比(%)	0.4%	0.3%	0.0%	0.0%	-0.1%	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	1.78	2.90	0.00	0.00	0.00	固定资产	71.32	111.30	123.85	149.75	177.58
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	59.10	124.59	124.59	124.59	124.59
投资净收益	0.00	-0.20	0.00	0.00	0.00	其他长期资产	0.20	0.53	0.53	0.53	0.53
营业利润	37.84	59.15	52.43	177.18	246.80	资产总计	310.34	618.38	614.44	1,157.41	1,404.17
营业外净收入	12.47	7.46	26.73	35.49	47.90	流动负债	68.46	86.60	68.13	122.36	77.21
利润总额	50.31	66.61	79.16	212.68	294.70	短期借款	30.00	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	3.46	0.82	1.58	4.25	5.89	应付票据	1.99	34.47	9.87	48.40	20.32
所得税率(%)	6.9%	1.2%	2.0%	2.0%	2.0%	应付账款	29.15	39.00	43.87	65.04	63.42
净利润	46.85	65.79	77.58	208.42	288.80	其他流动负债	7.32	13.13	14.40	8.93	(6.53)
占营业收入比(%)	5.9%	6.1%	5.9%	11.4%	13.1%	非流动负债	77.78	21.66	21.66	21.66	21.66
少数股东损益	0.00	-0.17	-0.20	-0.54	-0.75	长期借款	55.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	46.85	65.96	77.78	208.96	289.55	其他长期负债	22.78	21.66	21.66	21.66	21.66
YOY(%)	48.7%	40.8%	17.9%	168.6%	38.6%	股东权益	163.77	509.23	527.43	1,010.21	1,299.02
EPS (元)	0.49	0.52	0.31	0.72	0.99	股本	95.12	127.12	254.24	291.82	291.82
						资本公积	18.97	290.51	168.14	404.92	404.92
主要财务比率	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	未分配利润	49.13	91.22	104.67	313.63	603.18
成长能力						少数股东权益	0.55	0.38	0.38	(0.16)	(0.90)
营业收入	594.6%	37.3%	21.2%	39.0%	20.2%	母公司股东权益	163.22	508.85	527.05	1,010.37	1,299.92
营业利润	13.7%	56.3%	-11.4%	237.9%	39.3%	负债和股东权益	310.01	617.49	617.22	1,154.23	1,397.89
净利润	48.4%	40.4%	17.9%	168.6%	38.6%						
盈利能力						现金流量表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
毛利率(%)	15.0%	14.4%	14.1%	18.8%	20.3%	经营活动现金流	15.17	29.98	147.35	74.23	373.08
净利率(%)	5.9%	6.1%	5.9%	11.4%	13.1%	净利润	46.84	65.99	77.58	208.42	288.80
ROE(%)	28.6%	12.9%	14.7%	20.6%	22.2%	折旧和摊销	12.17	16.10	13.75	16.83	20.53
ROA(%)	15.1%	10.6%	12.6%	18.0%	20.6%	存货减少	-11.91	-22.28	42.53	-58.09	46.41
偿债能力						营运资本减少	-40.06	-36.56	12.24	-77.20	34.02
流动比率%	2.63	4.41	5.36	7.21	14.27	其他	8.13	6.73	1.25	-15.73	-16.67
速动比率%	2.29	3.88	5.31	6.71	14.07	投资活动现金流	-38.14	-110.54	-26.31	-36.57	-43.94
资产负债率%	47.1%	17.5%	14.6%	12.4%	7.0%	资本支出	38.14	110.54	26.31	36.57	43.94
营运能力						直接支付	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	355.8%	233.7%	213.4%	206.4%	171.5%	收回投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款周转天数	17.84	27.14	27.00	27.00	27.00	投资产生的流入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	6.78	13.60	8.00	8.00	8.00	融资活动现金流	19.74	174.88	-73.73	274.35	0.00
每股指标(元)						发行股票	0.55	291.58	0.00	284.86	0.00
每股收益	0.49	0.52	0.31	0.72	0.99	短期借款	15.00	-30.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	1.72	4.01	2.07	3.46	4.45	长期借款	55.00	-55.00	0.00	0.00	0.00
估值比率						其他	-80.50	-280.66	0.00	-10.51	0.00
P/E	36.7	34.9	59.2	25.3	18.2	支付股利	45.31	24.04	73.73	0.00	0.00
P/B	10.5	4.5	8.7	5.2	4.1	现金净增加额	-3.23	94.32	47.32	312.01	329.15

五、估值及投资策略

预计 10-11 年公司每股收益分别为 0.72 元和 0.99 元, 按照目前行业平均水平, 并参照公司的行业龙头地位和复合增长情况, 我们认为应给予公司 40 倍市盈率, 则启明信息的合理估值在 25.67~29.52 元。目前公司价格在 18.10 元, 给予“推荐”评级。

六、风险提示

- 1、公司连续7年获得国家规划重点软件企业的认证，所得税降为10%征收，如果不能持续，将会导致所得税由10%增至25%。
- 2、**汽车行业景气度下降。**汽车电子作为公司的着力发展方向，依赖于下游汽车行业的持续景气，如果该行业增速下滑，将会直接影响到公司大股东及公司的盈利水平。
- 3、**公司研发若未能适应技术革新的需要，而其它厂商有可能及时推出新产品抢夺公司市场。**公司属于 I T 行业，需要对技术研发不断投入才能获得持续竞争力，如果公司判断失误和研发失败，或有的高研发费用没能够取得预期回报，将会影响公司未来价值。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。