

2010-11-08

信息技术咨询与其他服务

启明信息 002232.SZ

车联网带来智能交通革命，公司车载电子业务有望爆发

- ◇ 调研地点：长春
◇ 拜访对象：启明信息公司高管

◆成为集团核心支撑体系，获得更大业务发展空间：

公司主营汽车业管理软件与汽车电子产品研发、制造和服务，致力于打造国内汽车产业 IT 第一品牌。作为一汽集团下属企业，公司的发展与集团的发展以及集团对于公司的定位息息相关。在十二五规划中，集团对公司的定位由此前的“衍生经济”提升为“核心支撑体系”，意味着公司在未来将得到集团更多的支持与倾斜政策，其业务将获得更大发展空间。我们认为，公司将在汽车电子研发与生产以及汽车 IT 建设方面给予集团有力的支撑，这些业务也将成为公司未来发展的核心动力。

◆车联网应用背景下，公司车载电子业务有望爆发：

公司在车载电子方面已进行了长达十年左右的耕耘，在汽车前装车载信息系统领域建立了明显的竞争优势，是目前国内唯一一家可以提供总线级产品的厂商，可以为一汽轿车奔腾和大众 PQ35、PQ46 系列车型进行配套。我们认为，在车联网逐步走向现实应用的背景下，公司前装/准前装产品相对于其他厂商后装产品的功能优势将得到充分体现，有望逐步成为市场主流产品，从而给公司带来爆发式增长的机遇。公司目前已开始进行准前装产品的销售试点，我们看好相关产品的销售前景。

◆管理软件、系统集成等业务将平稳增长：

公司管理软件业务在未来仍将围绕一汽集团及其周边企业开展，不过针对经销商的软件产品存在着集团外市场拓展超预期的可能；系统集成业务收入占比较高而利润贡献较小，随着公司汽车电子等业务的快速发展，该业务的占比将逐年下降，从而带动公司整体毛利水平的上升；数据中心业务近两年将平稳增长，未来随着灾备中心建设的逐步完成，将会给公司带来可观利润。

◆给予买入评级，目标价 28.15 元：

我们预计在准前装产品销售放量的带动下，公司自 2011 年起将进入业绩爆发期，预计 2010-2012 年每股 EPS 分别为 0.37 元、0.67 元、1.09 元。我们看好在车联网应用背景下公司未来的增长前景，给予“买入”评级，对应 2011 年 42 倍 PE，目标价位 28.15 元。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	1,085	1,316	1,603	2,354	3,390
营业收入增长率	37.25%	21.27%	21.85%	46.81%	44.01%
净利润（百万元）	66	79	109	196	318
净利润增长率	41.25%	19.93%	37.68%	79.42%	62.37%
EPS（元）	0.23	0.27	0.37	0.67	1.09
ROE	13.00%	14.39%	11.92%	17.98%	23.41%
P/E	98	82	58	33	20
P/B	13	12	7	6	5
EV/EBITDA	37	55	51	30	18

维持

买入

当前价格	21.85 元
目标价格	28.15 元
目标期限	6 个月

分析师：

周励谦（执业证书编号：S0930209050199）

联系人：

裴培

021-22169043

peipei@ebcn.com

浦俊懿

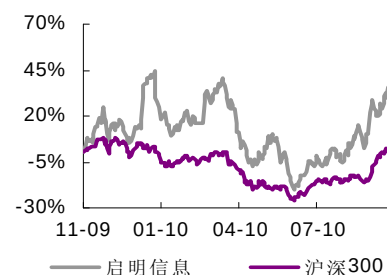
021-22169117

pjunyi@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	292
总市值(百万元)	6,508
流通比例(%)	42.62%
12 个月最高/最低(元)	23.38/10.58
近 3 月日均成交量(百万股)	6.26
主要股东	中国第一汽车集团公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.50	45.17	46.18
绝对收益	28.44	66.68	47.26

相关报告：

车联网破茧而出，车载信息与智能交通行业长期受益.....2010-11-01

成为集团核心支撑体系，获得更大业务发展空间

公司起源于一汽集团电子计划处，目前一汽集团持有公司 48.67% 的股份，是公司的控股股东。自成立以来，公司始终专注于汽车业管理软件与汽车电子产品研发、制造和服务，并依托集团积累业务经验，努力向国内汽车产业 IT 第一品牌迈进，实现“百年收入、千亿市值、百年老店”的目标。

公司的主营业务主要包括管理软件、汽车电子、系统集成与数据中心，这些业务往往与一汽集团及其周边企业的运营、管理和业务发展有着较为紧密的联系，因此公司的发展在很大程度上受到一汽集团自身发展以及集团对于公司定位的影响。

按照一汽规划，集团在十二五末期将达到每年 500 万的年产销规模，其中至少 200 万辆是自主品牌，并且集团将为自主产品开发和生产投入 1500 亿元左右。我们认为，对应这样的销售规模，预计十二五期间集团会推出 25 个以上的新车型，销售规模的快速扩大和新车型的研发与生产，将会带来大量汽车电子研发以及配套服务的需求，公司将从中直接受益。

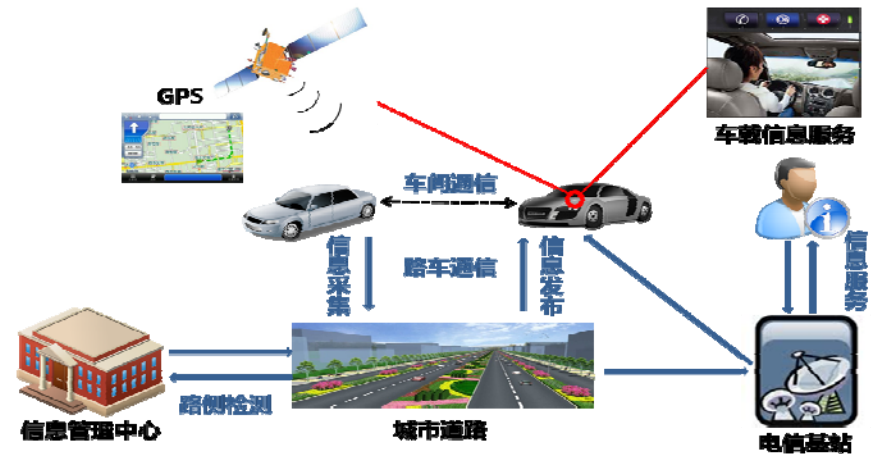
集团在十二五规划中对公司的定位有很大的提升，由此前的“衍生经济”上升为“核心支撑体系”，意味着公司将在一汽未来的发展中从舞台边缘逐渐走向舞台中央，将在汽车电子与汽车 IT 建设等方面承担关键的角色。

车联网背景下，公司车载电子业务有望爆发

公司汽车电子主要由三部分构成，分别是车载电子，车身电子，以及与新能源汽车相关的整车控制电子，其中车载电子是公司未来发展的重中之重。公司在车载电子方面已进行了长达十年左右的耕耘，在汽车前装车载信息系统领域建立了明显的竞争优势，是目前国内唯一一家可以提供总线级产品的厂商。公司前装导航产品已获得一汽轿车的认证，可以配套奔腾系列车型；为大众汽车开发的导航产品也已完成，可以配套 PQ35、PQ46 系列车型，包括速腾、迈腾、昊锐、高尔夫 6 等。我们认为，虽然公司今年车载信息系统由于受到奔腾新车推迟上市和德国方面认证尚未完成的影响而出货量较小，但是在车联网的发展的大背景下，公司相关产品有望出现爆发式增长。

车联网是物联网的重要应用分支，它将先进的传感器技术、通信技术、数据处理技术、网络技术、自动控制技术、信息发布技术等有机地运用于整个交通运输管理体系，建立起的一种实时、准确、高效的交通运输综合管理和控制系统。车联网可以收集、处理并共享大量信息，让“人-车-路-环境”之间相互连接，并根据不同的功能需求对所有车辆的运行状态进行有效的监管和提供综合服务。车联网代表着新一代智能交通的实现方式，将在未来逐步走入普通大众的生活，据初步估计，2020 年车联网入网车辆将达到 2 亿辆左右，城市交通将进入“车联网”时代。

图表 1：车联网通过实现“人-车-路”的互联而使得交通更加智能化



资料来源：中国电信、光大证券研究所

车载信息系统是车联网面向应用的终端载体，主要包含多媒体娱乐、导航、信息显示、故障诊断、移动办公、信息处理、安防等多种功能，并具备通过通信网络接受多样化信息服务的能力。我们认为，随着车联网逐步走向现实生活，公司前装/准前装¹车载系统相对于后装导航产品的功能优势将得到充分体现，前装级别产品将逐步成为市场主流，成为消费者购车时的“标配”。

目前市面上后装产品众多，但是功能较为单一，仅提供导航、DVD 多媒体、防盗等少数功能，主要依靠较为低廉的价格吸引消费者，而未来的智能车载信息终端与之相比，存在着本质的区别。以公司的前装产品为例，导航与多媒体娱乐仅仅是产品功能的一小部分，而通过与汽车控制总线相连以及与外部网络联通，可以实现丰富的功能应用。我们认为，车载信息系统前装市场的进入门槛很高，不仅要得到整车厂或权威第三方的相关认证，更重要的是需要了解具体车型的汽车总线协议，而由于该协议涉及整车设计与控制的核心问题，整车厂一般对其高度保密，不对外开放，因此非核心配套厂商无法进入前端市场，开发出功能丰富的车载信息系统。公司作为一汽集团下属企业，在获取相关技术信息方面具有天然优势，并且未来公司作为一汽的“核心支撑体系”，将会越来越多地参与到新车型的同步研发当中，甚至直接承担汽车总线协议的制定工作，因此公司在前装市场的优势在短期内具有不可复制性。

在竞争激烈的汽车市场，功能丰富的车载信息系统已成为了厂商提升品牌形象、增强产品竞争力、吸引消费者的重要手段，目前，通用、丰田和上海汽车分别在国内推出了 Onstar、G-Book 和 inkaNet 智能服务平台，为驾驶者提供诸如碰撞自动求助、紧急救援、安全保障等丰富的应用服务，公司也在与一汽集团技术中心合作，做 D-partner 2 代产品，提供人性化的驾驶者服务。我们认为，随着各厂商智能服务平台的推出，前装系统的功能优势将会被越来越多的消费者认知和认可，相关产品有望随着车联网的发展而得到广泛普及。

公司目前开发的前装级别产品主要面向一汽轿车奔腾和大众汽车 PQ35、PQ46 系列车型，其中，配套奔腾车型主要采取前装方式，而配套大众的产品由于暂时未取得德国方面认证，只能采取与 4S 店合作，以准前装的方式进行销售。公司已从今年 9 月底开始在东北地区的一汽大众 4S 店进行准前装销售试点，目前市场反映良好，未来将会逐步向一汽大众全国销售进行布局。此外，由于公司是大众中国签订的供货合同，因此未来准前装产品销售不仅限于一汽大众，还将进入上海大众销售渠道。

¹ 前装：是指整车在下线前即已安装车载系统；准前装：是指在 4S 店安装的与前装产品功能一致或类似的车载系统；后装：消费者购车后，自行购买及安装车载系统

道。今年公司计划完成 2000-3000 台的准前装产品销售，明年的目标是 6-8 万台。我们认为，公司准前装产品与其他厂商后装产品相比，有功能与品质方面的明显优势；与进口前装产品相比，性价比优势突出，依托南北大众 200 万台左右的轿车销量，如果公司市场推广策略得当，实现 3%-4% 的渗透率并非难事。

按照公司规划，十二五期间公司汽车电子业务将实现由 1 亿元到 60 亿元的飞跃，成为公司最主要的利润来源。我们认为，公司背靠一汽集团，并依托产品优势积极进行集团外市场的开拓，发展前景光明，在前装与准前装产品逐步放量的带动下，公司将进入快速发展的轨道。

管理软件、系统集成等业务将平稳增长

除了汽车电子外，公司还有管理软件、系统集成和数据中心等业务。其中，公司管理软件业务主要围绕整车企业及其上游零部件企业和下游汽车经销商，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。未来公司管理软件业务仍将以满足一汽集团及其周边企业需求为主，而针对汽车经销商的软件产品存在着集团外市场开拓超预期的可能。

公司系统集成业务主要面向一汽集团、吉林省政府和各企事业单位，收入占比达 70% 左右，但毛利占比仅有 25%。未来随着汽车电子等业务的发展，系统集成业务的收入占比将逐年下降，从而带动公司毛利率的提升。

公司数据中心主要开展 IT 服务产品规划、设计、运维和外包等综合服务，近两年期间将平稳增长，而随着灾备中心建设的逐步完成，将会给公司带来可观利润，预计项目达产后每年将新增 1.5 亿左右的收入和 7300 万左右的利润。

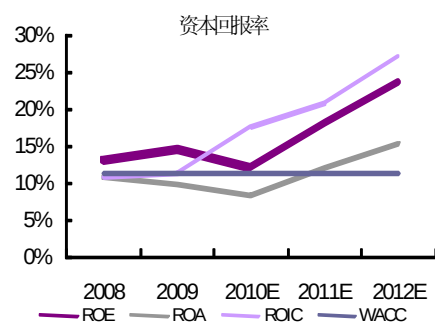
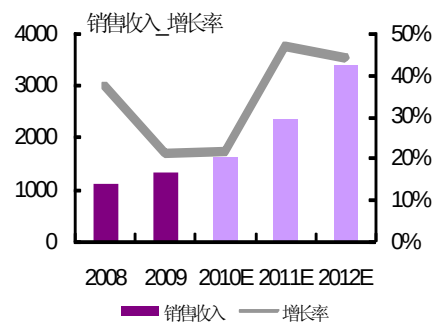
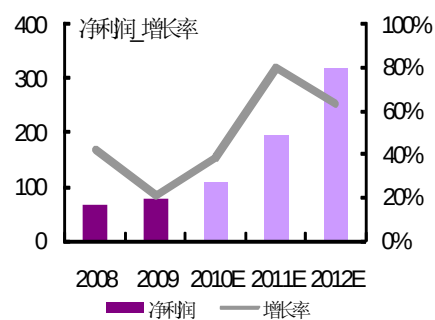
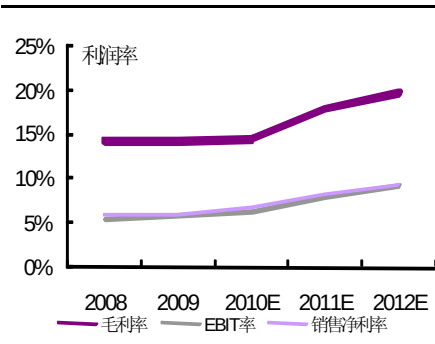
股东减持难掩公司光明前景

11月2日，公司股东程传海先生通过大宗交易平台以 21.3 元的价格减持 200 万股股份，对公司近期股价构成了一定压力。程传海系公司前任总经理，于 2009 年 4 月离职，离职后主要负责公司联营企业——吉林省启明软件园企业孵化有限公司的经营与管理。我们认为，公司前高管的减持不代表其不看好公司未来增长前景，可能更多的是由于孵化公司在业务方面存在对资金的急迫需求。在此次减持后，程传海先生仍持有公司 600 万股左右，未来仍有根据自身资金需求进一步减持的可能，但是股东减持这样的偶然性事件，不会改变我们对于公司的未来增长的良好预期。

看好公司未来成长，给予“买入”评级

我们预计在准前装产品放量的带动下，公司自 2011 年起将进入业绩爆发期，预计公司 2010-2012 年营业收入为 16.0/23.5/33.9 亿元，净利润为 1.02/1.91/3.42 亿元，对应每股 EPS 为 0.37 元、0.67 元、1.09 元。我们看好在车联网应用背景下公司未来的增长前景，给予“买入”评级，对应 2011 年 42 倍 PE，第一目标价为 28.15 元。

财务报表及预测



资料来源：光大证券、上市公司

利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,085	1,316	1,603	2,354	3,390
营业成本	929	1,126	1,371	1,935	2,721
折旧和摊销	16	27	20	22	24
营业税费	5	7	8	12	17
销售费用	6	6	11	38	61
管理费用	78	95	112	177	271
财务费用	3	1	-2	-3	-1
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	59	78	102	191	315
利润总额	67	85	116	211	342
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	66.16	79.35	109.25	196.01	318.26

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	618	826	1,332	1,645	2,101
流动资产	381	469	1,056	1,245	1,696
货币资金	167	218	775	768	999
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	100	116	159	268	387
应收票据	42	13	32	71	102
其他应收款	1	5	8	12	17
存货	46	62	82	126	190
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	4	4	4	4
固定资产	92	124	145	166	187
无形资产	96	87	82	78	74
总负债	108	275	416	555	741
无息负债	108	225	366	505	691
有息负债	0	50	50	50	50
股东权益	509	551	916	1,090	1,360
股本	127	254	292	292	292
公积金	291	166	424	444	476
未分配利润	91	131	200	355	592
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	30	194	239	159	307
净利润	66	79	109	196	318
折旧摊销	16	27	20	22	24
净营运资金增加	124	-2	-45	292	225
其他	-176	90	156	-351	-261
投资活动产生现金流	-111	-154	61	-147	-28
净资本支出	111	151	-61	35	40
长期投资变化	0	4	0	0	0
其他资产变化	-221	-309	121	-182	-68
融资活动现金流	175	12	257	-19	-48
股本变化	32	127	38	0	0
债务净变化	-85	50	0	0	0
无息负债变化	47	116	141	139	186
净现金流	94	51	557	-7	231

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	37.25%	21.27%	21.85%	46.81%	44.01%
净利润增长率	41.25%	19.93%	37.68%	79.42%	62.37%
EBITDA 增长率	50.89%	38.87%	13.90%	74.55%	61.20%
EBIT 增长率	56.86%	31.51%	27.28%	87.30%	67.19%
估值指标					
PE	96	80	58	33	20
PB	13	12	7	6	5
EV/EBITDA	36	54	50	29	18
EV/EBIT	46	72	60	33	19
EV/NOPLAT	46	77	64	35	21
EV/Sales	3	4	4	3	2
EV/IC	5	8	11	7	6
盈利能力 (%)					
毛利率	14.36%	14.39%	14.50%	17.78%	19.72%
EBITDA 率	6.95%	7.96%	7.49%	8.91%	9.97%
EBIT 率	5.47%	5.93%	6.25%	7.98%	9.26%
税前净利润率	6.16%	6.42%	7.25%	8.95%	10.10%
税后净利润率 (归属母公司)	6.10%	6.03%	6.81%	8.33%	9.39%
ROA	10.69%	9.59%	8.20%	11.91%	15.15%
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.00%	14.39%	11.92%	17.98%	23.41%
经营性 ROIC	10.63%	11.04%	17.45%	20.67%	26.88%
偿债能力					
流动比率	4.40	2.67	3.35	2.74	2.65
速动比率	386.87%	231.57%	309.26%	246.37%	235.24%
归属母公司权益/有息债务	-	11.03	18.33	21.81	27.19
有形资产/有息债务	-	12.96	25.00	31.35	40.53
每股指标					
EPS	0.23	0.27	0.37	0.67	1.09
每股红利	0.29	0.10	0.07	0.17	0.27
每股经营现金流	0.10	0.66	0.82	0.54	1.05
每股自由现金流(FCFF)	-0.53	-0.15	0.76	-0.43	0.19
每股净资产	1.74	1.89	3.14	3.74	4.66
每股销售收入	3.72	4.51	5.49	8.07	11.62

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信运营及通信设备行业的研究。2009 年同时获得新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获得新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。