

天泽信息(300209)

国内车辆远程管理信息服务领跑者

建议询价区间

32-36元 RMB

预计上市定价

36-40元 RMB

主要数据

行业	信息服务业
公司网址	www.gpschina.cn
大股东/持股	中住集团/30.0%
实际控制人/持股	孙伯荣/52.4%
总股本(百万股)	80.0
流通 A 股(百万股)	20.0
流通 B/H 股(百万股)	-
总市值(亿元)	-
流通 A 股市值(亿元)	-
每股净资产(元)	2.61
资产负债率(%)	36.0

相关研究报告

证券分析师

刘武 S1060209090181
0755-22627860
liuwu@pasc.com.cn

投资要点

■ 国内车辆远程管理信息服务领先提供商

公司从事车辆远程管理信息服务及配套软硬件的研发、运营服务，业务涵盖工程机械和公路运输等专业领域，是国内工程机械应用领域最有竞争力企业之一，在挖掘机车辆远程管理信息服务细分领域的市场占有率超过 50%。

受益于政策推动和市场内生需求动力强劲，2010 年公司车辆提供远程管理信息服务数量达到 8 万余台，2010-2011 年营业收入、净利润的年复合增长率分别为 42.7%、54.8%。

■ 率先进入，具备市场占有率高和客户优势

公司是国内最早进入工程机械领域的车辆远程管理信息服务运营商之一，在工程机械车辆远程管理信息服务领域保持领先地位，在整个工程机械领域市场占有率在 50%左右。主要客户包括日立建机、成都神钢、卡特彼勒、沃尔沃、玉柴、山重建机、阿特拉斯等国内外主流企业。

■ 朝阳产业，车联网引领行业快速发展

车联网作为物联网的典型应用，车辆远程管理信息服务应用主要分大众应用和专业应用。目前国内车载远程管理信息服务终端安装率尚低，仅在工程机械领域中大型挖掘机的车载信息终端的安装率较高，未来市场前景乐观。

据中国工程机械工业协会挖掘机分会的统计，2009 年国内新增挖掘机车辆远程管理信息服务单元数约为 3.99 万台，占挖掘机年销量的 41.99%，约占工程机械年销量的 7.1%。预计到 2014 年，年新增工程机械车辆远程管理信息服务单元数将达到 14.81 万台。

■ 建议询价区间为 32-36 元，上市定价为 36-40 元

预计 2011-2013 年公司收入分别为 2.07、2.93 和 4.13 亿元，归属母公司所有者净利润分别为 0.73、1.09 和 1.57 亿元，未来三年预计收入和净利润复合增长率分别为 42%和 48%，EPS 分别为 0.91、1.36 和 1.96 元。

可比公司北斗星通等 2011 年平均动态 PE 估值为 38.5 倍。另外近三个月来中小板、创业板发行价对应的 2011 年动态 PE 为 32 倍。根据行业估值水平和目前市场，并考虑到公司业务在市场中的新颖性和地位，我们认为可给予公司 2011 年 35-40 倍的 PE 估值，对应合理股价为 32-36 元。

投资风险：竞争加剧、行业政策变化、市场需求放缓和技术跟进滞后等风险。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	89.15	142.64	206.64	293.47	412.72
YoY(%)	27.2	60.0	44.9	42.0	40.6
净利润(百万元)	27.82	48.03	72.74	109.17	156.52
YoY(%)	35.8	76.6	51.4	50.1	43.4
毛利率(%)	69.21	75.11	72.68	72.74	72.76
净利率(%)	32.17	35.50	36.65	38.73	39.49
ROE(%)	26.45	32.36	9.48	12.51	15.30
EPS(摊薄/元)	0.35	0.60	0.91	1.36	1.96
P/E(询价上限, 倍)	103.6	60.0	39.6	26.4	18.4
P/B(询价上限, 倍)	19.9	13.8	3.6	3.2	2.7

正文目录

正文目录	2
图表目录	3
一、估值分析：建议询价区间为 32-36 元	4
二、公司介绍：国内车辆远程管理信息服务领先提供商	6
2.1 车辆远程管理信息服务领先提供商	6
2.2 车联网专业服务商，提供整体解决方案	6
2.3 股权结构集中	10
三、投资亮点：市场占有率高和客户优势显著	10
3.1 国内行业开拓者，市场份额领先	10
3.2 竞争优势下，服务客户数量快速增长	11
3.3 盈利能力领先 A 股信息服务和物联网公司	12
四、行业前景：朝阳产业，车联网引领行业快速发展	13
4.1 车辆远程管理信息服务的应用领域与使用价值	13
4.2 朝阳产业，市场容量持续高增长	15
4.3 领先国内同行，竞争优势显著	17
五、盈利预测：服务能力提升，持续高增长可期	17
5.1 募投项目分析	17
5.2 盈利预测	18

图表目录

图表 1 可比公司盈利及市盈率估值比较（2011 年 4 月 12 日）	4
图表 2 信息服务行业指数走势图	4
图表 3 近三个月来中小板创业板上市发行价及对应静/动态市盈率估值	5
图表 4 公司营业收入和净利润呈加速增长态势	6
图表 5 公司业务体系及流程示意图	7
图表 6 公司工程机械行业远程管理信息服务示意图	8
图表 7 公司工程机械远程管理之“工程之星”服务功能示意图	8
图表 8 公司公路运输车辆远程管理信息服务示意图	9
图表 9 公司公路物流领域“车管之星”主要服务功能示意图	9
图表 10 公司股权结构（发行前后）	10
图表 11 公司在工程机械远程管理信息服务市场中占有率领先同行且超过 50%	10
图表 12 公司主要客户包括日立、卡特彼勒等	11
图表 13 公司 2008-2010 年各类业务量快速增长	12
图表 14 公司车辆远程管理信息服务前装客户量快速增长	12
图表 15 公司销售毛利率和销售净利率处于行业领先水平	13
图表 16 公司现金流和资产周转率处于领先水平	13
图表 17 车辆远程管理信息服务主要应用领域	14
图表 18 车辆远程管理信息服务的应用价值示意图	14
图表 19 车辆远程管理信息服务的产业链示意图	15
图表 20 美国移动资产管理市场增长及预测	15
图表 21 国内工程机械之挖掘机新增车载信息终端量	16
图表 22 我国工程机械销售量增速	16
图表 23 国内车载远程管理信息服务市场主要竞争参与企业	17
图表 24 募集资金项目明细表	18
图表 25 收入及成本预测	18

一、估值分析：建议询价区间为 32-36 元

公司主要从事车辆远程管理信息服务及相关设备，是A股市场中物联网范畴中以运营及相关产品为主且较稀缺投资标的之一，由于车辆远程管理信息服务市场容量大，**市场或给予一定估值溢价**。

目前A股中小/创业市场中物联网范畴及信息服务公司较多，如汉威电子、海康、大华股份、英飞拓、大立科技、远望谷、中瑞思创、恒宝股份、四维图新、启明信息、北斗星通、东华软件等等。以4月12日收盘价为基准，上述列举相关公司2010年的平均PE估值为61倍，2011年平均动态PE估值为39倍左右。另外，近两个月来中小板、创业板发行价对应的2010、2011年平均静/动态市盈率分别为49和32倍，其中创业板发行价格对应的2010、2011年平均静/动态市盈率分别为51和33倍。

图表1 可比公司盈利及市盈率估值比较（2011年4月12日）

单位：元/股、元、倍

简称	股价	每股收益				市盈率			
		2009A	2010A/E	2011E	2012E	2009A	2010A/E	2011E	2012E
汉威电子	20.55	0.34	0.36	0.64	1.22	60.4	57.3	31.9	16.8
海康威视	76.00	1.41	2.10	2.84	3.80	53.9	36.1	26.7	20.0
大华股份	72.86	0.84	1.86	2.68	3.85	86.8	39.1	27.2	18.9
英飞拓	43.27	0.55	0.81	1.30	1.85	79.3	53.7	33.2	23.4
大立科技	38.69	0.45	0.53	1.08	1.49	85.4	72.5	35.9	26.0
远望谷	22.60	0.17	0.29	0.45	0.71	135.3	78.3	49.9	32.0
中瑞思创	85.10	0.89	1.27	1.85	2.49	95.4	67.2	46.0	34.2
恒宝股份	15.92	0.21	0.24	0.37	0.52	74.8	66.6	43.1	30.8
四维图新	40.30	0.34	0.58	0.86	1.25	118.4	69.3	47.0	32.3
启明信息	18.51	0.27	0.31	0.57	0.87	68.1	59.8	32.2	21.3
东华软件	24.24	0.54	0.73	1.01	1.37	44.5	33.1	23.9	17.6
北斗星通	42.30	0.51	0.41	0.65	0.89	83.3	103.0	65.4	47.4
平均						82.1	61.3	38.5	26.7

资料来源：wind资讯、平安证券研究所

注：北斗星通估值偏高，扣除后2010、2011年平均为59和37倍

根据我们的盈利模型预测，预计2011-2013年公司营业收入为2.07、2.93和4.13亿元，归属母公司股东净利润分别为0.73、1.09和1.57亿元，全面摊薄每股收益为0.91、0.36和1.96元。根据行业估值水平和目前市场分析，我们认为可给予公司2011年35-40倍估值，对应合理股价为32-36元，对应2010-2013年静/动态市盈率为53-61、35-40、23-27和16-19倍。

图表2 信息服务行业指数走势图



资料来源：wind资讯、平安证券研究所

图表3 近三个月来中小板创业板上市发行价及对应静/动态市盈率估值 单位：元/股、元、倍

名称	发行价格	上市板	每股收益			市盈率		
			2009A	2010A/E	2011E	2009A	2010A/E	2011E
舒泰神	52.5	创业板	0.53	0.86	1.52	99.0	60.9	34.5
聚光科技	20	创业板	0.30	0.36	0.52	67.2	55.0	38.8
聚龙股份	22.38	创业板	0.30	0.47	0.70	75.7	47.2	31.8
纳川股份	31	创业板	0.68	0.84	1.36	45.7	36.8	22.8
高盟新材	21.88	创业板	0.37	0.49	0.86	59.0	44.5	25.6
翰宇药业	30.19	创业板	0.47	0.70	1.06	64.0	42.8	28.5
海伦哲	21	创业板	0.54	0.66	0.93	39.1	31.9	22.6
长海股份	18.58	创业板	0.26	0.41	0.66	71.3	45.0	28.2
长荣股份	40	创业板	0.61	0.80	1.26	65.9	49.9	31.8
铁汉生态	67.58	创业板	0.81	1.03	1.96	83.7	65.7	34.4
科斯伍德	22.82	创业板	0.42	0.48	0.70	54.2	47.6	32.5
佳士科技	26.5	创业板	0.33	0.44	0.79	79.2	59.9	33.7
福安药业	41.88	创业板	0.68	0.92	1.22	61.6	45.4	34.5
维尔利	58.5	创业板	0.50	0.85	1.53	117.0	68.7	38.2
美亚柏科	40	创业板	0.54	0.81	1.19	74.7	49.6	33.7
神农大丰	24	创业板	0.28	0.38	0.55	86.7	63.3	43.5
潜能恒信	41.46	创业板	0.61	0.75	1.02	67.5	54.9	40.5
大华农	22	创业板	0.44	0.53	0.66	50.6	41.6	33.4
永清环保	40	创业板	0.53	0.64	1.20	75.6	62.2	33.4
通裕重工	25	创业板	0.47	0.55	0.81	53.4	45.8	30.8
国电清新	45	中小企业板	0.27	0.59	1.13	164.6	76.1	39.7
贝因美	42	中小企业板	0.88	0.99	1.27	47.6	42.4	33.2
宁基股份	86	中小企业板	0.88	1.57	2.64	98.1	54.7	32.6
步森股份	16.88	中小企业板	0.35	0.45	0.64	48.2	37.4	26.5
德力股份	28.8	中小企业板	0.46	0.67	1.00	62.1	42.8	28.9
唐人神	27	中小企业板	0.48	0.81	0.85	56.3	33.5	31.7
百润股份	26	中小企业板	0.44	0.54	0.72	58.7	48.5	36.3
上海绿新	31.2	中小企业板	0.72	0.78	1.09	43.0	40.1	28.7
益盛药业	39.9	中小企业板	0.55	0.79	1.01	72.0	50.2	39.6
兄弟科技	21	中小企业板	0.39	0.47	0.71	54.2	44.4	29.7
森马服饰	67	中小企业板	1.03	1.49	2.24	65.4	44.9	29.9
张化机	29.5	中小企业板	0.63	0.72	1.14	46.6	40.7	25.8
徐家汇	16	中小企业板	0.43	0.47	0.60	37.4	34.3	26.8
亚威股份	40	中小企业板	0.45	0.86	1.21	88.9	46.6	33.2
通达股份	28.8	中小企业板	0.51	0.68	0.98	56.6	42.2	29.5
洽洽食品	40	中小企业板	0.51	0.76	0.96	78.9	52.6	41.5
顺荣股份	35	中小企业板	0.58	0.73	1.33	60.7	47.6	26.3
世纪游轮	30	中小企业板	0.39	0.58	0.75	77.3	51.3	40.1
辉隆股份	37.5	中小企业板	0.79	0.90	1.23	47.6	41.5	30.5
平均						68.1	48.5	32.4

资料来源：wind资讯、平安证券研究所

二、公司介绍：国内车辆远程管理信息服务领先提供商

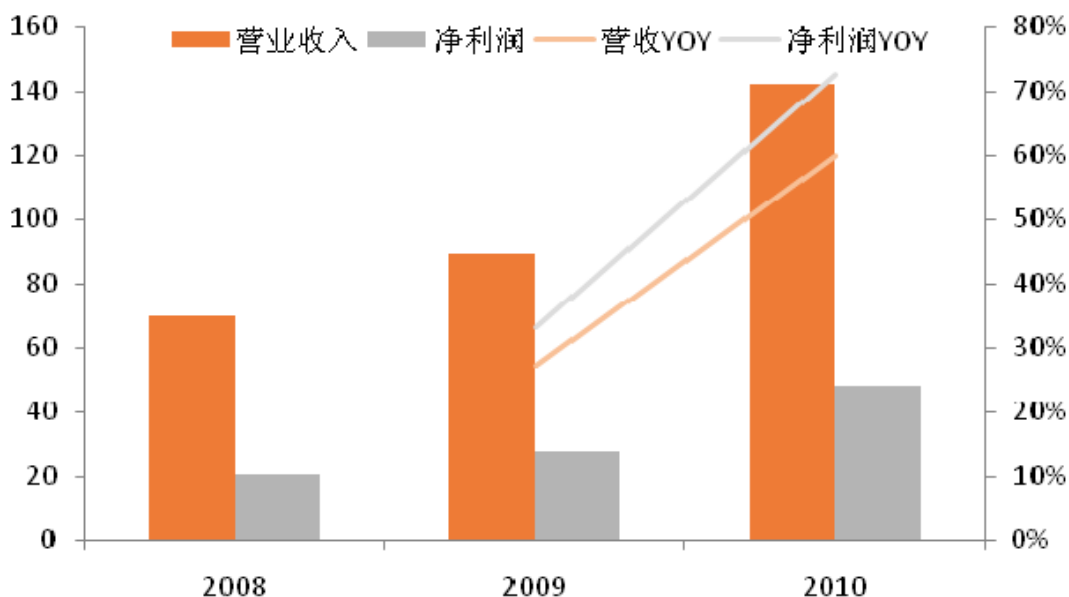
2.1 车辆远程管理信息服务领先提供商

天泽信息主要从事车辆远程管理信息服务及配套软硬件的研发生产与运营服务，业务涵盖工程机械和公路运输等专业应用领域，是国内工程机械车辆远程管理信息服务领域最有竞争力企业之一，在挖掘机车辆远程管理信息服务细分领域的市场占有率第一。由于车辆远程管理信息服务是物联网在商业领域的典型运用，也是物联网发展最快的领域之一。受益于政策推动（未来国家有望进一步推动旅游、危化、客运等领域车辆动态跟踪管理）和市场内生需求动力强劲，2010-2011年，公司营业收入、净利润的年复合增长率分别为42.7%、54.8%。

通过整合梳理，重新聚焦车联网主业，发展成为全国性车辆远程管理信息服务领先提供商。公司成立于2000年，2003年进入工程机械领域，目前基本形成了以工程机械车辆远程管理信息服务为核心，加快公路运输中的物流、城市交运等重点领域拓展。经过多年的发展，已成为国内领先的车辆远程管理信息服务运营商。2010年底，公司车辆提供远程管理信息服务数量达到8万余台，其中，工程机械5.5万台、公路物流车辆0.8万台、客运出租车1.5万台、行政执法车辆0.3万台。

图表4 公司营业收入和净利润呈加速增长态势

单位：百万元、%



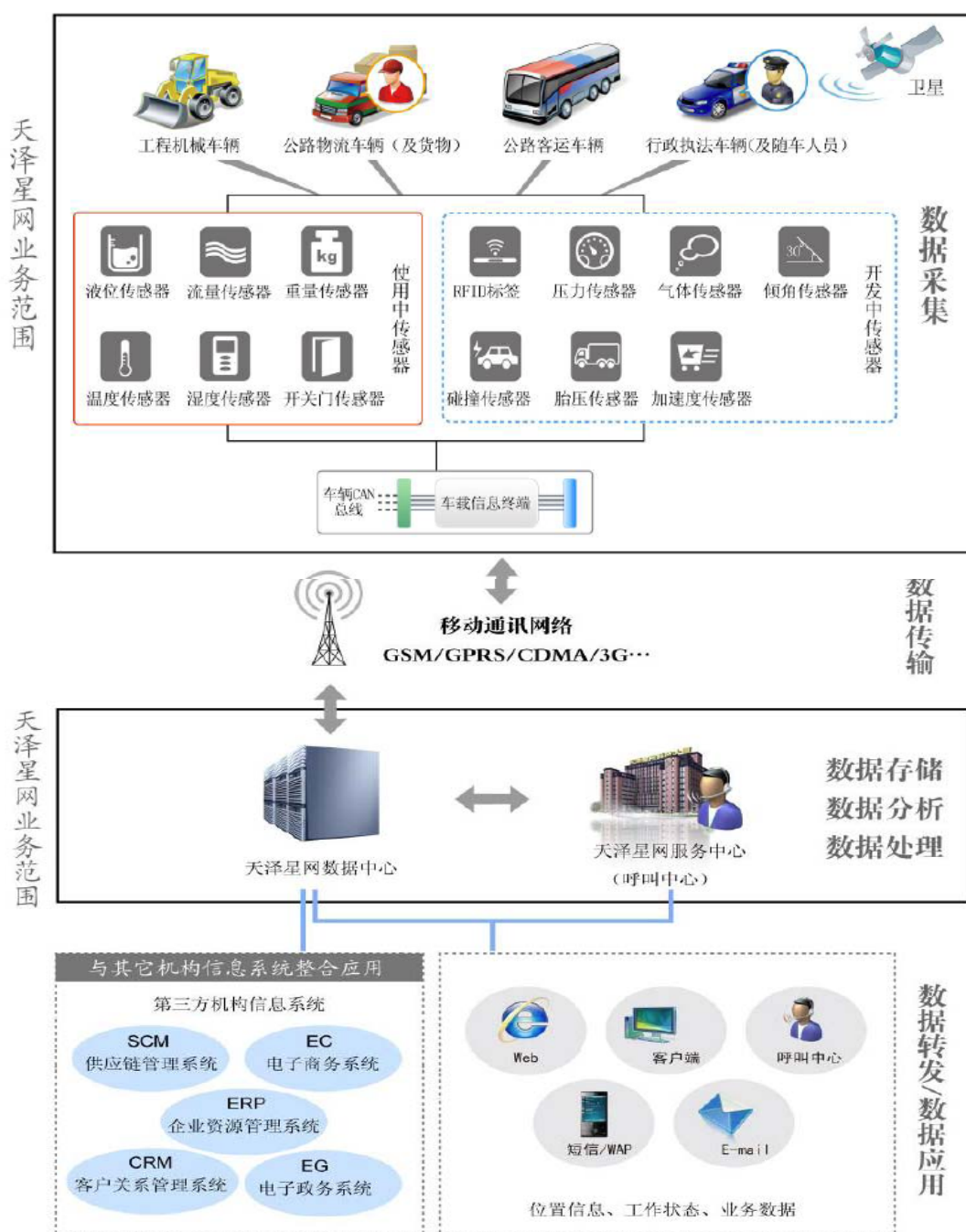
资料来源：公司资料、平安证券研究所

2.2 车联网专业服务商，提供整体解决方案

公司业务涉及车辆远程管理信息运营服务、软硬件研发、系统集成等产业链的主要环节，能够为客户提供整体解决方案。

业务流程主要是通过车载信息终端采集车辆及随车人、物的状态信息，并通过GPRS、GSM、CDMA等无线通信网络传输至天泽星网数据中心进行归类、存储和分析，最终将用户需要的信息以Web、Client、E-Mail、SMS、WAP、Call-Center等方式提供给用户，帮助用户实现控制成本、透明管理、保障安全的目的。业务流程分为数据采集、数据传输、数据存储、分析和处理、数据转发和应用。

图表5 公司业务体系及流程示意图



资料来源：公司资料、平安证券研究所

公司主营业务为车辆远程管理信息服务及配套软硬件，目前业务集中在工程机械和公路运输两大领域。其中，工程机械领域主通过公司“工程之星”来提供相关运营服务。公司“工程之星”以天泽星网运营平台为基础，为工程机械行业用户提供位置、状态、运行参数等可分类业务数据。并根据行业特点，对这些数据进行挖掘分析，服务于客户的管理和决策。

“工程之星”能管理所有在GSM/GPRS网络覆盖范围内的目标机械，及时了解目标机械在工作时的状态，如油温、水温、发动机转速、挖掘斗数、行走时间、行走里程、泵压力等，必要时可向目标机械发出所需指令。以及能实现目标机械的位置信息、机械信息、数据统计分析、运行报表、用户

管理、代理商资料管理等多种功能。目前主要包括日立建机、成都神钢（小型挖掘机）、卡特彼勒、沃尔沃、玉柴、山重建机、阿特拉斯等。

图表6 公司工程机械行业远程管理信息服务示意图



资料来源：公司资料、平安证券研究所

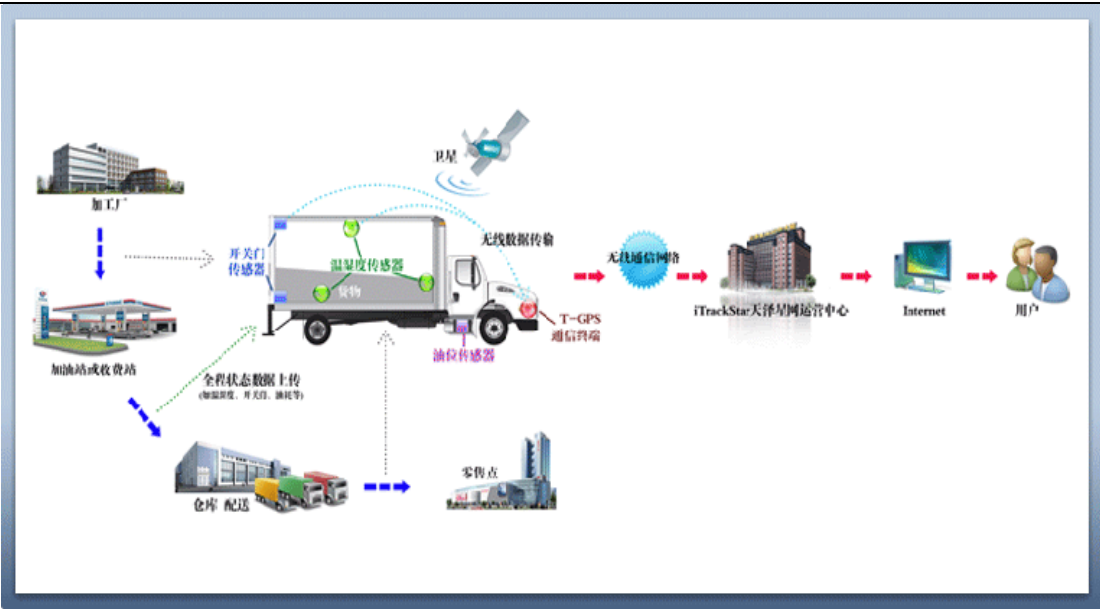
图表7 公司工程机械远程管理之“工程之星”服务功能示意图



资料来源：公司资料、平安证券研究所

随着物流、客运等市场对车辆远程管理信息服务需求的快速增长，公司积极加强对公路运输专业市场的拓展。“车管之星”是天泽星网针对物流车辆等经营型车队、企事业单位车队的应用特点，从车队真实需求出发，推出的面向车队管理的信息化产品。通过该系统，可实现车队的地理位置查询、车辆状态查询、工作状态查询、里程统计及车辆、驾驶员等资料管理、数据统计分析等功能。

图表8 公司公路运输车辆远程管理信息服务示意图



资料来源：公司资料、平安证券研究所

图表9 公司公路物流领域“车管之星”主要服务功能示意图



资料来源：公司资料、平安证券研究所

2.3 股权结构集中

公司控股股东为中住集团，合计持有公司发行后30%的股权，中住集团的股东为孙伯荣和金薇夫妇，此外，孙伯荣先生还直接持有公司22.43%的股。

图表10 公司股权结构（发行前后）

单位：万股、%

	发行前		发行后	
	持股数量	持股比例	持股数量	持股比例
中住集团	2400	40.0%	2400	30.0%
陈进	1806	30.1%	1806	22.57%
孙伯荣	1794	29.9%	1794	22.43%
社会公众股			2000	25.0%
合计	6000	100.0%	8000	100.0%

资料来源：公司资料、平安证券研究所

三、投资亮点：市场占有率高和客户优势显著

3.1 国内行业开拓者，市场份额领先

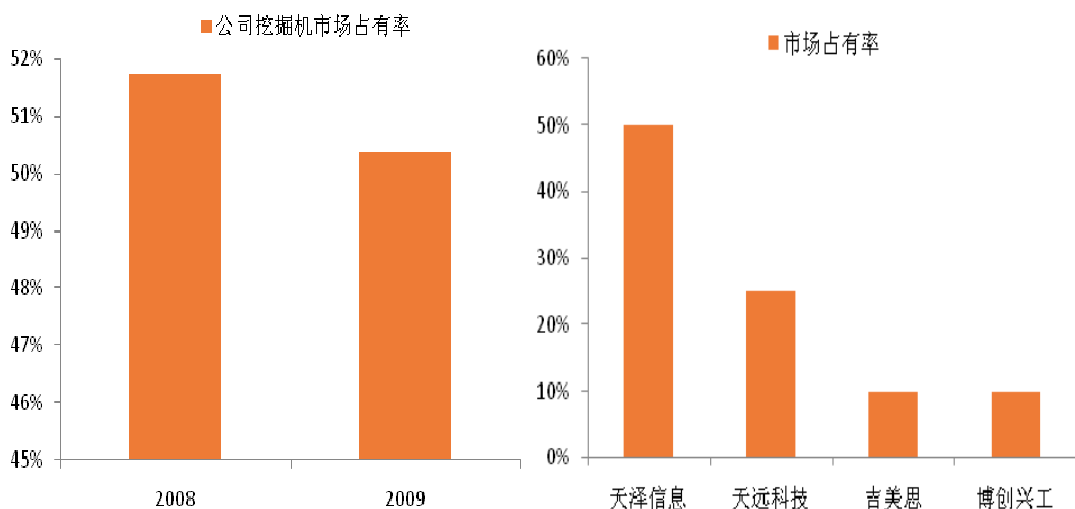
天泽信息是国内最早进入工程机械领域的车辆远程管理信息服务运营商之一，在工程机械特别是挖掘机车辆远程管理信息服务领域已成为行业的领导者。近年来，通过积极加强对公路运输领域，在公路物流、城市客运等领域竞争力显著提升。

工程机械领域

工程机械由于设备价值大且需要及时专业服务，特别是大中型挖掘机等，目前国内车辆远程管理信息服务市场尤以工程机械为主，其车载信息终端的安装率高。公司是最早进入工程机械前装市场的企业之一，凭借完善的运营服务平台和运营服务经验等，能满足客户的个性化需求，在工程机械领域具有较强的市场竞争优势。根据相关统计数据，公司在工程机械车辆远程管理信息服务领域始终保持市场领先地位。2008-2009年在工程机械车辆远程管理信息服务领域挖掘机细分领域的市场占有率分别为51.75%、50.38%，在整个工程机械领域市场占有率在50%左右。

图表11 公司在工程机械远程管理信息服务市场中占有率先同行且超过50%

单位：%



资料来源：公司资料、平安证券研究所

公司在工程机械领域的主要客户包括日立建机、成都神钢（小型挖掘机）、卡特彼勒、沃尔沃、玉柴、山重建机、阿特拉斯等。

图表12 公司主要客户包括日立、卡特彼勒等



资料来源：公司资料、平安证券研究所

公路运输领域

目前，公司已开发围绕车辆调度管理需求的系列产品，并成功应用于公路客运车辆（城市客运出租车、城市公交车等）和公路物流车辆（城市货运出租车、危化品车、冷链运输车等）。

公司在南京、苏州的客运出租车车辆远程管理信息服务市场占有率为100%，在南京、苏州危化品车辆远程管理信息服务市场也具有较高的市场占有率。并且利用在工程机械领域多年积累的技术优势和品牌知名度，积极开拓市场，采用“试用+购买”的营销形式，让目标客户试用产品，体验产品功能，进而购买公司的产品。太古饮料、雨润食品、江铜物流、南京中萃、中国外运山东公司、苏宁电器等多家企业成为公司的签约客户，中外运敦豪等多家企业成为试用客户。

3.2 竞争优势下，服务客户数量快速增长

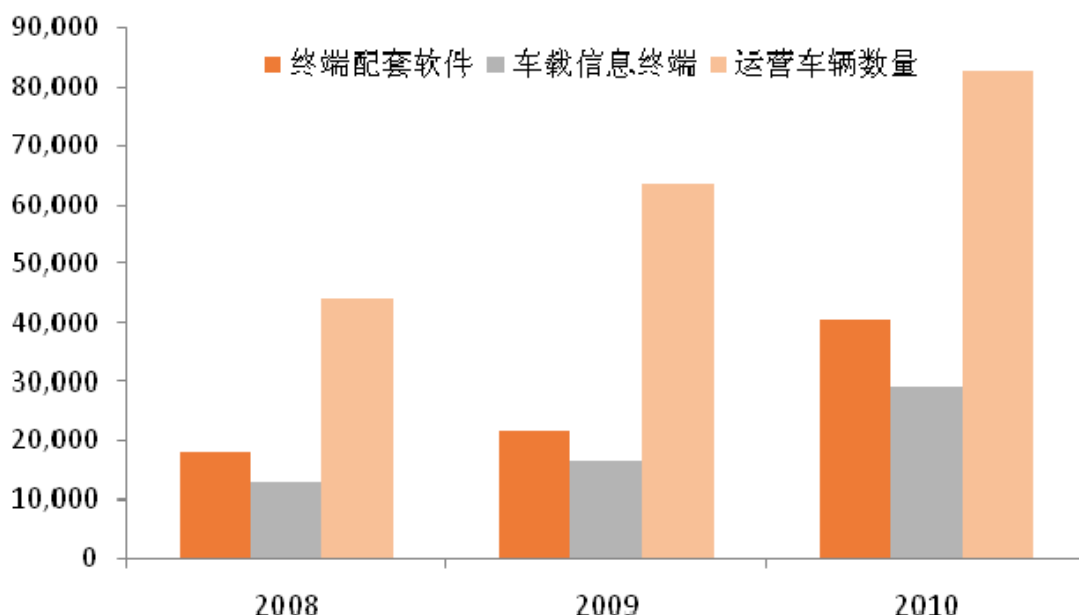
作为国内车辆远程管理信息服务领先提供商，天泽信息具有较强的竞争优势。如，行业先入和优质客户资源优势，由于车辆远程管理信息服务具有较强需求粘性，使得公司拥有国内外知名企业客户。公司2003年进入工程机械车辆远程管理信息服务领域，目前在工程机械前装市场，公司研发的车载信息终端已经成为多家知名工程机械制造商的标准配置，成为多家知名工程机械制造商唯一的车辆远程管理信息服务提供商，在挖掘机车辆远程管理信息服务领域的市场占有率达到50%。

此外，公司还具有一定的技术优势。在服务、平台、车载信息终端等方面形成了25项核心技术，拥有21项专利、16项申请已受理专利、27项软件著作权和2项作品著作权。通过与国际知名工程机械制造商如卡特彼勒、日立建机的合作，在很大程度上提高公司的技术水平和研发能力，增强技术实力和综合竞争力。

在较强竞争优势下，2008-2010年，公司客户数量和业务量均呈较快增长态势。其中，前装客户提高至31家，终端配套软件销售、车载信息终端和运营车辆数量分别提高到4.05、2.90和8.28万件(台)。

图表13 公司2008-2010年各类业务量快速增长

单位：件、台、辆



资料来源：公司资料、平安证券研究所

图表14 公司车辆远程管理信息服务前装客户量快速增长

	年份	客户量	主要客户
前装	2010	31	日立建机、利星行、威斯特、久保田、易初明通
	2009	29	日立建机、利星行、威斯特、久保田、易初明通
	2008	24	日立建机、利星行、威斯特、易初明通、玉柴
后装	2010	61	太古饮料、大件康福德出租有限公司、中外运山东有限公司、雨润食品、南京中北（集团）股份公司的士分公司
	2009	194	大件康福德出租有限公司、雨润食品、南京润和信息系统有限公司、江苏省交通厅公路局、南京中萃
	2008	306	马鞍山公安局、无锡市公安局、江苏省交通厅公路局、南京中北（集团）股份公司的士分公司、南京大件出租公司

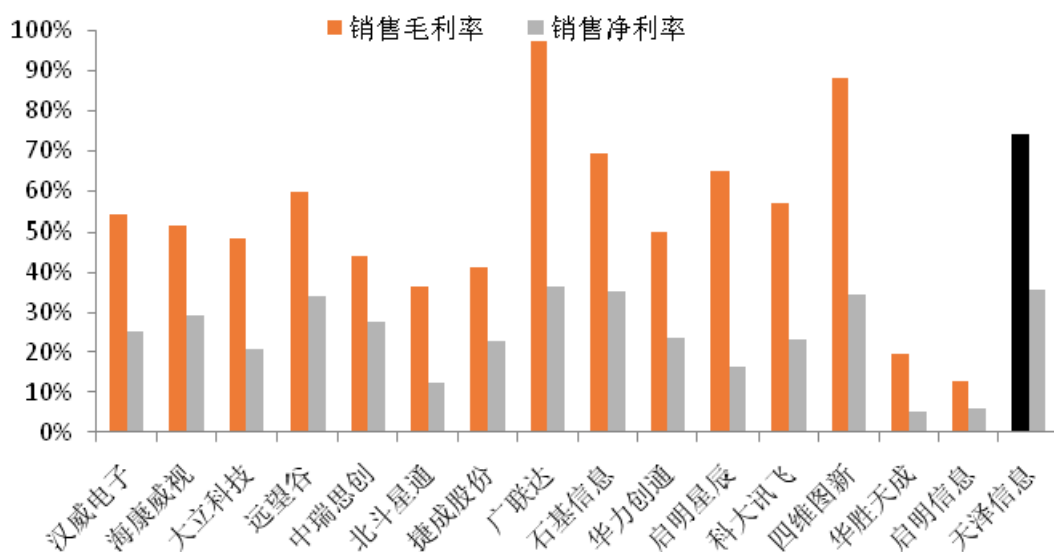
资料来源：公司资料、平安证券研究所

3.3 盈利能力领先 A 股信息服务和物联网公司

2008-2010年，公司销售毛利率由69.2%提高至75.1%，销售净利率由30.2%提高至35.5%，表明公司在营业收入快速增长情况下，盈利能力持续上升。公司盈利水平在A股市场中信息服务处于较高水平，大幅领先物联网大范畴中的相关公司。

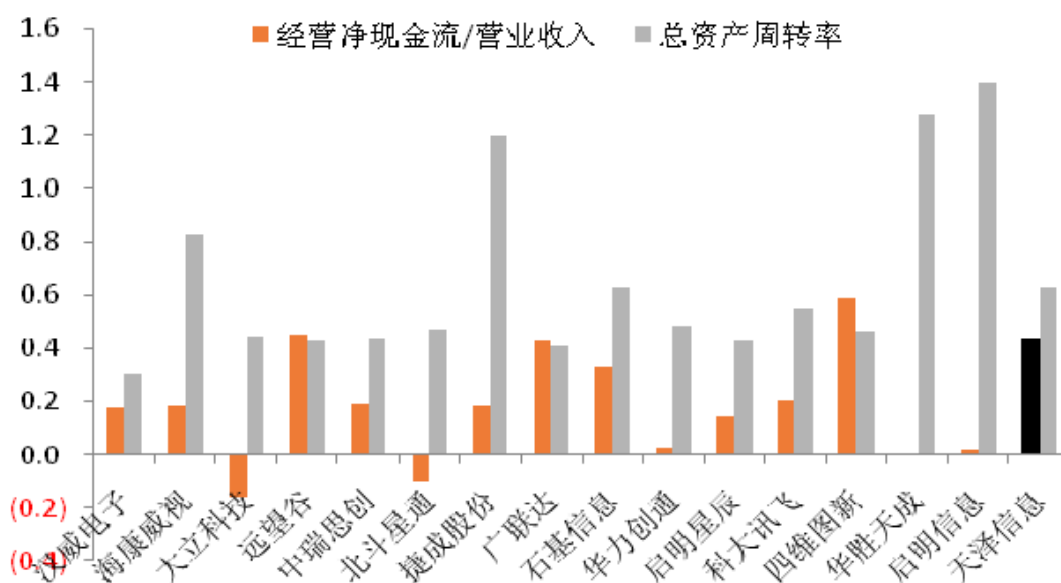
图表15 公司销售毛利率和销售净利率处于行业领先水平

单位：%



资料来源：公司资料、平安证券研究所

图表16 公司现金流和资产周转率处于领先水平



资料来源：公司资料、平安证券研究所

四、行业前景：朝阳产业，车联网引领行业快速发展

4.1 车辆远程管理信息服务的应用领域与使用价值

车辆远程管理信息服务应用领域主要分大众应用和专业应用。其中，大众应用指在私家车安装的Telematics系统，通过内置计算机系统、无线通信设备、卫星导航装置等，以文字、语音、图像等

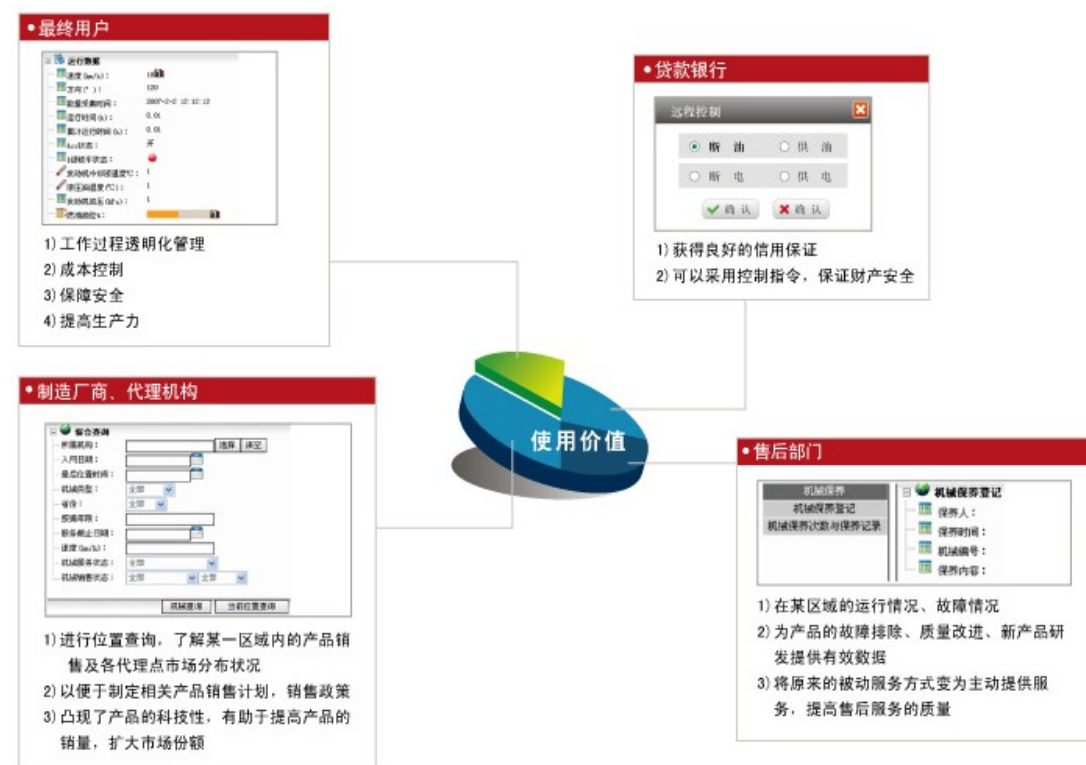
信息提供方式，为驾乘人员提供导航、通信、信息、娱乐、远程诊断、失窃追踪、事故救援等；专业应用包括车辆位置和工作状况的监控、车辆调度、车载货物的管理等，其服务对象主要是车辆生产企业或车辆管理企业，专业领域在工程机械、公路运输、行政执法等得到广泛应用。

图表17 车辆远程管理信息服务主要应用领域

应用领域	具体应用车辆
工程机械	重型设备，如挖掘机、装载机、旋挖钻机、推土机、压路机、拖车
客运	客运出租车、公交车、长途客运车等
公路运输	一般货运、特种货运（危化品、冷链运输、运钞车、贵重物品运输等）
物流	本地货运、长途货运
行政执法	警车、司法执法车、路政稽查车等
其他领域	救护车、消防车、校车、机场接送巴士等

资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表18 车辆远程管理信息服务的应用价值示意图

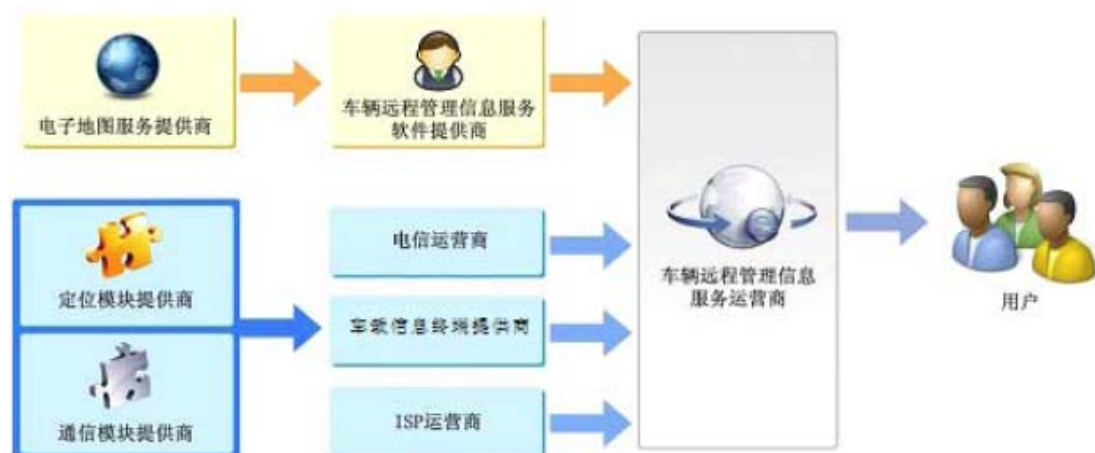


资料来源：公司资料，平安证券研究所

车辆远程管理信息服务产业链长、涉及面广

典型车辆远程管理信息服务产业链包括卫星导航、定位模块、通讯模块、车载信息终端、电子地图数据、电子地图引擎、车辆远程管理信息服务、电信运营、ISP运营商、车辆远程管理信息服务运营商等。随着国内北斗导航系统的逐渐完善和进入商业化应用，未来基于北斗系统的应用将快速增长。

图表19 车辆远程管理信息服务的产业链示意图



资料来源：公司资料，平安证券研究所

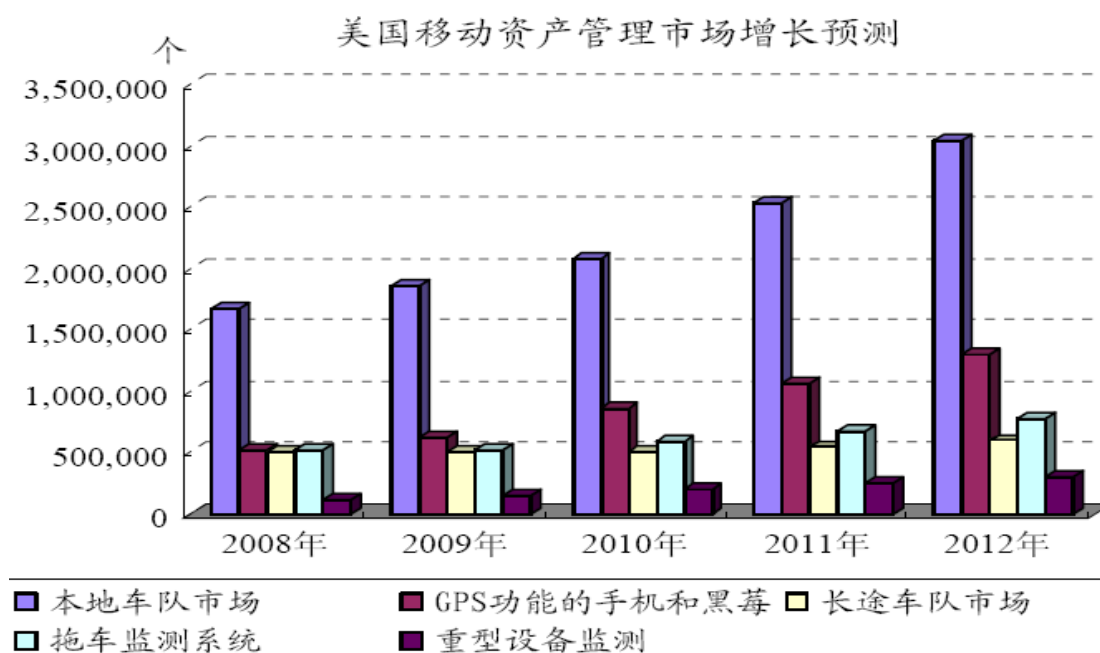
4.2 朝阳产业，市场容量持续高增长

国外车辆远程管理信息服务专业应用方面的代表如美国QUALCOMM和Trimble，其中QUALCOMM服务领域为长途和本地货车、拖车、重型设备，Trimble服务领域为本地车队跟踪和供应链管理。据C.J. Driscoll & Associates 2009年研报显示，美国的移动资产管理服务涵盖超过22.5万家公司和390万个移动服务单元，预计2012年将增长至650万个移动服务单元。

2007年美国工程机械车辆远程管理信息服务市场的潜在需求量约为150万台，车辆远程管理信息服务单元数量约为16万台，车载信息终端的安装率接近11%，预计到2012年，工程机械车辆远程管理信息服务单元数量将达到30万台。

图表20 美国移动资产管理市场增长及预测

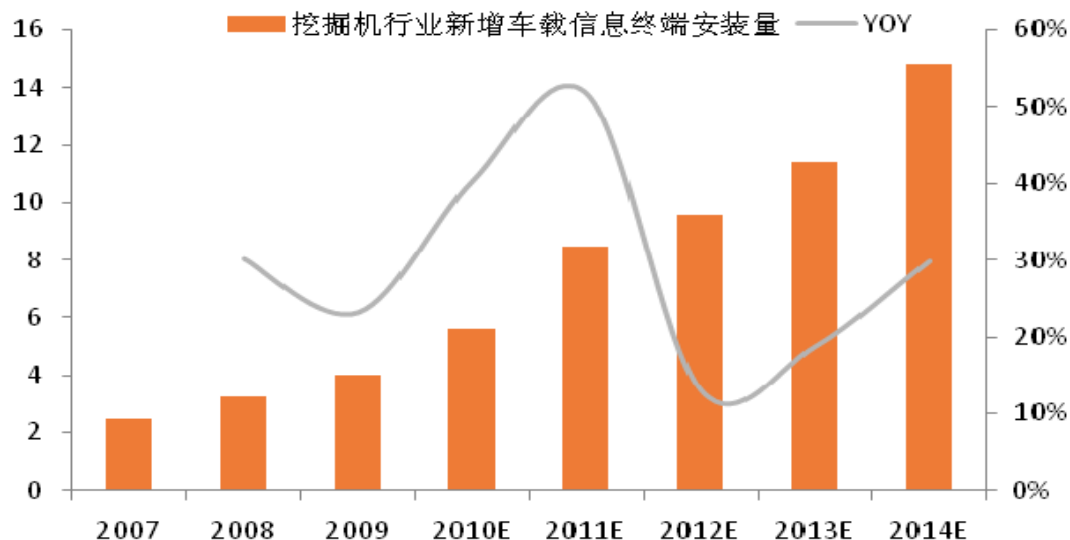
单位：个



资料来源：公司资料，平安证券研究所

国内车辆远程管理信息服务行业起步于2003年前后，目前在工程机械领域中大型挖掘机的车载信息终端的安装率较高。据中国工程机械工业协会挖掘机分会的统计，2009年国内新增挖掘机车辆远程管理信息服务单元数约为3.99万台，占挖掘机当年销量的41.99%，约占工程机械年销量的7.1%。预计到2014年，年新增工程机械车辆远程管理信息服务单元数将达到14.81万台。

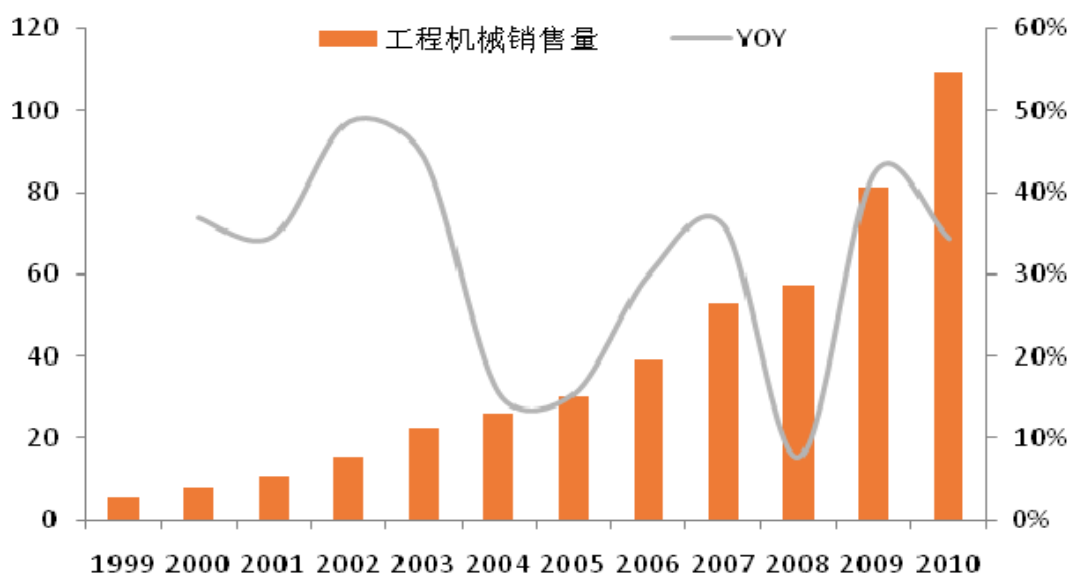
图表21 国内工程机械之挖掘机新增车载信息终端量 单位：万台、%



资料来源：公司资料，平安证券研究所

随着国内工程机械产销量的增加和对其动态管理的认知增强，预计未来较长时间，市场空间将持续高增长。2010年，我国工程机械销售量在109.2万台左右，1999-2010年复合增长率达30.8%。2008年的51.3万辆，年复合增长率为27.68%。其中，2010年挖掘机销量19.1万台，1999-2010年复合增长率为30.4%。由于我国正处于工业化和城市化加速发展中，对工程机械的需求较为旺盛，预计未来几年有望保持较快增速增长。

图表22 我国工程机械销售量增速 单位：万台、%



资料来源：公司资料，平安证券研究所

4.3 领先国内同行，竞争优势显著

目前，国内车载远程管理信息服务提供商主要集中在专业领域中，又进一步分为工程机械和公路运输两大类。由于不同的需求特性，决定了参与两类市场的竞争环境和策略差异较大。

工程机械领域一般采取前装业务模式，客户对车载远程管理信息服务提供商存在较强的需求粘性，并且工程机械行业集中度较高，竞争天平倾向行业龙头企业。国内参与工程机械领域的提供商主要有天泽信息、天远科技、吉美思和博创兴工等，其中天泽信息市场份额在50%左右，处于绝对领先地位。

公路运输车辆远程管理信息服务领域，由于客运出租车和危化品运输车辆远程管理信息服务市场存在地域性特点，并且大多数以后装业务为主。因此，参与市场竞争的企业经营呈现区域化特征，车辆远程管理信息服务运营商数量多，规模小，每个大中型城市均有一家或几家运营服务提供商在当地市场垄断经营。在公路物流细分领域，主要有天泽信息、厦门雅迅、翼彩科技、飞田通信、中寰卫星和赛格导航等。

图表23 国内车载远程管理信息服务市场主要竞争参与企业

	竞争参与者	主要客户	市场占有率
	天泽信息	日立建机、成都神钢（小型挖掘机）、卡特彼勒、沃尔沃、玉柴、山重建机、阿特拉斯等	50%左右
工程机械	石家庄天远科技	小松（中国）、成都神钢（大型挖掘机）	25%左右
	南京吉美思系统集成	现代（江苏）工程机械有限公司	10%左右
	北京博创兴工科技	福田雷沃国际重工等	低于 10%
	天泽信息	太古饮料、雨润食品、江铜物流、中国外运山东公司等	
	上海飞田通信	上海联华超市等	
公路运输	厦门雅迅	双丰物流、厦门银鹭等	
	武汉翼彩科技	福记食品、蒙牛乳业等	
	中寰卫星导航通信	云南电网、包钢等	

资料来源：公司资料，平安证券研究所

五、盈利预测：服务能力提升，持续高增长可期

5.1 募投项目分析

公司募金主要用于天泽星网车辆远程管理信息服务平台扩建项目，包括产品研发与检测中心升级、运营信息中心扩容建设、营销与服务渠道建设三个子模块，拟分2年完成。由于目前在网车辆超过8万台，随着客户的快速增长，给通畅的运营服务带来一定压力。通过对产品研发与检测中心的升级和运营信息中心扩容建设，为未来系统内车辆容量和入网用户增加做好准备。此外，通过建立全国性的营销服务渠道，在提高客户粘性的基础上，进一步获得更多客户奠定基础。

图表24 募集资金项目明细表

单位：百万元

项目	投资额	预计竣工时间	年收入
天泽星网®车辆远程管理信息服务平台扩建项目	211.02	2012 年	129.65
其他与主营业务相关的营运资金项目			-
合计	211.02		129.65

资料来源：公司资料、平安证券研究所

5.2 盈利预测

我们认为，由于目前国内正处于工业化、城市化加速发展期，并且随着下游对车辆远程管理信息服务的认知快速提升，行业已进入良好发展机遇期。另外，在募投项目推动下，公司服务能力和市场营销可覆盖范围将大大增强。预计未来几年公司营业收入和净利润有望保持较高高速增长，未来三年复合增长率有望在40%以上。

关键假设：

- 1) 假设随着国内工程机械销售量快速增长和公司市场营销能力提升，2011-2013年公司工程机械行业营业收入增速在40-45%左右。
- 2) 因国内公路运输行业市场渗透率低，且国家已明确要求旅游客运、危化品运输、城市客运等领域必需采取定位跟踪技术，因此假设公路运输2011-2013年增速高于工程机械，增速在45-55%左右。
- 3) 假设行政执法类业务2011-2013年增速在30-45%左右，其他业务增速在30%左右。
- 4) 由于公司各类产品基本成熟，因此假设公司毛利率水平基本稳定，其中公路运输和工程机械业务毛利率在70-75%，行政执法毛利率在45%左右。
- 5) 假设公司期间费用占收入的比保持在32-36%左右，所得税率为15%。

这样，我们预计2011-2013年公司收入分别为2.07、2.93和4.13亿元，归属母公司所有者净利润分别为0.73、1.09和1.57亿元，未来三年预计收入和净利润复合增长率分别为42%和48%。

图表25 收入及成本预测

单位：百万元、%

营业收入	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
工程机械	56.93	67.72	114.18	165.56	231.79	324.50
公路运输	8.79	18.03	20.41	30.62	47.45	68.81
行政执法	2.49	1.42	3.22	4.19	6.07	8.81
其他	1.85	1.98	4.83	6.27	8.15	10.60
营业收入合计	70.06	89.15	142.64	206.64	293.47	412.72
YOY		27.2%	60.0%	44.9%	42.0%	40.6%
营业成本						
工程机械	15.52	20.02	26.10	41.39	57.95	81.13
公路运输	3.25	5.63	5.72	9.18	14.24	20.64
行政执法	1.64	0.51	1.85	2.43	3.34	4.84
其他	1.14	1.30	2.57	3.45	4.48	5.83
营业成本合计	21.55	27.45	36.24	56.46	80.01	112.44
YOY		27.4%	32.0%	55.8%	41.7%	40.5%

资料来源：公司资料、平安证券研究所

资产负债表 单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
流动资产	53.02	104.55	659.09	670.49
现金	26.51	62.62	602.44	586.17
应收账款	11.19	21.15	27.11	39.62
待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	5.58	6.56	10.16	15.15
存货	6.06	10.88	15.24	21.26
其它流动资产	25.50	3.68	3.35	4.13
非流动资产	147.44	151.11	242.27	375.92
长期投资	16.42	42.74	42.74	42.74
固定资产	120.86	93.12	184.46	318.31
无形资产	8.95	9.49	9.30	9.11
其它非流动资产	1.20	5.76	5.76	5.76
资产总计	200.46	255.67	901.35	1046.41
流动负债	85.24	86.62	86.56	117.95
短期借款	15.00	35.00	14.11	8.00
应付账款	26.80	14.84	22.58	36.00
其它流动负债	43.43	36.77	49.87	73.95
非流动负债	2.47	5.42	5.42	5.42
长期借款	1.67	1.42	1.42	1.42
其它非流动负债	0.80	4.00	4.00	4.00
负债合计	87.71	92.04	91.98	123.37
少数股东 权益	4.30	7.15	10.15	14.65
股本	60.00	60.00	80.00	80.00
资本公积	30.03	30.03	580.03	580.03
留存收益	18.42	66.45	139.19	248.36
归属母公司股东权益	108.45	156.48	799.22	908.39
负债和股东权益	200.46	255.67	901.35	1046.41

现金流量表 单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动现金流	29.94	62.33	95.65	149.04
净利润	28.68	50.64	75.74	113.67
折旧摊销	2.95	6.07	8.84	16.34
财务费用	0.81	1.89	-4.20	-9.18
投资损失	0.44	0.20	0.00	0.00
营运资金变动	-55.82	50.16	554.59	-19.99
其它经营现金流				
投资活动现金流	-25.20	-24.12	-100.19	-150.19
资本支出	49.38	28.55	100.00	150.00
长期投资				
其它投资现金流				
筹资活动现金流	9.99	-2.09	539.20	-4.93
短期借款	15.00	35.00	14.11	8.00
长期借款	1.67	1.42	1.42	1.42
普通股增加	0.00	0.00	20.00	0.00
资本公积增加	30.03	0.00	550.00	0.00
其它筹资现金流	-36.71	-38.52	-46.34	-14.35
现金净增加额	14.73	36.12	534.66	-6.09

利润表 单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	89.15	142.64	206.64	293.47
营业成本	27.45	35.51	56.46	80.01
营业税金及附加	1.67	2.13	3.14	4.78
营业费用	11.97	14.92	19.63	26.41
管理费用	25.07	41.53	55.79	73.37
财务费用	0.81	1.89	-4.20	-9.18
资产减值损失	-2.32	-0.18	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.44	0.20	0.00	0.00
营业利润	24.93	47.03	75.82	118.09
营业外收入	8.95	11.79	13.28	15.64
营业外支出	0.20	0.03	0.00	0.00
利润总额	33.70	58.79	89.11	133.73
所得税	5.01	8.15	13.37	20.06
净利润	28.68	50.64	75.74	113.67
少数股东损益	0.86	2.61	3.00	4.50
归属母公司净利润	27.82	48.03	72.74	109.17
EBITDA	28.29	54.23	80.47	125.25
EPS (元)	0.35	0.60	0.91	1.36

主要财务比率

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	27.2%	60.0%	44.9%	42.0%
营业利润	28.0%	88.6%	61.2%	55.7%
归属母公司股东权益	34.4%	72.7%	51.4%	50.1%
获利能力				
毛利率(%)	69.2%	75.1%	72.7%	72.7%
净利率(%)	32.2%	35.5%	36.7%	38.7%
ROE(%)	26.4%	32.4%	9.5%	12.5%
ROIC(%)	25.3%	44.5%	33.9%	30.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	43.8%	36.0%	10.2%	11.8%
净负债比率(%)	9.0%	-16.0%	-72.5%	-62.5%
流动比率	0.62	1.21	7.61	5.68
速动比率	0.55	1.08	7.44	5.50
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.63	0.36	0.30
应收账款周转率	9.10	8.82	8.56	8.80
应付账款周转率	1.38	1.71	3.02	2.73
每股指标(元)				
每股收益	0.35	0.60	0.91	1.36
每股经营现金流	0.50	1.04	1.20	1.86
每股净资产	1.81	2.61	9.99	11.35
估值比率(估值均值, 倍)				
P/E	103.6	60.0	39.6	26.4
P/B	19.9	13.8	3.6	3.2
EV/EBITDA	76.7	39.3	28.5	18.4

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其它专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257