

天泽信息 (300209)

车辆远程管理服务提供商 挖掘机领域龙头


魏兴耘
 0755-23976213
 weixy1@gtjas.com
 S0880511010010

本报告导读:

公司是车辆远程管理信息服务及配套软硬件提供商, 工程机械与公路运输分别占到公司 10 年收入的 80% 和 14%, 在挖掘机细分领域占据 50% 的市场份额位居第 1。

投资要点:

- 公司的主营业务是车辆远程管理信息服务及配套软硬件的研发销售, 运营服务、软件、终端及配件分别占据了 10 年收入的 27%、42%、31%。
- 公司业务范围涵盖工程机械、公路运输、行政执法等领域。工程机械与公路运输分别占到公司 10 年收入的 80% 和 14%。
- 公司 09 年在挖掘机细分领域的市场份额为 50% 位居第 1, 其产品在前装市场已经成为多家知名工程机械制造商的标准配置, 拥有日立建机、成都神钢、卡特彼勒、沃尔沃、玉柴、山重建机等重点客户。
- 08 年下半年起, 公司集中精力拓展公路物流领域, 太古饮料、雨润、江铜物流、南京中萃、苏宁电器等多家企业已成为公司的签约客户, 将是公司未来的重点发展领域。
- 随着销售量的逐年累积, 公司提供运营服务的车辆越来越庞大, 为公司提供了稳健增长的现金流。10 年运营服务车辆在网数量已达 8.28 万辆, 平均销售单价为 75 元/台/月左右。
- 车辆远程管理信息服务目前在欧美已得到较大发展, 亚太地区市场才刚起步。09 年美国、欧洲、亚太移动资产管理服务的移动服务单元分别约为 390 万、200 万、100 万。
- 公司本次共募集 2.11 亿元, 拟投向车辆远程管理信息平台扩建项目, 为未来系统内车辆容量和入网用户增加做好准备, 并建立全国性营销服务渠道, 将全面提升服务的效率与效益, 强化公司市场优势。
- 我们预期公司发行后 2011-2013 年销售收入分别为 2.09 亿元、2.89 亿元、3.84 亿元; 归属于母公司所有者的净利润分别为 0.73 亿元、1.01 亿元、1.31 亿元; 对应 EPS 分别为 0.91 元、1.26 元、1.64 元。
- 目前行业可比公司 11 年平均 PE 为 42 倍, 我们建议的合理的询价区间为 26.42-30.98 元, 对应 2011 年的 PE 为 29-34 倍。上市目标价 31.89-37.35 元, 对应 2011 年 PE 为 35-41 倍。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	89	143	209	289	384
(+/-)%	27%	60%	46%	38%	33%
经营利润 (EBIT)	23	49	76	103	134
(+/-)%	16%	111%	56%	36%	31%
净利润	28	48	73	101	131
(+/-)%	33%	73%	52%	38%	30%
每股净收益 (元)	0.35	0.60	0.91	1.26	1.64
每股股利 (元)					

注: 每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

建议询价区间

26.42-30.98

上市首日定价区间

31.89-37.35

2011.04.14

发行上市资料

发行前总股本 (万股)	6,000
本次拟发行量 (万股)	2,000
发行日期	2011.04.15
发行方式	网下询价, 上网定价
保荐机构	国联证券
预计上市日期	2011.4

发行前财务数据

每股净资产 (元)	2.61
净资产收益率 (%)	30.7%
资产负债率 (%)	36.0%

主要股东和持股比例

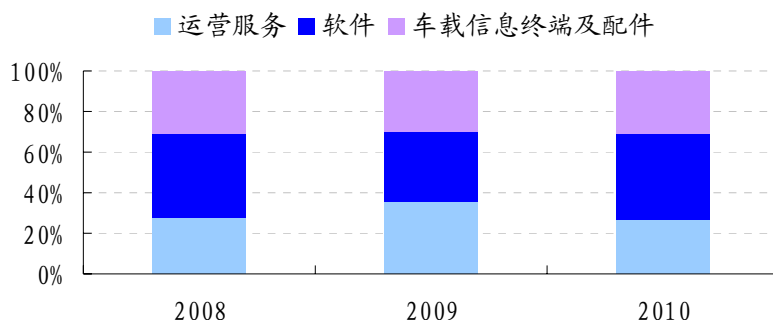
无锡中住集团有限公司	40
陈进	30.1
孙伯荣	29.9

1. 车辆远程管理服务提供商 挖掘机领域龙头

1.1. 工程机械为主的车辆远程管理信息服务提供商

公司的主营业务是车辆远程管理信息服务及配套软硬件的研发与销售，公司的业务模式为“运营服务+软硬件研发+系统集成”，以“服务”为核心，通过自主研发的天泽星网®车辆远程管理信息服务平台提供服务，同时配套提供自主研发的软硬件。运营服务、软件、终端及配件分别占据了10年收入的27%、42%、31%。

图 1：08-10 年公司主营收入按产品构成

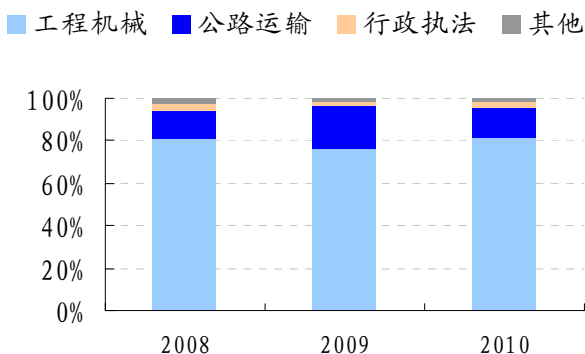


数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

公司为 5.5 万辆工程机械、0.8 万辆公路物流车辆、1.5 万辆客运出租车、0.3 万辆行政执法车辆共计 8 万余台车辆提供远程管理信息服务。公司在工程机械的挖掘机车辆远程管理信息服务细分领域的市场占有率第一，09 年占到挖掘机领域 50% 的份额。

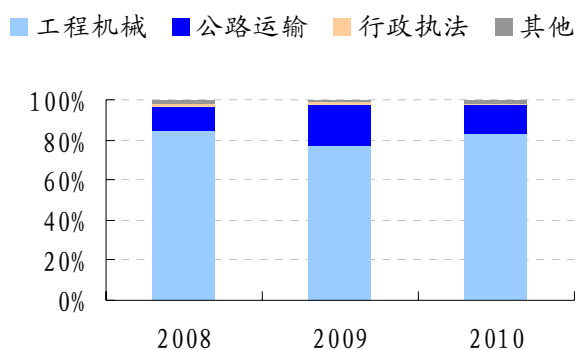
公司业务范围涵盖工程机械、公路运输（物流、客运）、行政执法等专业应用领域。工程机械目前是公司的核心业务领域，占到公司 10 年收入的 80%；公路运输 10 年占到 14%，其中的公路物流车辆远程管理信息服务是公司未来重点发展的领域，

图 2：08-10 年公司主营收入按行业构成



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

图 3：08-10 年公司主营利润按行业构成



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

1.2. 占据挖掘机领域 50%份额居首 前装市场成为多家厂商标配

公司 03 年进入工程机械车辆远程管理信息服务领域，是国内最早进入工程机械前装市场的公司。根据中国工程机械工业协会挖掘机分会的统计数据，公司 08 年-09 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%。

表 1：工程机械车辆远程管理信息服务领域主要企业与市场份额

公司名称	主要客户	市场份额
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
石家庄开发区天远科技有限公司	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有限公司	现代（江苏）工程机械有限公司	10%左右
北京博创兴工科技有限公司	福田雷沃国际重工股份有限公司	低于 10%

数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

公司参与了多家知名工程机械制造商整车电子信息系统研发与设计，获得其车辆数据交换协议，客户粘性大。在前装市场，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。是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。公司为卡特彼勒定制的车载信息终端防护等级达到 IP67，可适应工程机械车辆恶劣的工作环境。

公司 08 年被神钢小挖评为“优秀年度供应商”，09 年被维特根评为“优秀供应商”，09 年被玉柴评为“2010 年度合格供方”。

图 4：公司在工程机械领域的主要客户



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

1.3. 公路物流领域是未来重点

公路运输方面，公司在南京和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%，拥有地区垄断优势，在南京和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。

08 年下半年起，公司集中精力拓展公路物流领域，采用“试用+购买”的营销形式，在行业内建立起示范效应，由此带动其他客户的试用和购买。太古饮料、雨润食品、江铜物流、南京中萃（可口可乐）、中国外运山东有限公司、苏宁电器等多家企业已成为公司的签约客户，中外运敦豪（DHL）等多家企业成为公司的试用客户，将是公司未来的重点发展领域。

表 2：公路物流细分领域主要企业与其客户

公司名称	主要客户
天泽信息	太古饮料、雨润食品、江铜物流、中国外运山东有限公司等
上海飞田通信技术有限公司	上海联华超市股份有限公司等
厦门雅迅	双丰物流、厦门银鹭等
武汉翼彩科技有限公司	福记食品、蒙牛乳业等

数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

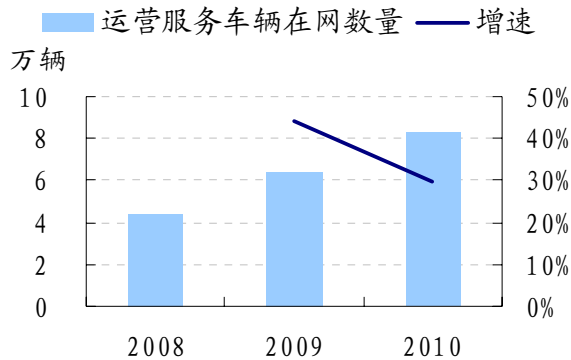
1.4. 运营服务为公司提供持续稳健增长的现金流

公司在向客户销售车载信息终端与软件后，会继续为其提供运营服务，公司拥有呼叫中心提供 7*24 小时无间断服务响应、按级别实施故障处理等方案，并在主要客户分布区域设立了服务网点。

公司运营服务的平均销售单价为 75 元/台/月左右。10 年公司的运营服务车辆在网数量已达 8.28 万辆。

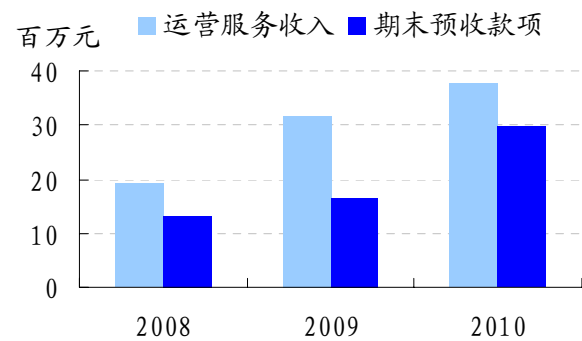
随着销售量的逐年累积，公司提供运营服务的车辆越来越庞大，为公司提供了稳健增长的现金流。10 年公司运营服务收入已达 3755 万，占到总收入的 27%。而预收款项主要为尚待确认的制造商为其客户一次性支付的若干年的运营服务费，是运营服务收入的领先指标，10 年末已达 2979 万元。

图 5: 08-10 年公司运营服务车辆在网数量



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

图 6: 08-10 年公司运营服务收入与期末预收款项



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

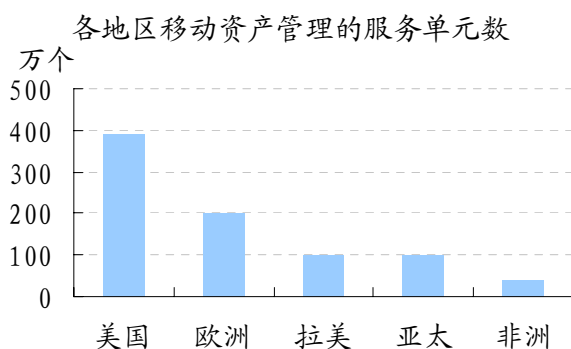
2. 车辆远程管理行业的发展趋势与竞争格局

2.1. 车辆远程管理行业具有较大增长潜力

车辆远程管理信息服务在国际市场归属于移动资产管理服务 (MRM) 的范畴, 源于欧美, 目前在欧美市场已得到较大发展, 亚太地区市场才刚起步。09 年美国、欧洲、拉美、亚太地区、非洲移动资产管理服务的移动服务单元 (包括车辆和人员) 分别约为 390 万、200 万、100 万、100 万、40 万。

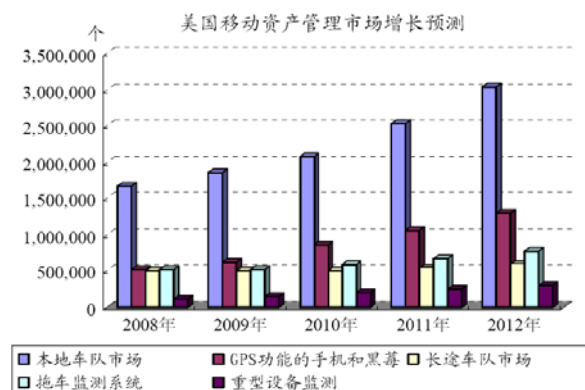
在专业应用领域, 比较有代表性的为美国的 QUALCOMM 公司和 Trimble 公司, 为美国前两大移动资产管理服务提供商。据权威机构 C.J. Driscoll & Associates 2009 年 11 月的研究报告, 目前, 美国的移动资产管理服务涵盖超过 22.5 万家公司和 390 万个移动服务单元, 预计 2012 年将增长至 650 万个移动服务单元。

图 7: 09 年各地区移动资产管理的服务单元数



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

图 8: 08-12 年美国移动资产管理市场预测



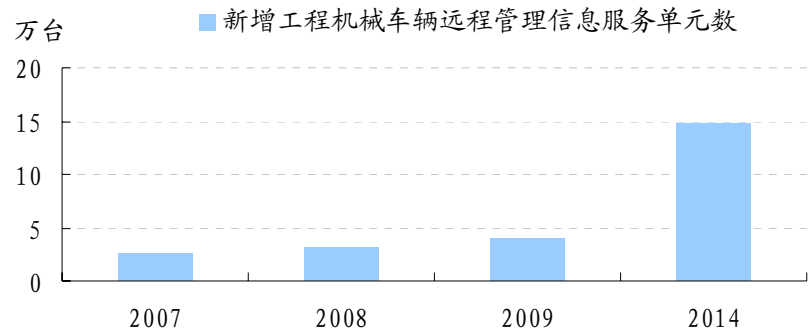
数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

在国内市场, 专业应用领域的车辆远程管理信息服务行业发展已十余年。据统计, 2008 年我国车辆监控、车辆导航和信息服务的产值分别为 98.60 亿元、52.50 亿元和 59.60 亿元。

在工程机械领域, 根据中国工程机械工业协会挖掘机分会的统计,

2007-2009 年新增工程机械车辆远程管理信息服务单元分别为 2.49 万台、3.24 万台、3.99 万台。据其预测，09 年到 14 年，年新增工程机械车辆远程管理信息服务单元数的年复合增长率预计将达到 30%，2014 年当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 9：2007-2014 年国内新增工程机械车辆远程管理信息服务单元数



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

2.2. 工程机械领域强者胜出 公路运输领域竞争激烈

由于工程机械和公路运输车辆远程管理信息服务领域的特点并不相同，因此两个领域的整体竞争环境和竞争格局也不尽相同。

工程机械领域一般采取前装业务模式，绝大部分的工程机械车辆远程管理信息服务市场需求来自于挖掘机行业的龙头企业，国内市场的发展源于国际挖掘机龙头厂商的需求；

由于挖掘机价格昂贵，挖掘机生产企业，尤其是国际龙头企业，对产品价格敏感度较低，而对产品质量和服务要求更高，在质量、技术和服务能力处于领先水平的工程机械车辆远程管理信息服务商在行业竞争中处于有利地位。

在公路运输车辆远程管理信息服务领域，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。全国范围内，从事相关服务业务的企业数量很多，但普遍规模较小，而且业务范围均具有区域性限制，在当地市场上具有垄断地位。

公路物流车辆远程管理信息服务领域目前以后装业务为主。对于规模小的地区性物流企业，其对产品质量要求不高，但对价格较敏感，因此存在一些规模较小、业务具有地域性限制的服务商为其提供服务。对于规模较大的全国性物流企业以及大型企业内部的物流司，则仅有少数技术服务能力过硬的车辆远程管理信息服务商能为其提供服务。随着行业的发展，前装业务市场将逐渐成为发展的主流。

目前参与车辆远程管理信息服务市场竞争的主要是民营企业，国有企业和外资企业很少。整个行业的市场化竞争程度也比较高。

3. 募投项目将投向车辆远程管理信息平台扩建

公司本次共募集资金 2.11 亿元，拟投向天泽星网®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，预计分 2 年投资。

募投项目为未来系统内车辆容量和入网用户增加做好准备，并建立全国性的营销服务渠道，全面提升车辆远程管理信息服务的效率与效益，强化公司市场优势，提高公司的核心竞争力与市场份额。

表 3：募投项目各子模块投资额（单位：万元）

序号	项目名称	投资总额
1	产品研发与检测中心升级	3,930.91
2	运营信息中心扩容建设	12,513.20
3	营销与服务渠道建设	1,658.16
4	铺底流动资金投入	3,000.00
合计		21,102.27

数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

4. 风险因素分析

4.1. GPS 相关的风险

目前，天泽星网主要使用 GPS 实现车辆定位。车载信息终端生产所需的 GPS 定位模块主要被欧美及台湾的知名企业和品牌控制。如果美国政府调整现行 GPS 使用政策，关闭对某些地区的 GPS 服务，或对某些地区的 GPS 服务收取一定费用，或是如果国外相关 GPS 供应商经营状况出现恶化、产量大幅下降，或者调整其全球或中国市场策略，使得中国市场车载信息终端产量大幅下降或者价格大幅提高，都将对公司业务造成较大冲击。

4.2. 增值电信业务实行许可经营的风险

我国对增值电信业务实行许可经营。《跨地区增值电信业务经营许可证》由工信部审批。省、自治区、直辖市范围内的许可证由省、自治区、直辖市通信管理局审批。

公司拥有（1）工信部颁发的《增值电信业务经营许可证》，许可公司跨地区经营第二类增值电信业务中的信息服务业务，有效期至 2012 年 8 月 16 日；（2）江苏省通信管理局颁发的许可证，分别许可公司在江苏省内经营第二类增值电信业务中的信息服务和呼叫中心业务，有效期分别至 2014 年 6 月 17 日、2013 年 4 月 2 日。

如果国家主管部门对增值电信业务许可经营政策发生变化，如大幅提高企业进入门槛，可能导致公司不能取得增值电信业务的许可经营资格，将对公司增值电信业务经营产生重大不利影响。

4.3. 公司经营区域性风险

公路运输分客运出租、危化品和公路物流三个子领域。在客运出租车辆和危化品运输车辆远程管理信息服务子领域，两者 2010 年分别占公司营业收入的 2.7% 和 6.2%，公司的业务主要集中在南京市和苏州市，可能存在因区域经营，影响公司业务开拓的风险。

5. 盈利预测与估值定价

5.1. 盈利预测

我们预期公司发行后 2011-2013 年销售收入分别为 2.09 亿元、2.89 亿元、3.84 亿元；归属于母公司所有者的净利润分别为 0.73 亿元、1.01 亿元、1.31 亿元；对应 EPS 分别为 0.91 元、1.26 元、1.64 元。

表 4：天泽信息分业务收入预测

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
收入预测（百万元）						
工程机械	57	68	114	166	226	284
公路运输	9	18	20	39	60	96
行政执法	2	1	3	1	1	1
其他	2	2	3	3	2	2
毛利率预测（%）						
工程机械	73	70	77	77	77	76
公路运输	63	69	72	70	69	67
行政执法	34	64	43	50	51	52
其他	38	33	66	67	68	69

数据来源：国泰君安证券

表 5：天泽信息盈利预测简表（单位：百万元）

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	70	89	143	209	289	384
营业收入	70	89	143	209	289	384
二、营业总成本	51	65	96	132	182	246
营业成本	22	27	36	51	72	100
营业税金及附加	1	2	2	3	4	6
销售费用	9	12	15	21	30	40
管理费用	19	25	42	58	79	104
财务费用	0	1	2	-1	-3	-3
资产减值损失	1	-2	0	0	0	0
四、营业利润	19	25	47	77	106	138
加：营业外收支	5	9	12	13	17	22
五、利润总额	25	34	59	89	123	160
减：所得税	3	5	8	12	17	22
六、净利润	21	29	51	77	106	138

减：少数股东损益	0	1	3	4	5	7
归属于母公司所有者的净利润	21	28	48	73	101	131
股本	80	80	80	80	80	80
全面摊薄每股收益	0.26	0.35	0.60	0.91	1.26	1.64

数据来源：国泰君安证券

5.2. 估值定价

我们挑选从事地理信息、导航相关业务的 5 家上市公司，以及从事运营业务的 3 家公司进行比较，目前行业可比公司 11 年平均 PE 为 42 倍，我们建议的合理的询价区间为 26.42-30.98 元，对应 2011 年的 PE 为 29-34 倍。上市目标价 31.89-37.35 元，对应 2011 年 PE 为 35-41 倍。

表 6：国内可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	2009PE	2010PE	2011PE
002405.SZ	四维图新	69	47	32
002151.SZ	北斗星通	103	65	47
300036.SZ	超图软件	46	34	26
300101.SZ	国腾电子	101	69	48
002383.SZ	合众思壮	53	37	28
002177.SZ	御银股份	48	25	18
300010.SZ	立思辰	58	32	22
300002.SZ	神州泰岳	44	29	21
	行业平均	65	42	30

数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券

作者简介:**魏兴耘:**

S0880511010010

0755-23976213

weixy1@gtjas.com

厦门大学经济学博士，国泰君安证券电子元器件行业首席分析师、计算机行业首席分析师。2002-2010 年《新财富》电子行业最佳分析师、计算机行业最佳分析师。

袁煜明（贡献作者）:

S0880110040003

021-38674633

yuanyuming008092@gtjas.com

毕业于清华大学自动化系，工学硕士；2009 年 7 月进入国泰君安，从事计算机行业研究

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		