

日期: 2011年4月12日

行业: IT-软件与服务



陈启书

021-53519888-1918



mymailno@hotmail.com

执业证书编号: S0870510120022

IPO 询价区间 RMB26.26-31.51 元

合理估值区间 RMB32.82-39.39 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 20.00

发行后总股本 (百万股) 80.00

发行方式 网下询价配售 25%

网上定价发行 75%

保荐机构 国联证券

主要股东 (IPO 前)

无锡中住集团有限公司 40.00%

陈进 30.10%

孙伯荣 29.90%

收入结构 (MRQ)

运营服务 26.73%

软件 42.42%

车载信息终端及配件 30.75%

车载信息终端租赁 0.10%

相关报告:

首次报告日期: 2011年4月12日

领先的车载信息服务商

■ 投资要点:

车辆远程管理信息服务需求的不断增强

车辆远程管理信息服务的应用领域可分为大众领域和专业领域。大众领域的应用主要指在私家车安装的车载系统。专业领域的应用包括车辆位置和工作状况的监控、车辆调度、车载货物的管理等方面。专业领域的服务对象主要是车辆生产企业或车辆管理人员。

目前,车辆远程管理信息服务在工程机械、公路运输、行政执法等领域得到了广泛应用。

公司在工程机械领域内处于领先地位

在工程机械领域,主要企业包括天泽信息、石家庄开发区天远科技有限公司、南京吉美思系统集成有限公司、北京博创兴工科技有限公司等企业。公司在该领域的市场占有率约为 50%,公司工程机械车辆远程管理信息服务市场处于领先地位。

工程机械等专业车辆远程管理信息服务领域是公司目前业务的核心和主要部分,未来将保持稳定的增长。公司已经开始在其他专业领域如物流、公交客运和公务车辆等领域拓展,同时公司也开始由后装向前装发展,和整车厂商进行合作,这些将是公司未来较快成长的基础空间。

股票估值

参考业务相近上市公司动态市盈率情况,并基于公司未来盈利能力和成长性的评估和预测,预期未来 6 个月内公司股价对应 2011 年动态市盈率可达 40-48 倍,对应合理估值为 32.82-39.39 元/股。建议公司的 IPO 询价区间为 26.26-31.51 元,对应 2010 年的动态市盈率为 32-38 倍。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	142.64	199.70	263.60	369.04
年增长率 (%)	60.01	40.00	32.00	40.00
归属于母公司所有者的净利润	48.03	65.64	84.65	112.98
年增长率 (%)	72.68	36.66	28.95	33.47
每股收益 (最新股本摊薄, 元)	0.60	0.82	1.06	1.41

注: 有关指标按公司 IPO 后总股本计算

一. 公司及其业务概况

领先的电子数据取证服务提供商

公司系由江苏天泽整体变更设立的股份有限公司。设立时拥有的主要资产为货币资金、与车辆远程管理信息服务有关的硬件、软件及无形资产等。

持有 5% 以上股份的股东为陈进、孙伯荣、中住集团等；发行人法定代表人孙伯荣持有发行人 29.9% 的股份，并持有中住集团 65% 股权，是发行人的控股股东、实际控制人。

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，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。公司所从事行业为信息服务行业，属于增值电信业务；同时从事软件开发、应用业务，属于软件行业。

公司的主要产品为车辆远程管理信息服务及配套软硬件，主要包括车辆远程管理信息服务、配套硬件（车载信息终端）和配套软件（车辆远程管理信息服务软件），公司产品主要应用在工程机械和公路运输两大领域。

工程机械车辆远程管理信息服务是公司的核心业务，报告期内该领域营业收入占公司营业收入比重平均约为 80%。

二. 行业发展前景

车辆远程管理信息服务需求的不断增强

车辆远程管理信息服务的应用领域可分为大众领域和专业领域。大众领域的应用主要指在私家车安装的 Telematics 系统，通过内置在汽车上的计算机系统、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、事故救援等服务。

专业领域的应用包括车辆位置和工作状况的监控、车辆调度、车载货物的管理等方面。专业领域的服务对象主要是车辆生产企业或车辆管理人员。目前，车辆远程管理信息服务在工程机械、公路运输、行政执法等领域得到了广泛应用。

表1 车辆远程管理信息服务的主要应用领域

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）
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

数据来源：公司公告，上海证券研究所

在专业应用领域，车辆远程管理信息服务行业在国内发展已十余年，产业价值链的各个环节都得到了长足发展，在各细分领域出现了一些具有代表性的企业，车辆远程管理信息服务的理念也被大多数企业及相关机构认可。

就专业应用领域的细分领域来看，工程机械领域的应用最为成熟，以车载信息终端前装为主；而公路运输领域的应用以车载信息终端后装为主。目前，公路运输领域以后装为主，随着物流企业精细化管理程度的提高，对车辆远程管理信息服务需求的不断增强，将促使车辆制造商将车载信息终端纳入车辆的标准配置。

随着物联网等基础技术的发展，车辆远程管理信息服务未来发展前景广阔

公司所从事的车辆远程管理信息服务是物联网在商业领域的典型运用，是物联网发展最快的领域之一。《物联网产业发展研究（2010）》报告指出，预计到2015年中国物联网产业的总体规模将超过1万亿，到2020年将超过5万亿。

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。根据中国全球定位系统技术应用协会信息咨询服务中心编制的《2004-2010年期间中国卫星导航应用市场现状及预测》，我国GNSS市场呈指数式增长，2010年我国车辆监控、车辆导航和信息服务的产值分别为158.70亿元、95.60亿元和114.70亿元。

伴随着工程机械行业发展以及客户对工程机械车辆远程管理信息服务认知度的提高，工程机械车辆远程管理信息服务市场规模不断扩大。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。根据中国工程机械工业协会挖掘机分会的预测，2009年到2014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%，据此计算，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。工程机械车辆远程管理信息服务领域的市场前景广阔。

在公路运输领域，2005-2009年公路载货运营车辆保有量从604.82万辆增加到906.56万辆，年均增长率达7.87%，预计将来仍将保持稳定增长，这为国内的公路物流车辆远程管理信息服务提供了广阔的市场空间，产品未来市场空间广阔。

三. 公司竞争能力和增长空间

市场竞争格局将逐渐更加集中

2011年4月12日

工程机械领域一般采取前装业务模式，由于工程机械市场集中度较高，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，工程机械车辆远程管理信息服务价格在挖掘机整车价格中的比例较低，因此挖掘机生产企业，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，市场参与企业在全国范围内开展业务，在产品质量、技术水平、服务能力、价格水平等层面展开竞争。

那些最早与国际挖掘机龙头厂商建立稳定业务联系并获得具有自主知识产权的相关核心技术的工程机械车辆远程管理信息服务商在产品质量、技术水平和服务能力方面均在行业中处于领先水平，并在行业竞争中处于有利地位。

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，因此存在一些技术和服务水平不高、规模较小、业务具有地域性限制的车辆远程管理信息服务商为其提供服务。从事公路物流车辆远程管理信息服务的企业较多，大多数企业规模小，业务具有区域限制；仅有少数业务范围分布在全国的企业，有能力为大型物流企业和大型企业内部的物流公司服务。

随着公路物流车辆远程管理信息服务行业的发展，前装业务市场将逐渐成为发展的主流，当前已经与公路物流车辆生产企业洽谈合作的车辆远程管理信息服务商将会获得市场先入的竞争优势。

公司在工程机械领域内处于领先地位

在工程机械领域，主要企业包括天泽信息、石家庄开发区天远科技有限公司、南京吉美思系统集成有限公司、北京博创兴工科技有限公司等企业。

表2 工程机械车辆远程管理信息服务市场份额

公司名称	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
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：公司公告，上海证券研究所

显然，公司工程机械车辆远程管理信息服务市场处于领先地位。

在公路物流细分领域，主要企业包括天泽信息、厦门雅迅、武汉翼彩科技有限公司、上海飞田通信技术有限公司、中寰卫星导航通信有限公司、赛格导航等企业。

新的服务领域和后装向前装发展是公司未来主要的增长点

工程机械等专业车辆远程管理信息服务领域是公司目前业务的核心和主要部分，未来将保持稳定的增长。公司已经开始在其他专业领域如物流、公交客运和公务车辆等领域拓展，同时公司也开始由后装向前装发展，和整车厂商进行合作，这些将是公司未来较快成长的基础空间。

四. 业务盈利能力

与相关公司比较具备很强的盈利能力

在与业务相近的上市公司比较中，公司综合毛利率和净利润率处于较高水平，且呈现出提升的趋势。

表3 公司和相关公司的销售毛利率比较（单位：%）

证券简称	2008-12	2009-12	2010-12
天泽信息	69.24	69.21	75.11
启明信息	14.36	14.39	12.92
远望谷	61.49	52.57	59.56
辉煌科技	49.63	49.99	51.18
广电运通	45.41	42.70	49.25

数据来源：公司公告，上海证券研究所

而在销售净利率方面，公司也处于较高水平，2009 年度和 2010 三季度，公司销售净利率分别为 23.22%和 21.2%，超过了大部分同业上市公司。与同行业相比，公司盈利能力较为领先。

表4 公司和相关公司的销售净利率比较（单位：%）

证券简称	2008-12	2009-12	2010-12
天泽信息	30.15	32.17	35.50
启明信息	6.08	6.02	5.86
远望谷	31.77	25.13	33.94
辉煌科技	32.63	32.69	34.25
广电运通	27.63	26.01	27.59

数据来源：公司公告，上海证券研究所

成长性较好

2010 年公司实现营业收入和净利润相对于 2008 年分别复合增长 42.69%和 54.84%，和相关公司相比较，公司收入和净利润成长明显处于快速增长期。

表5 公司和相关公司的营业总收入增长比较（单位：%）

证券简称	2009 年同比增长率	2010 年同比增长率	2010 年相对于 2008 的年复合增长率
天泽信息	27.24	60.01	42.69
启明信息	21.27	17.12	19.17
远望谷	27.73	25.03	26.37
辉煌科技	24.54	50.45	36.89

广电运通	24.06	15.82	19.87
------	-------	-------	-------

数据来源：公司公告，上海证券研究所

表6 公司和相关公司的净利润增长比较（单位：%）

证券简称	2009 年同比增长率	2010 年同比增长率	2010 年相对于 2008 的年复合增长率
天泽信息	33.09	72.68	54.84
启明信息	19.93	13.76	16.96
远望谷	1.23	72.75	30.60
辉煌科技	24.75	57.63	40.23
广电运通	17.01	22.48	19.78

数据来源：公司公告，上海证券研究所

与同类公司相比，公司营运能力一般

公司的存货周转天数与同行业相比，处于中等水平；应收帐款周转天数方面，基本处于较高水平。

表7 公司和相关公司的存货周转天数比较（单位：天）

证券简称	2008-12	2009-12	2010-12
天泽信息	101.75	79.69	85.87
启明信息	13.41	17.18	28.25
远望谷	251.17	226.59	252.47
辉煌科技	269.66	251.61	195.74
广电运通	254.09	197.00	168.71

数据来源：公司公告，上海证券研究所

表8 公司和相关公司的应收账款周转天数比较（单位：天）

证券简称	2008-12	2009-12	2010-12
天泽信息	43.13	37.72	27.39
启明信息	26.77	29.57	28.92
远望谷	178.65	216.59	220.76
辉煌科技	162.29	176.29	182.04
广电运通	94.76	91.50	144.98

数据来源：公司公告，上海证券研究所

从总资产周转情况来看，公司与同类公司相比处于一般水平。

表9 公司和相关公司的总资产周转率比较（单位：次）

证券简称	2008-12	2009-12	2010-12
天泽信息	0.49	0.52	0.63
启明信息	2.34	1.82	1.40
远望谷	0.36	0.40	0.43
辉煌科技	0.56	0.34	0.34
广电运通	0.65	0.69	0.69

数据来源：公司公告，上海证券研究所

五. 募投项目简述

募投项目均围绕当前主营业务进行拓展

公司募集资金主要投资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，该项目是对公司现有车辆远程管理信息服务平台的升级扩建。

表10 公司募投项目计划（单位：万元）

项目名称	项目总投资 额（万元）	运用募集资金 投资（万元）	备案/审批部 门	备案/审批 文号
天泽星网®车辆远程管理 信息服务平台扩建项目	21,102.27	21,102.27	南京市经济 委员会	宁经投资字 [2009]601 号
其他与主营业务相关的营 运资金项目	-	-	-	-

数据来源：公司公告，上海证券研究所

符合行业市场需求发展趋向，强化公司核心优势

该项目是对公司现有车辆远程管理信息服务平台的升级扩建。目前，公司为共计 8 万余台车辆提供远程管理信息服务，这一数量已经接近天泽星网车辆远程管理信息平台最优化运营所能承载的最大在网服务容量。

根据中国工程机械工业年鉴及中国工程机械工业协会统计数据，中国工程机械销售量从 1999 年的 5.7 万辆增长至 2008 年的 51.3 万辆，年复合增长率为 27.68%。其中，挖掘机销量从 1999 年的 0.6 万辆增长至 2009 年的 9.5 万辆，年复合增长率为 31.84%。2010 年第一季度，挖掘机销量达到 46,668 台，较 2009 年同期增长 94.23%。

随着我国现代化、工业化、城镇化进程加速，工程机械行业的国内需求得到延续。随着车辆远程管理信息服务在挖掘机市场的广泛应用，市场认知度不断提高，其应用范围也从最初的大中型挖掘机向小型挖掘机、装载机、推土机、压路机等不断推广，工程机械车载信息终端的安装率亦快速提高，工程机械车辆远程管理信息服务的市场空间呈迅速扩张趋势。

募投项目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，建立全国性的营销服务渠道，满足不断增长的市场容量需求和客户服务质量要求，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占有率。

六. 投资风险因素

控股股东资金占用风险

报告期内存在公司大股东中住集团占用公司资金的情形。

受工程机械行业景气度波动的风险

公司 80%以上收入来自于工程机械行业车辆远程管理信息服务业务收入，公司业务增长受工程机械行业景气度波动的影响非常大。2008 年经济危机致使国际工程机械行业发展萎靡，受其影响国内工程机械市场尤其是挖掘机行业的增速大幅下降，2008 年挖掘机产量较 2007 年仅增长 3.43%。2009 年和 2010 年以来，国家固定资产投资的快速增长，给工程机械行业提供较好的外部环境，工程机械得以高速增长。但是，未来随着国家大型固定资产投资增速出现放缓和下降后，存在着工程机械行业景气度波动，从而影响公司核心业务增长的风险。

七. 盈利预测与估值

初步预计 2011-2013 年公司可分别实现营业收入 199.70 百万元、263.60 百万元和 369.04 百万元，同比增长 40.00%、32.00%和 40.00%；分别实现归属于母公司所有者的净利润 65.64 百万元、84.65 百万元和 112.98 百万元，同比增长 36.66%、28.95%和 33.47%；分别实现每股收益（按最新股本摊薄）0.82 元、1.06 元和 1.41 元。

公司利润表预测（单位：百万元）

项目（单位：百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	142.64	199.70	263.60	369.04
增长率	60.01%	40.00%	32.00%	40.00%
毛利率				
二、营业总成本	60.30	80.08	106.76	154.26
营业成本				
营业税金及附加	2.13	3.00	3.95	5.54
销售费用	14.92	21.97	28.73	39.86
管理费用	41.53	59.91	77.76	108.87
财务费用	1.89	-4.99	-3.95	-0.37
资产减值损失	-0.18	0.20	0.26	0.37
三、主营业务利润	82.34	119.62	156.84	214.78
增长率	91.07%	40.30%	30.40%	34.40%
收入比	32.83%	32.90%	32.50%	31.20%
公允价值变动净收益				
投资净收益	0.20	0.20	0.20	0.20
汇兑净收益				
四、营业利润	82.54	119.82	157.05	214.99
营业外净收益	11.76	13.98	17.13	22.14
五、利润总额	94.30	133.80	174.18	237.13
减：所得税	8.15	10.78	13.91	18.56
六、净利润	86.15	123.02	160.27	218.57
少数股东损益	2.61	3.45	4.46	5.95
归属于母公司所有者的净利润	48.03	65.64	84.65	112.98
增长率	72.68%	36.66%	28.95%	33.47%
收入比	0.53%	0.37%	0.28%	0.20%

2011 年 4 月 12 日

七、每股收益:

调整后的加权平均股本(百万股)	60.00	73.33	80.00	80.00
按加权平均股本计算的每股收益(元)	0.80	0.90	1.06	1.41
增长率	73.91%	11.89%	18.20%	33.47%
PER(X)				
按最新股本摊薄后的每股收益(元)	0.60	0.82	1.06	1.41
增长率	72.68%	36.66%	28.95%	33.47%
PER(X)				

数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

股票估值

目前, 和公司业务模式或盈利水平相近的上市公司对应 2009-2012 年的动态市盈率均值分别为 72 倍、53 倍、37 倍和 26 倍。

表11 相关公司估值比较 (单位: 元/股)

证券代码	证券简称	股价	EPS				PER(倍)			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
002232	启明信息	18.51	0.27	0.31	0.57	0.87	68	59	33	21
002161	远望谷	22.60	0.17	0.38	0.43	0.58	135	59	52	39
002296	辉煌科技	51.50	1.09	0.82	1.28	1.96	47	63	40	26
002152	广电运通	41.22	1.13	1.39	1.89	2.47	36	30	22	17
	样本均值						72	53	37	26

数据来源: 公司公告, 上海证券研究所 (对应股价为 2011-04-12 日收盘价)

2008-2010 年间, 公司分别实现营业收入同比增长 0.00%、27.24%和 60.01%; 分别实现净资产收益率 (ROE, 加权) 为 29.76%、29.41%和 36.26%; 分别实现每股经营性现金流净额为 0.41 元、0.50 元和 1.04 元。

预计 2011-2013 年公司可分别实现营业收入同比增长 40.00%、32.00%和 40.00%; 分别实现归属于母公司所有者的净利润同比增长 36.66%、28.95%和 33.47%; 分别实现每股收益 (按最新股本摊薄) 0.82 元、1.06 元和 1.41 元。

参考业务相近上市公司动态市盈率情况, 并基于公司未来盈利能力和成长性的评估和预测, 预期未来 6 个月内公司股价对应 2011 年动态市盈率可达 40-48 倍, 对应合理估值为 32.82-39.39 元/股。

询价估值

考虑公司未来的成长性和盈利性, 以及已上市公司发行市盈率情况和上市后的估值水平, 建议公司的 IPO 询价区间为 26.26-31.51 元, 对应 2010 年的动态市盈率为 32-38 倍 (相对于公司合理估值折让了 20%)。

分析师承诺

分析师 陈启书

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。