

## TMT 行业

## 天泽信息（300209）

## 公司报告

评级：买入

价格区间（元） 35~40

## 车联网标准标的，MRM 专业应用领域龙头

## 市场数据

|           |         |
|-----------|---------|
| 申万信息服务指数  | 1947.45 |
| 三月涨跌幅     | 0.25%   |
| 上证指数      | 3050.53 |
| 沪深 300 指数 | 3358.94 |

## 基础数据

|            |      |
|------------|------|
| 发行前总股（万股）  | 6000 |
| 本次发行股本（万股） | 2000 |
| 发行后总股本（万股） | 8000 |
| 社会公众股占比    | 25%  |

## 投资要点：

- 公司是国内 MRM 业务的领军企业之一，细分领域的冠军。公司是国内移动资产管理第一梯队企业，在专业服务领域市场占有率居于首位。公司专注于工程机械和公路运输领域的应用和服务，毛利率超过 70%。在挖掘机领域，公司的市场占有率高达 50%。
- 公司有长期、稳定和忠诚的客户群体，营运基础稳健。公司拥有太古、中外运敦豪、雨润食品、苏宁电器、南京中萃等大客户，客户基础稳固、黏性很强。公司服务类似于电信运营商，除非公司的服务出现重大纰漏，一般情况下客户的忠诚度很高，不会轻易更换服务商。这也是公司的核心竞争力之一。
- 公司所在车联网服务领域市场广阔，大有可为。公司属于车联网标准标的。在国外市场，移动资产管理已经十分成熟，但是在国内才刚刚起步，市场空间潜力巨大。随着高端装备制造业被列入国家七大新兴行业，装备制造业的重要细分领域工程机械也会迎来大发展，对相关资产管理服务的需求也会爆发式增长。
- 风险提示：1、核心技术人员流失，导致公司研发能力下降；2、公司中心操作平台或者运营商通道出现故障，影响公司日常运营和市场声誉；3、募投项目进展低于预期，影响公司业务发展。
- 盈利预测及估值分析。随着移动资产管理业务的发展，预计公司2011~2013年EPS将分别达到0.88、1.25和0.76元。以2011年动态市盈率40到45倍计，公司股票的合理价位应在35~40元之间。给予公司“买入”评级。

## 相关研究

TMT 行业研究员

李明选

证书编号 S0120511030005

8621-68761616-8518

limx@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

## 重要财务指标

单位：百万元

|            | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入       | 89.15  | 142.64 | 202.55 | 283.57 | 382.82 |
| YoY (%)    | 27.24% | 60.01% | 42.00% | 40.00% | 35.00% |
| 净利润        | 27.82  | 48.03  | 70.29  | 100.52 | 137.18 |
| YoY (%)    | 33.09% | 72.68% | 46.34% | 43.00% | 36.48% |
| 毛利率 (%)    | 69.21% | 75.11% | 75.11% | 75.11% | 75.11% |
| ROE (%)    | 25.65% | 30.70% | 31.00% | 30.71% | 29.54% |
| 摊薄 EPS (元) | 0.464  | 0.801  | 0.88   | 1.25   | 1.71   |

## 目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 1. 公司基本状况及所处市场生态环境分析 .....     | 3  |
| 1.1 公司基本状况 .....               | 3  |
| 1.2 行业发展前瞻 .....               | 4  |
| 1.3 公司的优势所在 .....              | 5  |
| 2. 募投项目投向 .....                | 6  |
| 3. 盈利预测及投资评级 .....             | 7  |
| 3.1 公司 2011 年~2013 年盈利预测 ..... | 7  |
| 3.2 公司 PE 估值情况 .....           | 8  |
| 3.3 公司的 DCF 估值情况 .....         | 9  |
| 图表 1 公司各项业务增长情况 单位（百万元） .....  | 3  |
| 图表 2 公司各项业务占比情况 .....          | 3  |
| 图表 3 工程车辆服务单元增长情况 .....        | 4  |
| 图表 4 工程车辆及挖掘机增长情况 .....        | 4  |
| 图表 5 车载终端增长情况 .....            | 4  |
| 图表 6 普通/专用汽车增长情况 .....         | 4  |
| 图表 7 公司主要客户 .....              | 5  |
| 图表 8 募投项目进展情况 .....            | 7  |
| 表格 1 募投项目资金分配情况 .....          | 6  |
| 表格 2 公司盈利预测 .....              | 8  |
| 表格 3 可比公司 PE 估值比较 .....        | 9  |
| 表格 4 DCF 估值敏感性分析 .....         | 9  |
| 表格 5 公司财务报表 .....              | 10 |

# 1. 公司基本状况及所处市场生态环境分析

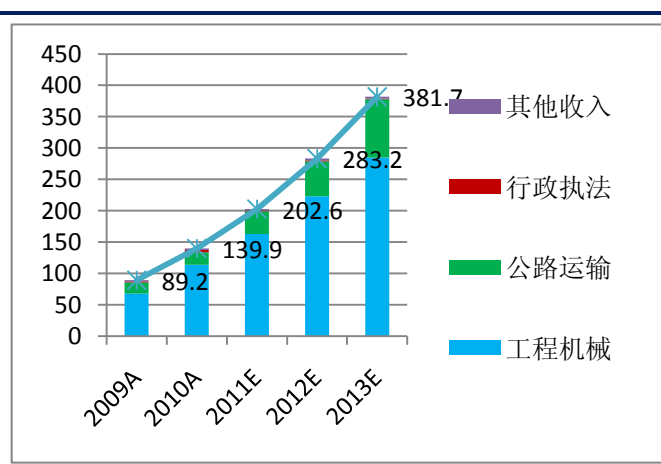
## 1.1 公司基本状况

公司是一家提供车辆远程管理信息服务及配套软硬件产品的高新技术企业，集运营服务、软硬件研发、系统集成为一体，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 GSM、CDMA 等无线通信网络传输至公司数据中心进行归类、存储和分析，最终将用户需要的信息以多种方式提供给用户。

公司主营业务涵盖工程机械、公路运输、行政执法等应用领域，是我国工程机械车辆远程管理信息服务行业最主要和最有竞争力的企业。多年来，公司专注于车辆远程管理信息服务，在行业经验、客户资源、运营服务、技术研发和人才团队等方面形成了较强的竞争优势，已成为国内领先的车辆远程管理信息服务运营商。

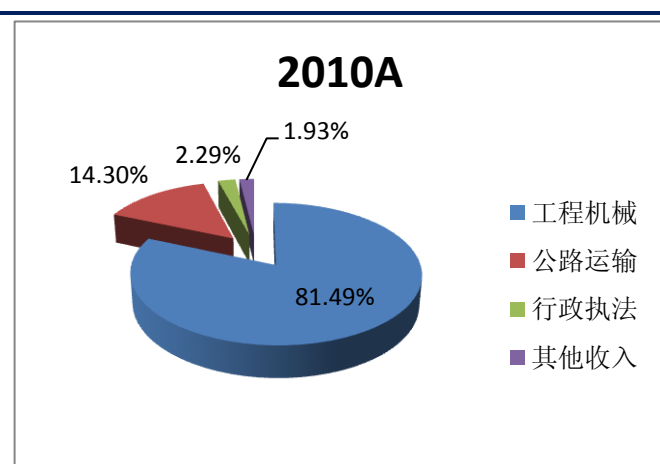
公司三年来保持了收入的持续高增长。2008 到 2010 年，公司实现了收入从 0.7 亿元到 1.43 亿元的飞跃。从行业收入类别看，工程机械和公路运输比例最大，也比较稳定，占到 80% 强；从业务品种来看，运营服务平均占比约为 30.0%，软件收入占比约为 38.6%，车载终端占比约 30.0%。公司的三大业务保持了基本均衡的发展态势。

图表 1 公司各项业务增长情况 单位（百万元）



资料来源：德邦证券研究所

图表 2 公司各项业务占比情况



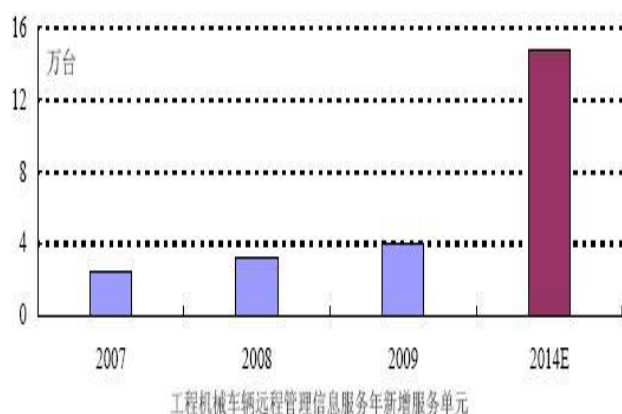
资料来源：德邦证券研究所

## 1.2 行业发展前瞻

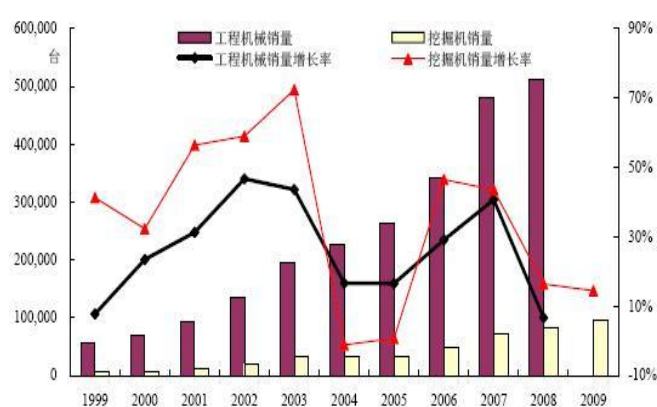
公司所在的移动资产管理领域属于典型的物联网技术应用领域，即俗称的“车联网”。

车联网的应用有两大方向，一是大众应用；二是专业应用领域。大众应用主要是在私家车的的应用，为私家车提供导航、定位、救援等服务。该领域目前已经十分成熟，进入寡头垄断竞争阶段；而专业应用主要是对专业车辆和物流车辆的资产管理和信息服务。目前国内车联网专业应用领域市场才刚刚开始，发展空间巨大。公司的行业定位是摒弃成熟的大众应用领域，专攻专业应用领域市场。

图表 3 工程车辆服务单元增长情况



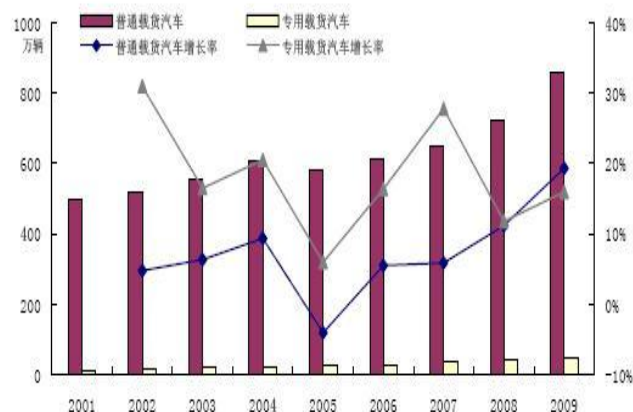
图表 4 工程车辆及挖掘机增长情况



图表 5 车载终端增长情况



图表 6 普通/专用汽车增长情况



资料来源：招股书、德邦证券研究所

资料来源：招股书、德邦证券研究所

### 1.3 公司的优势所在

公司的优势主要集中在两个方面：一方面是先发优势。公司在 2003 年开始进入移动资产管理领域，是中国最新进入车联网专业应用领域的厂商。经过八年多的发展，公司不仅在专业技术领域积累了丰富的经验，有着一一般厂商无法比拟的对行业本身的深刻理解，同时也在市场上树立了天泽信息的稳健、可靠的市场品牌形象。公司的专业化服务平台“天泽星网”在业内有很高的认知度和美誉度。

经多年努力，公司在客户积累方面成果丰硕。在工程机械领域几乎囊括了所有知名工程机械国际巨头，包括卡特彼勒、日立建机、久保田、普茨迈斯特、维特根等以及一些国内龙头企业诸如玉柴、成都神钢、山东重工。在物流领域的主要客户包括太古饮料、雨润食品、江铜物流、南京中萃、中国外运山东有限公司、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公司试用客户，市场前景良好。

公司的业务性质和商业模式决定了这些客户的黏性和忠诚度。一般情况下，除非公司服务出现重大纰漏，客户几乎不会更换服务商。这是公司的最大优势。

图表 7 公司主要客户



资料来源：招股书、德邦证券研究所

## 2. 募投项目投向

按照计划，公司本次拟发行两千万股普通股，融资约两个亿，主要用于“天泽星网车辆远程管理信息服务平台扩建项目”（以下简称“平台项目”）。该项目主要为未来车辆远程管理信息服务系统内车辆容量和入网用户量快速增长做好准备，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，为客户提供更加稳定、高效、安全的车辆远程管理信息服务，满足不断增长的市场需求和客户服务质量要求，提高天泽信息的核心竞争力与市场占有率，保持公司的行业领导者地位。

平台项目包括三个模块：一、产品研发与检测中心升级。涵盖核心平台软件升级开发、工程机械车辆远程管理信息服务系统升级开发、公路物流车辆远程管理信息服务系统升级开发。检测中心扩容建设；（二）运营信息中心扩容建设。包括数据中心扩容改造、监控中心扩容改造、呼叫中心系统扩容改造、业务支撑系统扩容建设；（三）营销服务渠道建设：在全国各地建立营销服务办事处，扩大营销与服务的覆盖范围。

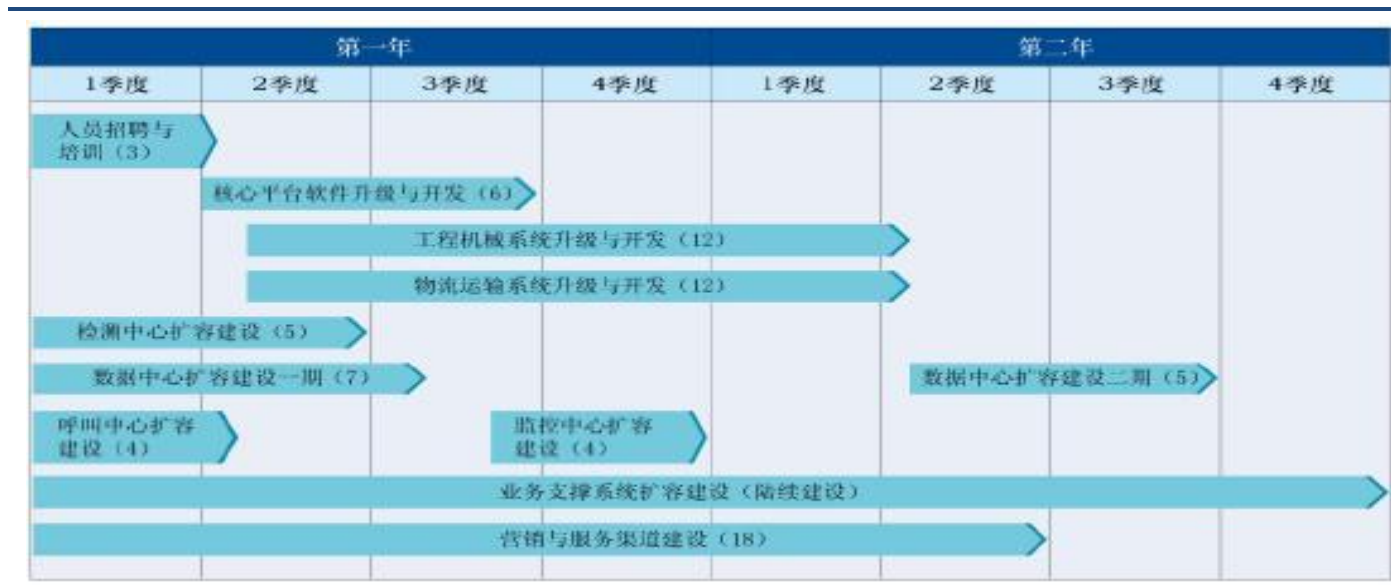
表格 1 募投项目资金分配情况

| 子模块名称       | 投资额（万元）   |
|-------------|-----------|
| 产品研发与检测中心升级 | 3,930.91  |
| 固定资产投资      | 2,800.91  |
| 实施费用        | 1,130.00  |
| 运营信息中心扩容建设  | 12,513.20 |
| 固定资产投资      | 11,605.18 |
| 实施费用        | 908.02    |
| 营销与服务渠道建设   | 1,658.16  |
| 固定资产投资      | 448.00    |
| 营销开支        | 1,210.16  |
| 铺底流动资金投入    | 3,000.00  |

资料来源：招股书、德邦证券研究所



图表 8 募投项目进展情况



资料来源：招股书、德邦证券研究所

募投项目成功上线后，对于今后大规模扩充服务容量，提升服务质量，提高服务效率夯实了基础。全国性营销网络的搭建对于公司“跑马圈地”意义重大，使得公司有机会迅速占领市场，扩大市场份额，保持公司在行业内的领先地位。

### 3. 盈利预测及投资评级

#### 3.1 公司 2011 年～2013 年盈利预测

假设一：本次发行顺利，募投项目如期投产

假设二：募投项目发展前景乐观

假设三：公司经营效率和财务政策在可预见范围内不会发生重大变化

假设四：公司毛利率水平相对稳定，无大幅波动

假设五：公司销售费用和管理费用稳步增长

假设六：公司资本结构中无金融性负债

假设七：公司能够持续享受到既往的税率优惠

经测算，公司 2011-2013 的净利润预测为 0.70, 1.00 和 1.37 亿元，EPS 分别为 0.88、1.25 和 1.71 元。

表格 2 公司盈利预测

| 项目         | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 工程机械       | 68    | 114   | 163   | 223   | 285   |
| 增长率        | 20%   | 68%   | 43%   | 37%   | 28%   |
| 毛利率        | 70%   | 77%   | 77%   | 76%   | 76%   |
|            |       |       |       |       |       |
| 公路运输       | 18    | 20    | 36    | 56    | 93    |
| 增长率        | 125%  | 11%   | 80%   | 56%   | 66%   |
| 毛利率        | 68%   | 72%   | 70%   | 68%   | 67%   |
|            |       |       |       |       |       |
| 行政执法       | 1.4   | 3.2   | 1.1   | 1.5   | 1     |
| 增长率        | -44%  | 129%  | -66%  | 36%   | -33%  |
| 毛利率        | 64%   | 42%   | 50%   | 51%   | 52%   |
|            |       |       |       |       |       |
| 其他收入       | 1.8   | 2.7   | 2.5   | 2.7   | 2.7   |
| 增长率        | 2%    | 50%   | -7%   | 8%    | 0%    |
| 毛利率        | 33%   | 66%   | 67%   | 67%   | 68%   |
|            |       |       |       |       |       |
| 营业收入合计     | 89.2  | 139.9 | 202.6 | 283.2 | 381.7 |
| 增长率        | 27%   | 57%   | 45%   | 40%   | 35%   |
| 每股收益(元)    | 0.46  | 0.8   | 0.88  | 1.25  | 1.71  |
| 资料来源:德邦研究所 |       |       |       |       |       |

## 3.2 公司 PE 估值情况

公司是标准的车联网标的，目前在A股市场上并没有完全对应的公司，为了便于进行PE估值，我们选取了在业务性质上接近车联网概念或者处于上下游的几家公司。其中有主营业务为智能交通的银江股份，从事卫星定位系统硬件制造、软件开发、系统集成和运维相关服务的北斗星通和国腾电子，以及在电子地图方面处于行业龙头地位的四维图新。结合这些公司估值，我们认为公司2011年PE合理估值应在45倍到50倍之间。



表格 3 可比公司 PE 估值比较

| 股票名称及代码      | 收盘价(元) | EPS(元) |       |       | PE    |       |       |
|--------------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
|              |        | 2010A  | 2011E | 2012E | 2010A | 2011E | 2012E |
| 银江股份(300020) | 22.73  | 0.45   | 0.7   | 1.02  | 48    | 31    | 21    |
| 国腾电子(300101) | 81.41  | 0.8    | 1.19  | 1.72  | 100   | 67    | 46    |
| 四维图新(002405) | 40.58  | 0.48   | 0.72  | 1.06  | 71    | 47    | 32    |
| 北斗星通(002151) | 42.4   | 0.57   | 0.65  | 0.89  | 73    | 64    | 46    |
| 平均           |        |        |       |       | 73    | 52.25 | 36.25 |

资料来源:德邦研究所

### 3.3 公司的 DCF 估值情况

对公司的DCF估值显示,公司的合理价格区间中值在38.14元。选取参数情况Rf3.00%、Rm10.00%、 $\beta$ 系数1.10、Ke10.70%、Kd6.00%、税率15.00%、D/(D+E)0.12%、WACC为10.69%。

表格 4 DCF 估值敏感性分析

| WACC   | 永续增长率(g) |       |       |       |       |       |       |       |       |       |        |
|--------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| WACC   | 1.24%    | 1.37% | 1.50% | 1.65% | 1.82% | 2.00% | 2.20% | 2.42% | 2.66% | 2.93% | 3.22%  |
| 6.64%  | 67.55    | 68.95 | 70.57 | 72.45 | 74.66 | 77.27 | 80.38 | 84.15 | 88.78 | 94.57 | 101.99 |
| 7.30%  | 59.35    | 60.42 | 61.66 | 63.09 | 64.75 | 66.70 | 69.00 | 71.76 | 75.09 | 79.18 | 84.29  |
| 8.03%  | 52.20    | 53.03 | 53.98 | 55.07 | 56.32 | 57.79 | 59.51 | 61.53 | 63.96 | 66.89 | 70.49  |
| 8.84%  | 45.95    | 46.59 | 47.32 | 48.15 | 49.11 | 50.21 | 51.50 | 53.00 | 54.79 | 56.91 | 59.49  |
| 9.72%  | 40.47    | 40.96 | 41.52 | 42.16 | 42.89 | 43.72 | 44.69 | 45.82 | 47.13 | 48.69 | 50.56  |
| 10.69% | 35.65    | 36.03 | 36.46 | 36.95 | 37.50 | 38.14 | 38.87 | 39.71 | 40.69 | 41.84 | 43.20  |
| 11.76% | 31.40    | 31.69 | 32.02 | 32.40 | 32.82 | 33.30 | 33.86 | 34.49 | 35.22 | 36.08 | 37.08  |
| 12.94% | 27.65    | 27.88 | 28.13 | 28.42 | 28.74 | 29.11 | 29.52 | 30.00 | 30.55 | 31.19 | 31.92  |
| 14.23% | 24.34    | 24.51 | 24.71 | 24.93 | 25.17 | 25.45 | 25.77 | 26.13 | 26.54 | 27.01 | 27.56  |
| 15.66% | 21.41    | 21.55 | 21.69 | 21.86 | 22.05 | 22.26 | 22.50 | 22.77 | 23.08 | 23.43 | 23.84  |
| 17.22% | 18.82    | 18.93 | 19.04 | 19.16 | 19.31 | 19.47 | 19.65 | 19.85 | 20.08 | 20.34 | 20.65  |

资料来源:德邦研究所

表格 5 公司财务报表

| 报表预测       |        |        |        |        |        |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 利润表        | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| 营业收入       | 89.15  | 142.64 | 202.55 | 283.57 | 382.82 |
| 减: 营业成本    | 27.45  | 35.51  | 50.42  | 70.59  | 95.30  |
| 营业税金及附加    | 1.67   | 2.13   | 3.03   | 4.24   | 5.73   |
| 营业费用       | 11.97  | 14.92  | 18.23  | 25.52  | 34.45  |
| 管理费用       | 25.07  | 41.53  | 46.59  | 65.22  | 88.05  |
| 财务费用       | 0.81   | 1.89   | -1.04  | -4.02  | -7.23  |
| 资产减值损失     | -2.32  | -0.18  | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 加: 投资收益    | 0.44   | 0.20   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 公允价值变动损益   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 其他经营损益     | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 营业利润       | 24.94  | 47.03  | 85.32  | 122.01 | 166.52 |
| 加: 其他非经营损益 | 8.75   | 11.76  | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 利润总额       | 33.70  | 58.79  | 85.32  | 122.01 | 166.52 |
| 减: 所得税     | 5.01   | 8.15   | 12.80  | 18.30  | 24.98  |
| 净利润        | 28.68  | 50.64  | 72.52  | 103.71 | 141.54 |
| 减: 少数股东损益  | 0.86   | 2.61   | 2.23   | 3.19   | 4.36   |
| 归属母公司股东净利润 | 27.82  | 48.03  | 70.29  | 100.52 | 137.18 |
| 资产负债表      | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| 货币资金       | 23.07  | 60.00  | 122.28 | 242.19 | 407.42 |
| 应收和预付款项    | 20.45  | 31.05  | 38.33  | 58.81  | 72.32  |
| 存货         | 6.06   | 10.88  | 8.28   | 18.55  | 17.67  |
| 其他流动资产     | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 长期股权投资     | 4.79   | 1.26   | 1.26   | 1.26   | 1.26   |
| 投资性房地产     | 11.64  | 41.48  | 37.27  | 33.06  | 28.85  |
| 固定资产和在建工程  | 120.86 | 93.12  | 82.71  | 72.30  | 61.89  |
| 无形资产和开发支出  | 8.95   | 9.49   | 8.20   | 6.90   | 5.61   |
| 其他非流动资产    | 0.38   | 4.29   | 2.15   | 0.00   | 0.00   |
| 资产总计       | 196.20 | 251.58 | 300.47 | 433.06 | 595.03 |
| 短期借款       | 15.00  | 35.00  | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 应付和预收款项    | 45.98  | 46.98  | 58.35  | 87.23  | 107.66 |
| 长期借款       | 1.67   | 1.42   | 1.42   | 1.42   | 1.42   |
| 其他负债       | 20.80  | 4.55   | 4.55   | 4.55   | 4.55   |
| 负债合计       | 83.46  | 87.95  | 64.32  | 93.20  | 113.63 |
| 股本         | 60.00  | 60.00  | 60.00  | 60.00  | 60.00  |
| 资本公积       | 30.03  | 30.03  | 30.03  | 30.03  | 30.03  |
| 留存收益       | 18.42  | 66.45  | 136.74 | 237.26 | 374.44 |
| 归属母公司股东权益  | 108.45 | 156.48 | 226.77 | 327.29 | 464.47 |
| 少数股东权益     | 4.30   | 7.15   | 9.38   | 12.57  | 16.93  |
| 股东权益合计     | 112.74 | 163.63 | 236.15 | 339.86 | 481.40 |
| 负债和股东权益合计  | 196.20 | 251.58 | 300.47 | 433.06 | 595.03 |

| 现金流量表    | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 经营性现金净流量 | 29.96  | 62.37  | 96.24  | 115.89 | 158.01 |
| 投资性现金净流量 | -25.20 | -24.12 | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 筹资性现金净流量 | 9.99   | -2.09  | -33.96 | 4.02   | 7.23   |
| 现金流量净额   | 14.76  | 36.15  | 62.28  | 119.91 | 165.24 |

资料来源:德邦研究所

## 投资评级

### 一、行业评级

- 推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数  
 中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平  
 回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

### 二、股票评级

- 买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$   
 增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%  
 中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为-10% - +10%  
 减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

## 特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。