

缔造智能交通指挥平台，引领行业成长

易华录

- **经济发展催生智能交通需求，市场稳定增长。**随着我国汽车保有量的迅速增加，道路交通安全形势日益严峻，伴随着城市化进程的推进，各地政府交通管理部门对智能交通管理系统的需求将越来越大。根据中国智能交通技术（ITS）应用委员会预测，2010年-2012年，我国智能交通管理系统的总投资将会稳定的增长，年平均增长率为22%，2012年投资额预计将达到60.46亿元。
- **智能交通市场领跑者。**易华录以自主研发的集成指挥平台系统软件ATMS为核心竞争能力及业务切入点，专注于以承接智能交通管理系统工程项目的方式为用户提供专业化、个性化的智能交通管理整体解决方案，是目前国内最主要的智能交通管理系统提供商之一。根据中国智能交通技术（ITS）应用委员会出具的《2010年中国城市交通管理信息化行业研究报告》，公司在智能交通管理系统领域内，被评估为综合竞争力排名第一，软件研发和应用能力排名第一。
- **公司定位于标准制定者，有望成为智能交通市场的整合者。**公司在国内率先推出交通管理集成指挥平台系统，使行业内各种基础应用实现互联互通互操作。公司集成指挥平台ATMS在7个省级公安交警总队应用，占据省级集成指挥平台23%的市场，占据省会城市近43%的市场。由于我国智能交通管理行业仍处于起步阶段，缺乏行业标准规范，市场竞争无序化和同质化严重，行业集中度很低，公司有望借助资本和自身技术平台优势的力量成为行业整合者。
- **募投项目将帮助公司强化核心产品竞争力，解决资金瓶颈。**公司预计募集资金7423万元，将投资于ATMOS、AITDS和与主营业务相关的营运资金项目。其中ATMOS的开发，将使公司真正成为在智能交通管理领域中的标准制定者和整合者，有助于强化公司的市场地位和产品竞争力。同时募集资金将大大解决公司业务发展的资金瓶颈。
- 预计公司2011年-2013年每股收益分别为1.02元、1.54元和2.40元，动态市盈率为29x、19x和12x。我们认为公司30.46元的发行价格不高，但考虑到近期市场的悲观情绪，预计首日涨幅有限，预计上市价格在29元-31元之间。

主要财务指标						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	141.0	165.5	263.0	409.2	637.5	996.8
营业收入增长率（%）	NA	17.4%	58.9%	55.6%	55.8%	56.4%
营业利润（百万元）	6.1	7.2	30.8	70.7	109.7	172.6
营业利润增长率（%）	NA	17.7%	327.6%	129.8%	55.1%	57.3%
净利润（百万元）	13.8	11.1	38.0	68.3	103.4	161.0
净利润增长率（%）	NA	-19.8%	243.3%	79.7%	51.4%	55.6%
营业利润率（%）	4.3%	4.3%	11.7%	17.3%	17.2%	17.3%
每股收益（元）	0.21	0.17	0.57	1.02	1.54	2.40
每股净资产（元）	1.18	1.34	1.91	2.93	4.47	6.88
PE (X)	147.7	184.2	53.7	29.9	19.7	12.7
PB (X)	25.9	22.7	15.9	10.4	6.8	4.4
ROE(%)	35.0%	13.1%	34.9%	42.1%	41.7%	42.3%

首次
不评级
分析师：康志毅

投资咨询执业证书编号：

S0630511010008

联系信息：

kzy@longone.com.cn

联系人：郑永双

联系信息：

010-59707117

zhengys@longone.com.cn

日期

分析：2011年5月4日

调研：无

价格

发行价：30.46元

预测上市价：29元-31元

公司估值

	A-1	A	A+1	A+2
EPS	0.17	0.57	1.02	1.54
PE	184.2	53.7	29.9	19.7
PB	22.7	15.9	10.4	6.8

注：EPS为最新股本摊薄后数据

公司概况

易华录于2001年成立，以自主研发的集成指挥平台系统软件ATMS为核心竞争能力及业务切入点，专注于以承接智能交通管理系统工程项目的的方式为用户提供专业化、个性化的智能交通管理整体解决方案，是目前国内最主要的智能交通管理系统提供商之一。根据中国智能交通技术（ITS）应用委员会出具的《2010年中国城市交通管理信息化行业研究报告》，公司在智能交通管理系统领域内，被评估为综合竞争力排名第一，软件研发和应用能力排名第一。公司作为智能交通管理行业的全国性系统提供商，业务遍及国内26个省、自治区、直辖市（市、区、县）（港澳台除外）。公司智能交通管理系统产品已在全国121个城市大规模应用，取得了较高的市场份额。公司ATMS已经应用于全国42个城市的52个省、市、县级单位，占据国内（港澳台地区除外）省级集成指挥平台系统近23%的市场，占据国内（港澳台地区除外）省会城市近43%的市场，市场占有率位居行业第一。同时，公司在智能交通管理各个子领域均有相关的基础应用系统产品，主要包括：交通电视监视系统（Smart CCTV）、交通流信息采集系统（Smart TFM）、交通事件检测系统（Smart EDS）、交通违法行为监测系统（Smart TES）、警用车辆定位系统（Smart GPS）、交通设施管理系统（Smart FMS）、公路车辆智能监测记录系统（Smart VWR）、交通信号控制系统（Smart UTC）、交通信息发布系统（Smart ATIS）、机动车缉查布控系统（Smart VIDS）。

图 1. 公司主营系列产品



数据来源：东海证券研究所，公司网站

图 2. 公司产品示例



数据来源：东海证券研究所，招股说明书

公司股权结构

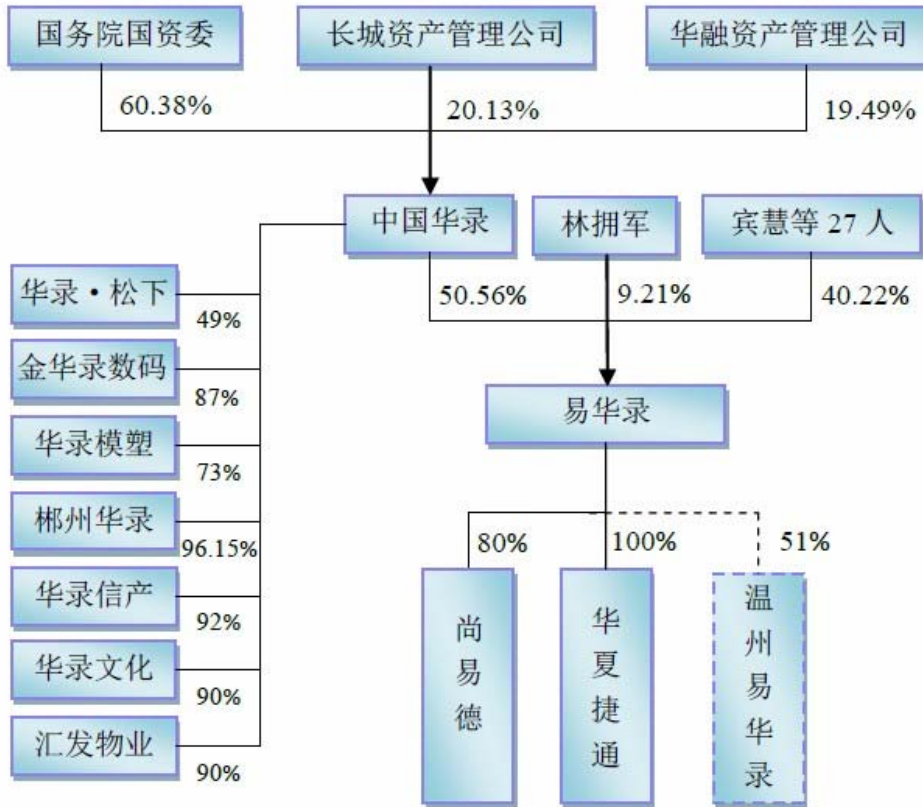
公司本次发行前总股本为 5000 万股，本次拟发行 1700 万股流通股，发行后总股本为 6700 万股。本次发行股份占发行后总股本的 25.37%，中国华录集团持有公司发行前 50.56% 的股份，为公司的实际控制人。公司股票发行前股权结构如下所示：

表 1. 易华录股票发行前后股权比例对比

股东名称	发行前		发行后	
	持股数（万股）	比例（%）	持股数（万股）	比例（%）
中国华录（SS）	2,527.78	50.56	2,357.78	35.19
全国社会保障基金理事会（SS）	-	-	170	2.54
林拥军	460.39	9.21	460.39	6.87
其他27位自然人	2,011.83	40.23	2,011.83	30.03
本次发行股份	-	-	1700	25.37
合计	5000	100	6700	100

数据来源：东海证券研究所，招股说明书（注：“SS”为“State-owned Shareholder”的缩写，表示国家股。）

图 3. 易华录股权结构



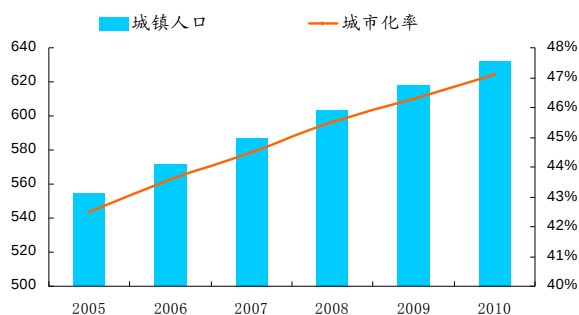
数据来源：东海证券研究所, 招股说明书

行业分析

城市化进程不断推进，交通压力催生智能交通市场

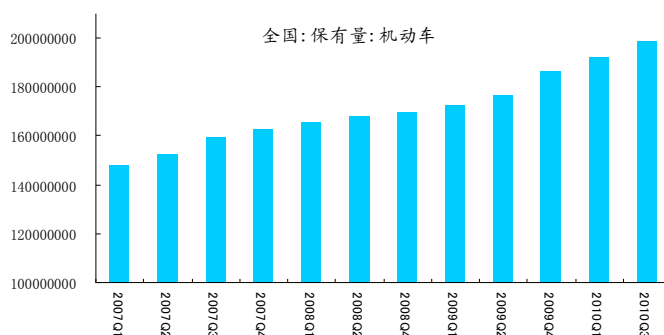
随着我国汽车保有量的迅速增加，道路交通安全形势日益严峻。2000年-2009 年，我国道路交通事故造成约100万人死亡，500万人伤残，1500多亿元直接损失，21000亿元国家总损失（按世卫组织最低损失标准计算，GDP的1%）。如果不能尽快突破汽车安全、交通安全带来的隐患，未来40年现代化建设期间（2011年-2050年），我国道路交通事故将可能酿成400万-500万人死亡，1600万-2000 万人受伤和残疾（交通伤亡绝大部分为44岁以下青壮年，特别是15岁-29岁青少年）。该伤亡数字相当于汶川大地震伤亡总数的50倍-60 倍，并且该数字为保守估计。而仅凭道路建设的速度已不能满足日益增长的交通需求，所以各地政府交通管理部门对智能交通管理系统的需求将越来越大。

图 4. 中国2005年-2010年城镇人口及城市化率



资料来源：东海证券研究所，WIND

图 5. 中国机动车保有量季度数据



资料来源：东海证券研究所，WIND

表 2. 与公司业务相关的政策

时间	主管部门	政策内容
2000年6月	国务院	2000年6月，国务院发布了《鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》（国发[2000]18号），在投融资体制、税收、产业技术、软件出口、收入分配、人才吸引与培养、采购、知识产权保护、行业组织与管理等多方面对软件行业进行大力扶持；
2000年9月	财政部、国家税务总局、海关总署	2000年9月，财政部、国家税务总局、海关总署发布了《关于鼓励软件产业和集成电路产业发展有关税收政策问题的通知》（财税[2000]25号），制定了鼓励软件产业发展的若干税收政策，以增强信息产业创新能力和国际竞争
2002年	国务院	2002年，国务院发布《振兴软件产业行动纲要（2002年至2005年）》，将软件产业的定位提到国民经济和社会发展的基础性、战略性产业的高度，明确指出要以信息化带动工业化；
2003年12月	公安部	2003年12月，公安部发布《公安交通指挥系统建设技术规范》（GA/T445-2003），首次就公安交通指挥系统的分类、功能、资源配置、技术性能要求等进行明确释义并制定相关标准；
2005年12月	发改委	2005年12月，国家发改委颁布的《产业结构调整指导目录（2005年本）》规定，“城市基础设施及房地产”中的“城市道路及智能交通体系建设”、“城市交通管制系统技术开发及设备制造”、“城市建设管理信息化技术开发”属于国家鼓励发展的产业；
2006年2月	国务院	2006年2月，国务院在《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020年）》中明确提出：“以提供顺畅、便捷的人性化交通运输服务为核心，加强统筹规划，发展交通系统信息化和智能化技术，安全高速的交通运输技术，提高路网能力和运输效率，实现交通信息共享和各种交通方式的有效衔接，提升交通运营管理的技术水平，发展综合交通运输”。该纲要将“交通运输业”列为11个重点领域之一，并将“智能交通管理系统”确定为优先主题；
2008年4月	科技部、财政部、国家税务总局	2008年4月，科技部、财政部、国家税务总局联合颁布的《高新技术企业认定管理办法》将“智能交通技术”列为国家重点支持的高新技术领域；
2008年11月	国务院	2008年11月，国务院常务会议提出了进一步扩大内需，促进经济发展的十项措施，其中一项是“加快自主创新和结构调整，支持高新技术产业化建设和产业技术进步，支持服务业发展”，另一项是“加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设。重点是建设一批客运专线、煤运通道项目和西部铁路干线，完善高速公路网，安排中西部干线机场和支线机场建设，加快电网改造”；交通部也明确“全面加大公路、机场等基础设施建设投资”；
2009年4月	国务院	2009年4月，国务院在正式出台的《电子信息产业调整和振兴规划》中明确提出要将新型电子信息产品和服务培育成为消费热点，以信息技术应用有效带动传统产业改造，促进信息化与工业化进一步融合；
2010年5月	公安部	2010年5月，公安部发布《公安交通指挥系统建设技术规范》（GA/T445—2010），对公安交通指挥系统的基本功能和资源配置标准进行修订；
2011年1月	国务院	2011年1月，国务院在《鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》（国发[2000]18号）基础上发布了《国务院关于印发进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展若干政策的通知》（国发[2011]4号），进一步明确在财税政策、投融资政策、研究开发政策、进出口政策、人才政策、知识产权政策、市场政策、政策落实等方面对软件行业进行大力扶持。

数据来源：东海证券研究所，招股说明书

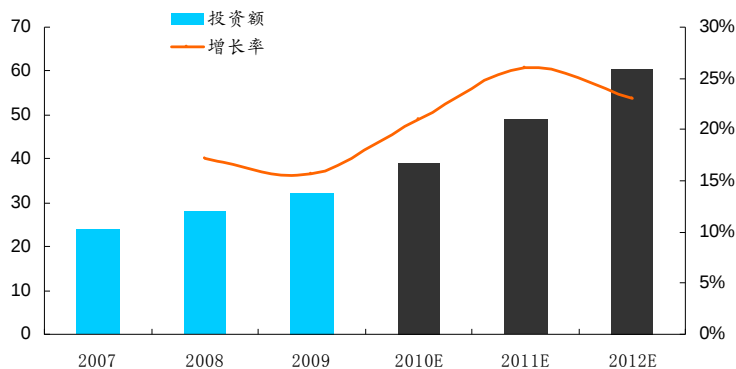
智能交通市场空间广阔。

根据中国智能交通技术（ITS）应用委员会预测，2010年-2012年，我国智能交通管理系统的总投资将会较为稳定的增长，年平均增长率约为22%，2012年投资额预计将达到60.46亿元。

根据计世资讯有关研究资料，目前我国的市级建制城市已达668个，非农业人口在20万以上的城市有319

个，建立一个交通指挥中心平均投资额约在6000万元左右（中型城市），如果20万人口以上的城市均在10年内建成功能较为完善的指挥中心，其投资额约为190亿元。同时，北京、上海、广州等特大城市需要投入大量资金用于城市快速环路及干道交通监控、诱导系统的规划与建设，预计城市道路监控的市场需求量约为150亿-200亿左右。再考虑智能交通管理的其他项目及部分中小城市的信息化建设投入，保守估计未来10年内智能交通管理系统的市场规模约在450亿左右。

图 6. 2007 年-2012 年中国智能交通管理行业市场规模



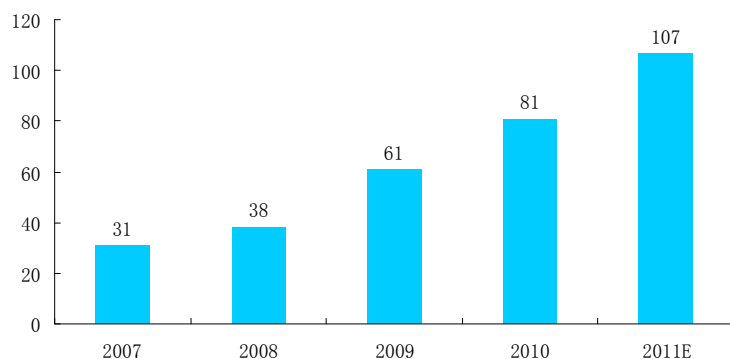
资料来源：东海证券研究所，招股说明书

集成指挥平台系统将逐步普及

中国智能交通技术（ITS）应用委员会调查的数据显示，截至2009年8月，全国已建公安交通集成指挥平台系统的地级以上城市为61个，占地级以上城市的比重仅约20%，还有80%左右的地级以上城市公安交通集成指挥平台系统市场为空白；全国两千多个县级城市也仅有少数城市建设了集成指挥平台系统。

根据中华人民共和国公安部于2010年5月发布的《公安交通指挥系统建设技术规范》（GA/T445-2010），省（自治区）、市公安交通指挥系统资源配置中均应包括集成指挥平台系统。在此背景下，公司的集成指挥平台系统产品ATMS的市场前景极其广阔。

图 7. 2007-2011E指挥中心集成平台系统市场规模预测



资料来源：东海证券研究所，《2010年中国城市交通管理信息化行业研究报告》

行业集中度低，整合预期强烈

我国智能交通管理系统行业仍处于起步阶段，以中小企业为主，缺乏统一标准规范，企业经营普遍存在

时间段，规模小的特点。由于缺乏行业标准规范，政府部门亦缺乏对市场上产品的甄别判断能力，市场竞争无序化和同质化严重，行业集中度很低。以公司为例，公司作为行业龙头，2009年公司收入1.65亿元，市场整体规模32.24亿元，公司市场占有率5.1%；2010年收入2.63亿元，市场规模39亿元，公司市场占有率6.7%。虽然公司的市场占有率有所上升，但仍不改变行业集中度低现状。

公司的主要竞争对手包括青岛海信网络科技股份有限公司、银江股份有限公司、安徽科力信息产业有限责任公司、北京四通智能交通系统集成有限公司、南京莱斯信息技术股份有限公司、上海电科智能系统股份有限公司、上海宝康电子控制工程有限公司等企业，这些企业的基本情况如下：

表 3. 智能交通行业主要竞争对手

企业名称	企业简介
青岛海信网络科技股份有限公司	成立于1998年，专注智能交通、物流与商业服务两大方向，围绕城市交通管理、轨道交通、公共交通管理、高速公路管理、物流与商业服务五大产业方向，专业从事智能交通核心技术的开发与应用，研发具有自主知识产权的智能交通系统系列产品（信息来源：公司网站）
银江股份有限公司	成立于1992年，该公司专注于为城市交通、数字医疗、智能建筑行业用户提供智能化技术、产品和应用服务，该公司是中国创业板第一批上市的28家公司之一，股票代码：300020（信息来源：公司网站）
安徽科力信息产业有限责任公司	成立于2000年，该公司拥有多项自主知识产权的核心技术和ITS系列产品，主要包括交通渠化与指路标志设计、交通信息采集与发布系统、智能交通信号控制系统、交通视频监控系统和智能交通系统综合管控平台等（信息来源：公司网站）
北京四通智能交通系统集成有限公司	成立于1999年，面向城市、公路、轨道、航空等交通运输领域提供服务，主导业务领域为智能交通系统集成、交通工程技术服务、交通专项产品经营、交通信息服务等（信息来源：公司网站）
南京莱斯信息技术股份有限公司	成立于1988年，主要业务领域包括指挥通信领域、民航空管领域、智能交通领域、劳动和社会保障领域和电子政务领域等方面（信息来源：公司网站）
上海电科智能系统股份有限公司	前身是上海电器科学研究所（集团）有限公司下属的智能交通事业部，该公司致力于智能交通和智能市政两大业务领域，是国内领先的解决方案提供商和系统集成商（信息来源：公司网站）
上海宝康电子控制工程有限公司	成立于1994年，为上海宝信软件股份有限公司（股票代码：600845）的控股子公司之一（持股比例75%），公司主要有产品供应、系统集成、解决方案提供和运维服务四大业务，已拥有电警卡口、交通信号控制和集成平台三大系列的智能交通及安防产品（信息来源：公司网站）

资料来源：东海证券研究所，招股说明书

公司在行业内龙头地位稳固，除了在集成指挥平台系统市场上处于主导地位，在基础应用系统领域也拥有稳定的市场占有率，各个基础应用系统均得到大规模应用，而竞争对手与公司的竞争主要集中在基础应用系统领域。2010年5月，公安部正式发布《公安交通指挥系统建设技术规范》，规定了公安交通指挥系统的基本功能及资源配置标准，技术标准的明确将加速行业的优胜劣汰，随着竞争的加剧，整合将是大势所趋，公司有望借助资本和技术标准的力量，对行业进行整合，从而带动市场供求秩序的规范，推动行业的良性发展。

公司竞争优势

根据行业专家测算，2009年我国智能交通管理系统行业的投资额为32.24亿元，公司2009年实现销售收入1.65亿元，市场占有率超过5%。

在集成指挥平台系统领域，公司的市场占有率位居行业第一。自2003年以来，公司集成指挥平台系统ATMS先后在山东、山西、河北、广东、吉林、宁夏、海南等7个省级公安交警总队指挥中心应用，占据国内（港澳台地区除外）省级集成指挥平台系统近23%的市场；先后在济南、长春、海口、西安、郑州、合肥、西宁、石家庄、长沙、银川、乌鲁木齐、太原等12个省会城市应用，占据国内（港澳台地区除外）省会城市近43%的市场。根据公安部《公安交通指挥系统建设技术规范》（GA/T445-2010），智能交通管理系统资源配置的功能要求包括集成指挥平台系统和基础应用系统。其中，集成指挥平台系统处于核心地位，但其功能的充分发挥需要基础应用系统的支撑，主要的基础应用系统包括：交通电视监视系统、交通流信息采集系统、交通事件检

测系统、交通违法行为监测系统、警用车辆定位系统、交通设施管理系统、公路车辆智能监测记录系统、交通信号控制系统、交通信息发布系统、机动车缉查布控系统。

尽管各地陆续开发了应用于不同业务的智能交通管理系统，大大提高了交通管理部门的办公效率，有效地促进了交通管理工作的正规化、科学化建设。但目前交通管理仍面临以下主要问题：由于各地已建设的智能交通管理系统是由不同厂家不同时期基于不同的技术路线开发而成的，数据采集、存取方式不同，相互之间比较独立，导致各个已经建设的系统处于信息孤岛的状态，信息沟通不畅，数据整合共享困难。为解决上述问题，满足现实业务需求和智能交通管理发展的需要，集成指挥平台系统的建设显得非常重要。

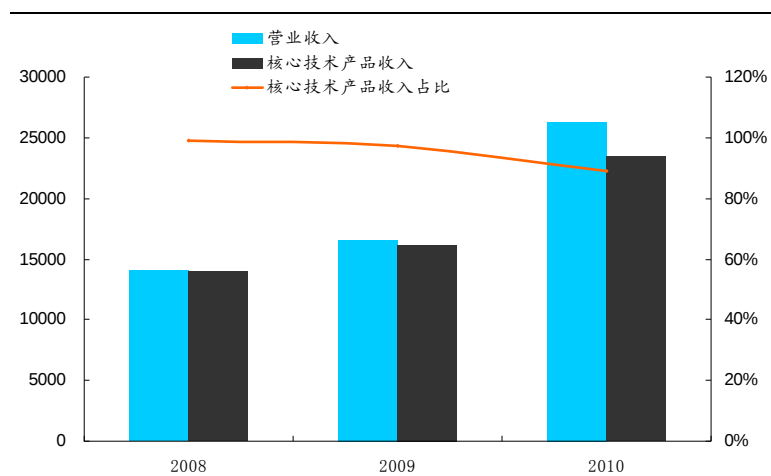
集成指挥平台系统是充分发挥各独立基础应用系统效力的组织枢纽，它可以把异构的各类交通管理基础应用系统，诸如交通电视监视系统、交通流信息采集系统、交通事件检测系统、交通违法行为监测系统、警用车辆定位系统、交通设施管理系统、公路车辆智能监测记录系统、交通信号控制系统、交通信息发布系统、机动车缉查布控系统等通过标准的接口协议进行数据交换，实现各个基础应用系统“互通、互联、互操作”。

表 4. 易华录核心技术

序号	核心技术名称	应用范围	来源	技术水平	创新类型
1	基于系统驱动的软件集成技术	集成指挥平台系统	自主研发	国内领先	原始创新
2	多层次自适应扰动抑制交通信号控制技术	交通信号控制系统	自主研发	国内领先	原始创新
3	交通数据融合技术	集成指挥平台系统；交通流信息采集系统	自主研发	国内领先	原始创新
4	支持多元异构数据的车辆查控技术	交通违法行为监测系统；机动车缉查布控系统	自主研发	国内领先	原始创新
5	基于GIS的虚拟视频矩阵控制技术	集成指挥平台系统；交通电视监视系统；交通违法行为监测系统	自主研发	国内领先	原始创新
6	基于多级多元协同指挥调度技术	集成指挥平台系统	自主研发	国内领先	原始创新

资料来源：东海证券研究所，招股说明书

图 8. 核心技术产品收入及占比



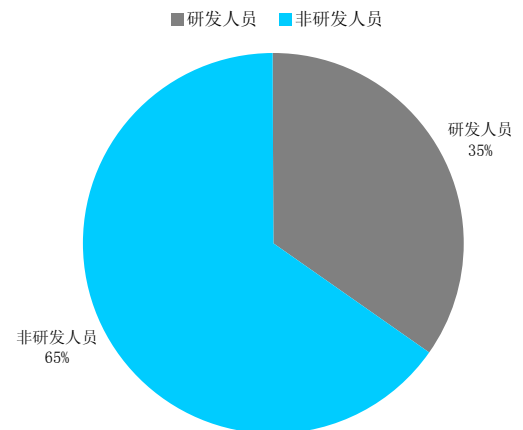
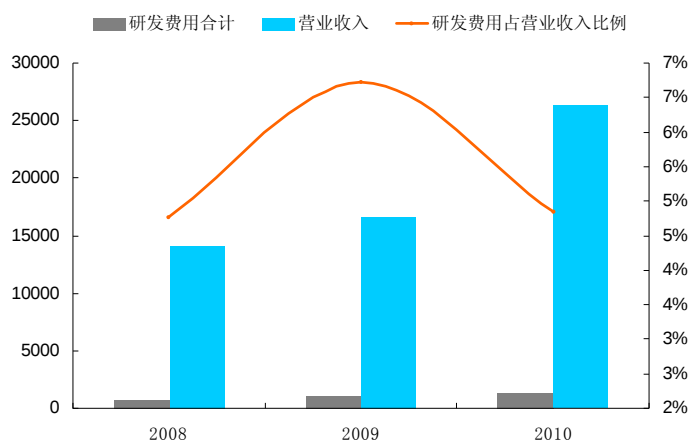
资料来源：东海证券研究所，招股说明书

公司核心技术体现于自主研发的智能交通系统中，以承做智能交通工程项目的形式向用户提供，因此公

司核心技术产品为智能交通管理整体解决方案。公司核心技术产品为公司营业收入最主要的来源，2008-2010年核心技术产品营业收入复合增长率达到29.61%，是公司营业收入实现年复合增长36.6%的核心驱动因素。核心技术产品收入占比虽逐年下降，但仍高达90%。公司专注在智能交通市场并依托自身技术优势拓展市场将是公司发展的主旋律。从研发投入看，公司目前研发人员占比35%，由于营业收入中大量的硬件产品收入较多，使得公司研发费用占营业收入比例并不高，不过如果剔除硬件产品销售的影响，公司在研发上的投入其实并不低，持续的研发高投入将是公司在智能交通领域保持领先的竞争优势。

图 9. 研发费用及占比

图 10. 研发人员占比



资料来源：东海证券研究所，招股说明书

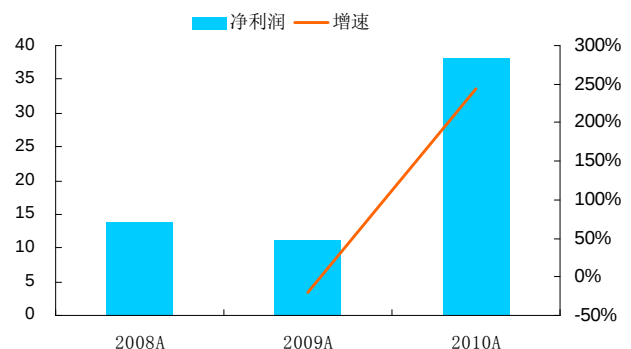
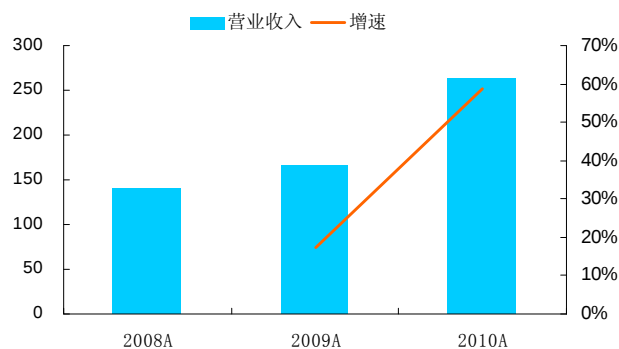
资料来源：东海证券研究所，招股说明书

公司经营分析

受益于智能交通市场的稳定增长以及公司核心平台级产品突出的竞争力，公司 2008 年-2010 年营业收入增长较快，2010 年营业收入达到 2.63 亿元，同比增长 58.9%，实现净利润 3803 万元，同比降低 19.8%，2009 年净利润负增长主要由于实际所得税率上升了 5 个百分点，同时营业外收入比 2008 年减少了 400 万元，实际上剔除这些影响，公司 2009 年营业收入同比增长 17.4%，营业利润同比增长 17.7%，经营状况整体情况稳定。

图 11. 公司营业收入及增长情况

图 12. 公司净利润及增长情况



数据来源：东海证券研究所，招股说明书

数据来源：东海证券研究所，招股说明书

从收入结构上看，公司收入仍主要依赖于智能交通管理工程收入，2010年智能交通管理工程收入占比89.2%，2008年和2009年的这一数据分别为99.1%和97.3%，可以看到公司收入结构非常单一。2009年-2010年产品销售开始为公司贡献收入，表明公司将逐渐从系统集成中软件为主的销售模式向软硬件结合的方式转变，由于智能交通领域涉及硬件产品多为专业产品，毛利率虽低于软件类产品，但仍高于普通it产品的毛利率，这种销售模式的转变会拖累综合毛利率，却可以贡献可观的利润。从收入的地域分布上看，公司的销售在全国呈现遍地开花的局面，从早期依赖华东地区及中南地区，到各地区收入占比较为均衡，在一定程度上体现了公司的平台级软件在全国各地区拥有广泛的市场潜力。

图 13. 公司收入按产品划分

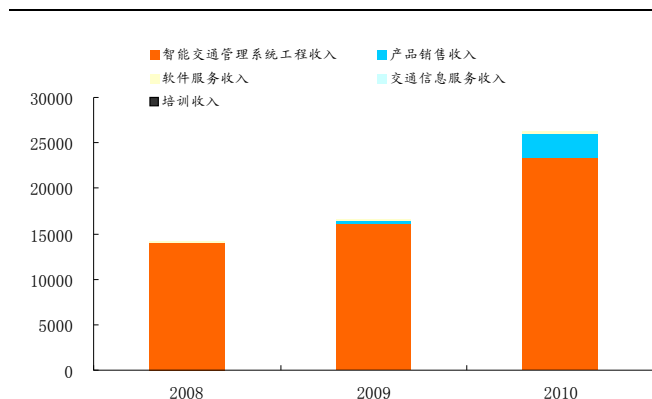
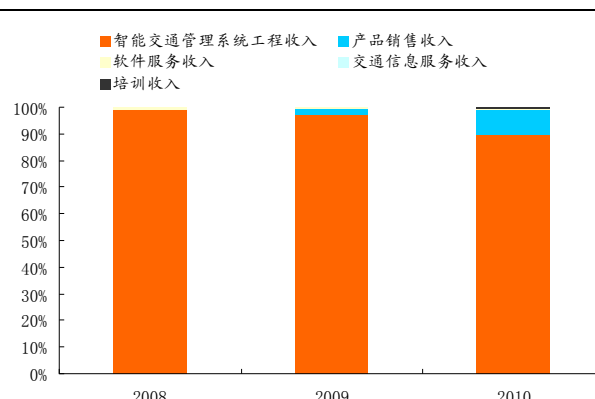


图 14. 公司收入按产品划分占比



数据来源：东海证券研究所，招股说明书

数据来源：东海证券研究所，招股说明书

图 15. 公司收入按地区划分

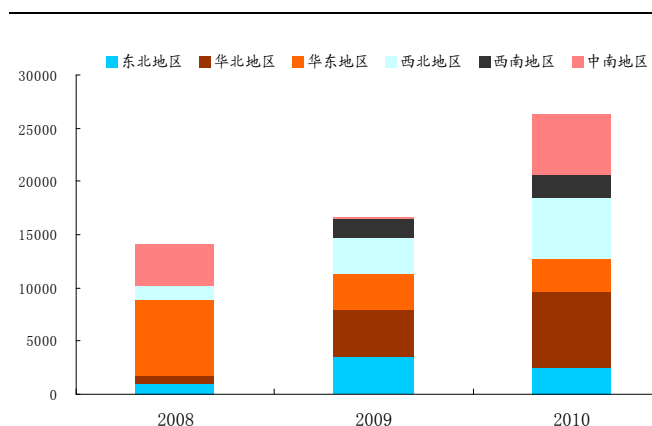
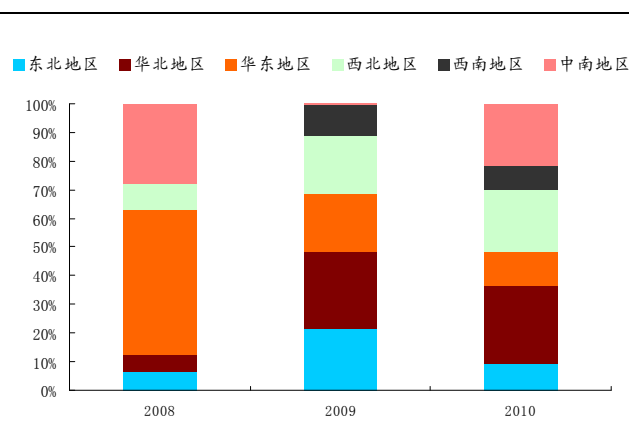


图 16. 公司收入按地区划分占比



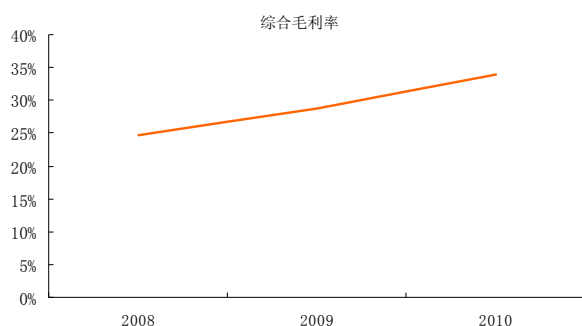
数据来源：东海证券研究所，招股说明书

数据来源：东海证券研究所，招股说明书

2008年-2010年公司的综合毛利率分别为24.8%、28.77%和33.96%，逐年递增，处于较高的行业水平。自主研发的平台级产品拥有差异化竞争优势，毛利率也在不断提高，虽然收入占比略有下降，仍带动公司综合毛利率稳步上升。另外公司预计未来交通信息服务收入将快速增长，由于此业务毛利率目前为100%，随着收入大规模上涨，不排除会产生一定费用而使毛利率略有降低，但是其业务特性将决定该业务收入毛利率仍可以维持在很高的水平，如该业务能够高速增长，则会对综合毛利率产生很大的贡献，考虑到产品销售的收入占比会不断增加且拉低毛利率，而智能交通管理工程收入的毛利率也会逐渐进入一个稳定期，甚至略有

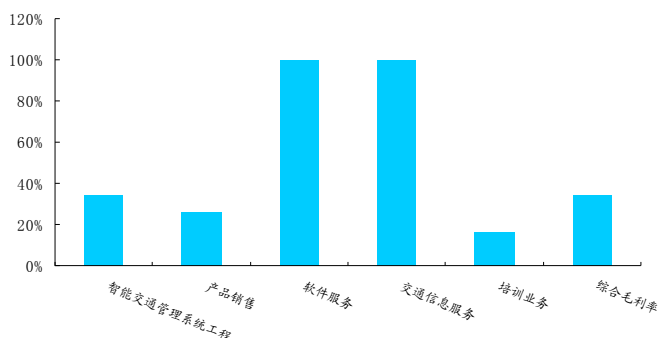
下降，我们判断公司未来毛利率总体水平将会保持稳定，前提是交通信息服务收入可能高速增长。期间费用率整体保持稳定，随着资金瓶颈的解除以及业务规模的增长，整体费用率会略有降低。

图 17. 公司综合毛利率



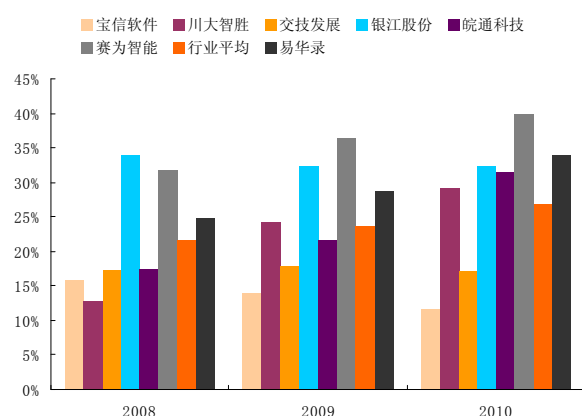
数据来源：东海证券研究所，招股说明书

图 18. 按产品划分毛利率对比



数据来源：东海证券研究所，招股说明书

图 19. 与可比公司毛利率对比 (1)



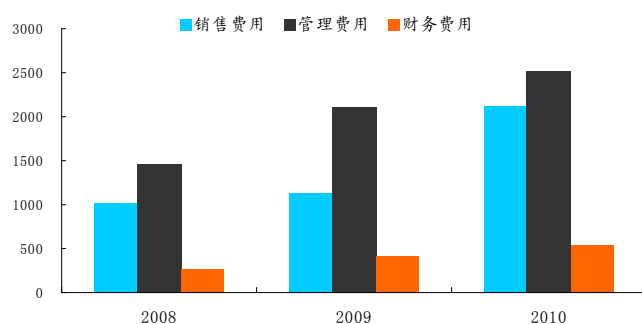
数据来源：东海证券研究所，招股说明书

表 5. 与可比公司毛利率对比 (2)

	2008	2009	2010
宝信软件	15.9%	14.1%	11.7%
川大智胜	12.8%	24.3%	29.0%
交技发展	17.4%	17.9%	17.2%
银江股份	34.0%	32.5%	32.4%
皖通科技	17.6%	21.6%	31.5%
赛为智能	31.8%	36.4%	39.8%
行业平均	21.6%	23.6%	26.9%
易华录	24.8%	28.8%	34.0%

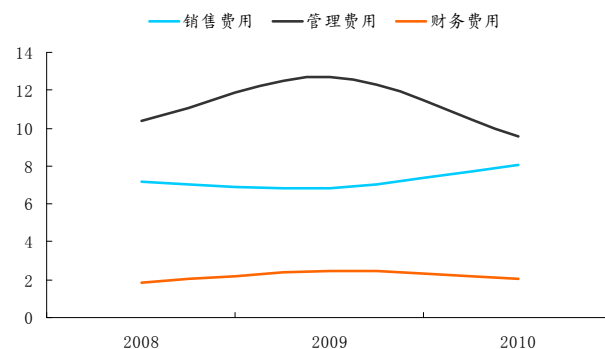
数据来源：东海证券研究所，招股说明书

图20. 公司三项费用情况



数据来源：东海证券研究所，招股说明书

图21. 公司三项费用率趋势



数据来源：东海证券研究所，招股说明书

募投项目

公司本次发行募集资金 7423 万元，将投资于三个项目，分别为智能交通管理操作系统研发项目（ATMOS）、新一代智能交通系统开发与建设示范项目（AITDS）和与主营业务相关的营运资金项目。其中智能交通管理操作系统研发项目（ATMOS）项目站在智能交通领域操作系统的高度，类似于个人电脑的 WINDOWS，定位于将不同厂商的各种应用系统、硬件设备，通过同一个协议规则实施管理，真正发挥智能交通应有的效应。通过 ATMOS 的开发，CTCIP 协议有望成为公开的行业标准之一，使公司真正成为在智能交通管理领域中的标准制定者和整合者，有助于强化公司的市场地位和产品竞争力。新一代智能交通系统开发与建设示范项目（AITDS）本质上是公司集研发、测试与营销为一体的综合平台，可以提供先进的研究开发工具的真实测试环境，还可以为公司的智能交通管理系统解决方案在国内市场的推广提供演示，为整个管理系统提供强大的营销支撑。

表 6. 易华录募投项目

序号	项目名称	项目投资总额	项目使用募集资金金额
1	智能交通管理操作系统研发项目（ATMOS）	5080	5080
2	新一代智能交通系统开发与建设示范项目（AITDS）	7423	7423
3	与主营业务相关的营运资金项目	-	-

资料来源：东海证券研究所，招股说明书

盈利预测及首日上市股价分析

我们对公司产品及市场的判断基于以下假设：（1）智能交通市场将维持稳定增长；（2）公司智能交通管理工程收入由于公司产品定位的稀缺性将充分享受整体市场的增长；（3）软件服务及交通信息服务将快速增长，尤其交通信息服务将迎来爆发式增长。我们预测公司 2011 年、2012 年和 2013 年营业收入分别为 4.09 亿元、6.38 亿元和 9.97 亿元，增速分别为 55.6%、55.8%和 56.4%，归属母公司净利润分别为 0.68 亿元、1.03 亿元和 1.61 亿元，对应发行后总股本全面摊薄每股收益分别为 1.02 元、1.54 元和 2.40 元，按照 30.4 元的发行价格，对应动态市盈率分别为 29.9 倍、19.7 倍和 12.7 倍。

我们选取亿阳信通（600289）、交技发展（002401）和银江股份（300020）作为可比公司，对其财务指标进行比较，采用相对估值法。可比公司 2011 年、2012 年平均动态市盈率分别为 39.7 倍和 27.4 倍，我们认为公司 30.46 元的发行价定价不高，较为合理。

参考三、四月份创业新上市公司的股价表现：三月份 13 家公司首日开盘价相对发行价平均上涨 9.33%，最新价格相对首日开盘价平均回落 14.33%；四月份 13 家公司首日开盘价相对发行价平均上涨 2.66%，最新价格相对首日开盘价平均回落 11.75%。鉴于近期市场及板块走势较为悲观，同时考虑到公司交通信息服务收入增长的不确定性，我们认为公司上市后首日开盘价相对发行价上涨空间不大，预测首日开盘价格在 29 元-31 元之间。

表 7. 易华录盈利预测

单位: 百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	09vs08	10vs09	11vs10	12vs11	13vs12
营业收入	165.5	263.0	409.2	637.5	996.8	17.4%	58.9%	55.6%	55.8%	56.4%
增长率	17.4%	58.9%	55.6%	55.8%	56.4%	NA	41.5%	-3.3%	0.2%	0.6%
智能交通管理系统工程收入	161.0	234.7	328.5	492.8	739.2	15.3%	45.7%	40.0%	50.0%	50.0%
产品销售收入	3.5	25.4	45.8	89.2	169.5	NA	618.1%	80.0%	95.0%	90.0%
软件服务收入	0.8	2.2	3.5	5.3	7.9	-34.1%	163.9%	60.0%	50.0%	50.0%
交通信息服务收入	0.0	0.1	30.5	48.8	78.0	NA	100.0%	38000.0%	60.0%	60.0%
培训收入	0.1	0.7	1.0	1.5	2.2	NA	622.2%	50.0%	50.0%	50.0%
毛利率	28.8%	34.0%	35.3%	35.2%	35.8%	4.0%	5.2%	1.3%	-0.1%	0.6%
营业总成本	158.3	232.2	338.5	527.8	824.2	17.4%	46.7%	45.8%	55.9%	56.2%
营业成本	117.90	173.69	264.9	413.0	639.8	11.2%	47.3%	52.5%	55.9%	54.9%
营业税金及附加	3.5	6.6	10.2	15.9	24.9	117.4%	88.3%	53.9%	55.8%	56.4%
期间费用率	22.0%	19.7%	15.5%	15.5%	16.0%	2.6%	-2.4%	-4.2%	0.0%	0.5%
销售费用	11.3	21.2	32.7	51.0	79.7	12.1%	86.7%	54.5%	55.8%	56.4%
销售费用率	6.9%	8.1%	8.0%	8.0%	8.0%	-0.3%	1.2%	-0.1%	0.0%	0.0%
管理费用	21.0	25.1	36.8	57.4	89.7	43.7%	19.5%	46.6%	55.8%	56.4%
管理费用率	12.7%	9.6%	9.0%	9.0%	9.0%	2.3%	-3.1%	-0.6%	0.0%	0.0%
财务费用	4.1	5.4	-6.1	-9.6	-10.0	57.7%	31.1%	-213.9%	55.8%	4.2%
财务费用率	2.5%	2.0%	-1.5%	-1.5%	-1.0%	0.6%	-0.4%	-3.5%	0.0%	0.5%
资产减值损失	0.4	0.2	0.0	0.0	0.0	-363.5%	-53.8%	-100.0%	NA	NA
营业利润	7.2	30.8	70.7	109.7	172.6	17.7%	327.6%	129.8%	55.1%	57.3%
增长率	17.7%	327.6%	129.8%	55.1%	57.3%	NA	310.0%	-197.8%	-74.7%	2.2%
营业利润率	4.3%	11.7%	17.3%	17.2%	17.3%	0.0%	7.4%	5.6%	-0.1%	0.1%
加: 营业外收入	4.8	13.3	10.0	13.0	17.0	-42.7%	174.3%	-24.8%	30.0%	30.8%
减: 营业外支出	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	-100.0%	NA	NA	0.0%	0.0%
利润总额	12.0	44.1	80.6	122.6	189.5	-17.2%	265.9%	82.9%	52.1%	54.5%
减: 所得税	1.2	5.5	11.3	17.2	26.5	68.7%	353.1%	104.0%	52.1%	54.5%
实际所得税率	10.1%	12.6%	14.0%	14.0%	14.0%	5.2%	2.4%	1.4%	0.0%	0.0%
净利润	10.8	38.5	69.3	105.4	163.0	-21.7%	256.1%	79.9%	52.1%	54.5%
减: 少数股东损益	-0.3	0.5	1.0	2.0	2.0	NA	-295.8%	98.5%	100.0%	0.0%
归属母公司的净利润	11.1	38.0	68.3	103.4	161.0	-19.8%	243.3%	79.7%	51.4%	55.6%
增长率	-19.8%	243.3%	79.7%	51.4%	55.6%	NA	263.1%	-163.6%	-28.3%	4.2%
净利润率	6.7%	14.5%	16.7%	16.2%	16.1%	-3.1%	7.8%	2.2%	-0.5%	-0.1%
每股收益(元)	0.17	0.57	1.02	1.54	2.40	-19.8%	243.3%	79.7%	51.4%	55.6%

资料来源: 东海证券研究所

表 8. 可比公司估值

公司名称	代码	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	股价 (元)	EPS					PE				
					08A	09A	10A	11E	12E	08A	09A	10A	11E	12E
亿阳信通	600289	64.8	64.8	11.50	0.13	0.15	0.21	0.00	0.33	87.8x	78.6x	54.5x	39.8x	34.6x
交技发展	002401	19.0	4.7	35.69	0.43	0.51	0.70	0.90	1.24	83.7x	69.9x	51.3x	39.7x	28.8x
和而泰	002402	19.5	4.9	29.21	0.43	0.55	0.81	0.00	1.55	68.1x	53.4x	35.9x	26.9x	18.9x
平均值										79.9x	67.3x	47.3x	39.7x	27.4x

资料来源: 东海证券研究所

表 9. 三、四月份创业板新上市公司表现

公司简称	代码	发行价格	发行市盈率	发行量 (亿股)	上市时间	首日上市 开盘价	首日静态 市盈率	相对发行 价涨幅	目前股价	回落幅度	目前静态市 盈率
通裕重工	300185	25.00	53.42	0.90	2011-03-08	24.00	44.85	-4.0%	19.45	-19.0%	36.35
大华农	300186	22.00	51.16	0.67	2011-03-08	23.50	45.43	6.8%	18.08	-23.1%	34.95
永清环保	300187	40.00	81.63	0.17	2011-03-08	48.00	76.77	20.0%	48.52	1.1%	77.60
美亚柏科	300188	40.00	80.00	0.14	2011-03-16	46.80	61.00	17.0%	46.67	-0.3%	60.83
神农大丰	300189	24.00	88.89	0.40	2011-03-16	26.50	68.88	10.4%	22.35	-15.7%	58.09
维尔利	300190	58.50	69.64	0.13	2011-03-16	70.15	82.36	19.9%	53.96	-23.1%	63.35
潜能恒信	300191	41.46	56.03	0.20	2011-03-16	45.00	59.64	8.5%	35.68	-20.7%	47.29
科斯伍德	300192	22.82	49.02	0.19	2011-03-22	27.00	56.28	18.3%	19.23	-28.8%	40.08
佳士科技	300193	26.50	63.10	0.56	2011-03-22	25.33	57.24	-4.4%	21.58	-14.8%	48.77
福安药业	300194	41.88	46.02	0.33	2011-03-22	39.80	43.12	-5.0%	35.08	-11.9%	38.00
长荣股份	300195	40.00	53.33	0.25	2011-03-29	38.00	47.44	-5.0%	37.65	-0.9%	47.01
长海股份	300196	18.58	46.45	0.30	2011-03-29	22.88	55.40	23.1%	18.60	-18.7%	45.04
铁汉生态	300197	67.58	110.07	0.16	2011-03-29	78.03	na	15.5%	69.81	-10.5%	na
3月份平均值			65.29				58.20	9.33%		-14.33%	49.78
纳川股份	300198	31.00	63.63	0.23	2011-04-07	29.50	47.94	-4.8%	29.50	0.0%	47.94
翰宇药业	300199	30.19	67.09	0.25	2011-04-07	30.33	57.39	0.5%	31.28	3.1%	59.19
高盟新材	300200	21.88	62.51	0.27	2011-04-07	21.88	59.41	0.0%	18.44	-15.7%	50.07
海伦哲	300201	21.00	51.22	0.20	2011-04-07	22.80	46.25	8.6%	18.12	-20.5%	36.76
聚龙股份	300202	22.38	60.32	0.21	2011-04-15	24.00	50.61	7.2%	25.00	4.2%	52.72
聚光科技	300203	20.00	60.89	0.45	2011-04-15	21.97	60.39	9.9%	16.90	-23.1%	46.46
舒泰神	300204	52.50	63.25	0.17	2011-04-15	49.11	56.97	-6.5%	42.54	-13.4%	49.35
天喻信息	300205	40.00	66.89	0.20	2011-04-21	38.48	58.81	-3.8%	32.91	-14.5%	50.29
理邦仪器	300206	38.00	60.32	0.25	2011-04-21	38.00	57.56	0.0%	31.31	-17.6%	47.43
欣旺达	300207	18.66	58.94	0.47	2011-04-21	22.50	67.48	20.6%	17.22	-23.5%	51.64
恒顺电气	300208	25.00	46.64	0.18	2011-04-26	24.00	40.77	-4.0%	21.68	-9.7%	36.83
天泽信息	300209	34.28	61.21	0.20	2011-04-26	32.00	53.30	-6.7%	28.11	-12.2%	46.82
森远股份	300210	22.00	46.81	0.19	2011-04-26	25.00	49.14	13.6%	22.50	-10.0%	44.23
4月份平均值			59.21				54.31	2.66%		-11.75%	47.67
全部平均			62.25				56.25	5.99%		-13.04%	48.73

资料来源: 东海证券研究所, WIND

风险提示

市场成熟度低, 公司技术优势不能完全转换为市场优势的风险

目前我国智能交通管理系统行业还处于起步阶段, 市场成熟度较低, 这主要表现在三个方面: 第一是技术标准缺位, 政府采购部门对市场内产品缺乏甄别手段; 第二是规划缺位, 系统建设缺少事前规划设计, 停留在采购单项硬件产品、单项基础应用系统的层面; 第三是管理理念落后, 部分交通管理者只强调硬件先进性, 对软件的管理价值认识不足。公司从软件平台研发入手, 在行业内确立了领先的软件研发和应用优势, 提供整体解决方案能力在国内领先。但受制于市场成熟度等因素, 公司技术优势在转化为市场优势时有一定程度的削弱, 如客户招标时经常只采购单项基础应用系统, 或只采购某项硬件产品, 或只认可软件对硬件的支持功能, 对其管理功能认识不足, 这些都制约了公司技术优势的发挥。虽然随着我国城市化进程加速和智能交通管理需求的发展, 越来越多的客户倾向于采用城市“智能交通管理整体解决方案”, 且公司正尝试通过募投项目建设逐步引导行业发展方向, 但在可预见的一定时期内, 公司都面临着技术优势不能完全转化为市场优势的风险。

政府采购带来的经营风险

公司主营智能交通管理业务，主要客户为各地的政府交通管理部门，销售收入主要来自于政府采购。因此，政府采购产品的数量、价格、周期、管理制度等对公司经营的影响较大。同时公司单个政府采购项目的金额较大，若与项目相关的采购政策、回款政策、项目结算政策等发生不利变化，或受制于财政资金预算安排周期等因素的影响，都有可能给公司带来经营风险，比如结算进度延迟、回款滞后等。

作者简介

康志毅：高级研究员，从事电信服务及通信设备业、广电服务及新闻广电业研究，毕业于吉林大学，经济学硕士；2009年7月加盟东海证券研究所。

评级定义

市场指数评级	看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20% 看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10% 标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
公司股票评级	买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15% 增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间 中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间 卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897