

易华录新股估值分析报告

（仅供参考）

上市时间	股票代码	股票名称	发行价格	发行后摊薄市盈率(倍)	发行后每股净资产(元)	每股收益(元)	净资产收益率(%)
2011-5-5	300212	易华录	30.46	68.76	9.12	0.443	27.25
发行数量(万股)	上市数量(万股)	发行后股本(万股)	中签率(%)	主承销商	所属行业	合理估值定位	
1700	1460	6700	2.792	中航证券	交通信息设备	29.7-31.68	
公司投资要点	自2001年成立以来，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。						
	易华录从集成指挥平台系统的开发起步，逐步介入了所有基础应用系统的系统集成业务。公司现有业务遍及国内26个省，智能交通管理系统产品已在全国121个城市大规模应用，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，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。						
	2007~2010年，公司签署的合同总金额分别为9,559万元、18,835万元、21,098万元、24,942.30万元，复合增长率达37.67%。单个销售合同金额在500万以上的大额合同数量分别为6个、10个、7个、14个。2010年5月，公安部正式发布了《公安交通指挥系统建设技术规范》，对公安交通指挥系统的基本功能及资源配置标准进行了明确，这为以易华录为代表的行业优势企业的高速发展提供了良机。						
	公司本次募投项目之“智能交通管理操作系统研发项目(ATMOS)”全面开发完成后，ATMOS产品的销售将包括承做智能交通管理系统工程项目中的销售和纯软件产品独立销售两种模式，公司盈利模式趋于多样化，完成从系统集成商向产业链最高端的咨询设计商迈进的关键一步。						
募集资金投向	公司本次实际募集资金扣除发行费用后的净额为47,993.72万元，全部用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需的营运资金。						
	序号	项目名称	项目投资总额	项目使用募集资金金额	募投达产时间	备案、核准情况	
	1	(ATMOS)	5,080	5,080	3年	京石景山发改(备)【2010】4号	
	2	新一代智能交通系统开发与建设示范项目(AITDS)	7,423	7,423	3年	京石景山发改(备)【2010】3号	
	3	与主营业务相关的营运资金项目	—	—		—	
智能交通管理操作系统研发项目预计第二年初步开发完成；新一代智能交通系统开							

	发与建设示范项目从启动到初步建成需要1~2年。 预计项目完全建成后，将新增年收入2亿元，新增年净利润4380万元，增厚每股收益0.65元。
估值分析	同类可比上市公司主要有银江股份、皖通科技、赛为智能及交技发展，2010年公司毛利率33.96%与银江股份及皖通科技相近，盈利能力强于银江股份。另外的亮点在于公司08-10年毛利率持续高于行业平均水平且稳定提升。随着公司对上游设备提供商和下游招投标业主的议价能力逐步提高，且逐步使用子公司的关键硬件设备将使未来毛利率继续保持上升趋势。 根据机构一致预测，公司2011年平均每股收益为0.99元（摊薄后），参考同行业可比上市公司估值水平给予易华录2011年30-32倍动态PE，对应的合理价值区间为29.7-31.68元
风险提示	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。 公司目前在集成指挥平台系统、交通信号控制系统、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等领域掌握了国内外先进技术，这些技术是公司核心竞争力的体现。如果公司的核心技术泄密，将会对公司产生不利影响。 2008-2010年，公司享受的税收优惠的金额及其占当年净利润比重分别为58.40%、41.87%、19.09%呈逐年下降趋势，但占比仍较高。若国家调整有关高新技术企业及软件产业的相关优惠政策，可能会在一定程度上影响公司的盈利水平。 截至2010年12月31日，公司的净资产为13,100.21万元，本次发行完成后，公司净资产将大幅增长，若募集资金新建项目不能在短期内对公司盈利产生显著贡献，公司存在净资产收益率下降的风险。 募投项目完成后预计每年将增加1,680.28万元的固定资产折旧费用，占公司2010年度利润总额的38.13%，预计公司每年将增加364.05万元的资本化研发支出摊销，占公司2010年度利润总额的8.26%，本次募集资金投资项目投产后固定资产折旧和研发支出摊销增幅较大，短期内会对本公司经营业绩产生一定的影响。
综述	给予易华录2011年30-32倍动态PE，对应的合理价值区间为29.7-31.68元。近期中小板及创业板估值水平回落，新股上市首日估值有向下拉动可能，仅供参考！

安信证券新股研究组

投资顾问 康凯