

2011年6月27日

天泽信息

车联网排头兵

A

买入

300209.SZ—人民币 25.05

目标价格: 人民币 34.00

胡文洲, CFA*

(8621) 2032 8520

Eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	-	(8)	-	-
相对新华富时A50指数(%)	-	(8)	-	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	80
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	501
3个月日均交易额(人民币 百万)	9
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
无锡中住集团有限公司	30

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*周中为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

天泽信息是A股车联网上市第一股。根据ABI Research统计,到2015年我国车联网仅服务收入就将超过600亿元,其中工程机械和商用车领域的市场空间约为200亿元。行业的巨大空间为天泽信息提供了快速发展的契机。我们预计公司2011-13年每股收益分别为0.96、1.35和1.77元。公司质地优良,行业前景靓丽,管理层执行力强,战略方针明确。我们认为公司目前股价被严重低估,首次覆盖给予买入评级,目标价34.00元。

支撑评级的要点

- 车联网进入快速发展通道。随着我国各类车辆的联网,车联网技术巨网商用工程设备保有量将快速增长,对车联网的需求将超过600亿元。车联网的快速发展,将带动车联网产业链的快速发展。天泽信息作为车联网产业链的龙头,将受益于车联网的快速发展。
- 商用车客户开拓不及预期;工程机械行业整体增速下滑带来的风险;整车厂商自行投资建设车联网平台。
- 公司的长期投资价值在于信息服务平台。依托“天泽信息”平台,公司未来随着平台带来的附加值将逐步提升。天泽信息的信息服务平台,将为公司带来巨大的附加值,并为公司带来新的增长点。

评级面临的主要风险

- 商用车客户开拓不及预期;工程机械行业整体增速下滑带来的风险;整车厂商自行投资建设车联网平台。

估值

- 我们预计2011-13年每股收益分别为0.96、1.35和1.77元,复合增长率达到35%。我们给予公司35倍2011年市盈率,对应约1倍PEG,目标价为34.00元,首次评级为买入。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	89	143	213	293	384
变动(%)	27	60	49	37	31
净利润(人民币 百万)	28	48	77	108	142
全面摊薄每股收益(人民币)	0.46	0.80	0.96	1.35	1.77
变动(%)	31	74	21	40	31
市盈率(倍)	54	31	26	19	14
每股现金流量(人民币)	0.25	0.60	(0.36)	0.83	0.48
价格/每股现金流量(倍)	97	40	(66)	29	50
企业价值/息税折旧前利润(倍)	73	36	23	15	11
每股股息(人民币)	NA	NA	0.24	0.34	0.44
股息率(%)	NA	NA	25	25	25

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

投资摘要.....	3
盈利预测和估值.....	5
需求旺盛，车联网发展空间巨大.....	9
工程机械：渗透率提升和新客户开拓.....	15
商用车前装：公路物流成长新动力	20
行业竞争分析.....	25
财务分析.....	29
公司简介.....	32
主要风险.....	37
研究报告中所提及的有关上市公司	39

投资摘要

车联网 2011 年进入快速发展通道。车联网概念经过 2010 年的酝酿，在 2011 年有望进入大规模落地阶段。1) 以工程机械、商用车为代表的商业领域需求迫切：工程机械、商用车领域率先出现车联网的大规模应用有其必然原因，归纳起来就是：**创造价值大，支付能力强**；2) 政策强力推动：继 2010 年一系列政策之后，2011 年 4 月交通部联合 4 部委发布《关于加强道路运输车辆动态监管工作的通知》以及交通部单独发布《道路运输车辆卫星定位系统车载终端技术要求》。依据规定，**今年 8 月 1 日起，所有旅游包车、三类以上班线客车和运输危险化学品、烟花爆竹、民用爆炸物品的道路专用车辆，必须在出厂前安装符合标准的卫星定位装置**。我们认为作为具备确实需求的车联网应用，持续的政策推动可以期待，将成为行业重要的催化因素。

商用车是天泽信息未来主要成长引擎。公司在商用车（重卡）领域可能复制工程机械业务的成功路径。传统上公路物流以后装为主，公司试图复制在工程机械领域取得较大成功的前装模式，同国内主要商用车生产厂商（重卡为主）合作开拓公路货运车辆信息管理市场，已经取得了一系列成果。我国 2010 年重卡年销量约为 101.5 万辆，车辆信息管理市场空间远大于工程机械。在前装市场，公司已与北汽福田、陕西重汽、上汽依维柯红岩、东风汽车等客户签订技术合作协议或试装协议，进行车辆测试。

工程机械领域的需求依然旺盛，成长动力来自渗透率提升和新客户拓展。大型挖掘机产品单位价值高，是车联网应用的首选。公司在挖掘机领域市场占有率约为 50%，公司正在从挖掘机行业逐步向单价较低的其他工程机械产品渗透，市场容量将成倍扩张。在挖掘机领域，公司拥有日立、卡特彼勒、成都神钢等持续增长的优质标杆客户，在挖掘机这一高端市场地位稳固，增长确定。新客户开拓又是公司另一重要看点，中联重科、三一重工等都是公司的重要潜在客户，由于前装客户普遍体量较大，一旦市场开拓获得成功，收入增长空间将打开。

公司的长期投资价值在于车联网信息管理服务。依托“天泽星网”，公司 2010 年远程信息服务付费客户数达到 8.1 万台，未来随着平台带来的附加值得到越来越多客户的认可以及公司在前装市场的大力开拓，我们预计远程信息服务付费客户数将大幅上升。“天泽星网”的平台价值将逐步凸显。

公司股权结构简单，没有小非减持压力。实际控制人孙伯荣先生和公司董事长徐进先生合计拥有公司 75% 的股权，锁定期为 3 年。发行在外股份占公司另外 25%。公司三年内没有财务投资者的解禁压力。

我们与市场预期不同之处：

市场认为天泽信息严重依赖于工程机械销量。我们认为天泽信息未来 3 年的主要增长点来自于：1) 商用车领域，特别是重卡领域的市场需求开始爆发；2) 工程机械行业渗透率提升的趋势日趋明朗；3) 工程机械本身市场规模庞大，需求旺盛，而竞争对手的实力有限，公司有持续开拓新的客户，获取更大市场份额，从而获得超越行业的增长。

市场认为车联网行业相对门槛不高，竞争将趋于激烈。我们认为在硬件终端设备制造领域成为红海是不可避免的，但是天泽信息的核心投资价值在于其软件和天泽星网为代表的车联网平台。对于客户需求的准确把握并且有能力为客户构建基于互联网的后台管理平台是公司的核心竞争力。国内实际具备竞争力的公司并不多。而对于通信运营商、导航设备/通信设备商、整车厂商、地图提供商等进入市场会导致行业竞争过渡的担忧我们认为没有必要，原因在于：1) 车联网涉及各方的核心利益，需要一个独立专业的平台提供方来平衡各方面的利益关系；2) 公司可采取如成立合资公司等方式化解这一风险；3) 由于行业特性，客户往往只会选择一家核心车联网服务提供商，并且客户切换成本较高，天泽被竞争对手取代的可能性很小，公司作为行业领先企业具备先发优势。公司自切入工程机械和公路物流领域以来未丢失一个大客户。

盈利预测和估值

盈利预测核心假设

收入假设:

- 1) 工程机械 2011-2013 年配套软硬件销售增速分别为 30%、25%和 20%;
- 2) 重卡前装销售 2011 年新增 7,000 套(软硬件),运营服务增加 7,000 辆。2012 年-13 年增速分别为 70%和 50%;
- 3) 假设安装公司车辆远程管理软件客户 90%使用天泽星网运营服务;
- 4) 假设工程机械远程信息服务2011-2013 年每年离网率 35%、30%、25%,其他领域(公路物流、出租车、行政执法等)每年离网率 20%;
- 5) 车载信息终端及配件平均售价小幅度下降,车辆远程管理软件和信息服务费用逐步上升。

图表 2. 主营业务收入预测表

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
终端配套软件(单位: 套)	18,105	21,520	40,532	61,249	81,372	103,624
-工程机械	16,673	20,030	35,342	45,945	57,431	68,917
增速 (%)		20	76	30	25	20
-商用车				7,000	11,900	17,850
增速 (%)					70	50
-物流/出租车/行政执法	1,432	1,490	5,190	8,304	12,041	16,857
增速 (%)		4	248	60	45	40
车载信息终端 (单位: 台)	12,966	16,423	29,043	47,187	64,727	85,003
-工程机械	9,671	12,775	20,939	27,221	34,026	40,831
增速 (%)		32	64	30	25	20
-商用车				7000	11,900	17,850
增速 (%)					70	50
-物流/出租车/行政执法	3,295	3,648	8,104	12,966	18,801	26,322
增速 (%)		11	122	60	45	40
远程信息服务 (单位: 辆)	44,175	63,764	81,000	111,954	156,989	213,652
-工程机械	26,475	43,264	55,000	74,350	100,015	132,036
增速 (%)				35	35	32
-公路物流	2,500	4,000	8,000	18,554	36,390	60,348
增速 (%)				132	96	66
-客运出租	13,000	14,000	15,000	15,900	17,277	17,795
增速 (%)				6	3	3
-行政执法车辆	2,200	2,500	3,000	3,150	3,308	3,473
增速 (%)				5	5	5
平均售价						
车载信息终端及配件 (元/台)	1,665	1,626	1,492	1,490	1,475	1,450
车辆远程管理软件 (元/台)	1,613	1,425	1,470	1,480	1,500	1,510
车辆远程管理信息服务 (元/台/年)	436	497	464	465	480	490
主营业务收入	70	89	143	213	293	384

资料来源: 公司年报, 中银国际研究部

毛利率:

我们预计公司 2011-2013 年整体毛利率水平分别为 74.0%、75.2%和 75.6%，理由如下：

- 1) 硬件终端销售毛利率未来 2 年可能会略有下降, 因为公司客户结构发生变化, 国内客户收入占比逐步增加, 硬件销售毛利率预计将小幅度下降。
- 2) 软件毛利率稳定在 100%。
- 3) 运营服务毛利率未来将逐步上升, 因为运营服务具有规模效应, 随着公司车联网用户数量不断上升, 毛利率有望上升。

图表 3. 未来三年毛利率预测



资料来源：公司年报，中银国际研究部

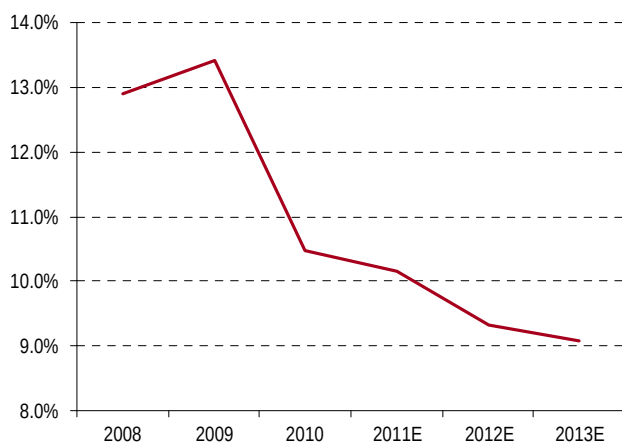
注：2010 年毛利率大幅度提升因为公司合并深圳天昊，信息终端盈利能力大幅上升所致

费用率：

我们预计公司 2011 年销售费用率将保持稳定，因为 2011 年公司重点开拓重卡客户，销售费用支出增长同收入增长保持同步，客户成功开拓后销售费用率将逐步走低。

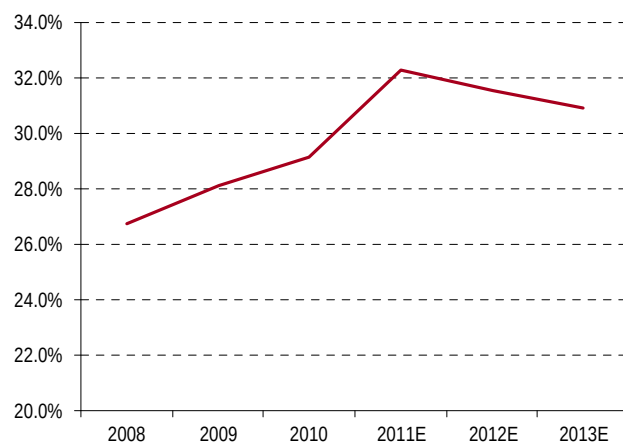
我们认为 2011 年管理费用率将有小幅提升，因为公司上市之后从未来的战略发展角度加大了研发投入。

图表 4. 未来 3 年销售费用率预测



资料来源：公司年报，中银国际研究部

图表 5. 未来 3 年管理费用率预测



资料来源：公司年报，中银国际研究部

估值

PEG 估值

根据我们的测算，天泽信息 2011-2013 年的每股收益分别为：0.96 元、1.35 元和 1.77 元，同比增速分别为 61%、40%和 31%，复合增长速度为 36%。公司质地优良，管理层执行力强，未来维持高速增长的可能性较大。对于高成长的科技股，如按照 1 倍 PEG 对公司进行估值，即给予公司 36 倍 2011 年市盈率，由此得出公司合理价值为 34.6 元/股。

相对估值（市盈率估值）：

对比中小板和创业板中行业类似，成长性相近的公司，我们得到行业目前平均 2011 年市盈率为 35 倍。我们认为天泽信息的公司质地优良，商业模式较好，市场空间广阔，成长性高于可比公司平均水平。我们给予公司 2011 年 35 倍 2011 年市盈率，对应价格 33.6 元/股。

图表 6. 可比公司市盈率

代码	名称	收盘价	总市值	流通市值	每股收益(元)				市盈率(倍)				净利润复合增速(%)	PEG (倍)	净资产收益率(%)
					2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013			
			(百万)	(百万)									2011-13E	2011	2011E
002405.SZ	四维图新	30.79	14,788	11,096	0.48	0.74	1.08	1.65	64	42	28	19	49.4	0.84	14.5
002383.SZ	合众思壮	31.15	4,486	1,121	0.86	1.22	1.61	1.63	36	25	19	18	15.5	1.65	14.8
002232.SZ	启明信息	10.79	4,408	4,165	0.28	0.40	0.61	0.85	39	27	18	13	46.5	0.58	16.2
002151.SZ	北斗星通	27.31	4,131	1,748	0.38	0.43	0.60	0.72	72	64	46	38	29.1	2.19	na
300101.SZ	国腾电子	28.75	3,996	1,006	0.39	0.59	0.85	1.09	73	49	35	27	35.7	1.38	9.7
300045.SZ	华力创通	20.10	2,693	683	0.35	0.53	0.80	1.18	58	38	25	17	49.0	0.77	9.4
300036.SZ	超图软件	17.00	2,040	1,156	0.62	0.54	0.72	1.03	28	32	24	16	38.7	0.82	11.0
300177.SZ	中海达	40.68	2,034	509	0.95	1.49	2.05	2.71	43	27	20	15	34.9	0.78	17.0
300065.SZ	海兰信	33.56	1,859	987	0.68	1.06	1.61	1.50	50	32	21	22	18.9	1.68	13.4
300075.SZ	数字政通	21.90	1,840	650	1.07	0.85	1.15	1.54	21	26	19	14	34.7	0.74	na
平均值									48	35	25	20	33.1	1.14	13.2
300209.SZ	天泽信息	25.05	2,004	401	0.60	0.96	1.35	1.77	31	26	19	14	36.1	0.72	16.3

资料来源：中银国际研究部

*股票价格取 2011 年 6 月 24 日的收盘价格

综合以上两种估值方法我们认为公司的合理股价应该在 34 元左右。我们首次评级为**买入**，目标价 34.00 元，给予 2011 年约 35 倍市盈率，对应约 1 倍 PEG。

需求旺盛，车联网发展空间巨大

需求前景靓丽：

根据 ABI Research 的统计，到 2015 年我国车联网仅服务收入就将超过 600 亿元，其中工程机械和商用车领域的市场空间约为 200 亿元。

对于车联网的需求主要来自于：1) 车辆生产者：整车厂商和工程机械设备生产商；2) 销售和服务提供商：4S 店和二级经销商；3) 金融租赁出租方；4) 车主；5) 车辆驾驶人员。

对于整车厂商而言，天泽星网的战略意义重大。

- 1) 产品方面，为产品后续改进升级积累第一手数据。天泽星网将整个车辆/工程机械设备生命周期中所产生的数据通过采集终端采集到数据库，再将数据进行有效的存储、分析，最后生成对车厂进行商业决策有作用的报表并且推送给需要数据的部门，让车厂能够实现车辆最真实的信息反馈，这一应用商业价值巨大。
- 2) 营销方面，可帮助制定销售策略，监测经销商行为。天泽星网能够依据数据进行市场纪律的管理，物流管理，库存管理，营销数据分析，帮助厂商获取地区开工率数据以决定设备厂商的销售策略。另外还能够防止营销公司非常头疼的车辆/工程机械销售异地串货现象。
- 3) 增加产品附加值。国外工程机械领域类似的车载信息终端和车辆远程管理服务已经成为产品的标准配置，是产品附加值的重要体现。国内目前能够提供的功能还比较有限，对工程机械产品的价值提升不大，工程机械使用客户的主要关注点还不在这里，但是行业发展趋势不可逆转。

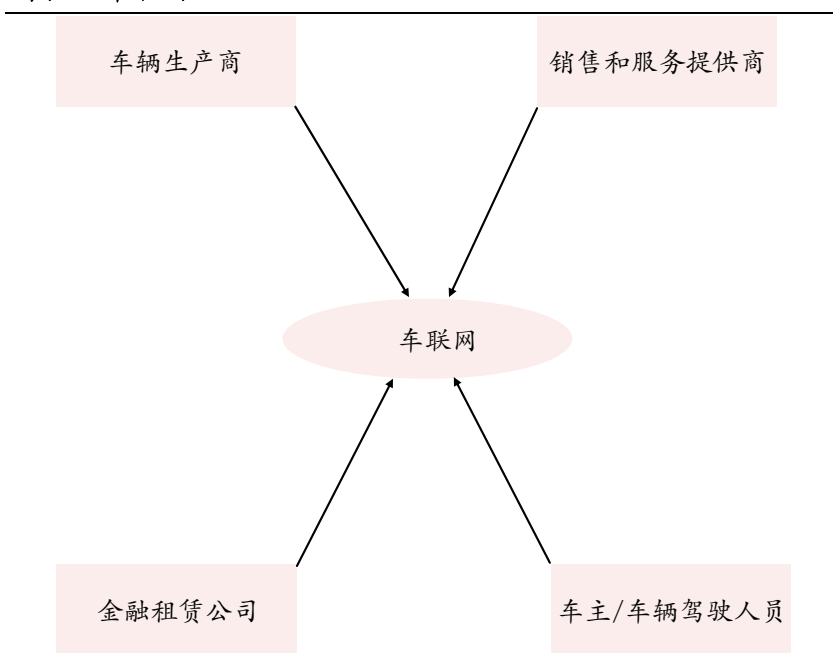
4S 店和服务提供商可以利用天泽星网实现营业额提升。4S 店和服务站能够通过天泽星网和车载设备，了解车辆的保养情况和运行状况，提供数据主动推送服务，让客户感到关怀的同时能够推销出自己的服务和配件，实现营业额的提升。

金融租赁出租方对车联网服务的需求爆发最早，也最为稳定。金融租赁公司的核心关注点在于还款的及时性和安全性。通过天泽星网和车载终端，金融租赁公司可以对不能按时归还贷款的车辆进行锁车，并且通过推送还款提醒、还款帮助等服务提高还款的便利性。目前天泽星网在工程机械领域的客户大多数是出于还款监控的目地购买天泽星网的车辆远程信息管理服务，我们认为随着贷款购买成为工程机械、商用车领域（65%为贷款销售）的常态，金融租赁出租方（如银行、销售公司、金融公司、4S店等）的需求将继续稳步增长。

车主的需求空间提升空间最大，新的需求增长点不断的涌现。车主能够通过天泽星网终端了解车辆所在的位置和运行状况。对于专业物流公司等客户而言，能够利用天泽星网终端对车队进行有效管理，例如车队的调度，驾驶员绩效考核等等。

驾驶人员是未来最广泛的使用者，现阶段贡献有限。车载信息系统目前对驾驶员的帮助相对有限，仅仅提供导航、天气信息、娱乐等功能很难吸引驾驶人员付费使用。参考国外市场的经验，未来通过天泽星网和车载终端，帮助驾驶人员节省燃料，提高对车辆行驶状况的把握等功能有助于进一步吸引驾驶人员，但是寻找合适的商业模式依然是未来需要解决的问题。

图表 7. 车联网



资料来源：招股说明书，中银国际研究部

图表 8. 天泽星网用户

用户类型	帮助用户实现目标
金融机构、车辆所有者	获得良好的信用保证；必要时采用远程锁车指令，保证财产安全。
物流企业	掌握车辆、驾驶员或货物的状态、控制运输成本、管理运输订单、确保运输安全和货物安全，提高生产效率。
车辆制造商、销售代理商	进行位置查询，了解某一区域内的产品销售及各代理点市场分布状况，以便于制定相关产品的销售计划和策略；了解车辆在某区域的运行和故障情况，获得关于产品的故障排除、质量改进、新产品研发的有效数据；变被动服务为主动服务，加强车辆维修管理，提升车辆维修效率和效益，提高售后服务质量；凸显产品的科技性，有助于提高产品销量，扩大市场份额。

资料来源：招股说明书，中银国际研究部

目前公司的运营平台服务收费约为平均每客户每月 75 元人民币，其中工程机械由于服务功能多，系统复杂，平均每客户每月费用一般在 80 元以上，而物流车辆和出租车辆由于所需功能相对较少，平均每客户每月收费一般在 50 元左右。我们认为未来随着公司服务项目的增加，平台附加值的提高，ARPU 值存在上升的空间。

车联网平台投资价值显著

公司长期投资价值在于“天泽星网”的平台价值。使用“天泽星网”车辆远程管理信息服务平台的车辆和机械设备数量越多，运用车联网技术和方法进行车辆管理的价值就越大。借助“天泽星网”平台，公司掌握了巨大的行业和产品数据库，目前“天泽星网”帮助客户对设备进行监控管理只是其中一种应用形式，“天泽星网+终端”所获得的数据能够帮助客户进行有效的商业决策，例如；帮助维护保养企业获取车辆保养方面的信息。公司 2011 年将加大研发方面的投入，不断在“天泽星网”加入更多的增值服务产品，提高平台的附加值。

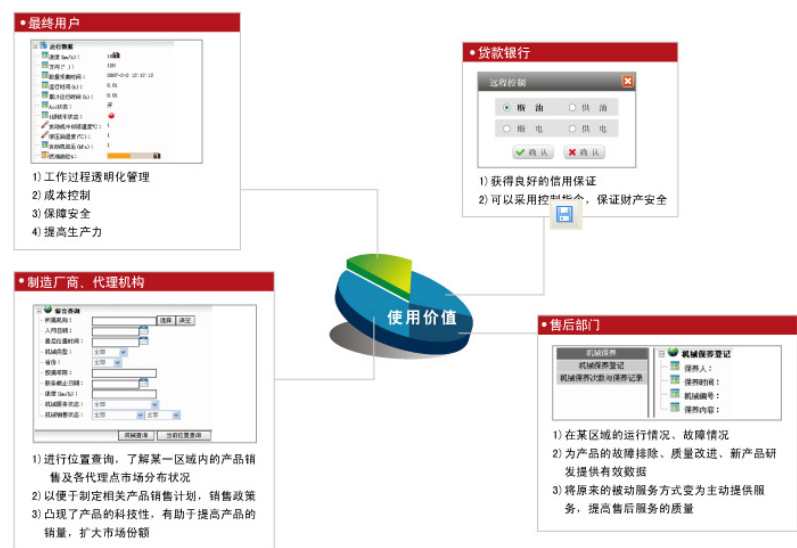
图表 9. 天泽星网商业价值

商业价值	具体内容
控制车辆运行成本 精细化管理，提高效率	通过油耗监控、费用监控等降低车辆运行成本。 通过及时了解车辆的基本信息、维修信息、违章信息、保养信息等，对车辆进行精细化管理；实时获得车辆位置信息、状态信息、工况信息等数据，精确调度，提高工作效率。
保障车辆、货物、人员安全	实时获知车辆运营中超速、疲劳驾驶、路线/区域偏移、异常温度等存在安全隐患的等预警信息，配备紧急报警开关，保障车辆、货物、人员安全。
改变传统作业方式	将车辆、货物、人员的管理嵌入到行业用户的作业流程中，为车辆所属行业的作业形态带来革命性变革。
整合运输资源	整合运输资源，合理调配，提高社会节约化程度。
低碳减排，保护环境	通过优化车辆作业流程，降低油耗、减少排放，促进环境保护。
提供宏观决策依据	根据不同类别车辆获得的数据，通过海量数据分析，为整合公路运输运力、基础设施建设分布、公共交通出行路况等宏观决策提供依据。

资料来源：招股说明书，中银国际研究部

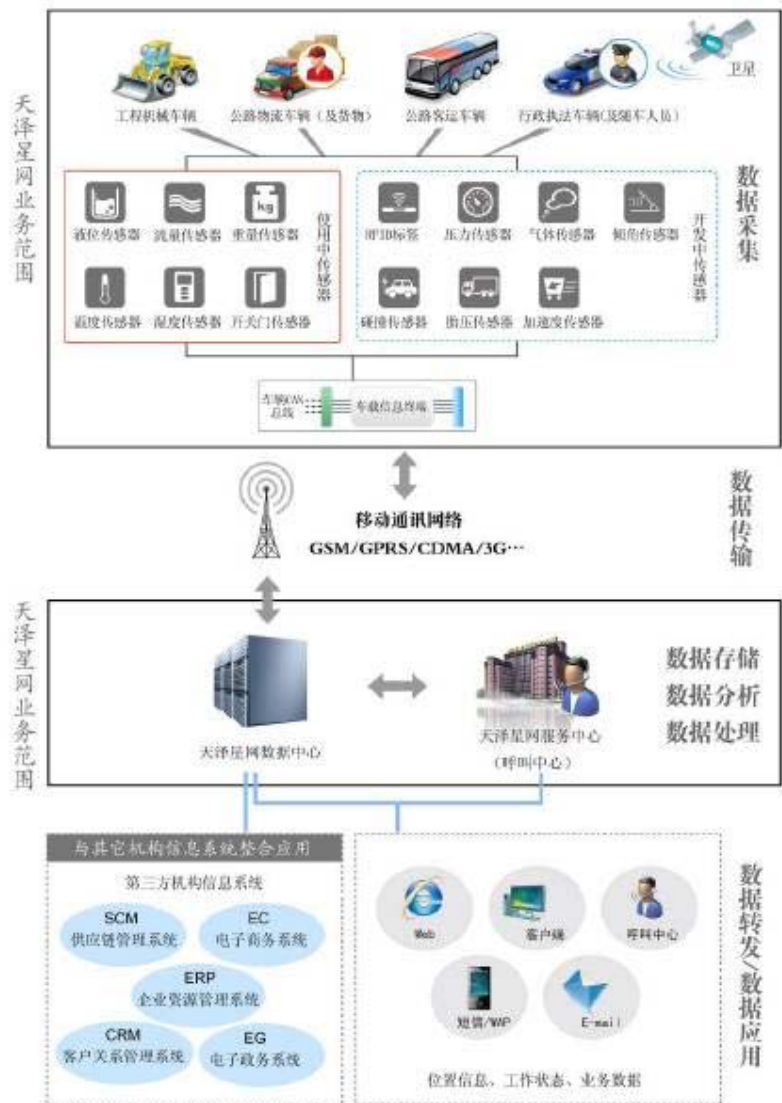
另一方面，公司目前的服务平台收费客户以厂商、代理商、4S店、设备拥有者等需要对机械/车辆进行管理的企业级客户为主。公司未来目标客户群体还包括规模庞大的设备/车辆使用者，通过附加更多对终端使用者有价值的信息和服务，从而将设备使用者纳入公司收费客户的范围，使得公司客户群体大大扩展。随着公司产品能够给客户带来的价值不断提升，天泽星网作为一个平台的价值边界也将快速扩张。

图表 10. 天泽星网的平台使用价值



资料来源：公司资料，中银国际研究部

图表 11. 天泽星网业务范围



资料来源：招股说明书，中银国际研究部

图表 12. 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
公路运输	客运	客运出租车、公交车、长途客运车等
	物流	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）
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

资料来源：招股说明书，中银国际研究部

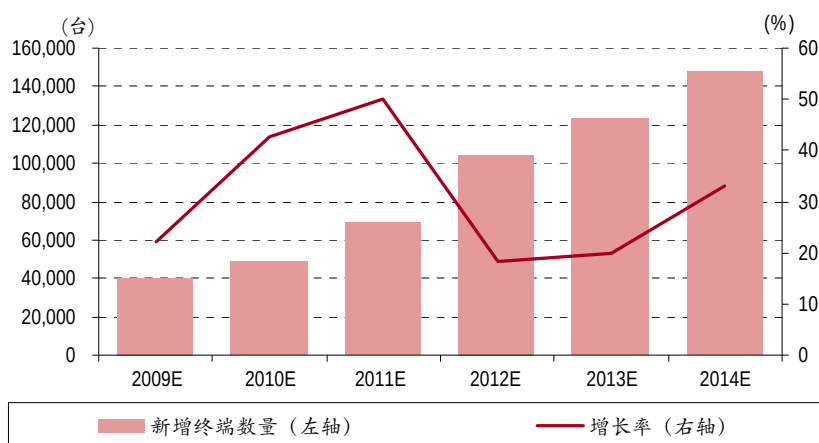
目前车联网/telematics 市场有下面几个主要的市场参与者：地图数据提供商、终端导航设备厂商、整车厂、软件和平台提供企业。从目前乘用车的市场情况来看，合资车厂大多数移植其在海外成熟的 telematics 产品，如丰田的 G-Book、通用的 On-Star，自主品牌如一汽轿车、上海汽车也通过自己投资建设车联网平台的方式扩大其在车联网领域的版图。而在商用车领域，由于相对乘用车销量较小，厂商自行设立车联网服务公司并不经济。因此，第三方合作的形式将是未来市场的主流。国外商用车领域专业服务商中具有代表性的是美国高通和天宝，其中高通公司服务的主要应用领域为长途和本地货车、拖车、重型设备，天宝公司服务的主要应用领域为物流车队跟踪和供应链管理。天泽信息在车联网方面的业务模式同上述两家公司类似。

工程机械：渗透率提升和新客户开拓

市场规模预测

我国的工程机械车辆远程管理信息服务自 2003 年发展至今，市场仍处在快速成长阶段。目前，在工程机械中，大型挖掘机的单位价值较大，车载信息终端的安装率较高。根据中国工程机械工业协会挖掘机分会的统计，2009 年国内新增挖掘机车辆远程管理信息服务单元数约为 3.99 万台，占挖掘机当年销量的 41.99%，约占工程机械当年销量的 7.1% 左右。随着车辆远程管理信息服务在挖掘机市场的广泛应用，工程机械车辆产业链上各利益群体对其认知度不断提高，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也快速提高，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。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，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。

图表 13. 挖掘机新增终端测算



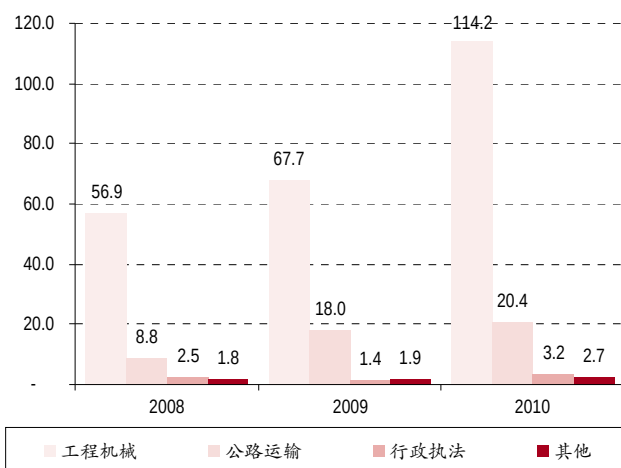
资料来源：工程机械协会挖掘机分会，中银国际研究部
一辆挖掘机对应一台终端设备

工程机械业务收入稳步增长

公司主营业务涵盖工程机械和公路运输等专业应用领域，是国内工程机械车辆远程管理信息服务领域最主要和最具有竞争力的企业之一，在挖掘机车辆远程管理信息服务细分领域公司的市场占有率第一，市场占有率大约 50%。公司拥有一批优质的客户，包括：日立建机、卡特彼勒、沃尔沃、久保田、洋马、维特根、普茨迈斯特、山东临工等高端客户。

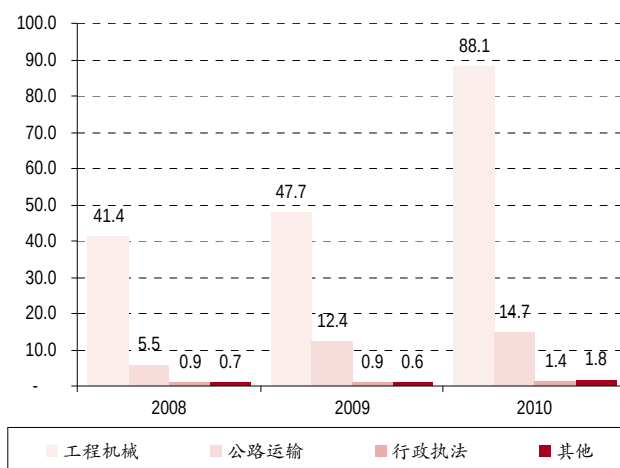
工程机械领域（主要是挖掘机）的软硬件终端销售和车辆远程管理信息服务是公司过去 3 年的主要收入来源。2010 年公司来自工程机械领域的收入为 1.14 亿元，占总收入比重为 81.3%，来自工程机械领域毛利为 8,800 万元，占总毛利比重为 83.2%。公司 2010 年工程机械领域收入增长较快，达到 84.6%，主要原因是：1) 2010 年全国挖掘机销售增长 75%；2) 公司所提供的车联网产品和服务在工程机械领域的渗透率逐步上升。

图表 14 销售收入-分行业



资料来源：招股说明书，中银国际研究部

图表 15.毛利-分行业



资料来源：招股说明书，中银国际研究部

公司未来在工程机械领域未来成长主要来自于：新产品扩张和新客户开拓。

1) 新产品扩张（渗透率上升）：我们发现对工程机械远程管理信息产品和服务的需求逐步正在从高单价的挖掘机等产品向中低单价的小型挖掘机、装载机、混凝土机、塔吊、推土机等产品渗透。

- 2010 年我国挖掘机年销量为 17 万台，目前远程信息管理终端装载率约为 35%左右，在工程机械细分领域中渗透率最高。目前需求还主要集中在大型挖掘机，但是中小型挖掘机需求不断增加已经成为行业的大趋势，其背后的逻辑是远程信息管理能够给厂商、4S 店、金融租赁公司、车主带来更多的运维、监控、操作上的便利性，而不仅仅是金融租赁公司用来确保还款的工具。
- 2010 年装载机年销量为 21.7 万台，公司在装载机领域已经开始出货，但是量很少。根据估计，装载机目前远程信息管理终端渗透率约为 3-5%，装载机单价不低，客户有较强的移动资产管理需求，未来成长空间较大。
- 叉车 2010 年销量大约 16.8 万台，混凝土机械约 3.7 万台，卡车起重机 3.5 万台，压路机约 2.5 万台。以上几种设备除了混凝土机械中泵车装载率较高之外，其他由于设备本身单价较低，厂商装配欲望并不强烈。但是随着信息终端逐步成为厂商提高产品性能，提升产品价值的重要手段之一，我们判断其渗透率也会逐步攀升。

图表 16. 主要工程机械销售量情况

	单位	2005	2006	2007	2008	2009	2010
装载机	辆	105,381	119,868	158,942	165,115	143,272	216,597
混凝土机械	辆	na	na	na	251,956	323,744	37,015
卡车起重机	辆	na	na	na	21,908	27,360	35,423
履带起重机	辆	na	na	na	1,686	1,185	1,750
压路机	辆	na	8,303	9,841	13,407	16,194	25,478
叉车	辆	na	na	na	167,401	103,913	168,461
推土机	辆	na	6,082	7,382	8,662	8,513	13,918

资料来源：中国工程机械信息网、中银国际研究部

2) 大力开拓新客户。公司上市之前就不断加大客户开拓的力度, 根据目前工程机械车联网市场的竞争态势和行业发展方向, 我们判断公司未来有希望在中联重科、三一重工、江苏现代等重要客户获得一定的突破。

■ 中联重科: 我们对公司同中联重科的合作前景比较乐观。中联重科的混凝土机械和吊车等单价较高的工程机械设备对远程信息化管理有较强的需求。

■ 三一重工: 三一曾经自主开发类似的系统, 但是使用情况并不好, 后续服务比较差, 因此三一目前也在同外部供应商寻求合作。我们推测三一重工目前在试用公司的产品, 未来不排除进行深入合作的可能。

3) 原有客户的内生增长。

■ 行业增长速度较快: 根据中银国际预测, 2011 年我国挖掘机销量将达到 20.2 万台, 同比增长 21%。2011 年 1-5 月份的数据显示, 挖掘机销量同比增长 35.4%, 虽然预计下半年销售增速较上半年将有所下滑, 我们仍然认为全年挖掘机销售达到 21% 的增长可能性较大。

■ 优质客户保证公司成长潜力: 公司目前的主要客户如日立建机、成都神钢、卡特彼勒、玉柴和沃尔沃等等处于国内挖掘机行业第一集团, 根据工程机械协会挖掘机分会 2011 年 1 月-5 月的数据, 日立建机、成都神钢、卡特彼勒、玉柴和沃尔沃的挖掘机市场占有率分别为: 9.4%、7.9%、6.0%、5.9% 和 5.4%。公司的大客户以高端进口品牌为主, 抗风险能力较强, 能够从行业增长中获得更大收益。

图表 17. 挖掘机行业和公司销售情况

(台)	2007	2008	2009	2010	2011 年 1-5 月	备注
挖掘机	66,764	77,851	95,820	170,850	74,662	
增速(%)	46.1	16.6	23.1	78.3	35.4	预计 2011 年增速约为 20%~30%
日立建机	9,022	10,519	11,302	17,581	7,669	最早进入的客户
增速(%)	NA	16.6	7.4	55.6	15.4	
卡特彼勒	5,053	4,964	5,935	10,326	4,581	最早进入的客户
增速(%)	NA	(1.8)	19.6	74.0	35.1	
成都神钢	4,242	5,253	7,690	14,777	6,021	小型挖掘机客户
增速(%)	NA	23.8	46.4	92.2	12.5	
沃尔沃	1,609	2,181	3,094	7,533	3,928	主要客户
增速(%)	NA	35.6	41.9	143.5	81.2	
玉柴	3,459	4,107	4,424	7,483	4,329	主要客户
增速(%)	NA	18.7	7.7	69.1	69.1	
斗山太宇	11,594	12,755	14,620	22,074	7,711	
增速(%)	NA	10.0	14.6	51.0	(5.2)	
小松中国	9,950	11,829	14,549	24,020	9,729	石家庄天远 (小松中国代理商)
增速(%)	NA	18.9	23.0	65.1	14.8	
现代(江苏和京城)	9,704	8,517	10,096	18,429	7,360	目前供应商为南京吉美思, 公司开始逐步进入
增速(%)	NA	(12.2)	18.5	82.5	21.8	
山河智能	2,591	2,849	2,926	4,730	1,943	
增速(%)	NA	10.0	2.7	61.7	32.8	
三一重工	1,853	3,217	6,126	14,154	8,200	自行开发
增速(%)	NA	73.6	90.4	131.0	111.6	
柳工	2,114	2,550	3,005	5,595	2,756	
增速(%)	NA	20.6	17.8	86.2	66.6	
其他	4,210	9,963	10,673	19,790	16,677	
增速(%)	NA	136.7	7.1	85.4	85.1	

资料来源: 中国工程机械信息网、中银国际研究部

图表 18. 竞争对手情况

公司名称	工程机械领域主要参与者与市场份额 主要客户	挖掘机市场占有率
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%

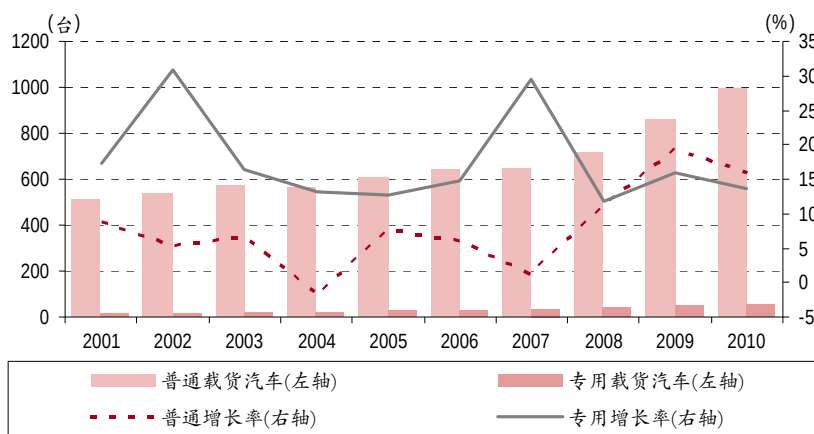
资料来源: 招股说明书, 中银国际研究部

商用车前装：公路物流成长新动力

公路物流领域市场空间有保证

2008 年我国国内公路载货车车载信息终端市场规模大约为 23 万辆，安装渗透率不足 2%。目前国内物流企业对提升物流车辆管理的需求非常迫切：如车辆调度、监控、安全保障等。艾瑞咨询预计到 2014 年我国安装车载信息终端的公路货运车辆将突破 120 万辆，年复合增长率超过 30%。

图表 19. 物流市场增长较快



资料来源：招股说明书、中银国际研究部

公路物流市场传统上属于后装市场，在国内已经经过了十多年的发展，估计市场规模在 30 亿左右（2009 年），较之美国市场 2009 年约 100 亿美元的市场规模差距巨大。具体应用车辆包括：一般货运车辆、特种货运（危化品、冷链运输、运钞车、贵重物品运输等）。之前市场主流的应用是 GPS 定位导航，随着现代物流业的发展，对安全、管理和效率的需求将主导行业的发展。

重卡前装市场有望爆发

我们认为公司有较大可能在重卡领域复制公司在工程机械领域的快速增长的路径。

1、政策推动：车联网具有持续政策性推动。依据交通部今年4月份公布的新规定，**今年8月1日起，所有旅游包车、三类以上班线客车和运输危险化学品、烟花爆竹、民用爆炸物品的道路专用车辆，必须在出厂前安装符合标准的卫星定位装置。**这一政策将在未来数年内持续利好公司的软硬件销售。

■ 2006年以来，国家出台了《物流业调整和振兴规划》等一系列鼓励政策，支持物流行业的发展。特别是，针对专用载货车辆，国家出台了《关于继续进行道路危险货物运输专项整治的通知》等一系列政策法规，规定对于从事运输剧毒化学品、爆炸品等危害性极大的危险化学品的车辆，应安装GPS卫星定位系统或行车记录仪和通讯设备。

■ 2011年4月，交通运输部、公安部、安全生产监督总局、工业和信息化部四部委，联合发布了《关于加强道路运输车辆动态监管工作的通知》，同期，交通运输部发布《道路运输车辆卫星定位系统车载终端技术要求》(和《道路运输车辆卫星定位系统平台技术要求》两项标准。

2、下游需求旺盛。重卡同工程机械属性较为接近，表现在：产品单位价值较高，车辆工作时间长且工作环境较为恶劣，易于损耗。因此利用车联网技术进行信息化管理的需求较为强烈。

■ 根据公司提供的数据，我国商用车年销量中62%是采用按揭贷款购买，其中85%会在2年内还清。车厂/销售公司为了促进销量往往降低首付比重，从而放大了还款风险。出租方/放贷方对采用车联网技术进行车辆远程管理有强烈的需求。

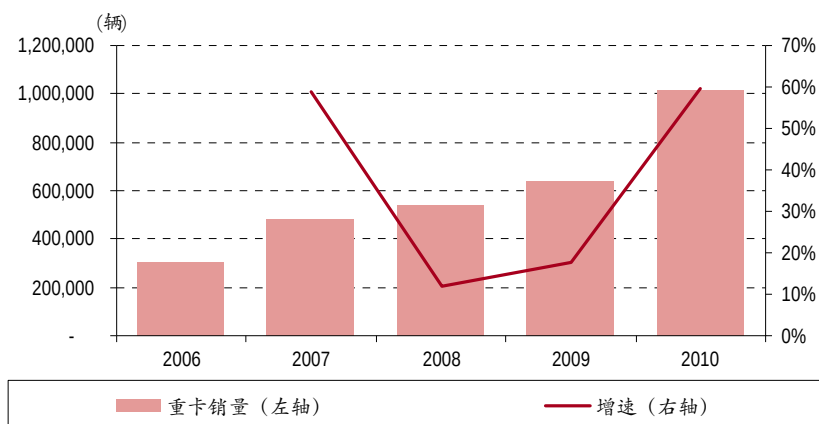
■ 商用车自身吨位高、油耗大，安全事故造成后果严重等原因使得其对节能、安全和管理方面的需求非常迫切，对车联网服务的需求也更加大。归纳起来就是：控制车辆运营成本，精细化管理提高运营效率，保障车辆、货物、人员安全。

3、公司具有先发优势。商用车领域是蓝海市场，目前开展该业务的公司很少，公司在工程机械远程管理领域拥有多年的产品开发和服务经验，切入商用车市场具有得天独厚的技术优势、服务优势和品牌优势。

4、公司市场拓展战略得当：重卡是公司在商用车领域的最重要突破口。由于市场格局同工程机械类似，公司采取从后装到前装的模式，瞄准重要客户进行突破。我们认为公司2011年有望从北汽福田、上汽红岩依维柯、东风裕隆等重要重卡生产厂商取得一些订单，此外公司同以一汽为代表的其他重卡厂商保持紧密的接触，未来不排除将客户范围进一步扩大的可能。

车联网在重卡领域成长空间非常大，2010年我国重卡年销售量达到101万辆，其中仅北汽福田一家2010年的年产量大约为10万辆，同工程机械相比市场空间扩大数倍。而目前公司车载信息终端在重卡领域以后装为主，总量仅为数千台，基数较低。公司从去年开始到今年1季度，在重卡市场开拓方面投入了较多资源，我们认为如果重卡市场能够如期启动，将保证公司未来3年的高速增长。

图表 20. 我国过去 5 年重卡年销量



资料来源：汽车产销快报、中银国际研究部

图表 21. 重卡厂商销量

(辆)	2006	2007	2008	2009	2010
东风汽车	64,011	88,711	106,490	116,033	192,770
一汽集团	65,299	96,247	106,945	141,563	230,272
中国重汽	60,947	99,819	111,345	124,726	198,178
陕西重汽	32,611	60,090	65,084	67,416	108,826
北汽福田	31,852	56,646	57,107	82,234	102,988
上汽红岩	18,078	24,031	22,338	20,582	33,371
北方奔驰	9,909	15,068	26,114	28,018	45,547
湖北三环	3,053	5,940	7,745	9,958	11,973
安徽华菱	5,430	11,233	12,828	18,271	30,452
安徽江淮	3,065	10,285	10,788	12,899	25,633
其他	11,141	16,296	14,726	14,039	34,956
重卡销量总计	305,396	484,366	541,510	635,739	1,014,966

资料来源：汽车产销快报、中银国际研究部

物流公司后装市场也值得关注

积极开拓后装市场

公司在物流公司以及大型企业集团下属物流公司领域也进行积极开拓，主要采取了传统的后装形式。公司对客户采取先行试用，在付费购买的模式，市场效果不错。一方面，公司针对规模较大的全国性物流公司和大型企业的内部物流公司，让目标客户试用产品，体验产品功能，树立对产品的信心，进而购买产品，并由此在行业内建立起良好的示范效应，由此带动其他客户的试用和购买。2008 年至 2009 年，雨润食品、江铜物流、南京中萃与公司签约。2010 年至今，太古饮料、中国外运山东有限公司与公司签约。

另一方面，公司与移动运营商合作，将自身在车辆远程管理信息服务方面的技术、产品和服务与移动运营商全国性的业务网络相结合，利用彼此的优势共同开发客户、开拓市场、共享项目成果和利润，达到双赢。公司已与中国移动通信集团江苏有限公司溧阳分公司合作，开展了溧阳路运车辆远程管理信息服务项目。

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之一。公司目前还有多个企业在试用公司的产品，并且积极同多家大型企业集团进行接触。据我们调研了解，大型企业集团和大型物流公司单个采购量都在几百个到上千个终端不等。每一个客户的成功开拓都将带动公司的软硬件终端的销售额以及对公司车联网平台服务的需求。

公司具备较强竞争力

物流领域成功的关键在于对客户需求的理解和软件开发的能力，公司是业内领先的第三方软硬件和平台提供商，一体化的优势让公司能够以较竞争对手低的价格提供优质的产品和服务。上市之后带来的资本优势也将保证公司能够进行全国性的扩张。

图表 22. 竞争对手情况

公路物流领域主要参与者与主要客户	
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

资料来源：招股说明书，中银国际研究部

行业竞争分析

竞争优势和行业壁垒：

公司的产品涉及卫星定位导航、传感器、数据处理、数据收发等很多核心环节的设计整合，具有较高的行业门槛和技术门槛。目前国际主流的工程机械厂商在中国大多选择了公司的产品和服务，体现了公司在细分市场的领导地位。

天泽信息的主要的优势体现在：

- 1) 技术优势：行业中客户最关心的是技术架构和产品稳定性，数据整合及分析能力。优于平台用户的广泛性和覆盖车辆设备的复杂性，系统需要能够处理大量并发数据请求，这就要求在算法设计时对网络端大规模并发数据处理进行优化。在涉及到远程服务时，最快需要每 30 秒回传数据，要解决数据通信的稳定性以及众多终端数据回传后的整合和可能出现的各种问题，对技术团队的行业知识和技术能力都是有极高的要求。
- 2) 行业经验：作为信息服务提供商，要能够深刻认识客户的需求，能够确实为客户提供价值，公司 2003 年进入工程机械行业，是最早进入的厂商之一，积累了丰富的远程车辆信息管理服务的经验。公司对特定行业的需求理解以及运营经验是其他竞争对手不能快速复制的。
- 3) 产品质量：产品的质量方面公司优势明显。下游客户对设备的稳定性和抗干扰性要求较高。无论工程机械还是长距离运输车辆，其使用环境都较为恶劣，需要公司的产品能够在恶劣的自然环境下稳定的工作，公司通过同国际一流厂商的合作开发，在质量控制方面有了很好的基础。
- 4) 行业特性：公司参与了多家知名工程机械制造商整车电子信息系统的研发与设计，获得其车辆 Can-Bus 协议、电气线路设计、数据通信协议等，出于保密的需要，客户不可能让很多下游厂商了解其产品的总线协议，端口规格等技术规格。公司成立至今，没有出现过大客户更换产品服务提供商的情况，客户黏性大。

此外，我们认为公司在管理和执行团队、资本和标杆项目方面具有较大优势。公司的股权结构清晰，管理架构比较完善，中高级管理团队和研发团队很多具有国外留学和工作的经验，学习和把握行业新动向的能力强。

图表 23. 天泽星网车辆远程管理信息服务平台的逻辑结构



资料来源：招股说明书，中银国际研究部

竞争地位领先于对手

天泽信息目前主要的和潜在的竞争对手有四类：1) 独立第三方车联网服务提供商，代表：厦门亚迅、元征科技、南京吉美思；2) 经销商和代理商，代表：庞大汽贸、石家庄天远；3) 整车厂旗下的车联网服务提供商：启明信息；4) 物联网服务提供商，代表：中国移动、中国联通、华为、诺基亚西门子等。

- 1) 独立第三方车联网服务提供商：在目前的市场中，天泽信息的技术、规模和资本已经处于领先地位，产品性能已经同竞争对手拉开差距。厦门亚迅的体制问题成为制约其扩张的主要因素；南京吉美思目前主要客户仅现代（江苏）一家，客户对其服务也并不满意，未来可能会转向使用天泽的产品；元征科技主营业务是汽车诊断设备、检测设备等，车联网技术实力一般，其同应用于潍柴动力共轨型车载终端市场认可程度一般，目前并未能大规模推广。天泽信息在业内处于领先者地位。
- 2) 经销商和代理商：庞大等经销商模式是后装，而天泽信息采用的是前装模式，在生产线上就进行装配。因此经销商进入该市场是对天泽信息产品和服务的一种补充。此外，经销商投资建设车联网平台的主要动力是为旗下的金融租赁业务提供服务和促进维修保养服务的销售，不具备扩张性。对于大多数规模有限经销商而言，直接使用天泽信息的服务是一种成本低，效率高的方式。整车厂商代理商直接进入车联网市场的例子是石家庄天远（日本小松的中国总代），采取这种模式的整车厂商/工程机械厂商不多。此外，石家庄天远也没有办法进入别的市场，因为其他工程机械厂商不可能向竞争对手的总代理商开放 CAN-BUS、数据通信协议和电气电路设计图进行合作研发。
- 3) 整车厂自行设立的车联网公司，如一汽集团下的启明信息，乘用车领域的例子是通用旗下的安吉星。大型整车厂设立自己的车联网公司对于服务自己的客户具有一定优势，但是局限性在于：首先，不可能向其他厂商体系的客户进行横向扩张；其次乘用车领域厂商产销量大，自建车联网公司能够取得规模效应，商用车领域的特点是产品单位价值高，但是产销量小，厂商自行建设车联网平台并不经济，而且技术实力的缺乏往往会使得产品的技术不过关，后续服务跟不上，例如：三一重工长期使用三一研究院自行开发的产品，但是使用效果一般，后续的服务也没有办法保证。

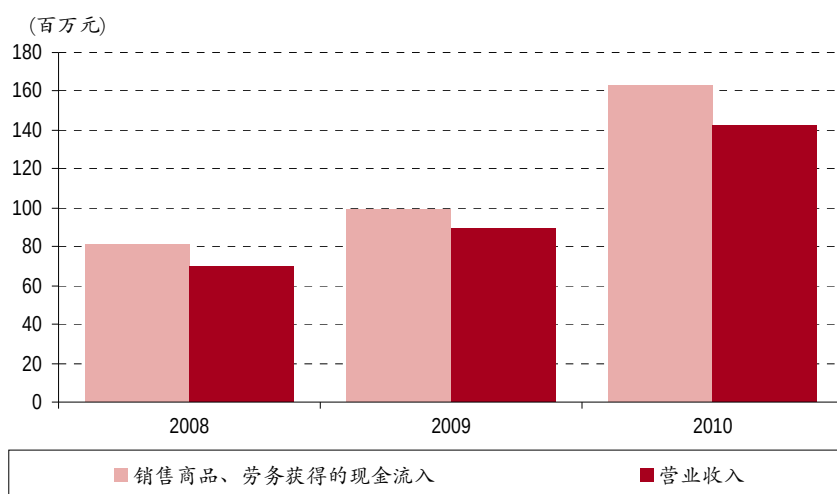
- 4) 物联网领域实力强大的参与者，如：运营商和设备制造商。我们认为运营商和通信设备商进入商用车车联网领域说明市场确实存在巨大的商机。另外一方面，我们认为运营商和设备制造商更多的是作为通信通道和设备提供商的角色进入市场，不可能大规模投入专业人员进行细分市场的产品开发和后期服务工作。运营商和独立车联网服务商的地位应该是互补的，目前天泽信息同江苏移动也在进行合作。

我们认为目前车联网特别是商用车车联网领域的客户需求正逐步爆发，市场空间非常广阔，而竞争态势远远没有成熟。天泽信息在技术、市场、行业知识积累方面领先于竞争对手，将在未来市场竞争中占据有利的地位，是车联网领域的排头兵。

财务分析

公司现金流状况良好，收入质量较高。2008-2010 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金均大于当期实现的营业收入，能够为公司提供充足的现金流入。我们估计公司目前在手现金及等价物约为 7 亿元，目前公司市值 19.2 亿元，现金占总市值的比重为 36.5%。

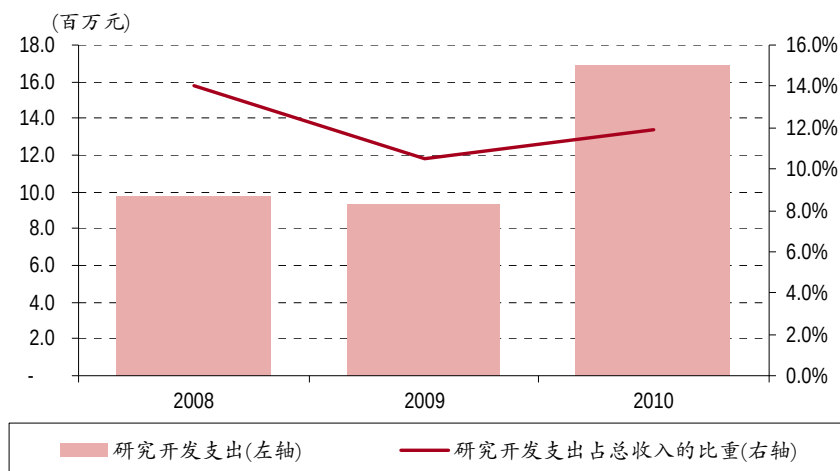
图表 24. 现金流与收入比较



资料来源：公司数据，中银国际研究部

研发投入是公司长期竞争力的保障，公司过去三年研发投入逐步提升，研发投入占总收入的比重一直保持在 10% 以上。随着上市成功，公司计划加大研发投入比重，我们认为未来研发投入占总收入比重将逐步攀升。

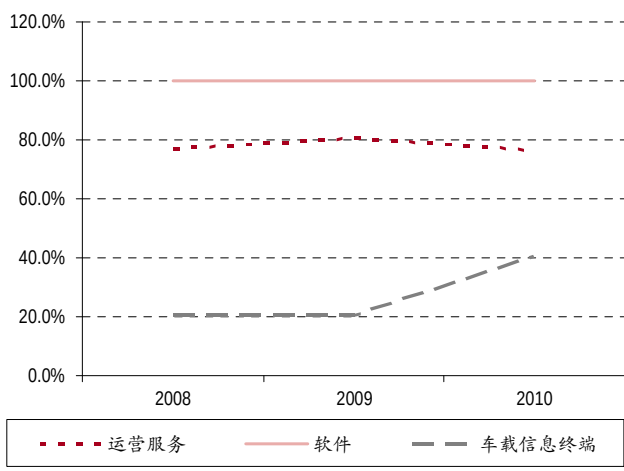
图表 25.研究开发支出和占营业收入比重



资料来源：公司数据，中银国际研究部

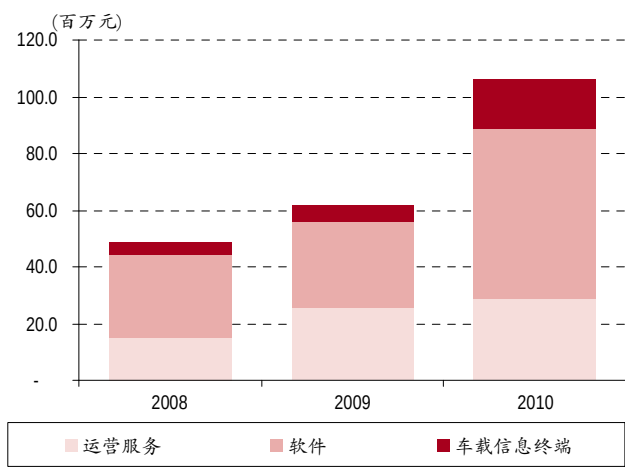
公司是车联网领域的高科技企业，盈利能力较强，综合毛利率较高。公司 2008-2010 年综合毛利率分别为 69.24%，69.21% 和 75.11%，呈现稳步上升的趋势。2010 年公司毛利率大幅度提升主要是因为合并了深圳天昊，而公司从深圳天昊采购的信息终端及配件占公司总采购额的 70%，由于合并抵消了内部采购使得车载信息终端的毛利率大幅度提升，从而提高了盈利能力。

图表 26.毛利率-分产品



资料来源：汽车工业协会，中银国际研究部

图表 27.毛利贡献-分产品



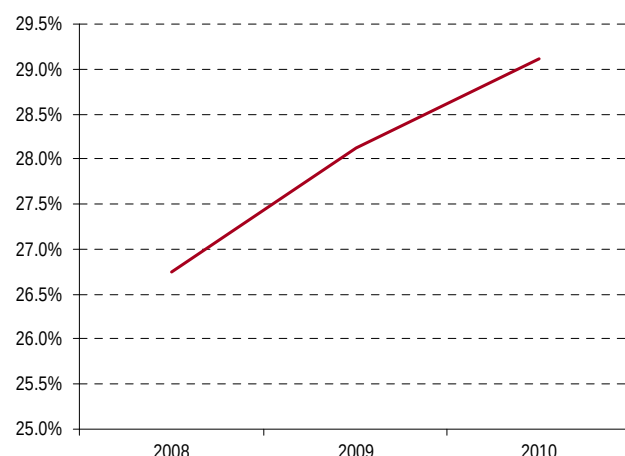
资料来源：汽车工业协会，中银国际研究部

图表 28.2008-2010 年销售费用率



资料来源：汽车工业协会，中银国际研究部

图表 29.2008-2010 年管理费用率



资料来源：汽车工业协会，中银国际研究部

图表 30.公司主要财务指标一览

	2008	2009	2010
偿债能力			
流动比率(倍)	1.58	0.62	1.21
利息覆盖率(倍)	64.32	净现金	净现金
净权益负债率(%)	13.81	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.43	0.55	1.08
运营能力			
存货周转天数	103	81	87
应收帐款周转天数	44	38	28
应付帐款周转天数	221	265	214
盈利能力			
息税折旧前利润率 (%)	30.3	28.6	38.1
息税前利润率 (%)	28.4	25.8	34.0
税前利润率 (%)	35.0	37.8	41.2
净利率 (%)	29.8	31.2	33.7
净资产收益率 (%)	25.9	29.4	36.3
总资产收益率 (%)	14.7	16.3	21.1

资料来源：公司数据，中银国际研究部

公司简介

公司简介:

公司是一家提供车辆远程管理信息服务及配套软硬件的高新技术企业，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。

公司集运营服务、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 GPRS、GSM、CDMA 等无线通信网络传输至天泽星网数据中心进行归类、存储和分析，最终将用户需要的信息以 Web、Client、E-Mail、SMS、WAP、Call-Center 等方式提供给用户，帮助用户实现控制成本、透明管理、保障安全的目的。

图表 31. 发展历程



资料来源: 中银国际研究部

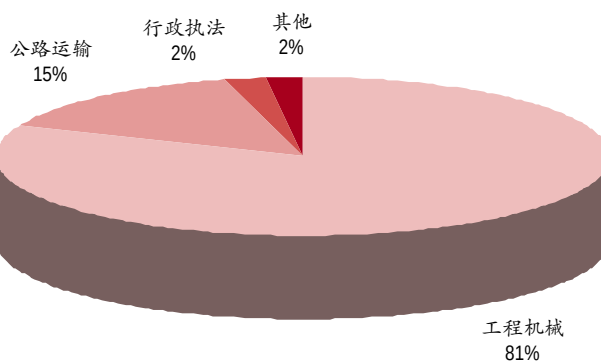
公司前身江苏天泽成立于 2000 年 5 月 25 日，公司于 2009 年 8 月 21 日整体变更设立股份有限公司。2011 年 4 月经证监会核准，公司向社会公众发行人民币普通股 2,000 万股，并于 2011 年 4 月 26 日在深圳证券交易所创业板上市交易。

2001 年公司开始进入行政执法领域，其全球卫星定位信息公众网客户服务中心投入运营，业务涉及各行政执法单位 GPS 系统建设；2002 年公司进入公路运输领域，参股专门从事公路运输车辆远程管理信息服务的苏州天泽；2003 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。

目前工程机械车辆远程管理信息服务是公司的核心业务领域，公路运输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。

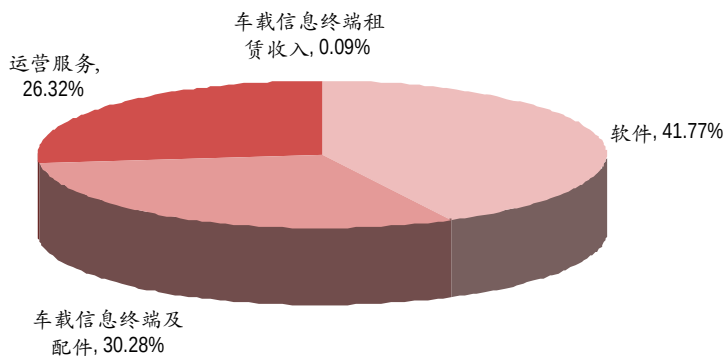
公司主营业务涵盖工程机械和公路运输等专业应用领域，是工程机械车辆远程管理信息服务领域最主要和最有竞争力的企业之一，在挖掘机车辆远程管理信息服务细分领域公司的市场占有率第一。最近三年，公司营业收入、净利润的年复合增长率分别为 42.69%、54.84%。

图表 32. 2010 年天泽信息主营业务收入构成（按行业分）



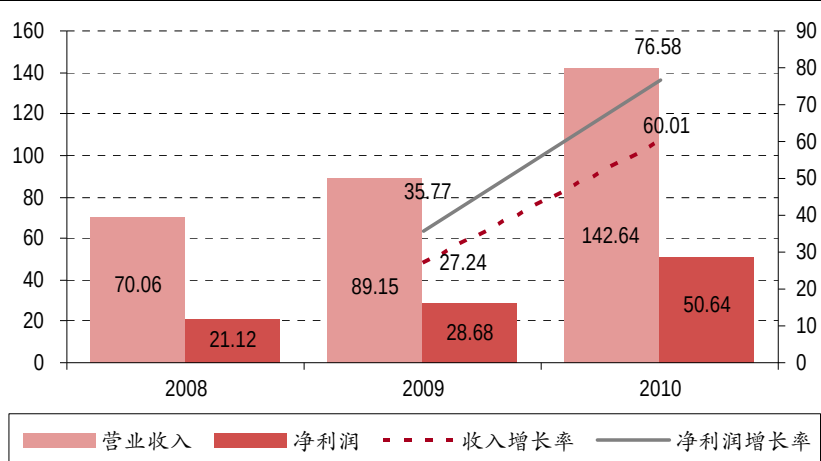
资料来源：中银国际研究部

图表 33. 2010 年天泽信息主营业务收入构成（按产品分）



资料来源：中银国际研究部

图表 34. 天泽信息最近 3 年经营业绩



资料来源：中银国际研究部

图表 35. 硬件终端 (1)



资料来源：汽车工业协会，中银国际研究部

图表 36. 硬件终端 (2)



资料来源：汽车工业协会，中银国际研究部

图表 37. 硬件终端 (3)



资料来源：汽车工业协会，中银国际研究部

图表 38. 硬件终端 (4)



资料来源：汽车工业协会，中银国际研究部

图表 39.车联网服务产品-工程机械



资料来源：汽车工业协会，中银国际研究部

图表 40.车联网服务产品-公路物流



资料来源：汽车工业协会，中银国际研究部

公司抓住了物联网应用市场快速发展的机遇，持续研发符合市场需求的车辆远程管理信息服务产品及配套软硬件，提高公司的核心竞争力，不断完善、巩固和深化公司在车辆远程管理信息服务市场的地位，成为中国车辆远程管理信息服务行业的领导者和行业标准制定者。

公司未来三年的具体发展目标是进一步巩固和提高公司在工程机械车辆远程管理信息服务领域领先的市场地位，在公路物流车辆远程管理信息服务领域及其他相关业务领域进行拓展，增强公司的核心竞争力，为公司增加新的利润增长点。

车辆远程管理信息服务产业链主要包括定位模块提供商、通讯模块提供商、车载信息终端提供商、电子地图数据提供商、电子地图引擎提供商、车辆远程管理信息服务软件提供商、电信运营商、ISP 运营商、车辆远程管理信息服务运营商等。

图表 41. 产业链概况



资料来源：中银国际研究部

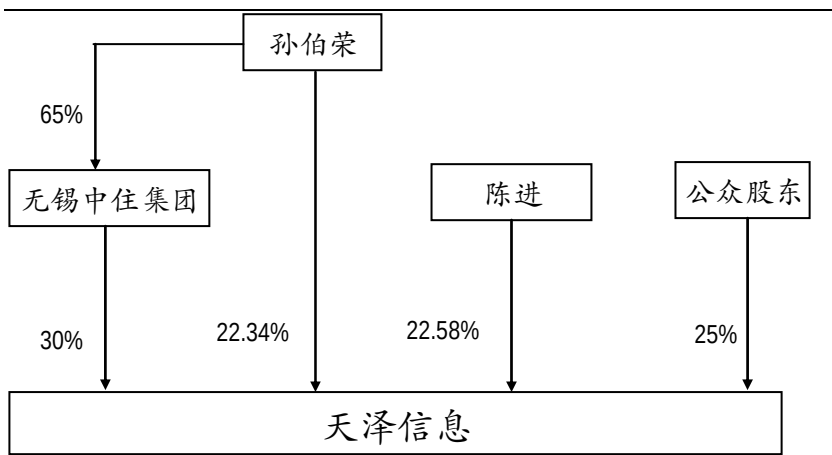
股权结构：

上市后股权分布

公司由中住集团、孙伯荣和陈进共同持有，此次上市发行后，三者的持股比例分别为 30%、22.34%、22.58%。

中住集团为公司的控股股东，但孙伯荣持有中住集团 65%的股权，因此孙伯荣一共持有公司 52.43%股份，为公司的实际控制人。另外，其配偶持有中住集团剩余 35%的股权。陈进为公司董事长、总经理，孙伯荣为公司董事。

图表 42. 股权结构情况



资料来源：中银国际研究部

主要风险

商用车领域客户开拓不及预期

我们认为公司最近两年的业绩快速增长的主要动力主要来自于商用车领域新客户的开拓，如果客户开拓工作进展缓慢，可能导致业绩不及我们的预期。

工程机械行业可能面临增速放缓的风险

如果工程机械整体增速放缓，对公司工程机械业务的装机量将产生一定的负面影响。

长期风险在于车厂自行开拓车联网业务

我们认为公司经营模式长期面临的主要风险在于车厂对车联网平台的控制力的渴求。由于车联网平台对整车厂而言作用将越来越大，前装成为必然，车厂可能会希望在车联网方面占据主导地位，由此可能带来公司的竞争地位被削弱。我们认为公司可以采取同整车厂商建立合资公司的形式化解这一风险。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	89	143	213	293	384
销售成本	(29)	(38)	(59)	(77)	(100)
经营费用	(34)	(51)	(77)	(95)	(121)
息税折旧前利润	26	54	78	121	164
折旧及摊销	(3)	(6)	(13)	(25)	(33)
经营利润	23	49	64	96	131
净利息收入/(费用)	(1)	(2)	6	6	7
其他收益/(损失)	12	12	17	19	21
税前利润	34	59	87	121	159
所得税	(5)	(8)	(7)	(9)	(12)
少数股东权益	(1)	(3)	(3)	(4)	(6)
净利润	28	48	77	108	142
核心净利润	28	48	77	108	142
每股收益(人民币)	0.5	0.8	1.0	1.3	1.8
核心每股收益(人民币)	0.5	0.8	1.0	1.3	1.8
每股股息(人民币)	0.0	0.0	0.2	0.3	0.4
收入增长(%)	27	60	49	37	31
息税前利润增长(%)	16	111	32	50	36
息税折旧前利润增长(%)	20	113	42	56	36
每股收益增长(%)	31	74	21	40	31
核心每股收益增长(%)	31	74	21	40	31

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	27	63	665	731	769
应收帐款	10	11	35	21	53
库存	6	11	16	21	23
其他流动资产	10	20	20	20	20
流动资产总计	53	105	736	792	865
固定资产	121	93	155	182	248
无形资产	9	9	9	9	9
其他长期资产	18	48	3	3	3
长期资产总计	147	151	167	194	261
总资产	200	256	903	986	1126
应付帐款	27	15	23	30	39
短期债务	15	35	15	15	15
其他流动负债	43	37	58	93	135
流动负债总计	85	87	96	139	189
长期借款	2	1	1	1	1
其他长期负债	1	4	4	4	4
股本	60	60	80	80	80
储备	53	104	722	762	851
股东权益	113	164	802	842	931
少数股东权益	4	7	0	0	0
总负债及权益	200	256	903	986	1126
每股帐面价值(人民币)	2	3	10	11	12
每股有形资产(人民币)	3	4	11	12	14
每股净负债/(现金)(人民币)	(0)	(0)	(8)	(9)	(9)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	34	59	87	121	159
折旧与摊销	3	6	13	25	33
净利息费用	1	2	(6)	(6)	(7)
运营资本变动	4	3	(21)	17	(26)
税金	(5)	(8)	(7)	(9)	(12)
其他经营现金流	(6)	1	3	3	1
经营活动产生的现金流	30	62	70	150	150
购买固定资产净值	(49)	(29)	(75)	(75)	(100)
投资减少/增加	24	4	15	18	24
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(25)	(24)	(60)	(57)	(76)
净增权益	0	1	631	0	0
净增债务	19	35	0	0	0
支付股息	(2)	(3)	(19)	(27)	(35)
其他融资现金流	(7)	(35)	(20)	0	0
融资活动产生的现金流	10	(2)	592	(27)	(35)
现金变动	15	36	602	66	38
期初现金	12	27	63	665	731
公司自由现金流	(17)	32	40	44	106
权益自由现金流	(18)	31	46	50	113

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	29	38	36	41	43
息税前利润率(%)	26	34	30	33	34
税前利润率(%)	38	41	41	41	41
净利率(%)	31	34	36	37	37
流动性					
流动比率(倍)	0.6	1.2	7.7	5.7	4.6
利息覆盖率(倍)	26.3	26.4	76.8	114.9	156.4
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.6	1.1	7.5	5.6	4.4
估值					
市盈率(倍)	54	31	26	19	14
核心业务市盈率(倍)	54	31	26	19	14
目标价对应核心业务					
市盈率(倍)	74	43	35	25	19
市净率(倍)	13	9	2	2	2
价格/现金流(倍)	97	40	(66)	29	50
企业价值/息税折旧前					
利润(倍)	73	36	23	15	11
周转率					
存货周转天数	81	87	90	93	85
应收帐款周转天数	38	28	40	35	35
应付帐款周转天数	265	214	216	220	216
回报率					
股息支付率(%)	NA	NA	25	25	25
净资产收益率(%)	29	36	16	13	16
资产收益率(%)	16	21	13	11	13

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

四维图新 (002405.SZ/人民币 30.79, 未有评级)

合众思壮 (002383.SZ/人民币 21.15, 未有评级)

启明信息 (002232.SZ/人民币 10.79, 买入)

北斗星通 (002151.SZ/人民币 27.31, 未有评级)

国腾电子 (300101.SZ/人民币 28.75, 未有评级)

超图软件 (300036.SZ/人民币 17.00, 未有评级)

华力创通 (300045.SZ/人民币 20.10, 未有评级)

海兰信 (300065.SZ/人民币 33.56, 未有评级)

中海达 (300177.SZ/人民币 40.68, 未有评级)

数字政通 (300075.SZ/人民币 21.90, 未有评级)

元征科技 (2488.HK/港币 24.8, 未有评级)

中国移动 (0941.HK/港币 72.30, 买入)

以2011年6月24日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%；
卖出指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。
未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述
指数在上下10%区间内波动

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括: 1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告, 具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户; 2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队, 其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础, 整合形成证券投资顾问服务建议或产品, 提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的, 亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策; 需充分咨询证券投资顾问意见, 独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息, 仅供收件人使用。阁下作为收件人, 不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人, 或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的, 中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施, 追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司(统称“中银国际集团”)的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用, 并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要, 不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请, 亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议, 阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前, 就该投资产品的适合性, 包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到, 但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人(包括其关联方)都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外, 中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告, 亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问, 本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料, 中银国际集团未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的, 纯粹为了阁下的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状, 不构成任何保证, 可随时更改, 毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证, 也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断, 可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现, 可能在出售或变现投资时存在难度。同样, 阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述, 阁下须在做出任何投资决策之前, 包括买卖本报告涉及的任何证券, 寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371