

2011年10月25日

天泽信息

业绩低于预期

A

持有 (买入)

300209.SZ - 人民币 23.08

目标价格:人民币 23.00 (↓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(%)	-	(13)	(17)	-
相对新华富时A50指数(%)	-	(13)	(6)	-

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)	462
3个月日均交易额(人民币 百万)	14
净负债比率(%) (2011E)	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 2011 年 1-9 月份实现净利润 4,052 万元, 同比增长 10.07%, 主营业务收入 1.21 亿元, 同比增长 15.24%。由于公司受到下游工程机械厂商需求不振和增值税返还滞后的影响, 公司业绩低于预期。我们下调公司 11-13 年每股收益至 0.77、1.06 和 1.57 元, 目标价格下调至 23.00 元, 评级下调为持有。

支撑评级的要点

- 天泽信息 1-3 季度主营业务收入为 1.21 亿元, 同比增长 15.24%, 归属上市公司股东净利润为 4,052 万元, 同比增长 10.07%, 摊薄后每股收益 0.51 元, 业绩低于我们的预期。主要原因: (1) 下游工程机械行业景气度低, 影响了公司车载信息终端出货量; (2) 商用车市场出入投入期, 未能产生较大收入贡献; (3) 受到软件退税滞后的影响, 公司有约 603 万元尚未享受软件增值税退税的税收优惠。
- 3 季度公司实现销售收入 3,376 万元, 同比下滑 10.5%; 录得净利润 1,090 万元, 同比下滑 22.5%, 我们判断主要是公司 3 季度车载信息终端硬件出货量大幅下降导致。而去年同期由于工程机械行业景气度较高, 公司硬件销售增长快速。
- 公司 3 季度毛利率快速提升至 83.6%, 较去年同期提高了 10 个百分点, 主要原因是公司产品结构发生变化, 硬件收入占比降低而软件和车联网运营服务收入占比提升。
- 1-3 季度, 公司经营活动现金流净额为 4,916 万元, 同比增长 62.4%, 体现了公司良好的经营情况。截至 9 月 30 日, 公司预收帐款 4,854 万元, 较年初增长 62.9%, 预示公司车联网运营服务业务经营良好, 客户预缴费猛增。
- 1-3 季度公司管理费用增长 47.9%, 主要系公司大幅度提高研发投入和人力成本提高导致。

评级面临的主要风险

- 工程机械销售量进一步下滑

估值

- 我们下调公司盈利预测, 预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.77、1.06 和 1.57 元。由于公司下游行业受到宏观调控的影响较大, 我们下调公司评级至持有, 目标价由 34.00 元下调至 23.00 元, 对应 30 倍 2011 年市盈率。

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	178	248	341
变动(%)	27	60	25	39	38
净利润(人民币 百万)	28	48	61	85	126
全面摊薄每股收益(人民币)	0.35	0.60	0.77	1.06	1.57
变动(%)	33	73	28	38	48
先前预测每股收益(人民币)	0.35	0.60	0.96	1.35	1.77
调整幅度(%)	Na	Na	(20)	(22)	(11)
市盈率(倍)	66	38	30	22	15
每股现金流量(人民币)	0.25	0.60	(0.41)	0.48	0.44
价格/每股现金流量(倍)	94	38	(57)	48	52
企业价值/息税折旧前利润(倍)	71	35	28	18	12
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.19	0.26	0.39
股息率(%)	0.0	0.0	0.8	1.1	1.7

资料来源: 公司数据及万得资讯

1-3 季度净利润增长放缓

2011 年 1-9 月，公司实现营业总收入 1.21 亿元，同比增长 15.24%；实现营业利润 4,320 万元，同比增长 15.35%；实现利润总额 4,787 万元，同比增长 6.34%；实现归属于上市公司股东的净利润 4,052 万元，同比增长了 10.07%。经营活动产生的现金流量净额 4,916 万元，比去年同期增长了 62.44%。预收账款期末余额为 4,854 万元，较年初增长了 62.91%。

具体情况分析如下：

- 收入增长所有放缓，主要原因是：（1）下游工程机械行业景气度低，影响了公司车载信息终端出货量，导致 1-3 季度公司硬件出货量较去年同期有所下降。而去年恰逢工程机械产销两旺，硬件出货量增长迅速。根据工程机械商贸网的数据显示，挖掘机销量连续 5 个月（2011 年 5 月-9 月）同比负增长；（2）商用车市场开拓慢于预期，目前还处于投入期。公司商用车市场的车载终端产品还处于小规模试装试用阶段，未能大规模确认收入。
- 公司主要利润增长点车联网运营服务业务发展势头良好，预计 1-3 季度增长速度较快，体现在预收帐款规模增长较快，但是由于收入确认的原因，未能抵消硬件销售下滑的负面影响。
- 软件增值税退税滞后影响公司前三季度净利润增长。据了解，公司所在地江苏省还未开始办理软件增值税退税，1-3 季度，公司有约 602.61 万元尚未享受软件产品增值税即征即退的税收优惠。
- 公司管理费用上升较快，主要是公司上市后加大了研发投入和人才储备。今年 1-9 月份，公司研发投入高达 1,585 万元，占销售规模的 13.1%，新申请专利 1 项，获得授权专利 2 项，为公司持续发展打下良好的基础。
- 1-3 季度公司毛利为 76.1%，较去年同期提高 0.6 个百分点。公司 3 季度毛利率快速提升至 83.6%，较去年同期提高了 10 个百分点，主要原因是公司产品结构发生变化，硬件收入占比降低而软件和车联网运营服务收入占比提升。

图表 2. 季报情况

(人民币, 百万)	10年3季度	10年4季度	11年1季度	11年2季度	11年3季度	同比变动(%)
营业收入	3,773	3,754	4,442	4,294	3,376	(10.5)
减: 营业成本	995	975	1,171	1,166	554	(44.4)
营业毛利	2,778	2,779	3,272	3,129	2,822	1.6
减: 营业税费及附加	84	12	94	93	83	(1.0)
减: 销售费用	389	361	426	498	376	(3.4)
减: 管理费用	982	1,444	1,074	1,330	1,605	63.4
减: 财务费用	47	45	22	(288)	(446)	(1,050.8)
减: 资产减值损失	23	(36)	52	(18)	35	54.5
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	-
加: 投资收益	(4)	4	17	22	(7)	89.8
加: 汇兑收益	-	-	-	-	-	-
营业利润	1,249	958	1,621	1,536	1,162	(7.0)
加: 营业外收入	344	420	181	183	103	(69.9)
减: 营业外支出	1	0	0	-	-	(100.0)
利润总额	1,592	1,377	1,802	1,720	1,265	(20.5)
减: 所得税	164	227	179	248	170	3.6
净利润(含少数股东损益)	1,428	1,150	1,623	1,471	1,096	(23.3)
减: 少数股东损益	21	28	117	14	6	(71.1)
净利润(不含少数股东损益)	1,407	1,122	1,505	1,457	1,090	(22.5)

财务指标(%)	10年1季度	10年2季度	10年3季度	10年4季度	11年1季度	百分点同比变动
毛利率	33.1	30.5	30.8	28.5	36.4	3.4
营业税率	1.1	1.4	0.9	0.7	1.1	0.0
销售费用率	4.3	2.9	6.6	4.1	5.4	1.1
管理费用率	7.5	6.2	10.6	6.5	9.0	1.5
财务费用率	0.1	0.2	0.2	0.2	0.5	0.4
资产减值损失率	0.0	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0
经营费用	11.9	9.3	17.4	10.8	14.9	3.0
营业利润率	20.1	18.7	12.5	17.0	20.4	0.3
税率	9.0	8.2	6.4	8.6	8.2	(0.8)
净利润率	18.7	18.4	15.7	15.6	19.0	0.3

资料来源: 公司年报, 中银国际研究

盈利预测和估值

总体而言, 在公司下游行业中, 工程机械行业受宏观调控影响, 其景气度出现较大下降。公司的另一战略业务商用车领域前景广阔, 但目前仍处于投入期, 主要是因为公司立足前装市场, 市场开拓较慢。前装市场的特点是一旦合作关系确定, 客户黏性大、忠诚度高, 同时, 客户考察和相互技术研讨、产品验证需要时间, 周期相对较长, 在商用车领域的拓展短期内对公司的业绩增长尚未形成强有力的推动。我们认为公司的技术优势、产品服务优势和经验在国内车联网运营服务商中首屈一指, 商用车市场一旦启动, 公司有较大机会在这一蓝海市场占据领先的市场份额。但是短期经营业绩压力较大。我们下调公司盈利预测, 预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.77、1.06 和 1.57 元。我们下调评级为**持有**, 目标价下调至 23.00 元, 对应 2011 年 30 倍市盈率。

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	178	248	341
销售成本	(29)	(38)	(49)	(65)	(90)
经营费用	(34)	(51)	(68)	(86)	(103)
息税折旧前利润	26	54	61	96	147
折旧及摊销	(3)	(6)	(13)	(25)	(33)
经营利润	23	49	47	72	114
净利息收入/(费用)	(1)	(2)	6	6	6
其他收益/(损失)	12	12	17	19	21
税前利润	34	59	70	96	142
所得税	(5)	(8)	(5)	(7)	(11)
少数股东权益	(1)	(3)	(3)	(4)	(6)
净利润	28	48	61	85	126
核心净利润	28	48	61	85	126
每股收益(人民币)	0.3	0.6	0.8	1.1	1.6
核心每股收益(人民币)	0.3	0.6	0.8	1.1	1.6
每股股息(人民币)	0.0	0.0	0.2	0.3	0.4
收入增长(%)	27	60	25	39	38
息税前利润增长(%)	16	111	(3)	52	59
息税折旧前利润增长(%)	20	113	11	59	53
每股收益增长(%)	33	73	28	38	48
核心每股收益增长(%)	33	73	28	38	48

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	661	700	735
应收帐款	10	11	28	20	46
库存	6	11	12	19	20
其他流动资产	10	20	20	20	20
流动资产总计	53	105	720	759	821
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	887	953	1,081
应付帐款	27	15	19	26	36
短期债务	15	35	15	15	15
其他流动负债	43	37	57	105	161
流动负债总计	85	87	92	146	212
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	710	721	784
股东权益	113	164	790	801	864
少数股东权益	4	7	0	0	0
总负债及权益	200	256	887	953	1,081
每股帐面价值(人民币)	2	3	10	10	11
每股有形资产(人民币)	3	4	11	12	13
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	70	96	142
折旧与摊销	3	6	13	25	33
净利息费用	1	2	(6)	(6)	(6)
运营资本变动	4	3	(13)	7	(17)
税金	1	(1)	(1)	(1)	(2)
其他经营现金流	(12)	(7)	(1)	(4)	(7)
经营活动产生的现金流	30	62	63	117	143
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	15	21	31
其他融资现金流	(11)	(40)	(51)	(42)	(63)
融资活动产生的现金流	10	(2)	596	(21)	(31)
现金变动	15	36	599	38	35
期初现金	12	27	63	661	700
公司自由现金流	98	126	138	192	243
权益自由现金流	98	124	144	198	249

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	34	39	43
息税前利润率(%)	26	34	26	29	33
税前利润率(%)	38	41	39	39	42
净利率(%)	31	34	35	34	37
流动性					
流动比率(倍)	0.6	1.2	7.8	5.2	3.9
利息覆盖率(倍)	26.3	26.4	60.1	91.6	140.4
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	7.7	5.1	3.8
估值					
市盈率(倍)	66	38	30	22	15
核心业务市盈率(倍)	66	38	30	22	15
目标价对应核心业务					
市盈率(倍)	66	38	30	22	15
市净率(倍)	12	8	2	2	2
价格/现金流(倍)	94	38	(57)	48	52
企业价值/息税折旧前					
利润(倍)	71	35	28	18	12
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(%)	12	0	25	25	25
净资产收益率(%)	29	36	13	11	15
资产收益率(%)	16	21	11	9	12

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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。

风险提示及免责声明

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士，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转载或转发的，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。所有本报告期内使用的商标、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证券分析师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