

2011年8月8日

天泽信息

半年报点评

买入
A 300209.SZ - 人民币 27.31
 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(%)	-	3	(3)	-
相对新华富时A50指数(%)	-	12	7	-

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)	556
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

天泽信息公布 2011 年上半年业绩, 营业收入、净利润、经营现金流同比分别增长 29.67%、30.24%和 106.88%。考虑软件增值税退税延迟因素, 公司上半年业绩增长基本符合预期。我们依然看好公司为开拓商用车信息化这一蓝海市场所做的努力, 随着市场逐步被打开, 我们认为下半年业绩增速将大大加快。维持买入评级。

中报要点

- 天泽信息公布 2011 年上半年业绩。公司半年实现营业收入 8,737 万元人民币, 同比增长 29.67%。归属上市公司股东净利润达到 2,963 万元人民币, 同比增长 30.24%。公司经营现金流为 4,367 万元, 同比增长 106.88%。
- 由于软件增值税退税未能在上半年确认, 公司净利润增长略低于预期。根据公司往年的情况和我们的测算, 这部分退税占公司当年净利润的比重约为 12%-15%。我们依旧看好公司全年业绩的成长性。
- “天泽星网”在网车辆达到 10.32 万台, 较 2010 年年底净增加 2.22 万台, 平均每月入网车辆净增加 3,700 台, 体现了良好的增长态势。公司不断探索并提升平台价值, 上半年公司就研发多种新产品, 单个用户的 ARPU 值也有所提升。
- 公司在商用车前装领域的突破是下半年的最大看点, 我们依然看好公司与北汽福田、东风裕隆和上汽红岩等主要商用车整车厂商进行合作。目前商用车前装市场处于发展初期, 公司于 6 月 1 日同东风裕隆汽车销售有限公司签订采购合同, 提供车载信息设备, 这对公司未来在商用车领域的市场拓展有重要意义。

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%。我们维持**买入**评级, 目标价为 34.00 元, 对应 2011 年 35 倍市盈率。

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	213	293	384
变动(%)	27	60	49	37	37
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(%)	37	74	27	40	37
市盈率(倍)	79	45	28	20	15
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)	111	45	(75)	33	57
企业价值息税折旧前利润(倍)	84	41	27	17	13
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

上半年业绩综述

天泽信息公布 2011 年上半年业绩。公司半年实现营业收入 8,737 万元人民币，同比增长 29.67%。归属上市公司股东净利润达到 2,963 万元人民币，同比增长 30.24%。公司经营现金流为 4,367 万元，同比增长 106.88%。

公司上半年毛利率为 73.3%，与去年同期相比有所下降（下降 3.3 个百分点），环比小幅下降 0.6 个百分点，主要是因为硬件成本略有上升所致。除此之外，公司其他业务毛利率依然保持在理想水平。硬件收入占比不高，因此公司总体毛利率不会受到很大影响。

上半年公司销售费用率基本保持稳定，管理费用率与去年同期相比上升 1.9 个百分点，主要是因为公司的研发费用增加的原因。

上半年净利润率为 33.9%，与去年基本持平。

图表 2. 上半年业绩

(人民币, 万元)	10 年 上半年	10 年 下半年	11 年 上半年	同比变动 (%)	环比变动 (%)
营业收入	6,737	7,527	8,737	29.7	16.1
减: 营业成本	1,581	1,970	2,336	47.8	18.6
营业毛利	5,156	5,557	6,400	24.1	15.2
减: 营业税费及附加	117	96	187	58.9	94.7
减: 销售费用	743	750	924	24.4	23.2
减: 管理费用	1,728	2,426	2,404	39.1	(0.9)
减: 财务费用	97	92	(267)	(375.4)	(390.0)
减: 资产减值损失	(4)	(13)	34	(902.3)	(357.3)
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-
加: 投资收益	20	1	39	101.2	6502.4
加: 汇兑收益	-	-	-	-	-
营业利润	2,496	2,207	3,158	26.5	43.1
加: 营业外收入	416	763	364	(12.5)	(52.3)
减: 营业外支出	2	1	0	(91.1)	(81.3)
利润总额	2,910	2,969	3,522	21.0	18.6
减: 所得税	424	391	428	1.0	9.4
净利润(含少数股东损益)	2,486	2,578	3,094	24.4	20.0
减: 少数股东损益	212	50	131	(37.9)	164.7
净利润(不含少数股东损益)	2,275	2,529	2,963	30.2	17.2
主要财务比率(%)					
毛利率	76.5	73.8	73.3	(3.3)	(0.6)
销售费用率	11.0	10.0	10.6	(0.4)	0.6
管理费用率	25.6	32.2	27.5	1.9	(4.7)
财务费用率	1.4	1.2	(3.1)	(4.5)	(4.3)
经营利润率	37.0	29.3	36.1	(0.9)	6.8
净利润率	33.8	33.6	33.9	0.1	0.3

资料来源: 公司财务报告, 中银国际研究部

图表 3. 收入分析 (2011 年上半年)

	营业收入 (人民币, 万元)	营业成本 (人民币, 万元)	毛利率 (%)	营业收入 同比增长 (%)	营业成本 同比增长 (%)	毛利率同比变化 (百分点)
车联网服务	2,545	649	74.5	53.6	64.1	(1.6)
软件	3,619	-	100.0	28.6	NA	NA
车载信息终端及配件	2,331	1,565	32.9	4.2	33.8	(14.9)
车载信息终端租赁收入	25	20	17.0	3666.4	3194.5	11.9
其他收入	61	57	6.3	100.0	100.0	
合计	8,580	2,292	73.3	27.9	46.4	(3.4)

资料来源: 公司财务报告, 中银国际研究部

车联网服务是亮点。截至 2011 年 6 月 31 日, 公司所运营的“天泽星网”中在网车辆达到 10.32 万辆(台), 较 2010 年年底净增加 2.22 万辆(台), 平均每月净增加 3,700 辆(台)。用户增长态势良好。公司上半年车联网运营服务收入为 2,545 万元, 年化单车收入贡献达到 493 元/辆(台), 较 2010 年全年的 464 元/辆(台)有较大提升, 主要原因是公司加大技术研发力度, 开发新产品线, 强化了产品的性能和功能, 从而促进了单车收入的上升。

商用车市场将逐步启动

在商用车领域, 商用车制造企业和使用企业对于车联网的需求将逐步释放。商用车市场目前极低的车载信息终端渗透率以及车厂、物流企业对车辆信息化趋势的认同为公司提供了重要的发展机遇。目前商用车车联网市场处于爆发的前夜, 我们认为天泽信息的技术和服务优势能够使得其在未来的车联网市场竞争中占据有利位置。上半年, 公司已经同北汽福田汽车股份有限公司、东风裕隆汽车销售有限公司、上汽依维柯红岩商用车有限公司等几大商用车厂商达成初步合作协议。公司于 6 月 1 日同东风裕隆汽车销售有限公司签订采购合同, 提供 64 套车载信息设备, 合同数额虽然不大, 但是对公司未来在商用车领域的市场拓展有重要意义。

图表 4. 盈利预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E
终端配套软件(单位: 套)	18,105	21,520	40,532	61,249	81,372
-工程机械	16,673	20,030	35,342	45,945	57,431
增速 (%)		20	76	30	25
-商用车				7,000	11,900
增速 (%)					70
-物流/出租车/行政执法	1,432	1,490	5,190	8,304	12,041
增速 (%)		4	248	60	45
车载信息终端 (单位: 台)	12,966	16,423	29,043	47,187	64,727
-工程机械	9,671	12,775	20,939	27,221	34,026
增速 (%)		32	64	30	25
-商用车				7000	11,900
增速 (%)					70
-物流/出租车/行政执法	3,295	3,648	8,104	12,966	18,801
增速 (%)		11	122	60	45
远程信息服务 (单位: 辆)	44,175	63,764	81,000	111,954	156,989
-工程机械	26,475	43,264	55,000	74,350	100,015
增速 (%)				35	35
-公路物流	2,500	4,000	8,000	18,554	36,390
增速 (%)				132	96
-客运出租	13,000	14,000	15,000	15,900	17,277
增速 (%)				6	3
-行政执法车辆	2,200	2,500	3,000	3,150	3,308
增速 (%)				5	5
(单位: 百万人民币)					
主营业务收入	70	89	143	213	293
减: 营业成本	22	27	36	55	73
营业毛利	49	62	107	158	220
减: 营业税费及附加	1	2	2	3	4
减: 销售费用	9	12	15	22	27
减: 管理费用	19	25	42	69	92
减: 财务费用	(0)	1	2	(6)	(6)
减: 资产减值损失	1	(2)	(0)	(0)	(0)
加: 公允价值变动收益					
加: 投资收益	0	0	0	3	4
加: 汇兑收益					
营业利润	19	25	47	73	107
加: 营业外收入	5	9	12	14	14
减: 营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	25	34	59	87	121
减: 所得税	3	5	8	7	9
净利润(含少数股东损益)	21	29	51	81	112
减: 少数股东损益	0	1	3	3	4
净利润(不含少数股东损益)	21	28	48	77	108

资料来源: 中银国际研究部

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	1,126
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	1,126
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)	79	45	28	20	15
核心业务市盈率(倍)	79	45	28	20	15
目标价对应核心业务					
市盈率(倍)	98	57	35	25	19
市净率(倍)	15	10	3	3	2
价格/现金流(倍)	111	45	(75)	33	57
企业价值/息税折旧前					
利润(倍)	84	41	27	17	13
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

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

英国伦敦嘉嘉街 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