

2010年11月30日

# 启明信息

## 高速增长的汽车电子龙头

**A**
**买入**

002232.SZ - 人民币 24.17

目标价格: 人民币 31.00

**胡文洲, CFA\***

(8621) 6860 4866 分机 8520

Eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

受益于我国汽车销量的高速增长和对车载电子设备的旺盛需求,我们预计公司汽车电子产品销量有望在2011年大幅提升。此外,公司募投项目中的Q3管理软件项目和交易平台项目也将在2011年开始贡献利润。公司在汽车电子和高端软件业务的布局已经基本完成,即将进入收获期,我们认为公司明后两年的盈利能力将大幅提升,业绩有望进入增长快车道。首次覆盖给予公司买入评级,目标价人民币31.00元。

### 支撑评级的要点

- 启明信息是国内汽车IT领域的龙头企业。我国汽车行业高速发展为本土汽车IT厂商带来巨大商机。公司作为一汽集团在汽车电子领域的核心业务平台,未来发展空间巨大。
- 公司的前装和准前装车载信息系统2011年有望进入放量增长期。其他汽车电子产品也将受益于汽车销量高速增长。我们判断公司汽车电子产品将迎来重要发展机遇,盈利能力将大幅提升。
- 公司扎根汽车产业链信息化建设数十年,积累了丰富的经验和技能,逐步形成了核心竞争力。国家推动车联网的建设和发展新能源汽车的战略将对公司构成长期利好。

### 评级面临的主要风险

- 准前装车载系统推广速度慢于市场预期的风险;国内汽车销量增速严重下滑的风险。

### 估值

- 我们预计2010-12年每股收益分别为0.36、0.69和1.02元。我们给予公司45倍2011年市盈率,目标价为31.00元,首次评级为**买入**。

### 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(%)	51	34	84	57
相对新华富时	72	44	79	76
A50指数(%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	292
流通股(%)	43
流通股市值(人民币 百万)	3,075
3个月日均交易额(人民币 百万)	130
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
中国第一汽车集团	48.67

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**

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	1,085	1,316	1,679	2,575	3,373
变动(%)	37.3	21	28	53	31
净利润(人民币 百万)	66	79	106	202	298
全面摊薄每股收益(人民币)	0.227	0.272	0.364	0.692	1.020
变动(%)	41.3	19.9	34.0	89.9	47.4
市盈率(倍)	106.6	88.9	66.3	34.9	23.7
每股现金流量(人民币)	0.10	0.66	0.29	0.52	1.29
价格/每股现金流量(倍)	235.4	36.4	84.2	46.1	18.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	40.2	57.4	44.9	25.1	16.8
每股股息(人民币)	0.290	0.115	0.128	0.277	0.510
股息率(%)	16.0	17.7	20.0	20.0	20.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR &lt;GO&gt;, thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

买入(BUY)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(SELL)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)。持有(HOLD)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

# 目录

投资要点.....	3
公司简介.....	4
盈利预测和估值.....	7
汽车电子行业迎来重要发展机遇.....	11
主营业务分析.....	15
多因素驱动，业绩有望爆发.....	22
财务状况.....	27
风险.....	29
研究报告中所提及的有关上市公司.....	31

## 投资要点

我国汽车工业的高速发展为汽车电子产品提供了巨大的市场。与此同时，国际汽车厂商由于激烈竞争带来的降价压力也必须积极寻找低成本的供应商。国内外的市场需求加速为我国汽车电子产品制造商提供了难得的商机。启明信息是A股唯一具备与整车厂商形成同步开发能力的汽车电子企业。经过十多年的技术积累，未来有望抓住这一历史机遇，做大做强。

**公司的前装和准前装车载信息系统 2011 年有望爆发。**我们预计该系统出货量为 6-8 万台，有望实现收入 4 亿元人民币。公司在前装和准前装领域的优势地位来自：(1)作为一汽集团的核心成员，公司拥有其他国内厂商难以比拟的股东背景；(2)公司十分重视研发，前瞻性很强的技术研发奠定了公司在多个子领域的技术优势地位，公司获得的技术优势能够很好的保证盈利能力。

**公司扎根汽车产业链十多年，将受益于产业链的信息化建设。**公司多个项目即将进入收获期。公司面向汽车产业链内的整车企业、供应商及经销商的汽车交易平台软件销售情况良好，2010 年有望贡献超过 3,000 万收入。募投项目 Q3 管理软件已经结项，将在 2011 年贡献利润。同时公司面向更大规模制造企业的管理软件产品 Q5 也开始立项进入研发阶段，未来有望进一步获取市场份额。公司管理软件领域的主要优势在于数十年积累起来的对制造行业的深刻理解和广泛的客户资源。一汽集团数据中心项目已经建成并，今年开始贡献利润，而吉林省灾备中心扩建项将于 2012 年开始贡献利润，2015 年全面达成之后年运营服务收入将达到 1.5 亿元人民币。该项目收入确定性较强，有望成为公司的一项稳定利润来源。未来在车联网和智能交通领域公司都有望成为领导厂商之一。

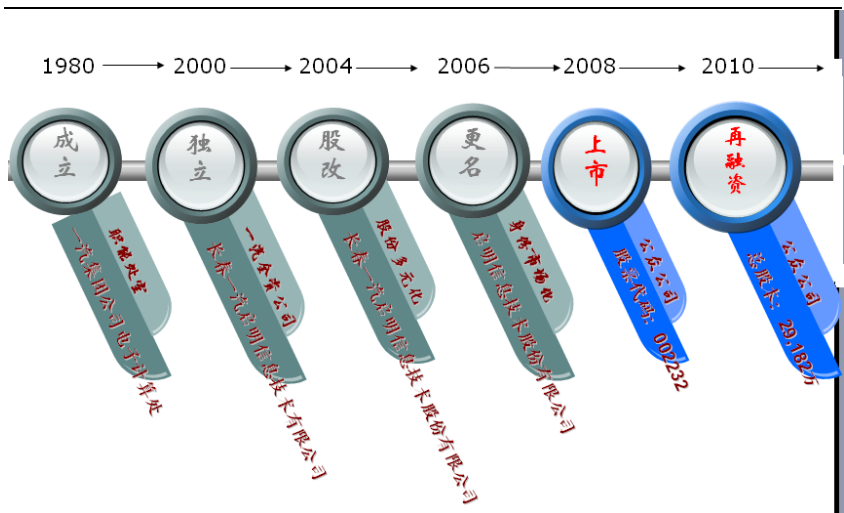
公司未来将同国际一线汽车电子厂商合作，进一步扩展公司在汽车电子领域的产品线。公司深度介入了一汽大众新能源汽车的开发，项目进展顺利。在新能源汽车领域的布局将对公司构成长期利好。

## 公司简介

启明信息是专门从事汽车业管理软件与汽车电子产品研发、制造及服务的高科技企业，公司成立于2000年10月25日，其前身是中国第一汽车集团公司电子计算处。2004年4月完成股份制改制。2008年5月9日在深圳证券交易所挂牌上市。

公司是吉林省IT行业的龙头企业，在汽车业管理软件产品研发与服务和车载信息系统研制及服务两个领域的市场份额居国内同行业第一位。公司为“国家规划布局内重点软件企业”、国家火炬计划重点高新技术企业，2006至2009年公司连续四年获得“中国十大创新软件企业”，2003至2008年连续入选信息产业部评选的全国规模最大的软件百强企业。

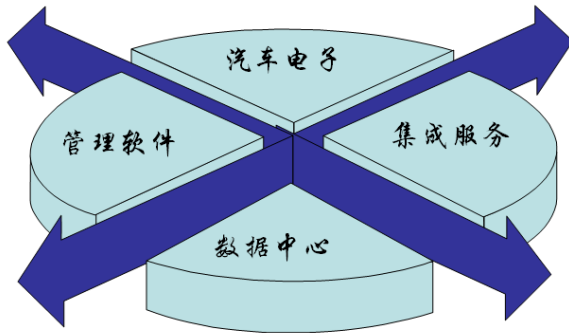
图表2. 启明信息历史沿革



资料来源：公司数据，中银国际研究部

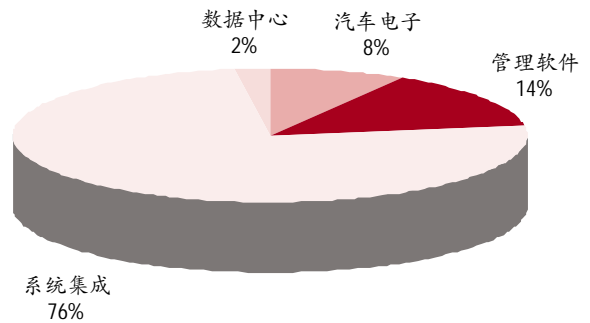
公司的主营业务涵盖了四大领域：(1)汽车电子产品业务，面向汽车整车制造商、汽车运输企业和汽车驾驶者，提供汽车电子产品研发制造、系统集成业务及增值服务；(2)管理软件业务，面向汽车产业链和集团化运营管理，开展以汽车业管理软件为核心的软件开发、应用集成及管理咨询业务；(3)数据中心业务，主要为一汽集团和吉林省各级政府提供数据灾备服务等业务；(4)系统集成业务，面向各级政府，事业单位及国内外各类企业、开展以系统集成业务为核心的网络工程。

图表 3. 启明信息主营业务



资料来源：公司数据，中银国际研究部

图表 4. 2009 年主营业务收入分类



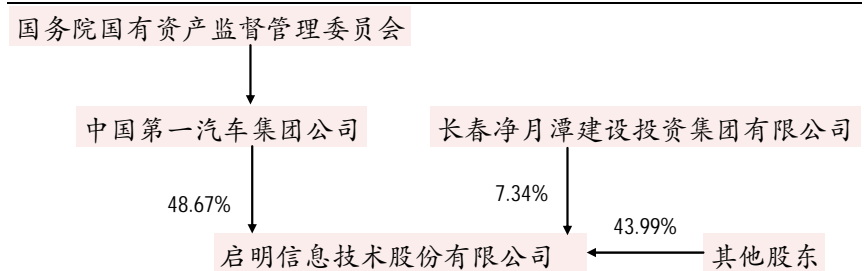
资料来源：公司数据，中银国际研究部

启明信息的大股东中国第一汽车集团公司持有公司 48.67% 的股权。一汽集团是我国最大的汽车企业之一。从事多系列多品种汽车的生产与销售。一汽集团在汽车行业的地位有助于公司的业务发展，是公司的重要竞争优势。

公司第二大股东是长春净月潭建设投资集团有限公司，持有公司 7.34% 的股权。主营业务是房地产开发、基础设施建设、物业管理等等。

公司于 2010 年 3 月 22 日实施配股，配股增加股本 3,758 万股，使得总股本达到了 29,182 万股。

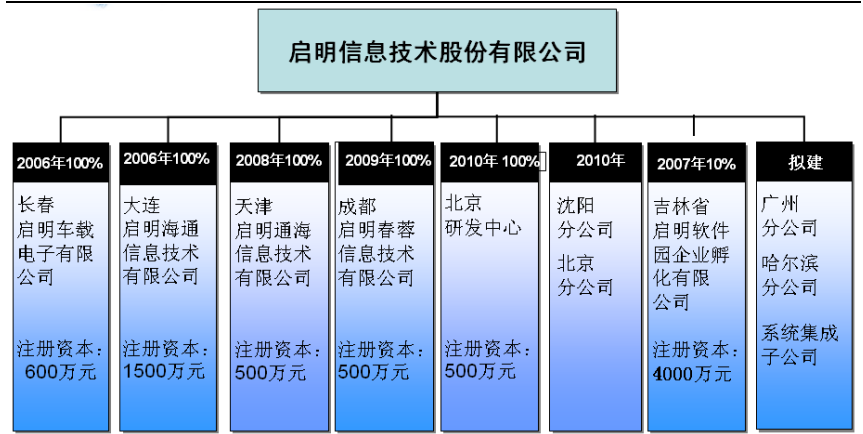
图表 5. 公司股权结构图



资料来源：公司数据，中银国际研究部

启明信息目前主要有 5 个全资子公司：大连启明海通信息技术有限公司、长春启明车载电子有限公司、天津启明通海信息技术有限公司、成都启明春蓉信息技术有限公司、北京启明精华新技术有限公司。联营公司有吉林省启明软件园企业孵化有限公司。

图表 6. 公司对外投资框架



资料来源：公司数据，中银国际研究部

## 盈利预测和估值

### 盈利预测关键假设

#### 收入:

我们预计公司的汽车电子业务将在 2011 年进入爆发增长阶段。预计 2010-2012 年前装和准前装车载信息系统出货量分别为 2,000 台、70,000 台和 110,000 台。前装和准前装车载信息系统将成为未来 2 年公司汽车电子业务的最主要驱动力。另外公司其他汽车电子业务(车身电子产品、动力总成车控电子产品、诊断与检测产品和汽车安全电子产品等)以及 D-Partner 平台业务进展良好,我们预计 2010-2012 年收入增速为 50%、50%和 40%。

Q3 管理软件业务已经于 2010 年 10 月结项,目前市场反应良好,我们预计公司未来管理软件的收入增长将逐步提速,2010-12 年收入增速为 19.5%、28.9%和 52.6%。

系统集成业务收入增长较为稳定,未来在总收入中所占比重将越来越小。随着公司的配股项目逐步建成并且产生效益,预计数据中心业务将在 2012 年进入高速增长阶段,未来将成为公司的一项稳定利润来源。

#### 毛利率:

公司已经由系统集成商过渡到专业的汽车电子和汽车软件生产商,毛利率有望进一步提升。一方面,公司毛利率较高的软件业务和汽车电子业务快速增长,收入占比不断提升;另一方面,系统集成收入增速低于整体收入增速。我们预计公司 2010-12 年综合毛利率分别为 15.5%、17.5%和 18.5%。

#### 费用率预测:

公司目前销售费用率较低,随着销售模式从面向大客户转而面向 4S 店等分散客户的变化,公司需要扩大销售人员规模,增加更多市场营销活动,从而预计公司的销售费用率在未来有所上升。我们认为公司的管理费用将保持稳定,公司激励机制比较到位,尽管人力成本还将会逐步上升,但是随着公司募投项目建成和汽车电子业务前期研发进入收获期,未来管理费用大幅上升的可能性较小。

### 营业收入预测:

图表 7. 启明信息主营业务收入预测

主营业务收入 (人民币, 百万)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
汽车电子	112	179	671	1,012	1,662
同比 (%)	63.0	60.8	274.1	50.7	20
管理软件	183	219	282	430	516
同比 (%)	(5.6)	19.5	28.9	52.6	20
系统集成	992	1,240	1,550	1,830	2,104
同比 (%)	24.8	25.0	25.0	18.0	15.0
数据中心	29	40	71	102	132
同比 (%)	5.8	40.0	30.0	43.2	30.2
合计	1,316	1,679	2,575	3,373	4,415
同比 (%)	21.3	27.6	53.3	31.0	30.9
<b>分产品占比 (%)</b>					
汽车电子	8.5	10.7	26.1	30.0	37.7
管理软件	13.9	13.0	11.0	12.8	11.7
系统集成	75.4	73.9	60.2	54.2	47.7
数据中心	2.2	2.4	2.8	3.0	3.0
合计	100	100	100	100	100
<b>营业利润率</b>					
汽车电子	29.6	28.0	27.0	25.0	25.0
管理软件	54.5	60.0	58.0	56.0	55.0
系统集成	4.6	5.1	5.0	5.0	5.0
数据中心	38.2	39.0	38.5	38.0	38.0
合计	14.4	15.5	17.5	18.5	19.4
<b>毛利 (人民币 百万)</b>					
汽车电子	33	50	181	253	416
管理软件	100	131	164	241	284
系统集成	46	63	78	91	105
数据中心	11	16	27	39	50
合计	189	261	450	624	855

资料来源: 公司年报, 中银国际研究部

图表 8. 汽车电子收入预测

汽车电子业务	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
前装及准前装收入(人民币 百万)	-	-	-	12	420	660	1,170
同比 (%)					3,400	57	77
其他汽车电子业务收入(人民币 百万)	45	68	112	167	251	352	492
同比 (%)		53	63	50	50	40	40
收入合计	45	68	112	179	671	1,012	1,662
同比 (%)		53	63	61	274	51	64

资料来源: 公司年报, 中银国际研究部

## 估值

我们采用相对估值的市盈率估值的方法来测算公司的价值。我们预测公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.36 元、0.69 元和 1.02 元，同比增速分别为 34%、90%和 47%。目前计算机应用行业中小板上市公司 2011 年市盈率平均为 47 倍左右。公司目前的股价对应 2011 年 35 倍市盈率左右。首次覆盖我们给予公司 31.00 元人民币的目标价，对应 45 倍市盈率。给予买入评级。

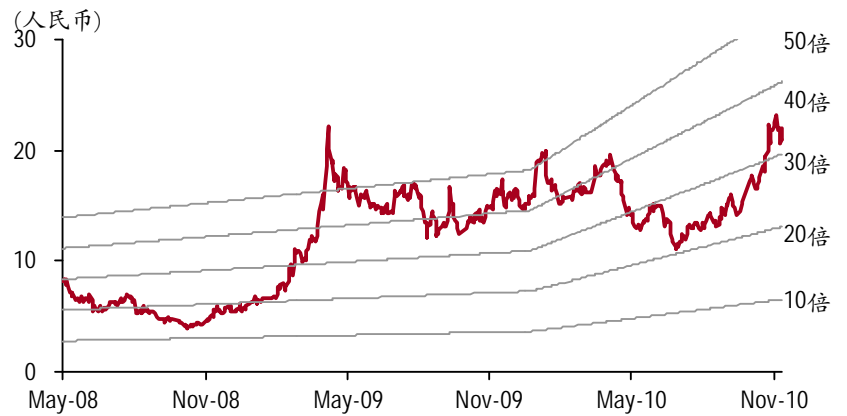
图表 9. 可比公司市盈率

代码	名称	收盘价	总市值	流通市值	每股收益 (元/股)		市盈率 (倍)		每股收益增长 (%)		净资产收益率 (%)
					2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	
			(百万)	(百万)							
002073.SZ	软控股份	23.55	17,483	13,071	0.56	0.79	42	30	38	41	17.4
002410.SZ	广联达	61.50	11,070	2,768	0.93	1.35	66	45	7	45	13.3
002153.SZ	石基信息	54.66	12,244	6,358	0.92	1.25	59	44	15	36	22.1
002063.SZ	远光软件	30.81	7,918	7,571	0.76	1.02	40	30	64	34	27.0
002373.SZ	联信永益	30.88	2,116	540	0.85	1.10	36	28	(5)	29	12.4
002279.SZ	久其软件	29.99	3,295	1,166	0.49	0.64	61	47	30	31	NA
002230.SZ	科大讯飞	83.10	13,358	6,950	0.66	0.97	127	86	13	47	16.5
002362.SZ	汉王科技	100.50	10,759	2,714	1.76	2.35	57	43	120	34	12.8
002421.SZ	达实智能	35.60	2,777	712	0.53	0.77	67	46	6	44	12.1
000948.SZ	南天信息	19.09	4,019	2,758	0.49	0.58	39	33	16	19	8.6
002439.SZ	启明星辰	45.59	4,502	1,140	0.67	0.89	68	51	26	33	8.9
002268.SZ	卫士通	29.02	3,855	2,246	0.37	0.49	79	60	9	32	NA
002376.SZ	新北洋	49.70	7,455	1,889	0.85	1.26	58	39	49	48	10.7
002280.SZ	新世纪	26.91	2,879	873	0.44	0.52	61	52	21	19	9.7
002090.SZ	金智科技	15.51	3,164	2,772	0.25	0.27	62	57	2	8	10.2
002308.SZ	威创股份	22.05	9,429	2,357	0.45	0.62	49	36	54	37	12.0
002312.SZ	三泰电子	30.26	3,580	908	0.53	0.70	57	43	36	33	9.5
002380.SZ	科远股份	56.45	3,839	960	0.95	1.18	60	48	28	24	7.7
002405.SZ	四维图新	51.92	20,780	2,908	0.55	0.79	94	66	62	43	21.6
002383.SZ	合众思壮	61.10	7,332	1,833	0.86	1.22	71	50	22	43	12.5
002065.SZ	东华软件	30.95	13,184	10,310	0.78	1.05	40	30	28	34	20.7
002368.SZ	太极股份	49.92	4,932	1,248	0.93	1.33	54	37	53	45	9.7
002296.SZ	辉煌科技	66.98	7,003	2,084	0.92	1.47	73	46	28	60	13.4
002331.SZ	皖通科技	30.56	2,182	556	0.61	0.84	50	36	33	38	9.1
002253.SZ	川大智胜	48.96	3,666	1,653	0.67	1.04	73	47	44	55	11.9
002401.SZ	交技发展	49.70	2,644	661	0.70	0.97	71	51	22	25	6.6
<b>加权平均</b>			7,133				65	47	37	39	13.2
<b>002232.SZ</b>	<b>启明信息</b>	23.85	6,960	2,966	0.36	0.69	66	35	34	90	14.3

资料来源：万得资讯，中银国际研究部

\*股票价格取 2010 年 11 月 26 日的收盘价格

图表 10. 启明信息市盈率区间



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究部

## 汽车电子行业迎来重要发展机遇

### 汽车电子概述

现代汽车电子技术是汽车发展的重要标志。汽车电子化被认为是汽车技术发展进程中的一次革命，是用来开发新车型，改进汽车性能最为重要的技术措施。随着汽车机械性能逐渐稳定难以进一步提高，汽车电子成为汽车技术进步的最重要标志。在国外，电子系统已经可以占据一辆豪华轿车生产成本的70%，普通轿车成本的30%。预计到2015年，我国汽车电子及电子技术相关产品在整车成本中所占的比例将从目前的15%左右上升到30%。这将极大的促进我国汽车电子产业的发展。

按照对汽车行驶性能作用的影响划分，可以把汽车电子产品归纳为两类：第一类是汽车电子控制装置，汽车电子控制装置要和车上机械系统进行配合使用，即所谓“机电结合”的汽车电子装置。它们包括发动机、底盘、车身电子控制。例如电子燃油喷射系统、制动防抱死控制、防滑控制、牵引力控制、电子控制悬架、电子控制自动变速器、电子动力转向等；第二类是车载汽车电子装置，车载汽车电子装置是在汽车环境下能够独立使用的电子装置，它和汽车本身的性能并无直接关系。它们包括汽车信息系统(行车电脑)、导航系统、汽车音响及电视娱乐系统、车载通信系统、上网设备等。目前我国大量的汽车电子厂商的产品集中在第二类，第一类产品主要由国外汽车电子厂商提供，只有少数技术能力较强的本土厂商能够提供汽车电子控制装置。

图表 11. 汽车电子分类

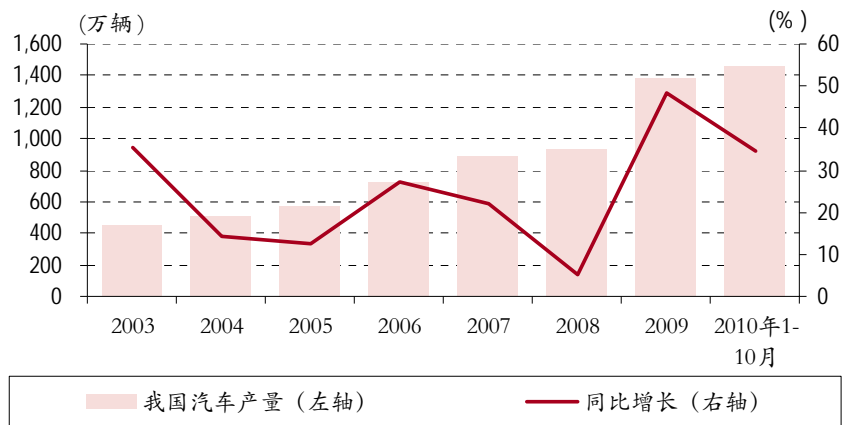
一级分类	二级分类	具体应用
电子控制系统	动力系统控制	发动机控制、变速箱控制、驱动系统控制
	安全系统控制	车身稳定控制、刹车防抱死系统、悬挂控制、胎压监控、安全气囊
车载电子专职	车身电子控制	灯光控制、雨刷控制、电动车窗、防盗设备
	信息系统	车辆运行信息
	导航系统	GPS 导航
	影音鱼类系统	视频播放、车载电视、收音机

资料来源：汽车工业协会，中银国际研究部

## 汽车电子市场发展空间大

从 2003 年到 2009 年我国汽车市场高速发展，年复合增长率达到 20.7%。2009 年我国更是超过了美国成为全球第一大汽车生产和销售国。2010 年汽车行业增速依然强劲，1-10 月份汽车产量已经达到 1,462 万辆，同比增长 34.5%。

图表 12. 我国汽车产量和增速



资料来源：汽车工业协会，中银国际研究部

随着我国汽车产业的快速崛起，相应的汽车零配件产品市场也随之发展壮大，在各种汽车零配件产品中，汽车电子产品占据着一定的市场份额。同时随着汽车技术的不断进步，以及消费者对汽车的安全性、稳定性以及娱乐性的需求逐步提高，汽车电子产品在汽车成本中的比重逐年增加。此外，一些与汽车安全性和排放量有关的相应法规和标准的出台，促使整车制造商通过电子技术的应用来使汽车达到相应的法规和标准，也对中国汽车电子产品市场发展起到了一定的推动作用。2007 和 2008 年，我国汽车电子产品市场规模均超过千亿元，2009 年达到 2,000 亿元。不断扩大的市场需求，推动了中国汽车电子产业的迅速崛起，此外，由于中国在电子产品生产加工上的巨大优势，全球汽车电子产能将持续向中国转移，中国将成为全球主要的汽车电子产品生产基地之一。

未来随着我国汽车产量继续保持稳定增长的态势，以及汽车电子产品在整车中的重要性提升，我们预计汽车电子产品市场规模将持续快速增长，到 2015 年有望实现产值 4,100 亿元人民币。

**图表 13. 主要整车厂商 2015 年产能计划**

	2009 年销量 (万辆)	2015 年计划产能 (万辆)
上汽集团	271	500
一汽集团	194	400
东风汽车	190	400
长安汽车	187	300
北汽控股	124	300
广汽集团	61	200
奇瑞汽车	50	300
比亚迪	45	300
华晨汽车	35	100
吉利汽车	33	200
江淮汽车	32	150
长城汽车	23	200
<b>合计</b>	<b>1,244</b>	<b>3,350</b>

资料来源：汽车厂商公布，中银国际研究部

## 本土汽车电子企业的现状和未来前景

### 现状

在中国市场上的汽车电子供应商主要分为两类：大型外资和合资企业、本土企业。在近 3,000 家企业中，市场上的领先者还是大型外资和合资企业，例如博世、德尔福等，这些公司数量仅占 19.8%，但他们却赢得了大于 89.7% 的市场份额。

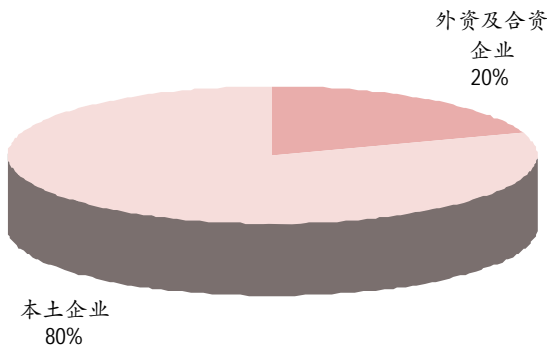
大型外资和合资汽车电子企业规模大，技术、资金实力雄厚，在市场中占主导地位。本土汽车电子产品制造商数量占总数的 80.2%，但从销售额来看他们只占据 10.3% 的市场份额。

**图表 14. 竞争格局**

分类	细分产品	主要竞争企业	附加值
车载电子	影音系统、信息系统、导航系统、网络系统等	本土企业	低
电子控制系统	发动机控制、变速箱控制、驱动系统控制、电子变速箱、车身稳定控制、刹车防抱死系统	大型外资和合资企业	高

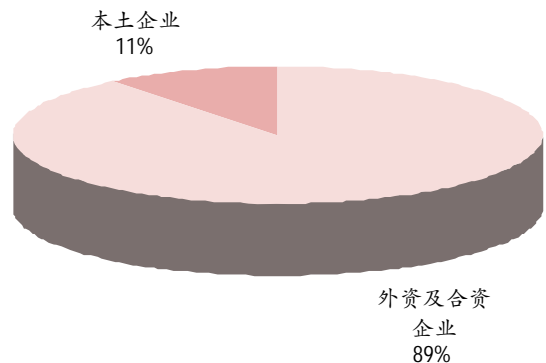
资料来源：中银国际研究部

图表 15. 我国汽车电子企业数量



资料来源：汽车工业协会，中银国际研究部

图表 16. 我国汽车电子企业市场份额



资料来源：汽车工业协会，中银国际研究部

### 发展前景

我国汽车工业的高速发展为汽车电子产品提供了一个巨大的内需市场，与此同时，国际汽车厂商由于激烈竞争带来的降价压力也必须积极寻找低成本的供应商。国内外的市场需求加速为我国汽车电子产品制造商提供了难得的商机。

**自主品牌汽车为本土汽车电子厂商提供了广阔的市场拓展空间。**我国的自主品牌汽车正在逐步从生产制造低端车型向中端车型迈进，由此带来对汽车电子的旺盛需求，国际汽车电子厂商的产品售价相对较贵，本土汽车电子生产厂商如果在质量和性能上有所突破，将成为未来的重要增长点。

**部分替代国外产品是长期的过程。**我们依然看好领先的本土汽车电子厂商未来能够进入国外配套体系。目前本土汽车电子厂商的主要问题在于：(1)技术研发能力和技术引进模式的缺失；(2)OEM模式的缺失；(3)国际技术准入标准带来的壁垒。我们认为(1)和(2)主要可以通过加大研发投入和扩展合作伙伴来加以提升。而国际技术标准的准入需要较长的时间，但是由于汽车电子产品的生命周期往往是和整车平台同周期，产品周期较长，一旦认证通过将给公司带来长期的收益。国内厂商的产品相比较国外厂商的产品具有显著的成本优势。随着整车厂商之间的竞争越来越激烈，从节约成本的角度来看未来本土汽车电子厂商具有很大机会。

## 主营业务分析

在公司目前的业务结构中，系统集成和硬件销售业务在总营业收入中所占比重依然较高，2010年上半年占68%左右，但是主营业务利润贡献仅仅有28%。公司已经成立了长春启明信息集成服务技术有限公司，将所有系统集成业务整合进入这一新成立的全资子公司内。我们认为公司的这一战略性举措有助于公司将主要精力聚焦至盈利前景乐观的汽车电子和软件服务业务。

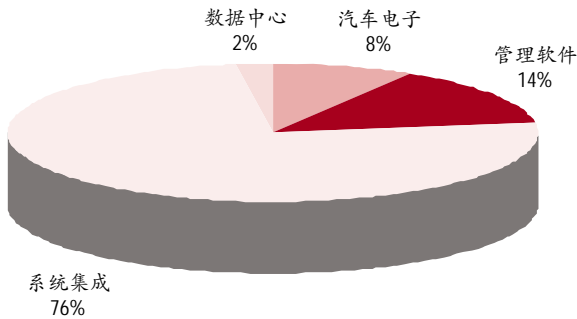
公司未来的战略重点将是汽车电子和汽车业软件。目前管理软件是公司主要的利润来源，2009年占毛利的比重达到53%。汽车电子是公司的战略性业务，正处于高速增长阶段。2010年上半年汽车电子业务在总收入的占比已经提升至19%，毛利占比提升至26%。我们预计未来这一比例将不断攀升，预计2011年将达到30%左右。

图表 17. 公司主导产品



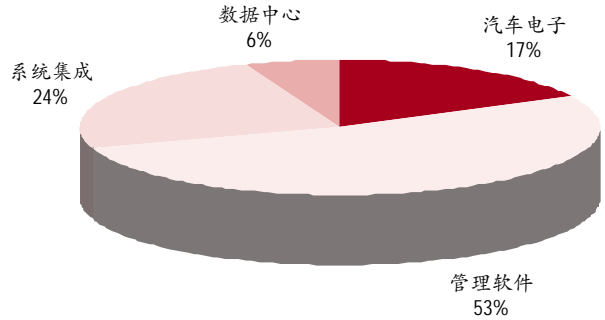
资料来源：公司资料，中银国际研究部

图表 18. 营业收入构成-2009



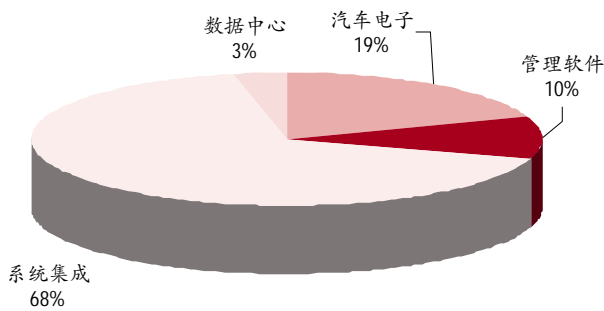
资料来源：公司数据，中银国际研究部

图表 19. 毛利构成-2009



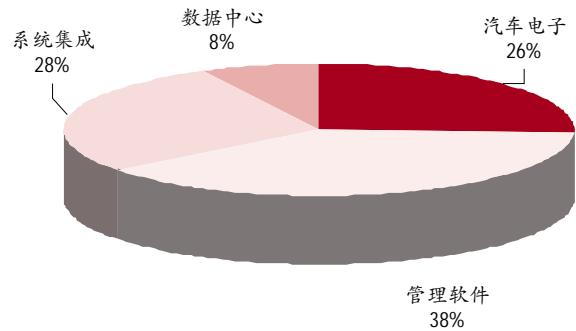
资料来源：公司数据，中银国际研究部

图表 20. 营业收入构成-2010 年上半年



资料来源：公司数据，中银国际研究部

图表 21. 毛利构成-2010 年上半年



资料来源：公司数据，中银国际研究部

图表 22. 公司销售费用率情况



资料来源：公司数据，中银国际研究部

图表 23. 管理费用率情况



资料来源：公司数据，中银国际研究部

## 汽车电子业务是未来的重点

未来的业绩增长主要看点在于汽车电子业务。汽车电子业务是公司成长最快的业务。公司 2007-09 年汽车电子业务收入分别为：4,500 万、6,800 万和 1.12 亿元，同比增长 212%、52.8% 和 63%。2010 年上半年公司汽车电子业务收入达到 8,200 万元。公司在汽车电子领域有数十年的技术积累，产品线全面，在国内的汽车电子公司中处于领先地位。公司的汽车电子产品覆盖了车载产品、车身控制、动力总成控制、安全电子产品以及供应 4S 店和修理厂的诊断与监测产品。其中车载电子产品是公司近期的重点突破口，是公司现有产品中最具有增长潜力的业务。

图表 24. 公司在汽车电子领域的主要产品

车载电子产品	车身电子产品	动力总成车控电子产品	诊断与检测产品	汽车安全电子产品
一汽轿车前装导航	车身集中控制器	EGR电控驱动器	故障诊断仪	CAN防盗报警器
一汽大众前装导航	车窗防夹控制器	单体泵ECU	手持诊断仪	胎压监测系统
ST-VT100 定位终端	PQ35CAN网关	轿车AMT	尾气排放监测仪	
物流配送定位终端	商用车身电子产品系列	商用车AMT	总装线测试设备	
汽车行驶记录仪	含车速信号控制器、间歇刮水控制器、闪光灯、液位控制器、预热控制器等	客车TCU		
车载电脑				
便携式导航仪				

资料来源：公司资料，中银国际研究部

车载信息系统是指利用计算机、卫星定位、通讯、控制等技术为乘用者提供安全、节能环保及舒适性功能和服务的车载电子设备。它既可以独立运行，提供车载通讯、自主导航、多媒体娱乐、车辆综合信息管理等功能，也可以通过外部服务中心实现城市服务、定位服务、信息服务以及行车服务。产品主要分为前装车载信息系统和后装车载信息系统两类。前装电子设备是指在车辆出厂之前预先装载在汽车之上的电子设备，而后装产品是指在车辆交付消费者之后由消费者自行购买安装的电子产品。公司公开上市之前主要为汽车运输企业和家用汽车提供后装车载信息系统产品和服务。通过上市募投项目车载信息系统的产业化进入了前装车载产品领域，向整车制造商提供汽车电子产品的研发、销售和服务。

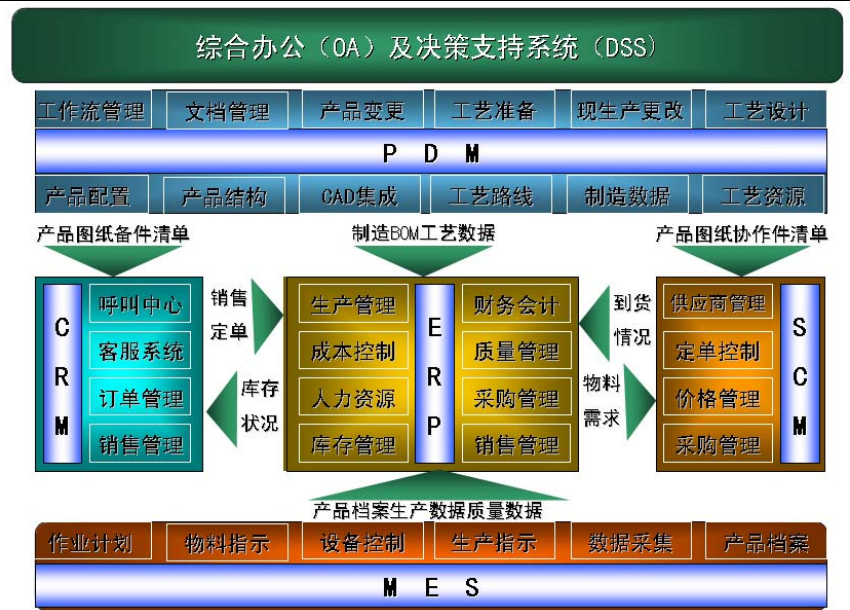
准前装市场是前装市场的变通，主要销售渠道是汽车经销商(4S店)，通过汽车经销商向销售者出售并安装原厂汽车电子产品。准前装业务相对于原厂前装产品的优势在于价格相对较低，更容易被对价格敏感的消费者所接受。市场上一款10万元左右的轿车其配置了车载前装系统的高配置车型要比未安装的低配置车型价格高出2-3万元。而安装准前装产品的价格仅为6,000-8,000元。相对于后装产品而言，准前装产品在价格相差不大的基础上提供了更加强大的功能、更好的可靠性以及同汽车整体的一体性。通过我们对部分汽车4S店的考察可以发现消费者对在4S店安装原厂的准前装系统的模式非常认可。我们看好公司未来准前装市场的前景。

### 管理软件成长空间较大

公司的管理软件业务是目前利润的主要来源。2007-09年管理软件业务收入分别为1.37亿元、1.94亿元和1.83亿元。其中2009年出现下降主要是受到2008年国际金融危机的影响，下游客户削减了2009年度的软件投资预算导致的。我们预计2010年公司的管理软件业务将实现19.5%的正增长。

国内管理软件市场竞争比较激烈。目前，国内管理软件市场主要包括综合性管理软件提供商及专注于某些行业的管理软件提供商两类。其中综合性管理软件提供商主要是SAP、用友、金蝶等企业，专业化提供商大多在某一个或几个行业具有较丰富的经验积累，专注于某一细分行业，利用行业技术优势占领市场，例如启明信息在汽车产业链信息化领域具有优势地位。目前来看，通用管理软件市场已经趋于饱和，并且经过在国内多年推广之后对于企业的信息化建设帮助不及预期。信息技术和行业具体实践的结合成为管理软件发展的下一个方向。例如用友软件也于去年开始进入专业的行业管理软件领域。管理软件市场向行业深入的发展趋势已日趋明显。

图表 25. 启明信息制造业管理软件产品



资料来源：公司年报，中银国际研究部

公司在一汽集团多年的业务积累是公司管理软件领域最大的优势。作为国内领先的汽车业整体解决方案提供商，利用自身的行业背景优势，深入挖掘开发适用于汽车业的软件产品和服务，对汽车行业企业具有很强的适用性和针对性。在一汽集团十二五规划中，公司在集团中的定位由衍生经济升级为核心支撑，我们认为这将加速公司在管理软件领域扩展的空间。

公司在汽车领域深厚的经验和技術积累也易于扩展应用于相关制造业企业。同时，公司在吉林省内政府、中小企业管理软件市场也具备较强的市场竞争力。

图表 26. 启明信息涵盖整个汽车产业链的解决方案



资料来源：公司年报，中银国际研究部

## 数据中心业务未来稳定发展

公司目前开展的数据中心业务规模较小，2006年至2010年1-6月的收入规模分别为1,948万元、1,857万元、2,724万元、2,883万元和1,415万元。主要面向中国一汽及其下属财务公司、一汽轿车、一汽解放、红旗轿车销售公司、一汽铸造公司、一汽总医院等客户提供六大类100多个应用系统的运行和维护，现有机柜数量不足百台。

未来随着公司配股项目达产，我们预计公司仅一汽数据中心项目就将提供400个机柜的数据灾备能力，同时将建成可以容纳2,000个机柜的数据灾备中心体系，不仅能够满足一汽集团及其下属单位的全部需要，并且具备向100家吉林地区政府机构、10家省内外金融机构、20家省内大中型企业及吉林省内众多中小企业提供数据灾备及相关数据运营服务的能力。年收入有望超过1.5亿元。

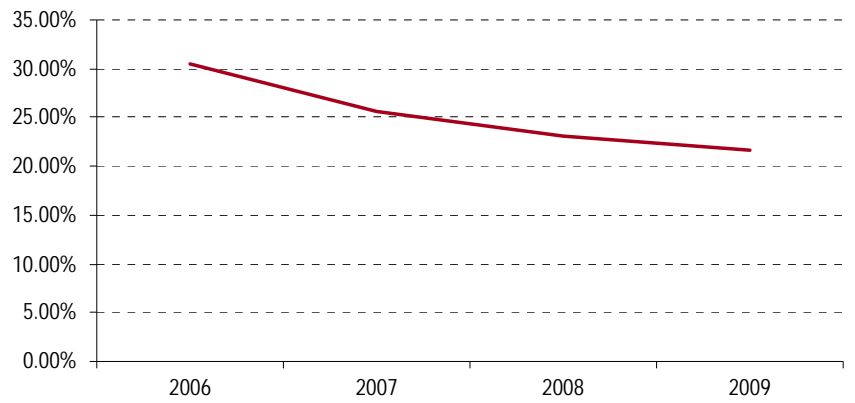
## 系统集成业务稳定增长

系统集成业务利润率较低，竞争比较激烈，资金占用较大。因此该业务不是公司未来重点发展的业务，但是依然能够为公司提供稳定的收入来源。公司在系统集成业务领域有如下优势：(1)客户优势。公司是吉林省软件行业龙头企业，一汽集团又是其控股股东，公司在竞标过程中具有很强的优势。公司在政务信息化领域的系统集成积累了丰富的经验和客户资源，为公司系统集成业务的进一步发展奠定了良好的基础；(2)渠道优势。公司1996年开始进入系统集成领域，同主要供应商：IBM、惠普、甲骨文、思科等建立了长期合作关系。同时公司是东北地区主要的系统集成商之一，出货量较大，能够争取到较低折扣。

## 关联交易

公司在汽车业管理软件产品研发与服务和车载信息系统研制及服务两个领域的市场份额位居国内同行业前列。受到行业性质的影响，公司不可避免的与大股东中国一汽集团及其下属公司之间存在较多的关联交易。但是随着公司综合竞争力的提升以及公司的产品逐渐开拓其他行业市场，关联交易的比重有所降低。但是公司同一汽集团的市场关系和一汽集团在汽车产业中的地位决定了关联交易将长期的存在，我们预计未来关联交易占比将维持稳定的水平。

图表 27. 公司关联交易占总收入比例



资料来源：公司年报，中银国际研究部

## 多因素驱动，业绩有望爆发

### 主攻准前装业务带来机会

公司从2005年开始投入到前装车载信息系统的研发中，具备了雄厚的技术积累，产品质量稳定可靠。公司的车载准前装业务已经于9月份正式开始推广，目前主要是在东北和江苏等地的4S店进行小规模的销售，市场反应良好，产品质量也得到了肯定，目前未出现返修的情况。我们预计今年将出货2,000-3,000台。根据公司的计划，2011年将是前装和准前装车载信息系统大规模推广的时期，预计出货量达到6-8万台。在准前装领域，公司向4S店的销售模式主要是两种：(1)通过公司自有的销售体系直接向4S店供货；(2)通过大众集团旗下的大众传媒公司代销向4S店进行销售。

公司的准前装产品目前主要覆盖大众汽车的A级车平台(PQ35平台)和B级车平台(PQ46平台)。目前主要应用于一汽大众的速腾、高尔夫、迈腾和CC四款车型。这四款车型涵盖了一汽大众的主力车型，仅2010年10月份一个月销量达到4.24万辆，除小部分高配车型装有前装车载信息系统外，其余大部分车型均可通过4S店加装启明信息开发的原厂级准前装产品。此外，大众集团在华的另一合资公司上海大众旗下的斯柯达明锐和昊锐也均可安装公司准前装产品。公司将加快推动产品进入上海大众4S店销售体系。南北大众合计1,000余家4S店和每月10万辆以上的销售规模给公司的汽车电子产品销售带来巨大的商机。

图表 28. 大众集团主要车型产量情况

	2010年1-9月累计产量(辆)	同比增速
速腾	82,348	16.96%
高尔夫6	41,592	NA
迈腾	57,033	29.26%
大众CC	10,154	NA
明锐	81,977	37.63%
昊锐	29,640	293.89%

资料来源：汽车工业产销快讯，中银国际研究部

前装和准前装系统相对后装系统的优势：

- 1) 前装车载信息系统可以直接从汽车总线采集信息，可以实现更多的功能。同时前装车载信息系统所包含功能的科技含量更高。

2) 前装车载信息系统对产品质量、稳定性等要求较高，产品的生命周期同汽车整机的使用寿命一致。而后装产品是家电级的，其使用寿命相对较短。

### **自主品牌领域竞争优势显著**

公司作为一汽集团的核心支撑，未来将在一汽集团中扮演更加重要的地位。2011款奔腾 B70 将搭载公司的前装导航系统向市场推广。公司参与了一汽奔腾自主品牌中高级车型 B90 车型的汽车电子前期研发工作。一汽集团“十二五”规划中产量将达到 518 万辆，其中自主品牌将达到 200 万辆的规模。一汽集团的巨大生产规模为公司提供了广阔的市场。另外奇瑞、长城等国产汽车品牌也是公司产品的主要客户，未来增长空间较大。

### **大众产品认证如果通过将是巨大利好**

公司年初送往德国大众的认证目前还在进程当中，一旦通过大众的认证，公司的车载信息系统将能够进入大众汽车的前装市场。目前大众汽车的车载信息系统主要由德国大陆集团和博世提供，产品性能优良的同时价格偏高，一定程度上限制了其在大众汽车上的装配率。从汽车配置升级的趋势和中国消费者对于车载信息系统的偏好来看，未来车载信息系统的装配率将会提升。大众集团今年前 3 季度在华销售达到了 147 万辆，同比增长 39%。启明信息一旦通过认证，价格优势使得公司的产品替代部分国际厂商产品的可能性很大。

### **D-Partner 平台符合未来汽车增值服务发展方向**

公司的 D-Partner 平台是利用车载信息终端作为载体，为用户提供导航定位、紧急求助、安全保障、车况监测等服务的系统。随着汽车消费理念的进步，汽车信息服务的重要性得到了各大车厂的重视。通用的安吉星(OnStar)，丰田的 G-Book 系统是其中的代表。汽车信息服务有助于增进终端客户同汽车生产商的联系，增强客户黏性。可以预见未来在中高档汽车中，汽车增值信息服务将成为标准化的配置。

在汽车增值服务领域，公司建成了全国最大 GPS 物流运营中心—D-Partner 服务中心，该中心在全国设有 273 个分中心，入网车辆达 6 万辆，拥有一汽解放、北京现代、奇瑞汽车、一汽大众、一汽轿车、大连公交、长久物流、陆捷物流、北京中远物流、北京中信物流、华阳物流、新大洲物流等 150 多家大型用户。

我们预计未来 D-Partner 平台将得到更多的重视。随着 D-Partner 信息服务的不断完善，将促进公司汽车电子终端的销售，而 D-Partner 平台本身也将给公司带来可观的利润。

图表 29. 启明信息 D-Partner 服务平台



资料来源：公司数据，中银国际研究部

图表 30. 三大汽车信息服务平台比较

	厂商	主要服务	价格
G-Book	丰田	话务员服务、G 路径检索、信息提供、远程诊断、紧急通报、道路救援、被盗通知、远程维护	前两年免费，1,200 元/年
OnStar	通用	"碰撞自动求助、安全气囊爆开自动求助、紧急救援协助、爱心援助路人、车门远程开启、车停位置提示、路边救援协助、被盗车辆定位、全程音控导航、目的地设置协助、兴趣点导航、车况监控报告、实时按需检测、全音控免提电话。	第一年免费，1,800 元/年
D-Partner	启明信息	ITS 信息网络、智能交通管理、汽车环保监控、智能导航、路边服务、无线办公、娱乐点播、驾驶者信息发布、安全救助、远程诊断、远程控制	500-1,000 元/年

资料来源：公司数据，中银国际研究部

## 软件业务将提升公司盈利能力

### 汽车交易平台软件收入快速增长

公司的汽车交易平台软件已经完成了所有设计功能模块的开发并向客户开放。该平台软件是为汽车行业中的整车生产厂家、供应商、销售服务商等企业提供一套全面的管理软件。软件实现了供应商资源管理、产品目录管理、供应链协同管理、交易服务管理的功能，并提供多种协同管理工具，有助于实现汽车行业与上下游产业链企业间的协同工作。

2009年该平台软件已经实现收入1,600万元以上。随着今年所有功能模块开发完毕并且投入使用,我们预计2010该产品收入将超过3,000万元。

### **管理软件恢复增长, 毛利率可观**

公司的募投项目Q3管理软件已经于10月份结项,并且已经开始收获订单。我们预计Q3管理软件将从2011年开始贡献较大利润。由于Q3主要面向的是中小型企业,同时公司面向更大规模企业的管理软件产品Q5也开始立项进入研发阶段,未来有望进一步获取市场份额。公司的管理软件产品在2009年出现负增长主要是受到金融危机的影响,很多企业在2008年底削减了软件方面的开始所致。随着宏观经济的好转,制造业特别是汽车产业盈利向好,企业在信息化方面的预算将会加大。另外,国内汽车市场竞争者越来越多,同时原材料上涨的压力较大,迫使汽车企业通过信息化改造提高经营效率,降低成本。预计未来几年,汽车行业整体的IT支出将会维持较高的增长速度。而我们认为公司的管理软件业务在自身优势和行业向好的内外因作用下将进入快速成长期。

我们认为公司在管理软件领域的主要优势如下:

- 1) 公司根植于汽车行业,对制造业管理流程和管理方法非常熟悉,公司的产品相对于通用型管理软件有很强的行业优势。
- 2) 公司具有地缘优势,股东背景优势也将帮助公司获得更多的客户资源。

公司的其他管理软件如企业资源计划管理系统(ERP)、产品数据管理系统(PDM)、制造执行系统(MES)、办公协同系统(OA)等目前主要围绕着一汽集团和相关企业展开,随着公司加强向其他汽车企业和其他行业企业的推广力度,我们认为公司的管理软件产品在其他制造业企业存在较大的超预期的可能。由于软件产品具有毛利率较高的特点,管理软件业务做大做强有利于公司提高盈利能力。

### **数据中心项目收入确定性较高, 盈利逐步释放**

公司目前开展的数据中心业务主要面向一汽集团及其附属企业,2006-09年的收入规模分别为1,948万元、1,857万元、2,724万元和2,883万元。主要向中国一汽及其下属财务公司、一汽轿车、一汽解放、红旗轿车销售公司、一汽铸造公司、一汽总医院等客户提供六大类100多个应用系统的运行和维护。

公司于 2009 年自筹资金投资扩建了一汽集团的数据中心项目，具备了向一汽和下属企业提供 400 个机柜的数据灾备能力。项目已经于 2009 年年底建成，我们预计 2010 年数据中心收入将达到 4,000 万，同比增长 40%。而 2010 年 3 月公司配股项目“吉林省数据灾备中心扩建项目”建成后，将可容纳 2,000 个机柜及相关介质库，能够为 100 家吉林地区政府机构、10 家省内外金融机构、20 家省内大中型企业及吉林省内众多中小企业提供数据灾备及相关数据运营服务，项目全部达产后年运营服务总收入将达到 1.5 亿元人民币，预计 2015 年项目将全部达产。我们预计公司数据中心业务 2009-15 年的复合增长率将达到 41%。

目前，吉林省还没有一个高等级的异地灾难备份和恢复场地，各单位信息系统的灾备能力严重不足。启明信息投资建设省级的公共数据灾备服务中心，可以满足吉林省内三级政府机关、吉林省及周边地区金融企业、省内大中型企业及中小企业的托管及灾备服务需求，因此项目得到了吉林省政府相关部门的大力支持，吉林省信息产业厅、吉林省发改委、吉林省经济委员会和吉林省中小企业发展局四委厅局联合颁布“吉信联发[2008]3 号文”，支持公司建设并运营“统一规划、集中管理、规范运营”的省级数据灾备中心。我们认为该项目未来成长性确定。

图表 31. 启明信息数据中心项目年收入情况

用户名称	服务内容	机柜(个)	金额
政府机构	基础服务(机柜租用、基础运维、机柜初装)、设备系统运维服务、灾难恢复服务、共享坐席(预计 100 个)服务等	900	8,934
大中型企业	基础服务(机柜租用、基础运维、机柜初装)、设备系统运维服务、灾难恢复服务、共享坐席(预计 200 个)服务等	200	1,948
金融机构	基础服务(机柜租用、基础运维、机柜初装)、设备系统运维服务、灾难恢复服务、共享坐席(预计 300 个)服务等	300	3,078
中小企业	基础服务(机柜租用、基础运维、机柜初装)、设备系统运维服务、灾难恢复服务、共享坐席(预计 100 个)服务等	200	1,744

资料来源：公司配股说明书，中银国际研究部

## 财务状况

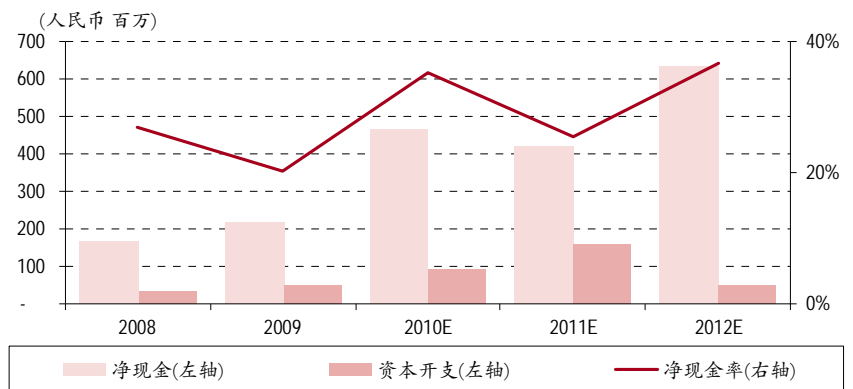
公司近三年来一直处于净现金状态，公司于2010年3月按每10股配售1.5股的比例进行了配股，筹集资金主要用于数据中心项目的建设，预计2010-12年公司总体的资本支出为0.9亿、1.2亿和0.5亿元。

从偿债能力上来看，公司的资产负债率、流动比率和速动比率都处于比较好的水平。公司总体的偿债能力强，财务风险小。

从经营方面来看，公司近两年的存货周转率有所下降，主要原因是公司的业务规模增长较快，库存商品和集成服务未验收项目在产品增加所致。从同业比较来看，公司的存货周转速度依然处于行业前列。

公司的毛利率比较稳定，但是相对较低，主要是因为公司主营业务中毛利很低的集成服务占比较高。未来随着软件业务和汽车电子业务占比逐渐提升，公司的盈利能力将逐步上升。公司的费用控制能力比较强，净利率、资产收益率等指标相对比较稳健。

图表 32. 净现金及资本开支



资料来源：公司数据，中银国际研究部

图表 33. 公司主要财务指标一览

	2006	2007	2008	2009
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	39.6	47.2	17.5	33.2
流动比率	2.6	2.6	4.4	2.7
速动比率	2.4	2.3	3.9	2.3
EBITDA/负债	0.5	0.5	1.0	0.5
<b>运营能力</b>				
存货周转率	37.4	39.0	26.8	21.0
应收账款周转率	14.5	14.1	13.4	12.2
应付账款周转率	16.0	21.7	27.3	16.3
<b>盈利能力(%)</b>				
销售毛利率	15.4	15.0	14.4	14.4
费用率	7.7	9.4	8.1	7.7
销售净利率	6.6	5.9	6.1	6.0

资料来源：公司数据，中银国际研究部

## 风险

### 汽车行业增速下滑将给公司带来不利影响

公司主营业务快速发展依赖于汽车市场维持稳定的增长，如果我国汽车销量出现大幅度下滑，公司的业绩会受到比较大的负面影响。

### 公司汽车电子产品推广速度慢于预期的风险

公司的汽车电子产品特别是前装车载信息系统产品受到整车厂商较多制约，一旦公司的产品推广速度不及预期则可能对公司盈利产生较大影响。

### 税收政策变化

目前，公司从事技术开发业务取得的收入免征营业税，同时公司享受“国家规划布局内的重点软件生产企业”按10%的税率征收企业所得税的优惠政策。本公司下属子公司享受软件企业“两免三减半”的所得税优惠政策。上述税收优惠政策若发生变化将会影响公司的经营业绩和盈利能力。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	1,085	1,316	1,679	2,575	3,373
销售成本	(935)	(1,133)	(1,427)	(2,138)	(2,766)
经营费用	(78)	(79)	(104)	(171)	(224)
息税折旧前利润	72	104	148	266	383
折旧及摊销	(16)	(27)	(34)	(48)	(60)
经营利润	56	77	114	218	323
净利息收入/(费用)	3	1	0	(2)	(5)
其他收益/(损失)	8	7	0	0	0
税前利润	67	85	114	216	318
所得税	(1)	(5)	(7)	(14)	(21)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	66	79	106	202	298
核心净利润	66	79	106	202	298
每股收益(人民币)	0.227	0.272	0.364	0.692	1.020
核心每股收益(人民币)	0.227	0.272	0.364	0.692	1.020
每股股息(人民币)	0.290	0.115	0.128	0.277	0.510
收入增长(%)	NA	21	28	53	31
息税前利润增长(%)	NA	38	47	91	48
息税折旧前利润增长(%)	NA	44	42	80	44
每股收益增长(%)	NA	20	34	90	47
核心每股收益增长(%)	NA	20	34	90	47

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	167	218	457	412	609
应收帐款	142	130	178	287	322
库存	46	62	89	148	159
其他流动资产	27	60	55	55	55
流动资产总计	381	469	779	903	1,146
固定资产	111	175	188	308	305
无形资产	96	87	78	70	63
其他长期资产	29	96	142	170	241
长期资产总计	236	357	408	548	608
总资产	618	826	1,187	1,451	1,754
应付帐款	73	135	161	223	278
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	13	40	0	0	0
流动负债总计	87	176	161	223	278
长期借款	0	50	50	50	0
其他长期负债	22	49	44	44	44
股本	127	254	292	292	292
储备	382	297	640	842	1,140
股东权益	509	551	932	1,134	1,432
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	618	826	1,187	1,451	1,754
每股帐面价值(人民币)	4.00	2.17	3.19	3.89	4.91
每股有形资产(人民币)	3.25	1.83	2.93	3.65	4.69
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.31)	(0.66)	(1.39)	(1.24)	(2.09)

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	67	85	114	216	318
折旧与摊销	16	27	34	48	60
净利息费用	(3)	(1)	0	2	5
运营资本变动	(60)	82	(64)	(106)	9
税金	(1)	(5)	(7)	(14)	(21)
其他经营现金流	11	6	7	7	6
经营活动产生的现金流	30	194	84	153	378
购买固定资产净值	(111)	(151)	(90)	(160)	(50)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	(4)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(111)	(154)	(90)	(160)	(50)
净增权益	292	0	274	0	0
净增债务	(85)	50	0	0	(50)
支付股息	(24)	(38)	(29)	(37)	(81)
其他融资现金流	(8)	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	175	12	245	(37)	(131)
现金变动	94	51	239	(44)	197
期初现金	72	167	218	457	412
公司自由现金流	(79)	40	(3)	(3)	334
权益自由现金流	(169)	89	(6)	(5)	282

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	6.7	7.9	8.8	10.3	11.4
息税前利润率(%)	5.2	5.9	6.8	8.5	9.6
税前利润率(%)	6.2	6.4	6.8	8.4	9.4
净利率(%)	6.1	6.0	6.3	7.8	8.8
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	4.4	2.7	4.8	4.0	4.1
利息覆盖率(倍)	27.8	100.7	41.3	47.9	48.0
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)	3.9	2.3	4.3	3.4	3.5
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	106.6	88.9	66.3	34.9	23.7
核心业务市盈率(倍)	106.6	88.9	66.3	34.9	23.7
目标价对应核心业务	121.3	101.1	75.5	39.7	27.0
市盈率(倍)					
市净率(倍)	6.0	11.1	7.6	6.2	4.9
价格/现金流(倍)	235.4	36.4	84.2	46.1	18.7
企业价值/息税折旧前	40.2	57.4	44.9	25.1	16.8
利润(倍)					
<b>周转率</b>					
存货周转天数	18.0	17.3	19.3	20.3	20.3
应收帐款周转天数	47.7	36.0	33.4	33.0	33.0
应付帐款周转天数	24.7	37.6	32.2	27.3	27.1
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	55.7	36.8	35.0	40.0	50.0
净资产收益率(%)	13.0	14.4	14.3	19.6	23.2
资产收益率(%)	9.0	8.8	10.6	15.4	18.8
已运用资本收益率(%)	12.0	13.1	14.7	20.4	24.9

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

一汽轿车 (000800.SZ/人民币 18.08, 持有)

软控股份 (002073.SZ/人民币 23.55, 未有评级)

广联达 (002410.SZ/人民币 61.50, 未有评级)

石基信息 (002153.SZ/人民币 54.66, 未有评级)

远光软件 (002063.SZ/人民币 30.81, 未有评级)

联信永益 (002373.SZ/人民币 30.88, 未有评级)

科大讯飞 (002230.SZ/人民币 83.10, 未有评级)

启明星辰 (002439.SZ/人民币 45.59, 未有评级)

四维图新 (002405.SZ/人民币 51.92, 未有评级)

东华软件 (002065.SZ/人民币 30.95, 买入)

辉煌科技 (002296.SZ/人民币 66.98, 未有评级)

皖通科技 (002331.SZ/人民币 30.56, 未有评级)

川大智胜 (002253.SZ/人民币 48.96, 未有评级)

交技发展 (002401.SZ/人民币 49.70, 未有评级)

用友软件 (600588.SH/人民币 24.90, 未有评级)

以 2010 年 11 月 26 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

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 11 月 26 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 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) 2867 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) 2867 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