

# 业务转型，位置服务初显效果

## ——合众思壮（002383）调研快报

2012年2月10日

推荐/首次

合众思壮

调研报告

王明德

执业证书编号：S1480511100001

联系人：贺宝华

电话：010-6655 4045

MSN: baohuahe@hotmail.com

### 事件：

近日我对公司进行了实地调研，并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

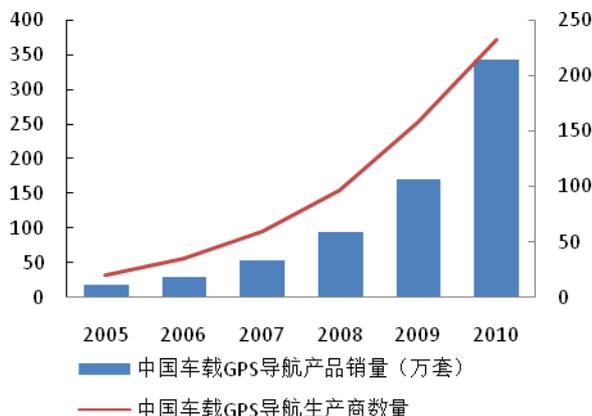
### 观点：

#### 1. 业务转型，位置服务成为新的业绩增长点

##### PND 业务下降迅速

便携导航产品是公司三大主营业务之一，但是由于大众 PND 市场已发展多年，市场已经进入成熟期，市场竞争对手众多，山寨产品横行，因此公司便携导航产品收入下降迅速，我们预计公司 2011 年此业务收入同比降低 40%。

图 1：中国车载导航产品销量及生产商数量



资料来源：360 汽车网，东兴证券

图 2：公司 2010-2011 年便携导航产品收入急剧降低



资料来源：公司公告，东兴证券

#### 云+端，位置服务成为新的业绩增长点

公司建立“中国位置”平台，将导航设备与服务平台连接，为客户提供在线服务，目前公司已经在西安建立了服务平台，并拥有一个 1000 人的呼叫中心。2011 年公司与五洲迅达车友会达成合作协议，为其提供 10 万台带有互联通信功能的便携导航终端(CPND)，并提供基于“中国位置”平台的位置服务。我们认为“中国位置”是公司积极转换大众业务模式的尝试，从单纯生产产品转向提供产品+服务，不仅可以摆脱山寨 GPS 产品的侵袭，而且可以为公司提供稳定的收益，目前公司位置服务项目目前进展顺利，已经稳步为公司贡献利润，预计能弥补由于 PND 业务减少所带来的损失。2010 年我国导航与位置服务市场产值达到 500 亿元，2015 年可达 2650 亿元，其中位置服务 1550 亿元，并且公司设立产业发展基金，支持服务平台上的应用开发，将积极促进公司位置服务业务的快速增长，我们认为位置服务将会成为公司新的业绩增长点。

#### 2. 服务促进专业市场发展

公司产品以高精度 GNSS 产品和 GIS 采集器为主，GIS 采集器采用精密单点定位技术，以往定位精度在 10m 左右，目前公司提供增强信号，可以减少钟差和轨道差造成的定位误差，提供亚米级的定位精度。我们认为随着公司高精度定位服务的推广，公司高精度 GNSS 产品和 GIS 采集器毛利率将保持在 50% 左右，而且随着公司募投项目集思宝生产线的到位，此项收入增速将达到 15%-30%。

### 3. 北斗二号产生积极因素

公司拥有北斗运营牌照，并且 2011 年为农业部开发了生产指挥系统，为 300 条监测船安装了北斗导航终端，公司为北京子公司注资 2 个亿，积极研发具有核心竞争力的北斗产品。北斗二号今年 10 月份正式提供服务，公司将直接受益北斗产业的快速发展。

### 4. 盈利预测及评级

2011 年为公司转型期，以后随着位置服务业务的展开，公司营收将逐步好转。我们预测公司 2011 年、2012 年、2013 年 EPS 为分别为：0.361 元、0.477 元和 0.581 元，当前股价对应 PE 分别为 73.74 倍、55.91 倍和 45.87 倍，首次给予“推荐”评级。

#### 财务指标预测

万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	426.14	402.60	451.59	581.29	704.13
增长率(%)	-4.63%	-5.52%	12.17%	28.72%	21.13%
净利润(百万元)	83.95	53.28	52.05	68.64	83.65
增长率(%)	3.53%	-36.54%	-2.31%	31.89%	21.87%
每股收益(元)	0.933	0.474	0.361	0.477	0.581
净资产收益率(%)	22.71%	3.59%	3.35%	4.25%	4.95%
PE	28.57	56.27	73.74	55.91	45.87
PB	6.49	2.16	2.47	2.38	2.27

资料来源：东兴证券

利润表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
营业收入	402.60	451.59	12.17%	581.29	28.72%	704.13	21.13%
营业成本	233.97	264.02	12.84%	328.06	24.26%	388.51	18.42%
营业费用	51.75	58.71	13.45%	75.57	28.72%	91.54	21.13%
管理费用	89.38	101.61	13.68%	130.79	28.72%	158.43	21.13%
财务费用	(16.87)	(17.13)	N/A	(15.21)	N/A	(12.97)	N/A
投资收益	0.00	(0.20)	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	40.16	39.79	-0.93%	56.80	42.76%	72.61	27.84%
利润总额	58.42	54.79	-6.21%	74.80	36.53%	93.61	25.15%
所得税	5.59	5.24	-6.21%	7.16	36.53%	8.96	25.15%
净利润	52.83	49.55	-6.21%	67.64	36.53%	84.65	25.15%
归属母公司所有者的净利润	53.28	52.05	-2.31%	68.64	31.89%	83.65	21.87%
NOPLAT	21.06	20.49	-2.71%	37.61	83.56%	53.93	43.41%
资产负债表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
货币资金	1,048.77	967.50	-7.75%	822.20	-15.02%	704.13	-14.36%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	84.00	94.23	12.17%	121.29	28.72%	146.92	21.13%
预付款项	115.77	236.33	104.14%	386.13	63.39%	563.54	45.94%
存货	149.04	168.18	12.84%	208.98	24.26%	247.48	18.42%
流动资产合计	1,421.45	1,492.93	5.03%	1,572.80	5.35%	1,703.38	8.30%
非流动资产	125.35	114.55	-8.62%	102.87	-10.20%	93.09	-9.51%
资产总计	1,546.80	1,607.48	3.92%	1,675.67	4.24%	1,796.47	7.21%
短期借款	0.20	0.00	N/A	0.00	N/A	38.01	N/A
应付帐款	31.34	34.89	11.30%	43.35	24.26%	51.34	18.42%
预收款项	4.08	2.49	-39.07%	0.43	-82.53%	(2.05)	N/A
流动负债合计	60.71	63.33	4.31%	70.74	11.70%	115.25	62.92%
非流动负债	0.63	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
少数股东权益	3.20	0.70	-78.13%	(0.30)	N/A	0.70	N/A
母公司股东权益	1,482.26	1,553.10	4.78%	1,614.88	3.98%	1,690.16	4.66%
净营运资本	1,360.73	1,429.60	5.06%	1,502.06	5.07%	1,588.13	5.73%
投入资本 IC	393.45	542.30	37.83%	748.38	38.00%	1,009.74	34.92%
现金流量表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
净利润	52.83	49.55	-6.21%	67.64	36.53%	84.65	25.15%
折旧摊销	6.17	0.00	N/A	11.78	N/A	11.78	0.00%
净营运资金增加	1,068.33	68.87	-93.55%	72.46	5.21%	86.07	18.78%
经营活动产生现金流	(40.51)	(103.75)	N/A	(151.85)	N/A	(156.88)	N/A
投资活动产生现金流	(130.38)	(13.25)	N/A	(1.80)	N/A	(3.80)	N/A
融资活动产生现金流	1,026.62	35.73	-96.52%	8.35	-76.63%	42.61	410.47%
现金净增（减）	855.73	(81.27)	N/A	(145.30)	N/A	(118.07)	N/A

## 分析师简介

---

### 王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

## 联系人简介

---

### 贺宝华

中国科学院理学博士，2011年加盟东兴证券研究所，从事非汽车交运设备行业研究。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。