

日期: 2010年3月26日
行业: 通信及相关设备制造业



魏成钢
021-53519888-1974
wchg2000@sohu.com

导航蓝海，任其遨游

上市合理定价 RMB 33.80 ~ 38.50 元

基本数据(IPO)

发行数量(万股)	3,000
发行后总股本(万股)	12,000
发行数量占发行后总股本	25.00%
发行方式	网下询价配售 600 网上定价发行 2,400
保荐机构	招商证券

IPO 前后的指标对比

09年每股收益/发行后摊薄(元)	0.93/0.70
09年每股净资产/发行后每股净资产(元)	4.11/11.8

主要股东(IPO 前)

郭信平	60.17%
李亚楠	35.00%
孟力	2.78%
姚明	0.75%
应旻子	0.75%

收入结构(2009)

GIS 数据采集产品和高精度测量产品	47.62%
车载导航产品	32.05%
系统产品	20.33%

报告编号: WCHG10-NSP05

■ 投资要点:

● 卫星导航应用行业发展潜力巨大

GNSS 应用产业在国内正处于高速发展期, GNSS 应用技术已广泛应用于农业、林业、水利、交通、航空、测绘、安全防范、军事、电力、通讯、城市管理等各部门, 新的应用伴随着各行各业的发展还在不断涌现。

● 行业名副其实的龙头

经过多年发展, 公司已成为国内卫星导航定位领域的龙头企业之一, 细分领域的市场占有率优势明显。公司起步的看家产品——GIS 数据采集产品最近四年国内市场占有率第一, 在该领域内具有较强的竞争力。车载导航产品方面, 2007 年度公司“任我游”品牌在 125 个被调研品牌中位居榜首, 产品关注度前 10 名中公司产品占据 5 席。

● 经营调整期结束业绩高增长重现

历时 2 年的经营调整期结束, 2010 年起公司在拓展市场方面将更加积极主动, 业绩也将重新步入快速成长的通道。募投项目在 2011 年开始贡献业绩, 不过投产当年新增的固定资产折旧和无形资产摊销将拉低产品毛利率, 使得公司净利润增幅落后营收。总体上, 初步预计 2010~2013 年公司分别可实现摊薄后每股收益 0.85、0.90、1.45 和 1.90 元。

● 定价结论

综合考虑同业公司以及最近上市的中小板公司股票的估值情况, 我们认为给予公司 2009 年 50~55 倍、2010 年 40~45 倍市盈率较为合理, 公司合理估值区间为 33.80~38.50 元。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	426.14	546.35	744.58	1,089.08	1,397.55
年增长率(%)	-4.63%	28.21%	36.28%	46.27%	28.32%
归属于母公司的净利润	83.95	101.45	107.50	174.06	228.13
年增长率(%)	3.53%	20.85%	5.96%	61.92%	31.07%
摊薄每股收益(元)	0.70	0.85	0.90	1.45	1.90

数据来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

一、行业背景

■ 公司概况

公司主营业务为卫星导航定位产品的研发、生产、销售和服务，属于信息产业内的卫星导航系统技术开发及设备制造行业。公司产品技术涵盖 GPS、北斗、GLONASS 及多系统组合导航定位的硬件、软件及各类算法，拥有 GNSS 接收机中包括射频、基带信号处理、卫星导航电文处理等核心技术，部分核心技术已达到世界先进水平。从产品应用领域来看，公司业务横跨专业和大众消费两大市场，是国内卫星导航定位行业内产品门类较全、规模最大的企业之一。

■ 卫星导航应用行业发展潜力巨大

GNSS 应用产业在国内正处于高速发展期，GNSS 应用技术已广泛应用于农业、林业、水利、交通、航空、测绘、安全防范、军事、电力、通讯、城市管理等各部门，新的应用伴随着各行业的发展还在不断涌现。从专业应用市场来看，1997~2007 年，国内测绘行业全站仪、GPS 接收机拥有量年均复合增长率分别达到 20.62%和 27.84%。2008 年，我国 GIS 采集产品和高精度测量产品的市场容量已经超过 10 亿元，销售量超过 8 万台。在产品升级需求以及新客户、新应用不断涌现的推动下，GIS 采集产品和高精度测量产品市场规模将不断扩大。

而大众消费市场在国内步入市场导入期，成为近年来行业最为重要的发展领域。2008 年，我国车辆监控、车辆导航和信息服务的产值分别为 98.60 亿元、52.50 亿元和 59.60 亿元，占我国 GNSS 行业总产值的 73.98%。未来车辆导航消费应用的两个主体领域为嵌入式车载导航产品和便携式导航产品，其中嵌入式车载导航产品包括车载前装和选装导航产品，便携式导航产品主要指 PND。从国内车辆保有量、车辆销售量和手机的销售量来看，消费应用市场潜能将持续放大。

图 1 2000~2008 年中国卫星定位应用市场产值

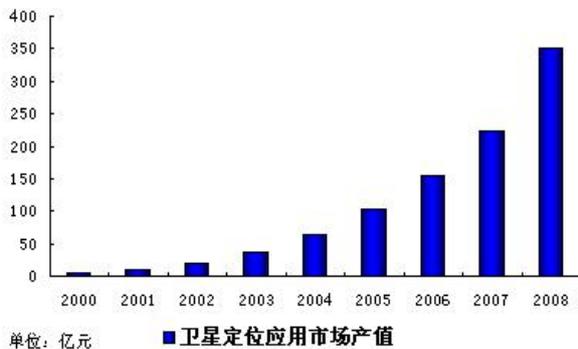


图 2 1997~2007 年国内测绘行业 GPS 接收机拥有量



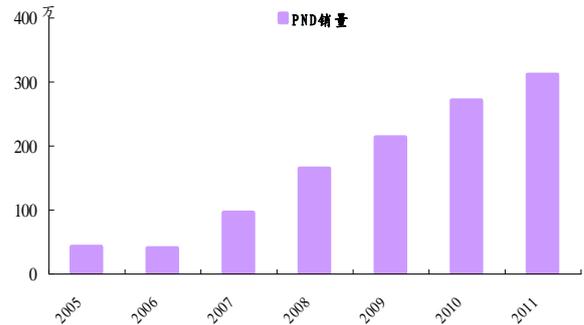
资料来源：CNAGA，上海证券研究所

图 3 2002~2007 年中国车载 GPS 设备销量



图3 2002-2007年中国车载GPS设备销量及增长率

图 4 2005~2011 年中国 PND 市场



资料来源：赛迪顾问，上海证券研究所

■ 公司是国内卫星导航应用行业领先厂商

GNSS 应用产品市场分为专业市场和大众市场两类。专业市场中的数据采集与测量终端产品技术含量高，进入门槛高，生产厂家少，目前公司的竞争对手主要系国际厂商，专业市场中的系统产品则需要在深刻理解客户需求基础上进行针对性的系统设计，因行业跨度大，应用范围非常宽广，所以在同种应用上的竞争较为有限；大众市场中 PND 产品生产门槛相对较低，中小型企业数量众多，市场竞争激烈。

经过多年发展，公司已成为国内卫星导航定位领域的龙头企业之一，细分领域的市场占有率优势明显。公司起步的看家产品——GIS 数据采集产品最近四年国内市场占有率第一，在该领域内具有较强的竞争力；车载导航产品方面，公司的 PND 产品在车载导航市场占有率逐年增长。据 IT168 市场调研中心报告显示，2007 年度公司“任我游”品牌在 125 个被调研品牌中位居榜首，产品关注度前 10 名中公司产品占据 5 席；而在高精度测量产品和汽车前装导航产品市场，由于进入晚，目前公司处于追赶者的角色，距离一线品牌厂商仍有相当的差距。

表 1 2006~2009 年公司主要产品市场占有率情况

年份	GIS 数据采集产品			高精度测量产品			PND 产品		
	公司销售额 (万元)	市场总额 (亿元)	比例 (%)	公司销售额 (万元)	市场总额 (亿元)	比例 (%)	公司销售额 (万元)	市场总额 (亿元)	比例 (%)
2006	16,139.36	3.00	53.80%	1,042.68	3.80	2.74%	5,465.02	25.00	2.19%
2007	23,604.90	4.00	59.01%	1,690.48	5.00	3.38%	11,257.38	37.50	3.00%
2008	21,441.88	4.20	51.05%	3,247.31	5.80	5.60%	11,552.13	38.00	3.04%
2009	17,517.17	4.30	40.74%	2,205.18	7.20	3.06%	12,187.74	40.00	3.05%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

公司 GIS 数据采集产品在国内市场主要竞争对手为麦哲伦

(Magellan)、天宝 (Trimble)、麦哲伦 (Magellan) 主要在中低端产品上与公司形成竞争，天宝 (Trimble) 主要在高端产品上与公司形成竞争。高精度测量产品市场，公司主要竞争对手为天宝 (Trimble) 等国际知名品牌和南方测绘、中海达、华测等国产品牌。大众消费产品在国内主要竞争对手为宇达电通 (Mio) 和江苏新科等。

表 2 公司及国内市场主要竞争对手市场份额情况

产品	主要竞争对手	市场份额
GIS数据采集产品	合众思壮	40%左右
	麦哲伦(Magellan)	20%左右
	天宝(Trimble)	15%左右
高精度测量产品	合众思壮	3%左右
	天宝(Trimble)、南方、中海达、华测	80%左右
汽车前装导航产品	合众思壮	1%左右
	电装DENSO(丰田等车型)	35%左右
	爱信AW株式会社 (奥迪、本田等车型)	17%左右
车辆监控调度产品	合众思壮	3%左右
	赛格、雅迅	25%左右

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

■ 技术优势构筑公司核心竞争力

公司是国内卫星导航定位行业内产品门类较全、规模最大的企业之一。与同行业公司相比，公司的竞争优势主要体现在：(1) 技术优势：十年来，公司在引进、消化、吸收国际先进技术的基础上，坚持走自主创新的道路，自主研发了从 GNSS 天线、射频前端、基带信号处理、伪距及载波相位导航算法、定制属性的空间数据采集、嵌入式导航引擎、电子地图压缩和空间数据索引等多项在国内外处于领先地位的核心技术，实现了从毫米级、厘米级、亚米级、米级等不同精度等级的定位精度，应用于高精度测量产品、GIS 数据采集产品、系统产品和车载导航产品之中；(2) 系统、技术、产品、市场的跨度优势：公司技术涵盖 GPS、北斗、GLONASS 及多系统组合导航定位的硬件、软件及各类算法。产品横跨专业和大众消费两大市场，应用于农业、林业、国土、石油、测量、电力、电信、交通运输等国民经济 40 多个基础领域；(3) 行业应用创新优势：公司在 GNSS 行业应用方面已有 10 年以上的经验，对下游行业需求有丰富和深刻的理解。依托自身的技术研发成果、电子工程设计能力和在 GNSS 行业的经验，创造和引领了多项“国内行业第一”，为国民经济各行各业的行业用户提供全面解决方案，改变了行业用户的传统生产方式。

二、公司历史沿革及募资项目分析

■ 公司历史沿革及股权结构

公司由原北京合众思壮科技有限责任公司整体变更设立。一致行动人郭信平和李亚楠为公司发行前、后的第一大和第二大股东，为公司的实际控制人。

表 3 公司的股东及实际控制人情况

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数(万股)	持股比例	持股数(万股)	持股比例
1	郭信平	5,415.30	60.17%	5,415.30	45.13%
2	李亚楠	3,150.00	35.00%	3,150.00	26.25%
3	孟力	249.75	2.78%	249.75	2.08%
4	姚明	67.50	0.75%	67.50	0.56%
5	应旻子	67.50	0.75%	67.50	0.56%
6	李兵	49.95	0.56%	49.95	0.42%
7	社会公众股	-	-	3000.00	25.00%
合计		9,000.00	100.00%	12,000.00	100.00%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

■ 公司业务简介

当前公司业务涵盖专业应用和大众消费两大领域。专业应用产品包括 GIS 数据采集产品、高精度测量产品、系统产品和车载导航产品中的车辆监控调度产品，大众消费产品主要为车载导航产品中的 PND 产品。

GIS 数据采集产品和高精度测量产品是公司最主要的收入来源，近年对公司主营收入和利润的贡献都在 5 成左右，预期未来该产品对公司主营业务收入的贡献仍将维持较高比例。

2008 年，全球爆发金融危机的背景下，公司出于对经济前景偏谨慎的判断，主动进行经营调整，GIS 数据采集和高精度测量产品、系统产品的销售因此受到较大影响，2008、2009 两年这两项产品的销售下滑明显。

表 4 2006~2009 年公司营收和主营利润构成

产品类别	2006 年		2007 年		2008 年		2009 年	
	主营收入占比	主营利润占比	主营收入占比	主营利润占比	主营收入占比	主营利润占比	主营收入占比	主营利润占比
GIS 数据采集产品和高精度测量产品	53.12	57.89	51.09	53.91	55.61	58.34	47.62	57.58
其中：GIS 数据采集产品系列	49.90	53.59	47.68	49.82	48.29	50.37	42.30	51.44

高精度测量产品系列	3.22	4.30	3.41	4.10	7.31	7.97	5.32	6.14
系统产品	24.30	21.05	19.21	19.27	11.34	9.75	20.33	18.70
车载导航产品	22.58	21.06	29.70	26.81	33.05	31.91	32.05	23.72
其中: PND	16.90	11.94	22.74	15.89	26.02	21.67	29.43	19.39
车辆监控调度产品	5.68	9.11	6.96	10.93	7.04	10.24	2.62	4.33

资料来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

公司成立初期, 生产模式为采购国外专业硬件、自主开发相关导航定位算法和应用软件。这种模式不需建立自身的生产线, 节省开发时间, 便于产品转型, 但产品单位成本高, 在专业产品方面很难满足行业用户的需求。目前公司通过此模式生产的产品种类主要是 GIS 数据采集产品中的专业手持机。2003 年, 以承担国家发改委卫星导航产业化专项“卫星导航系列应用设备高技术产业化示范工程”为契机, 公司转向自主研发设计、委托加工零部件总装的生产加工模式。该模式的优点是产品转型快、固定资产投资较少, 缺点是不利于形成产品规模化, 核心技术的保密性不强, 对日益成熟的专业市场适应性差, 委托加工周期直接影响产品上市时间等。目前公司通过此模式生产的产品种类包括 GIS 数据采集产品中 G5 系列和 E7 系列产品、高精度测量产品、系统产品、车辆监控调度终端产品。

■ 募集资金投向

公司 IPO 募集资金计划投入 3 个项目(见表 5), 拟投资总额为 54,517.39 万元, 预计募集资金投入 46,878.56 万元。

表 5 公司 IPO 募集资金项目概况

项目名称	预计投资额 (万元)	募集资金使用量 (万元)	建设期	新增营业收入 (万元/年)	新增净利 (万元/年)
卫星导航数据采集产品研发生产基地	30,533.00	29,333.00	2 年	52,560	10,110
卫星导航兼容系统应急装备与减灾应用服务平台	9,969.00	9,969.00		17,095	4,184
汽车卫星导航智能信息系统	14,015.39	7,576.56		41,028	5,631
合计	54,517.39	46,878.56		110,683	19,925

资料来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

卫星导航数据采集产品研发生产基地项目

项目将在陕西省西安高新技术产业开发区建立卫星导航数据采集产品研发生产基地。基地建成后, 将成为我国第一个规模化生产 GNSS 行业数据采集产品的研发和生产基地, 可开发和生产卫星导航数据采集全系列产品, 实现数据采集产品产业化、规模化生产。项目

达产后，公司可新增 GIS 数据采集产品 90,000 台、高精度测量产品 5,000 台(套)的生产能力。同时，公司自主设计、自主生产的 GIS 数据采集产品的生产成本将明显降低。经测算，在项目达产后产品平均成本可下降 17.56%，可进一步强化和巩固公司在专业市场的领先地位。该项目建设总投资 30,533 万元，公司自筹资金 1,200 万元用于前期工程建设。

卫星导航兼容系统应急装备与减灾应用服务平台项目

项目投资总额 9,969 万元，将形成年产卫星导航兼容系统应急装备终端 2.5 万台、减灾应用服务系统平台软件 1,250 套的生产能力。与进口同类产品相比，该项目所产的应急终端产品具有成本和性能方面的优势。对于该项目产品，公司已建立初具规模的市场渠道和网络，有着相对稳定的优质客户群，建成后产品将首先应用于国家减灾中心及省市县四级民政减灾机构的防灾减灾工作中，并逐步向卫生部、农业部防疫部门，公安和武警部队推广应用。

目前公司已完成卫星导航应急装备部分型号样机，以及减灾服务平台软件原型系统，并有望在卫生部中国疾病预防控制中心、中国地震局搜救中心等单位试用推广。

汽车卫星导航智能信息系统项目

该项目是在国家发改委加大支持汽车电子产业发展的前提下，基于奇瑞汽车有限公司等汽车制造厂商的业务需求以及公司车辆监控调度产品线的高速增长而提出的。项目达产后，可实现年产 8 万台汽车前装导航产品和 4 万台车辆监控调度产品的生产能力。

2005 年起，公司为奇瑞汽车进行了三年的配套产品研发和产品定型工作。其中，为 M11 车型、B11 车型、B14 车型开发的 DVD 影音系统及车载导航仪已经通过奇瑞公司的小批量试生产及现场审核工作，开始进行小批量试装和市场销售，具备了批量生产能力。为 S18\H13\P11 车型配套开发的导航仪产品，已经完成了 OTS 测试验证工作。此外，公司为宝马汽车及本田汽车开发的导航后装选配件已经开始在宝马公司及本田公司 4S 店销售。

未来五年，美国 GPS III、俄罗斯 Glonass、欧洲 Galileo 与中国“北斗”2 代等多星座卫星导航系统将陆续投入应用，天基系统的变革势必带来接收机设计及算法的全面更新，这为公司提供了一个前所未有的赶超世界先进水平的机会。高精度测量产品是卫星导航定位应用中技术含量高、软件算法最多的领域。公司将 IPO 募集资金中的 83.84%投入到以高精度测量产品为代表的专业产品市场，有利于提升公司乃至中国在卫星导航定位领域的核心竞争力。同时，依托募资项

目公司将进入汽车前装市场，进一步体现公司产品的技术水平和生产、测试、总装水平，使公司在卫星导航大众市场取得领先地位。

三、公司财务状况分析及盈利预测

■ 公司财务指标分析

产品盈利能力处于行业平均水平

以主营业务最相近的中小板上市公司北斗星通(002151.SZ)作为参照，在GIS数据采集和高精度测量产品构成中高端产品比重增长、毛利率不断提升的推动下，近年来公司综合毛利率水平相对北斗星通取得了一定优势。不过，由于历年的销售费用和管理费用支出比重较高，将公司毛利率水平的优势抹平，公司的净利率水平要略逊于北斗星通。

主动的经营调整致近两年成长性减弱

2007年之前，在国内卫星导航专业应用和大众消费市场快速成长的拉动下，公司的营收和净利润都呈现高速增长的态势(见图6)。2008年起，面对不明朗的经济形势而主动进行经营调整，公司业绩成长的势头明显放缓，三大主导产品中GIS数据采集产品和高精度测量产品、车载导航产品的销售在2008、2009年均出现持续的下滑。

图5 近年来公司细分产品的毛利率

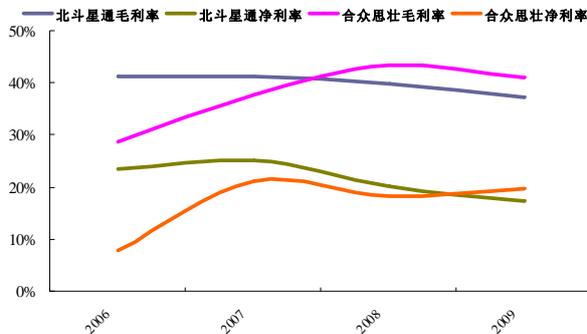
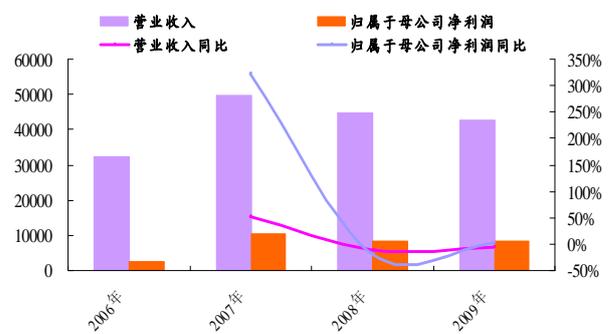


图6 2006~2009年公司的盈利状况



资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

应收账款、存货周转率与同业公司各有千秋

在营运能力表现方面，公司与北斗星通(002151.SZ)也基本一致。近四年，公司应收账款和存货的周转速度总体上在不断降低，但应收账款周转情况要显著好于北斗星通，而存货周转情况则相反。

表6 同行业上市公司营运能力比较(单位：次)

公司简称	2006年	2007年	2008年	2009年
------	-------	-------	-------	-------

	应收账款 周转率	存货 周转率	应收账款 周转率	存货 周转率	应收账款 周转率	存货 周转率	应收账款 周转率	存货 周转率
北斗星通	10.19	3.24	9.52	3.70	4.67	4.14	3.51	6.05
合众思壮	11.06	3.06	9.82	3.07	7.87	2.49	6.65	2.56

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

■ 盈利预测

历时 2 年的经营调整期结束，公司已积蓄充足的能量，2010 年起在拓展市场方面将更加积极主动，料公司业绩也将重新步入快速成长的通道。2011 年起募投项目将开始贡献业绩，不过投产当年新增数倍于当前规模的固定资产折旧和无形资产摊销将拉低产品毛利率，使得公司净利润增幅落后营收。总体上，初步预计 2010~2013 年公司归属于母公司净利润的增速变化预计为 20.85%、5.96%、61.92% 和 31.07%，相应的摊薄后每股收益分别为 0.85、0.90、1.45 和 1.90 元。

表 7 公司分产品业绩预测(单位：万元，%)

类别		2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
GIS 数据采集产品 和高精度测量产品	销售收入(万元)	24,689.19	19,722.35	26,294.40	30,236.40	47,318.40	65,714.40
	毛利率	45.14%	47.72%	48.00%	44.00%	45.50%	46.00%
系统产品	销售收入(万元)	5,034.39	8,417.84	10,101.41	12,665.66	18,648.91	26,341.66
	毛利率	36.98%	36.31%	34.00%	31.00%	32.50%	33.00%
车载导航	销售收入(万元)	14,675.66	13,274.15	17,039.11	30,296.06	41,618.06	46,310.06
	毛利率	41.55%	29.21%	30.58%	30.25%	34.28%	37.13%
其他业务收入	销售收入(万元)	282.33	1199.34	1200.00	1260.00	1323.00	1389.15
	毛利率	87.94%	93.42%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%
营业收入		44,681.57	42,613.68	54,634.92	74,458.11	108,908.36	139,755.26
综合毛利率		43.31%	40.99%	40.90%	36.97%	39.53%	41.05%
收入增长%		-10.15%	-4.63%	28.21%	36.28%	46.27%	28.32%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

表 8 公司损益简表及预测(单位：百万元)

指标名称	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E	2012 E	2013E
营业总收入	446.82	426.14	546.35	744.58	1,089.08	1,397.55
营业成本	253.30	251.48	322.88	469.29	658.61	823.87
营业税金及附加	3.35	4.25	4.37	5.96	8.71	11.18
销售费用	50.85	29.27	40.98	59.57	92.57	125.78
管理费用	60.52	63.13	73.76	96.80	136.14	174.69
财务费用	1.07	-0.65	-2.73	0.00	5.45	13.98
资产减值损失	-0.73	1.80	2.00	2.00	2.00	2.00
投资收益	0.72	0.34	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	79.18	77.20	105.09	110.97	185.61	246.06
营业外收入	14.02	16.07	10.00	11.00	12.00	13.00

2010 年 3 月 26 日

营业外支出	1.26	0.26	0.10	0.10	0.10	0.10
利润总额	91.95	93.01	114.99	121.87	197.51	258.96
所得税费用	10.95	9.07	13.80	14.62	23.70	31.07
净利润	81.00	83.95	101.20	107.25	173.81	227.88
少数股东损益	-0.08	0.00	-0.25	-0.25	-0.25	-0.25
归属于母公司所有者的净利润	81.08	83.95	101.45	107.50	174.06	228.13
摊薄 EPS(元)	0.68	0.70	0.85	0.90	1.45	1.90

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

四、风险因素

■ 与 Garmin 业务合作关系稳定性风险

公司产品分为专业市场产品和大众市场产品两大类。专业市场产品方面，Garmin 是公司专业手持机的原材料供应商，大众市场产品方面，此前公司一直代理销售 Garmin 的 PND 产品。2006~2009 年，公司向 Garmin 采购专业手持机原材料和 PND 的金额合计为 15,738.37、22,155.12、16,805.16 和 14,202.20 万元，占当期采购总额的 66.08%、69.51%、62.64%和 61.13%，采购比重较高。2010 年 1 月 20 日，双方签署《关于〈独家经销协议〉的补充协议》，根据补充协议，在大众消费市场，公司放弃了 Garmin PND 产品的独家代理权，取得了销售自主品牌 PND 产品的权利；而在专业市场，双方的合作方式不变。如果市场情况发生重大变化导致双方的合作不能继续，公司需要自主生产或者从其他供应商处采购专业手持机硬件。

表 9 公司产品与 Garmin 产品的关系

性质	类别	与 Garmin 产品关系
大众市场产品	PND 产品	报告期内代理销售 Garmin 产品，2010 年开始将销售自主品牌的 PND 产品
专业市场产品	专业手持机	Garmin 系主要原材料供应商
	数据采集器	无关
	移动 GIS 平台	无关
	高精度测量产品	无关
	系统产品	无关
	车辆监控调度产品	无关

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

■ GPS 导航系统失效或停止工作的风险

目前，公司 50%左右的 GIS 数据采集产品、高精度测量产品工作使用单一的 GPS 系统，其他数据采集产品、高精度测量产品，特别是近年开发的新产品应用多系统兼容的卫星导航系统。按照国家的策略，公司的系统产品已全部使用多系统 (GPS\GLONASS、GPS\北斗或

GPS\GLONASS\北斗)兼容的卫星导航系统。车载导航产品则全部使用GPS系统。总体来看,公司约有60%的产品使用单一的GPS系统。如果GPS导航系统失效或由于其他原因停止工作,该部分产品将不再能够给客户相应服务,从而导致公司部分业务失去存在的基础。

五、估值及定价分析

■ 国内/国际同类公司比较分析

我们选取通信设备的代表性公司作为公司估值的参照。基于可比公司2009~2010年的预测每股收益,它们当前股价的平均动态市盈率为48倍和37倍。同时,最近新上市的中小板市场公司的定价水平在2009年57倍和2010年42倍动态市盈率左右。

表 10 可比公司估值情况

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
000063.SZ	中兴通讯	42.87	0.87	1.30	1.71	2.10	49.35	33.06	25.13	20.38
002089.SZ	新海宜	17.26	0.15	0.36	0.57	0.75	118.30	48.23	30.07	22.87
002115.SZ	三维通信	29.20	0.42	0.59	0.82	1.04	69.26	49.48	35.46	27.99
002151.SZ	北斗星通	40.40	0.50	0.50	0.69	0.93	80.14	80.24	58.81	43.68
002194.SZ	武汉凡谷	20.68	0.59	0.69	0.86	1.02	34.93	29.91	24.15	20.24
002231.SZ	奥维通信	18.61	0.19	0.24	0.29	0.45	99.47	76.55	65.30	41.07
002281.SZ	光迅科技	37.29	0.48	0.63	0.80	1.05	78.49	59.21	46.64	35.51
002313.SZ	日海通讯	44.91	0.36	0.69	0.93	1.24	126.47	64.92	48.36	36.29
600485.SH	中创信测	18.58	0.41	0.46	0.59	0.75	45.39	40.20	31.59	24.84
600487.SH	亨通光电	34.23	0.64	1.03	1.30	1.49	53.40	33.11	26.41	22.94
600498.SH	烽火通信	28.99	0.40	0.64	0.84	1.06	73.08	45.47	34.51	27.31
600522.SH	中天科技	23.29	0.46	1.01	1.20	1.42	51.16	23.13	19.37	16.45
可比公司平均值							73.29	48.63	37.15	28.30
GRMN	GARMIN LTD	31.52	3.51	3.04	2.53	N.A.	8.98	10.37	12.44	N.A.
	TRIMBLE									
TRMB	NAVIGATION LTD	25.57	1.17	1.04	1.32	N.A.	21.85	24.63	19.43	N.A.
COL	ROCKWELL COLLINS INC.	56.24	3.76	3.49	3.90	N.A.	14.96	16.11	14.44	N.A.
NVTL	NOVATEL WIRELESS INC	7.99	-0.04	0.34	0.45	N.A.	-199.75	23.43	17.76	N.A.
MRVL	MARVELL TECHNOLOGY GROUP LTD	20.83	0.24	0.95	1.29	N.A.	86.79	22.02	16.11	N.A.
国际可比公司平均值							15.26	19.31	16.04	N.A.

资料来源: Wind, Bloomberg, 上海证券研究所; 股价以3月25日收盘价计

表 11 最近上市中小板公司(10家平均)的相对估值

2010年3月26日

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
002350.SZ	北京科锐	35.29	0.55	0.63	0.79	1.03	64.55	56.16	44.45	34.37
002351.SZ	漫步者	37.65	0.48	0.78	1.05	1.39	79.03	48.39	35.82	27.18
002352.SZ	鼎泰新材	33.39	0.53	0.57	0.78	1.03	62.49	58.94	42.79	32.33
002353.SZ	杰瑞股份	90.61	0.77	1.42	2.06	2.91	118.38	64.02	44.00	31.12
002354.SZ	科冕木业	22.24	0.34	0.29	0.40	0.57	65.95	75.96	55.94	39.15
002355.SZ	兴民钢圈	16.16	0.25	0.37	0.52	0.62	65.88	43.71	31.06	26.18
002356.SZ	浩宁达	43.10	0.58	0.71	1.03	1.36	74.23	60.97	41.96	31.66
002357.SZ	富临运业	23.25	0.35	0.50	0.58	0.62	65.73	46.43	40.36	37.47
002358.SZ	森源电气	41.08	0.58	0.68	0.91	1.22	70.39	60.50	45.35	33.78
002359.SZ	齐星铁塔	21.67	0.31	0.39	0.53	0.67	69.21	55.81	41.22	32.24
平均值							73.59	57.09	42.29	32.55

资料来源: Wind, 上海证券研究所; 股价以3月16日收盘价计

公司合理价格区间

综合考虑同业公司以及最近上市的中小板公司股票的估值情况, 我们认为给予公司2009年50~55倍、2010年40~45倍市盈率较为合理, 公司合理估值区间为33.80~38.50元。

分析师承诺

分析师 魏成钢

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据公司基本面及(或)估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据行业历史基本面及(或)估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。