

公司研究

新股研究

建议询价区间： 29.76-34.56 元

卫星导航领域的领头企业

——合众思壮(002383)新股研究

核心观点

询价结论:

我们预计公司 10-12 年每股收益为 0.96 元、1.28 元和 1.66 元，对应 10 年市盈率在 31-36 倍之间，建议询价区间为 29.76-34.56 元。

主要依据:

1、公司是卫星导航定位产品专业公司，一直从事卫星导航定位产品的研发、生产、销售和服务，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。

2、公司致力于成为卫星导航定位领域世界级领先企业。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，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。公司已有专利 12 项，申报发明专利 3 项，计算机软件著作权 73 项，核心非专利技术 7 项，在国内 GNSS 行业处于领先地位。

3、随着全球 GNSS 应用的热潮和北斗一号民用化进程的推进，我国卫星导航应用已告别了启蒙阶段，不可逆转地融入我国现代信息社会建设的进程之中，产业化进程也在逐步开始启动。根据 2004 年中国全球定位系统技术应用协会信息咨询服务中心编制的《2004-2010 年期间中国卫星导航应用市场现状及其预测》，我国 GNSS 市场呈指数性增长趋势，近年来增速维持在 30% 以上。

风险提示:

1、市场竞争风险；2、与 Garmin 的合作风险。

基础数据

总股本(万股)	9000.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	4.71
每股净资产(元)	4.11
建议询价区间(元)	29.76-34.56

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	426	601	842	1,137
同比增速(%)	-4.63%	41.05%	40.10%	35.02%
净利润(百万)	84	116	153	199
同比增速(%)	3.53%	37.87%	32.43%	30.12%
EPS(元)	0.70	0.96	1.28	1.66

研究员: 巩俊杰

电话: 010-84183316

Email: gongjunjie@guodu.com

执业证书编号: S0940208040096

联系人: 姜瑛

电话: 010-84183295

Email: jiangying@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

1、本次发行一般情况

表 1 公司此次发行概况

公司名称	北京合众思壮科技股份有限公司
公司简称	合众思壮
发行地	深圳
发行日期	2010-3-24
申购代码	002383
发行股数(万股)	3,000
发行方式	网下询价、上网定价
发行后总股本(万股)	12,000
每股收益(2009)年	0.93
发行后全面摊薄每股收益(2009年)	0.70
发行前每股净资产(元)	4.11

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

2、公司概况

公司是卫星导航定位产品专业公司，一直从事卫星导航定位产品的研发、生产、销售和服务，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。

公司致力于成为卫星导航定位领域世界级领先企业。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，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。公司已有专利 12 项，申报发明专利 3 项，计算机软件著作权 73 项，核心非专利技术 7 项，在国内 GNSS 行业处于领先地位。

公司产品涵盖专业和大众消费两大市场，在国内具有广泛的客户群体，服务于农业、林业、国土、石油、测量、电力、电信、交通运输等 40 多个国民经济基础领域。主要产品包括 GIS 数据采集产品和高精度测量产品、系统产品和车载导航产品三大类。GIS 数据采集产品国内市场占有率一直居于行业第一；系统产品立足于改变传统行业的生产方式，为各行各业的专业客户提供完善而全面的解决方案；在车载导航产品方面，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。近三年公司主营业务收入分产品构成如下表：

表 2 公司近三年营业业务收入结构

单位：万元

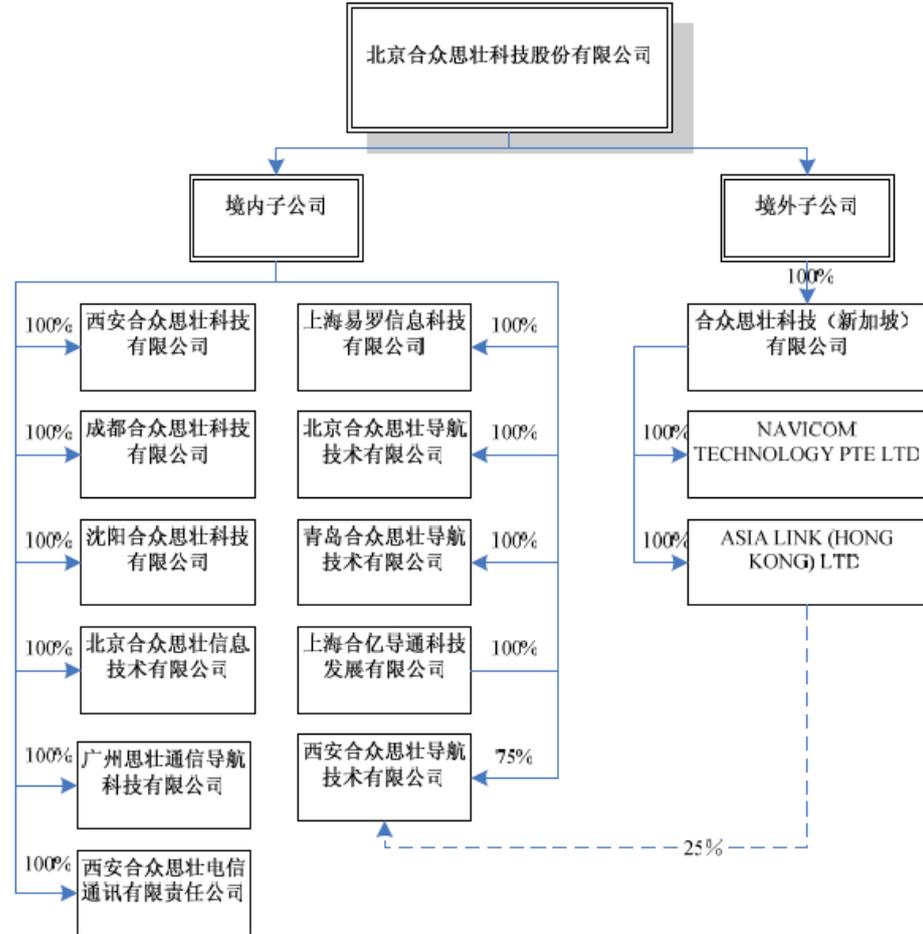
营业收入分类	2007		2008		2009	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
GIS 数据采集产品和高精度测量产品	25,295	51.09%	24,689	55.61%	19,722	47.62%
系统产品	9,511	19.21%	5,034	11.34%	8,418	20.33%
车载导航产品	14,703	29.70%	14,676	33.05%	13,274	32.05%
营业收入合计	49,509	100%	44,399	100%	41,414	100%

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

2.1 公司的股权结构

公司控股股东及实际控制人为郭信平和李亚楠，郭信平担任公司的董事长兼总经理职务，李亚楠担任公司的董事。本次发行前，郭信平和李亚楠合计持有公司股份 8,565.3 万股，占公司发行前总股本的 95.17%。本次发行完成后，郭信平和李亚楠合计持有的公司股权比例将降至 71.38%，仍为公司的控股股东和实际控制人。

图 1 公司股权结构



数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

表 3 公司本次发行前后股权结构

股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
	股数(万股)	比例(%)	股数(万股)	比例(%)
郭信平	5,415	60.17%	5,415	45.13%
李亚楠	3,150	35.00%	3,150	26.25%
孟力	250	2.78%	250	2.08%
姚明	68	0.75%	68	0.56%
应旻子	68	0.75%	68	0.56%
李兵	50	0.56%	50	0.42%
本次发行公众股	-	-	3,000	25.00%
合计	9,000	100.00%	12,000	100.00%

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

2.2 募集资金使用

表 4 公司的募集资金投向

单位：万元

	项目名称	项目总投资	募集资金投入	自有资金投入
1	卫星导航数据采集产品研发生产基地	30,533.00	29,333.00	1,200.00
2	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	-
3	汽车卫星导航智能信息系统	14,015.39	7,576.56	6,438.83
	合计	54,517.39	46,878.56	7,638.83

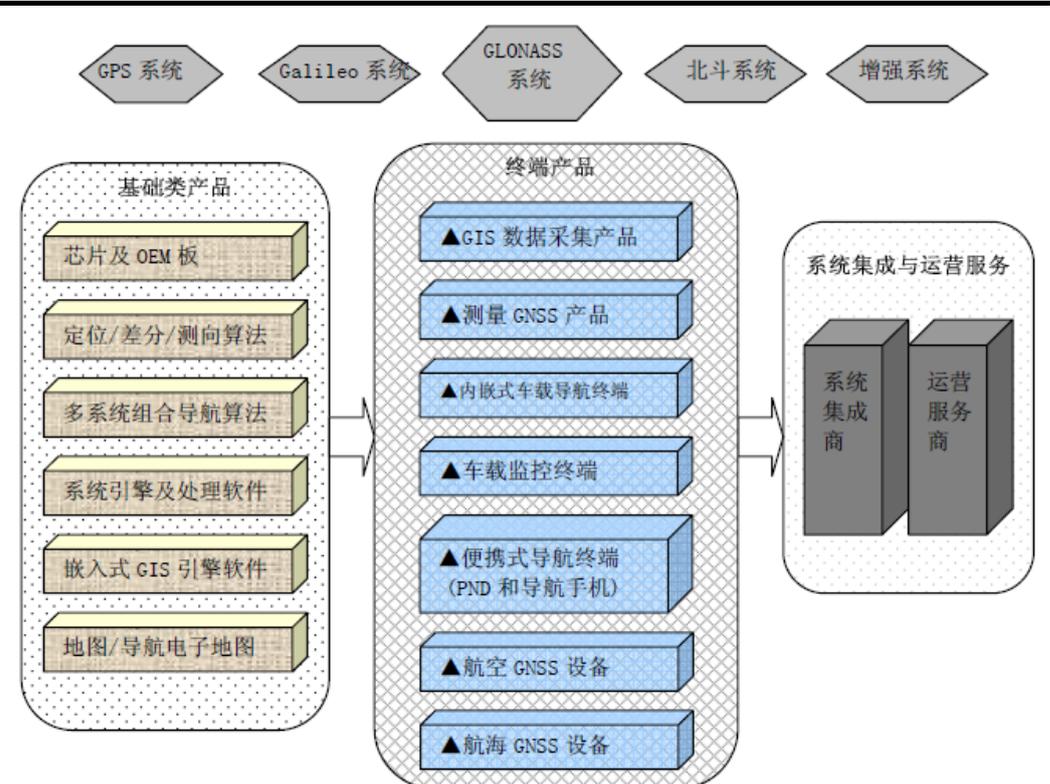
数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

3. 行业及公司概况

3.1 卫星导航产业链概况

卫星导航定位是采用导航卫星为地面、海洋、空中和空间用户进行导航定位的技术。它由导航卫星、地面台站和用户设备三个部分组成。导航卫星是卫星导航系统的空间部分，如同太空灯塔，由多颗导航卫星构成空间导航网。地面台站通常包括跟踪站、遥测站、计算中心、注入站及时间统一系统部分，用于跟踪、测量、计算及预报卫星轨道并对星上设备的工作进行控制管理。用户设备接收导航卫星发出的导航电文进行测距定位。卫星导航综合了传统导航的优点，实现了全球、全天候、高精度的导航定位。自从 GPS 正式向全世界开放以来，卫星导航定位行业逐步形成了完整的产业链，主要包括空间系统、基础类产品、终端产品、系统集成与运营服务四大部分。

图 2 GNSS 产业链



数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

表 5 现有领域的主要生产厂商

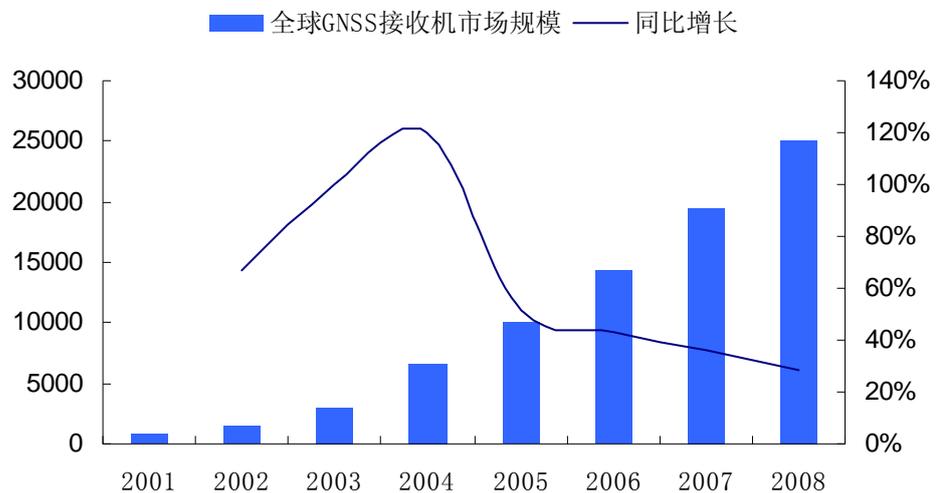
产品	研发、生产及销售情况	是否强制安装
基础类产品	芯片及模块产品: S IRF、 Novatel 地图/导航电子地图: 四维图新、高德软件有限公司、北京长地万方科技有限公司、易图通科技(北京)有限公司	
终端产品	高精度测量产品: 天宝(Trimble)、南方测绘、合众思壮 GIS 数据采集产品: 合众思壮、麦哲伦(Magellan) 内嵌式车载导航终端: D enso、 Siemens VDO、合众思壮 车载监控终端: 赛格导航、合众思壮 便携式导航终端: Tom Tom、G armin、宇达电通(Mio)、江苏新科	
系统集成和运营服务	合众思壮、赛格导航、中寰卫星通讯、北斗星通	

数据来源: 上市公司招股说明书, 国都证券研究所

3.2 全球市场和国内市场增长迅速

以 GPS 为代表的卫星导航应用产业已逐步成为一个全球性的高新技术产业, 普遍应用于地理数据采集、测绘、车辆监控调度和导航服务、航空航海、军用、时间和同步、机械控制、大众消费应用。卫星导航应用产业具有高技术、高投入、高附加值、高成长性的特点, 随着 GNSS 技术向民用的开放, 它所蕴藏的巨大商机被挖掘出来, 在欧美等发达国家, GNSS 产业每年创造效益达到数百亿美元。特别是随着卫星导航接收机的集成微型化, 出现各种融 GNSS、通信、计算机为一体的个人信息终端, 使卫星导航技术从专业应用走向大众, 成为继通信、互联网之后的信息产业第三个新的增长点和国家综合国力的重要组成部分。

图 3 全球 GNSS 接收机市场规模



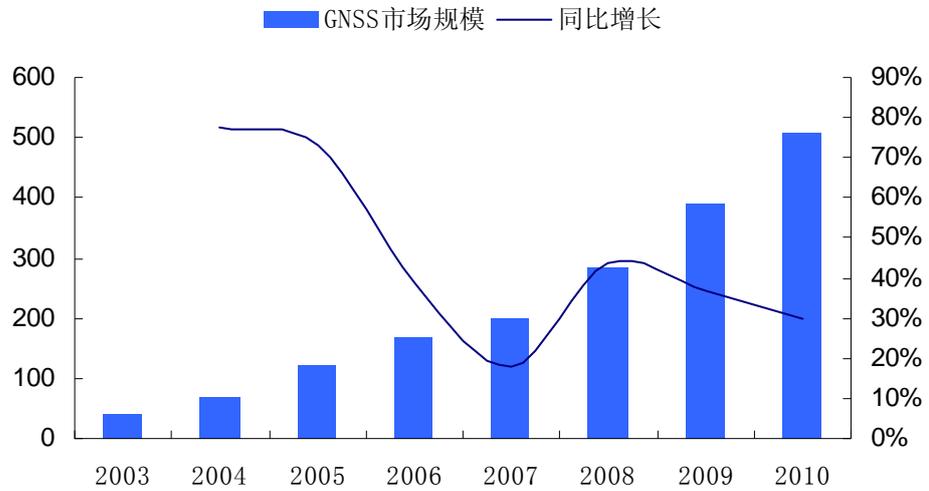
数据来源: 上市公司招股说明书, 国都证券

中国卫星导航应用起步较欧美和日本晚, 2006 年产值仅占全球产值 2-3% 左右。根据 ABI 的《GPS World Market》报告, GNSS 应用发展最快、应用最为普及的是日本、美国、欧洲等地, 占比分别为 34%、32% 和 22%, 其他国家占比仅 12%。

随着全球 GNSS 应用的热潮和北斗一号民用化进程的推进, 我国卫星导航应用已告别了启蒙阶段, 不可逆转地融入我国现代信息社会建设的进程之中, 产业化进程也在逐步开始启动。根据 2004 年中国全球定位系统技术应用协会信息咨询服务中心编制的

《2004-2010年期间中国卫星导航应用市场现状及其预测》，我国GNSS市场呈指数性增长趋势，近年来增速维持在30%以上。

图4 我国GNSS市场规模增长预测



数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

4、公司竞争优势分析

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，包括GIS数据采集产品、高精度测量产品、系统产品、大众消费导航产品、汽车信息工程等，在国内具有最广泛的客户群体，服务于农业、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。

图5 公司在系统、技术、产品和市场中的跨度



数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

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。公司已有专利 12 项，申报发明专利 3 项，计算机软件著作权 73 项，核心非专利技术 7 项，在国内 GNSS 行业处于领先地位。

5、盈利预测

表 6 预测公司利润表

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	49,728	44,682	42,614	60,107	84,209	113,699
营业收入	49,728	44,682	42,614	60,107	84,209	113,699
二、营业总成本	41,265	36,835	34,927	48,864	68,807	93,182
营业成本	30,992	25,330	25,148	35,763	50,273	68,220
营业税金及附加	429	335	425	599	839	1,133
销售费用	4,534	5,085	2,927	4,207	5,895	7,959
管理费用	5,269	6,052	6,313	8,715	12,042	16,259
财务费用	-23	107	-65	-601	-421	-568
资产减值损失	65	-73	180	180	180	180
三、其他经营收益						
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	10,819	7,918	7,720	11,243	15,402	20,517
加：营业外收入	797	1,402	1,607	1,607	1,607	1,607
减：营业外支出	9	126	26	26	26	26
五、利润总额	11,607	9,195	9,301	12,823	16,983	22,098
减：所得税	1,127	1,095	907	1,250	1,656	2,154
六、净利润	10,480	8,100	8,395	11,573	15,327	19,944
减：少数股东损益	276	-8	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	10,204	8,108	8,395	11,573	15,327	19,944
七、每股收益						
每股收益（全面摊薄）	0.85	0.68	0.70	0.96	1.28	1.66

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

6、估值定价

表 7 可比上市公司市盈率

证券简称	2009EPS	2010EPS	2011EPS	2009PE	2010PE	2011PE
长城电脑	0.57	0.75	0.88	30.03	22.84	19.41
广电运通	1.13	1.40	1.75	29.39	23.84	18.98
长城开发	0.35	0.48	0.60	39.68	29.07	23.11
南天信息	0.41	0.53	0.62	40.45	31.14	26.45
泰豪科技	0.35	0.53	0.76	50.85	33.28	23.35

华工科技	0.40	0.49	0.67	39.04	32.04	23.36
御银股份	0.38	0.52	0.67	44.33	32.50	25.29
证通电子	0.48	0.66	0.88	49.39	35.88	26.99
长城信息	0.59	0.27	0.41	17.57	37.99	25.05
方正科技	0.07	0.11	0.17	83.79	50.05	33.11
新大陆	0.18	0.24	0.29	87.42	66.01	53.86
平均				46.54	35.88	27.18

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

我们预计公司 10-12 年全面摊薄每股收益为 0.96 元、1.28 元和 1.66 元。如上表所示，行业内可比上市公司 09 年平均市盈率为 47 倍，10 年的动态市盈率为 36 倍。我们认为公司对应 10 年合理市盈率在 31-36 倍之间，建议一级市场询价区间为 29.76-34.56 元。

7、风险提示

市场竞争风险

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。如果不能继续扩大现有优势并不断创新以应对行业激烈竞争，公司的现有优势将会减弱。

与 Garmin 合作的风险

公司与 Garmin 产品上的合作限于专业市场产品中专业手持机和大众消费市场产品两部分。2009 年公司向 Garmin 采购专业手持机原材料和 PND 的金额占当期采购总额的 61.13%，采购比重较高。2008 年 8 月 8 日，公司与 Garmin 续签了《独家经销协议》，协议自 2008 年 7 月 1 日起生效，于 2010 年 12 月 31 日终止。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，公司仍然履行《独家经销协议》的条款，享受相应的权利并承担相应的义务。目前，公司已放弃 Garmin PND 产品的独家代理权，准备销售自主品牌 PND 产品，如果市场情况发生重大变化导致双方的合作不能继续，公司需要自主生产者从其他供应商处采购专业手持机硬件。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuwei hong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械-电气设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xia maosheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和 券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			