

2010年04月06日

 上市定价(人民币) : 37.00 元  
 目标价格(人民币) : 44.05-48.46 元

**长期竞争力评级 : 高于行业均值**
**市场数据(人民币)**

发行价(元)	37.00
发行 A 股数量(百万股)	30.00
总股本(百万股)	120.00
国金通讯终端设备指数	2719.21
沪深 300 指数	3407.35
中小板指数	6284.77


**分析师:陈运红**

 (8621)61038242  
 chenyh@gjzq.com.cn

**联系人:李哲人**

 (8621)61038200  
 lizheren@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

# N 思 壮 ( 002383.SZ )

**——卫星导航产业综合领先厂商**
**公司基本情况(人民币)**

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	1.134	0.901	0.933	0.881	1.112	1.315
净利润增长率	N/A	-20.54%	3.52%	25.99%	26.22%	18.17%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.921	1.217	N/A
行业优化市盈率(倍)	64.22	29.32	63.74	63.74	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	29.7	29.7	N/A	N/A
净资产收益率	45.99%	28.38%	22.70%	6.92%	8.40%	9.31%
每股净资产(元)	2.47	3.17	4.11	12.73	13.24	14.12
已上市流通 A 股(百万股)	N/A	N/A	N/A	24.00	24.00	24.00
总股本(百万股)	90.00	90.00	90.00	120.00	120.00	120.00

来源 : 公司年报、国金证券研究所 注 : “ 市场 EPS 预测均值 ” 取自 “ 朝阳永续一致预期数据 ”

**基本结论、价值评估与投资建议**

- **公司概况** : 合众思壮自成立以来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,其中 GIS 数据采集产品国内市场占有率一直居于行业第一;车载导航产品方面公司“任我游”品牌在市场品牌关注度中位居榜首。公司业已成长为国内卫星导航定位产业中产品门类较全、规模较大的综合领先厂商;
- **核心竞争优势** : 公司发展至今十余年,经历了典型的从单纯代理国外产品到吸收经验自主开发,然后走上自主创新的发展道路,已成功的树立起了以技术实力、专业市场及营销能力为核心的产业链综合竞争优势:
  - ◆ **国内领先的技术实力和创新能力** : 公司自主研发了从 GNSS 天线、射频前端、基带信号处理、相位导航算法、空间数据采集、嵌入式导航引擎、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,并实现了 E7 系列开放式移动 GIS 平台和 G5 系列数据采集器等产品的完全自主研发,技术实力在国内 GNSS 行业处于领先地位;
  - ◆ **专业市场领先地位** : 专业市场产品是公司的业务强项和主要的收入和利润来源,公司在传统强项 GIS 数据采集市场占有率连续多年保持国内第一,份额超过 40%,高精度测量产品推出后市场份额除 09 年调整外也在稳步提升。专业市场的领先地位是公司开拓行业应用和大众消费产品的重要基础;
  - ◆ **出众的营销能力和品牌优势** : 公司从 2000 年即开始推广自有品牌,并于 2005 年聘请著名篮球明星姚明作为形象代言人,在国内 GNSS 领域一直是营销做得最好的公司之一,其“任我游”和“集思宝”品牌在大众市场和专业市场均有很高知名度。
- **募投项目是公司未来重点发展方向** : 公司首次发行 3000 万股,募集资金 4.69 亿投向三个项目:卫星导航数据采集产品研发生产基地、卫星导航兼容系统应急装备与减灾应用服务平台,以及汽车卫星导航智能信息系统;

- ◆ **专业产品规模生产能力是长期发展的基础：**我国卫星导航专业市场保持着 20%以上的快速增长，公司专业市场还有较大的增长空间。通过募投项目建设，公司将拥有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，解开其规模化自主生产能力的枷锁，从而为公司的长期稳定发展打下坚实的基础。从募投产能来看，高精度测量产品和灾备产品将成为重点；
- ◆ **车载前置导航产品有望成为业绩最大驱动力：**国内汽车车载导航系统销售量至 2013 年将保持 33.43%的复合增长，公司已为奇瑞进行了三年的配套产品研发和定型工作，并在众多汽车导航提供商中脱颖而出。2009 年公司已销售车载导航仪 5200 台，未来潜在收入空间我们测算约为 3.2 亿，车载前置导航产品项目有望成为公司近年业绩的最大增长动力。
- **业绩预测及股票定价：上市后合理定价 44.05-48.46 元：**
  - ◆ **业绩预测：**我们预计公司 2010-2012 年将分别实现收入 5.62 亿、6.99 亿和 8.34 亿，同比增长 31.88%、24.43%和 19.22%，实现净利润分别为 1.06 亿、1.34 亿和 1.58 亿，对应全面摊薄 EPS 为 0.881 元、1.112 元、1.315 元，同比增长 25.99%、26.22%和 18.17%。
  - ◆ **股票估值和定价：**上市公司中与公司业务较为关联的有北斗星通、中国卫星和超图软件，其 10 年动态市盈率基本都在 50-60 倍之间，考虑到 GNSS 行业近年良好的发展机遇以及公司作为 A 股市场少数正宗的 GNSS 综合领先厂商的稀缺性，我们给予合众思壮 10 年 PE50-55X，对应合理股价为 44.05-48.46 元，较公司 37 元的发行价有 19.05%-30.96%的升幅。
- **风险提示：**公司业绩风险主要来自于与奇瑞合作项目的不确定性、与 Garmin 中止 PND 产品合作带来的双重影响，以及税率优惠不能延续的政策风险。

## 内容目录

卫星导航产业综合领先厂商.....	5
产业链综合竞争优势 .....	6
国内领先的技术优势和创新能力的.....	7
专业市场领先地位 .....	8
出众的营销能力和品牌优势 .....	9
募投项目是公司未来重点发展方向 .....	9
募投项目仍以专业方向、技术实力为重点 .....	9
专业产品的规模生产能力是公司长久发展的基础.....	10
汽车前置导航产品有望成为业绩最大驱动力.....	11
股票估值和定价.....	13
风险提示：主要来自与奇瑞和 Garmin 合作方面的风险.....	17

## 图表目录

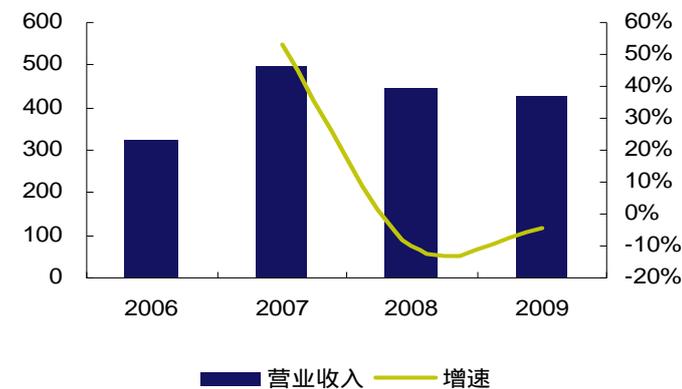
图表 1：公司营业收入发展趋势（百万元）.....	5
图表 2：公司净利润发展趋势（百万元）.....	5
图表 3：公司代表性产品市场占有率 .....	5
图表 4：合众思壮发行前后股权结构 .....	6
图表 5：GNSS 产业链结构.....	6
图表 6：公司业务的跨度优势 .....	6
图表 7：GNSS 产业链主要公司 .....	7
图表 8：公司从简单代理—>吸收经验进行研发—>自主创新的发展历程.....	7
图表 9：员工职能分布状况.....	8
图表 10：员工学历分布状况.....	8
图表 11：专业市场收入贡献率 .....	8
图表 12：专业市场利润贡献率 .....	8
图表 13：公司募投项目计划（万元） .....	10
图表 14：2004-2010 年中国卫星导航应用市场（亿元） .....	11
图表 15：公司专业类产品产能对比.....	11
图表 16：公司大众类产品产能对比.....	11
图表 17：公司专业数据采集市场产品发展计划.....	11
图表 18：国际市场 1998-2007 导航车销量（万台） .....	12
图表 19：我国导航车销量预测（万台） .....	12
图表 20：2002-2007 北美、西欧 PND 销售量（万台） .....	13
图表 21：我国 PND 市场规模（万台） .....	13

图表 22：公司车载导航产品市场整体发展策略.....	13
图表 23：公司主营业务收入占比趋势预测.....	14
图表 24：公司业务收入预测.....	15
图表 25：公司主营业务毛利率趋势预测.....	16
图表 26：公司费用率趋势预测.....	16
图表 27：公司营业收入趋势预测（百万元）.....	16
图表 28：公司 EPS 趋势预测（元）.....	16
图表 29：可比较上市公司估值水平.....	16
图表 30：公司业务与 Garmin 产品关系.....	17

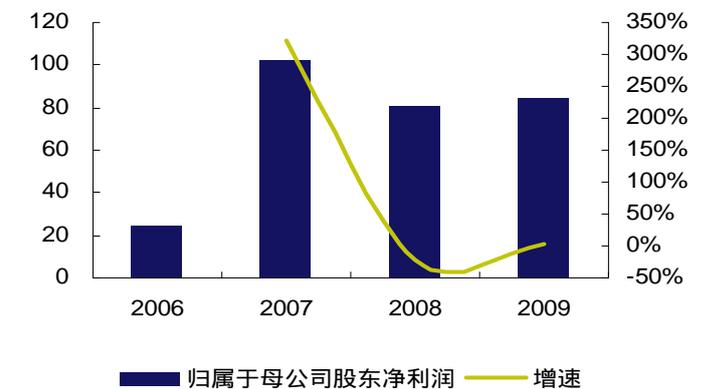
### 卫星导航产业综合领先厂商

- 合众思壮自成立以来，一直从事卫星导航定位产品的研发、生产、销售和服务，已经成长为国内卫星导航定位产业中产品门类较全、规模较大的综合领先厂商，其业务涵盖专业应用和大众消费两大领域：
  - ◆ 2005-07 年，在国内卫星导航专业和大众消费两个领域市场快速成长的驱动下，公司业绩保持高速增长，进入 2008 年后，由于经济危机导致的不明朗的经济形势，公司进行了主动调整，在收入下降的情况下着重保证利润水平。2007-2009 年分别实现营收 4.97 亿、4.47 亿和 4.26 亿，归属于母公司股东净利润 1.02 亿、8108 万和 8395 万，其中扣除非经常性损益后归属于母公司普通股股东的净利润为 7275.28 万元、7289.55 万元和 7416.19 万元；

图表1：公司营业收入发展趋势（百万元）



图表2：公司净利润发展趋势（百万元）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- ◆ 公司专业应用产品包括 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 GIS 数据采集产品国内市场占有率一直居于行业第一；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 名中本公司产品占据 5 席；

图表3：公司代表性产品市场占有率

产品		2006	2007	2008	2009
GIS数据采集	销售额(万)	16139.36	23604.9	21441.88	17517.17
	市场总额(亿)	3	4	4.2	4.3
	占有率	53.80%	59.01%	51.05%	40.74%
高精度测量产品	销售额(万)	1042.68	1690.48	3247.31	2205.18
	市场总额(亿)	3.8	5	5.8	7.2
	占有率	2.74%	3.38%	5.60%	3.06%
PND	销售额(万)	5465.02	11257.38	11552.13	12187.74
	市场总额(亿)	25	37.5	38	40
	占有率	2.19%	3.00%	3.04%	3.05%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- ◆ 本公司的实际控制人为郭信平和李亚楠，两人合计持有公司发行前 95.17% 的股份，本次发行完成后仍将持有公司 71.38% 的股份，处于绝对控股地位，这一股权比例有利于公司未来进一步的增资或收购等资本运作。

图表4：合众思壮发行前后股权结构

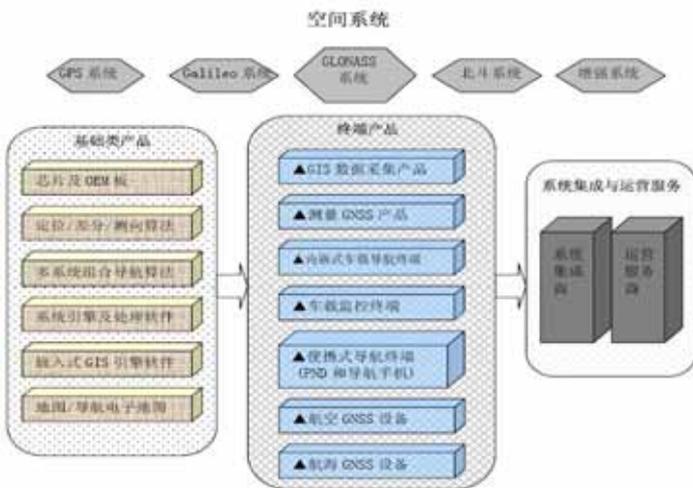
股东	发行前		发行后	
	股份数(万股)	持股比例	股份数(万股)	持股比例
郭信平	5415.3	60.17%	5415.3	45.13%
李亚楠	3150	35.00%	3150	26.25%
孟力	249.75	2.78%	249.75	2.08%
姚明	67.5	0.75%	67.5	0.56%
应旻子	67.5	0.75%	67.5	0.56%
李兵	49.95	0.56%	49.95	0.42%
公众持股			3000	25.00%
合计	9000	100.00%	12000	100.00%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

### 产业链综合竞争优势

- 公司发展至今十余年，经历了典型的从单纯代理国外产品到吸收经验自主开发，然后走上自主创新的发展道路。公司伴随着全球卫星导航定位产业发展，已通过自主研发和品牌战略成功的树立起了以技术实力、专业市场及营销能力为核心的产业链综合竞争优势：
  - ◆ 在 GNSS 产业链中除空间系统以外，公司已经全面涵盖基础类产品、终端产品到系统集成与运营服务的产业链上下游，技术涵盖 GPS、北斗、GLONASS 等多系统组合导航定位的软硬件及算法。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。

图表5：GNSS 产业链结构



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表6：公司业务的跨度优势



图表7：GNSS 产业链主要公司

GNSS 产品	主要生产厂商
基础类产品	芯片及模块产品：SIRF、Novatel
	地图/导航电子地图：四维图新、高德软件、北京长地万方、易图通
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：Denso、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 (PND)：TomTom、Garmin、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、北斗星通

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表8：公司从简单代理→吸收经验进行研发→自主创新的发展历程

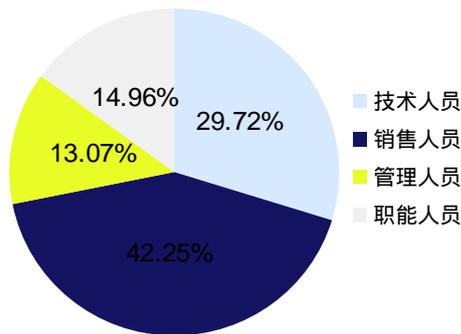
时间	事件
1998	公司成立，成为世界最大GPS厂商Garmin中国总代
2000	公司跳出单纯代理，建立自主研发实力和自有品牌，采取引进硬件进行软件开发的加工模式
2002	进入卫星导航大众消费市场
2003	承担国家发改委“卫星导航系列应用设备高技术产业化示范工程”，实现了主要技术的自主研发体系
2005	上海易罗成立，形成了自主研发设计，外包委托加工的生产模式
2005	公司正式推出“任我游”和“集思宝”两个自主品牌，由姚明担任品牌代言人
2006	国内第一款无线一体化GNSS RTK产品E650U进入高精测量市场；推出开放平台、极端环境的GIS数采产品
2007	实现国产主机出口创汇
2008	两届“中国自主创新奖”，G510为“2008国家重点新产品”，G510等获“北京市自主创新奖”

来源：国金证券研究所

### 国内领先的技术优势和创新能力

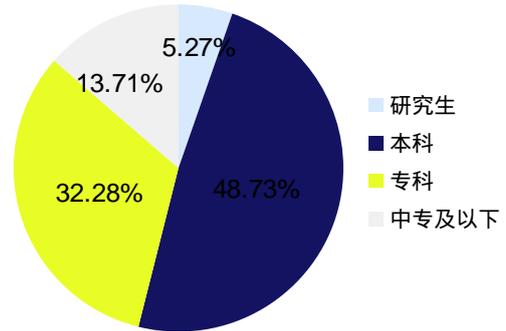
- 十余年来，公司在引进、消化、吸收国际先进技术的基础上，坚持走自主创新的道路，自主研发了从 GNSS 天线、射频前端、基带信号处理、伪距及载波相位导航算法、定制属性的空间数据采集、嵌入式导航引擎、电子地图压缩和空间数据索引等多项在国内外处于领先地位的核心技术，实现了从毫米级、厘米级、亚米级、米级等不同精度等级的定位精度，应用于高精度测量产品、GIS 数据采集产品、系统产品和车载导航产品之中。公司已有专利 12 项，申报发明专利 3 项，计算机软件著作权 73 项，核心非专利技术 7 项，技术实力在国内 GNSS 行业处于领先地位：
  - ◆ 公司团队具有长年卫星导航应用技术研发和应用经验，公司创始人郭信平是我国最早从事卫星导航技术的学者之一、美国导航协会会员、中国全球定位系统技术应用协会理事，曾获全军科技进步一等奖。公司高层曹洪杰、吴林先生都有国家相关研究所长年经验，多次发表论文并获国家科技进步奖。公司整体的技术人员占比达到 30%，本科以上学历员工占 54%；
  - ◆ 经过多年技术累计，公司已拥有向上游延伸的技术能力，在专业产品上已经推出 E7 系列开放式移动 GIS 平台和 G5 系列数据采集器两大类专业产品，硬件和软件完全由公司自主完成，此举标志着公司向具备自主创新能力的科技企业迈进了历史性的一步。

图表9：员工职能分布状况



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

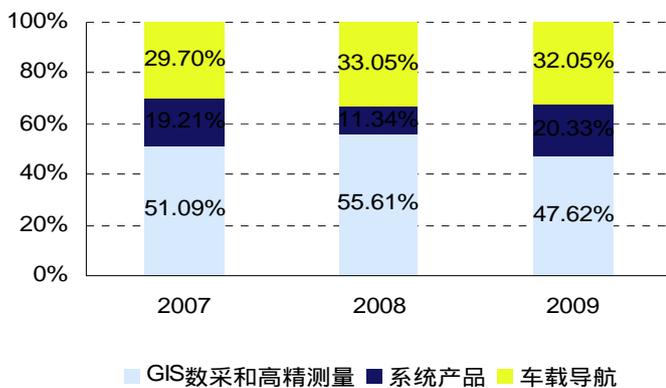
图表10：员工学历分布状况



### 专业市场领先地位

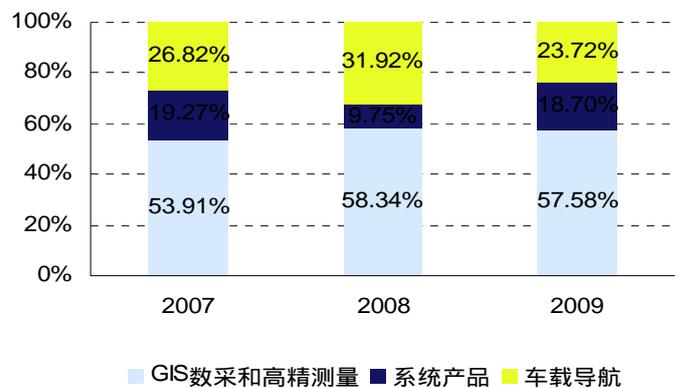
- 在强大的技术实力和多年行业经验基础上，专业市场产品成为公司的业务强项和主要的收入和利润来源，公司在传统强项 GIS 数据采集市场占有率连续多年保持国内第一，份额超过 40%，高精度测量产品推出后市场份额除 09 年调整外也在稳步提升。公司品牌“集思宝”已成为空间信息全面解决方案的代名词和行业应用的标准，公司未来发展将进一步巩固其在专业市场的领先地位；
- ◆ GIS 数据采集和高精度测量产品以及系统产品两类专业产品 2007-2009 年对公司的收入贡献率分别达到 70.30%、66.95%和 67.97%，毛利贡献率更是达到 73.18%、68.08%和 76.28%。

图表11：专业市场收入贡献率



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表12：专业市场利润贡献率



- 由于掌握核心技术而具备自主创新能力，以及产业链综合布局的优势和经验，公司在下游行业应用的开发上具有其他单领域厂商或山寨厂商所不可比拟的优势，对下游行业需求有着丰富和深刻的理解，创造和引领了多项“国内行业第一”，为 40 多个下游行业用户提供各种解决方案；
- ◆ 在十年的 GNSS 行业应用中，公司创造和引领了多项“国内行业第一”：首次将专业手持机应用于森林防火、野生动物普查、一类资源调查、林业资源变化动态监测、林业生态预警；首次在地质矿产部门应用 GPS 接收机进行地质界线数据采集；首次在农业部门将 GPS 技术用于测土配方、精细化农业资源管理信息系统；首次在环保部门应用 GPS 技术实现固体废弃物、工业污染源普查监测；首次在电力行业应用 GPS 技术实现配电设备空间定位、应急故障数据采集和电力线路巡检。此外，公司的产品还广泛应用于保险、旅游、海底管道、流行

病防治、地震应急搜救、矿山、水利、公路铁路建设、港口运作等精密机械控制系统以及 3G 网络基站、电力系统组网的时间同步系统；航空、航海姿态航向系统等。

### 出众的营销能力和品牌优势

- 公司从 2000 年即开始推广自有品牌，在国内 GNSS 领域一直是营销做得最好的公司之一，公司于 2005 年聘请著名篮球明星姚明作为形象代言人，其“任我游”和“集思宝”品牌在大众市场和专业市场均有很高的知名度，在今后市场拓展过程中处于有利的竞争地位。特别是在自主 PND 的销售上，公司可以利用已经建立的品牌市场进行快速的市场推广：
  - ◆ 公司品牌在业内享有极高的认可度与公信力，公司陆续推出“集思宝”、“任我游”、“芯动”、“新月”、“天鹰”等十余个产品系列近 200 种产品。其中“集思宝”已成为专业领域空间信息全面解决方案的代名词和行业应用的标准；在大众消费市场上，据 IT168 市场调研中心报告显示，2007 年由姚明代言的“任我游”品牌关注度为 22.1%，在 125 个调研品牌中位居榜首，较 2006 年度上升 5%，并与第二位品牌拉开了 7% 的差距；
  - ◆ 公司总结多年经验建立起了“分布式无节点流程化营销管理平台”并针对不同客户实行差异化营销。面向行业客户，主要采用“直销+行业代理商”的模式推广，通过全国 7 家子公司和海外公司为客户提供贴身服务；针对大众市场，公司创立了“自主品牌+优质产品+明星代言+多种渠道+特色服务”的销售模式，在全国通过经销商、代理商以及汽车 4S 店、IT 商场等近 2,000 家终端网点进行产品销售。并通过服务中心、呼叫服务网络、业内首家 365 天×12 小时专业客户服务团队为客户提供全年无休一站式服务；
  - ◆ 在 2009 年主动调整，压缩销售费用的情况下，公司的销售人员仍达 200 人，占员工人数的 42%，公司对营销的重视程度可见一斑。

### 募投项目是公司未来重点发展方向

#### 募投项目仍以专业方向、技术实力为重点

- 公司此次首次发行 3000 万股，计划募集资金 4.69 亿投向三个项目：卫星导航数据采集产品研发生产基地、卫星导航兼容系统应急装备与减灾应用服务平台，以及汽车卫星导航智能信息系统，具体项目计划和预测数据请见下表：

图表13：公司募投项目计划（万元）

序号	项目名称	总投资	募集资金	自有资金	预计工期	达产后产能	实现销售收入	净利润	内部回报率	项目回收期
1	卫星导航数据采集产品研发生产基地	30533	29333	1200	2年	手持型数据采集器90,000台、高精度测量产品5,000台(套)	52560	10110	28.04%	5.55年
2	卫星导航兼容系统应急装备与减灾应用服务平台	9969	9969			兼容系统应急装备终端2.5万台、减灾应用服务平台软件1,250套	17095	4184	31.78%	5.17年
3	汽车卫星导航智能信息系统	14015.39	7576.56	6438.83	当年	8万台汽车前装导航产品和4万台车辆监控调度产品	41028	5631	28.93%	5.2年
	<b>合计</b>	<b>54517.39</b>	<b>46878.56</b>	<b>7638.83</b>			<b>110683</b>	<b>19925</b>		

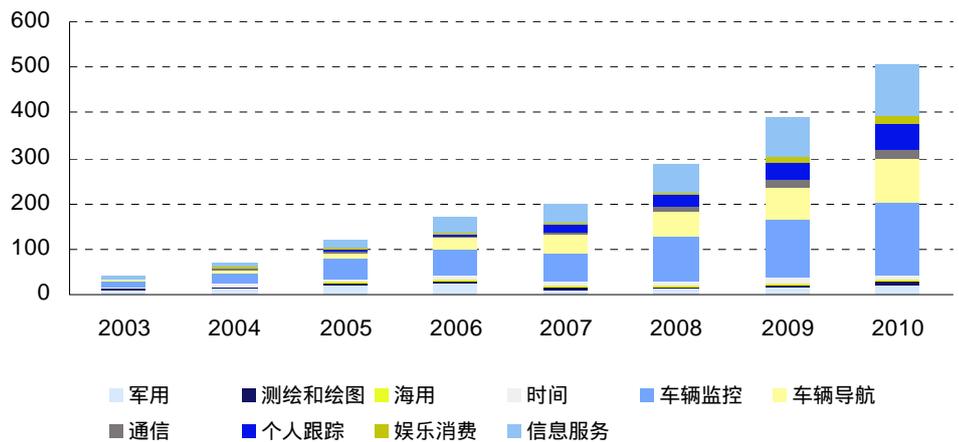
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 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，市场激烈；
- 长期来看，公司的优势领域和发展方向仍然是在专业领域，这一点从公司的募投项目就可以看出，前两个项目都是针对企业客户的专业市场产品，而汽车前置导航项目虽然最终用户是大众消费者，但公司的销售对象仍然是奇瑞等大型汽车企业，产品的技术水平和可靠性要求较高，仍可视作类专业性产品。公司直接面向大众消费市场的 PND 产品不在募投项目之内，未来主要仍由台湾厂商代工。

#### 专业产品的规模生产能力是公司长久发展的基础

- 目前，公司主要的利润来自于专业市场。公司主要向专业用户提供卫星导航定位产品及服务，专业市场占有率始终居全国第一，报告期内公司专业市场主要集中于信息产业、国土地质、农业林业及航空航天等行业，主要行业收入均呈现持续增长趋势。随着我国卫星导航专业市场的快速发展，公司专业市场的营业收入和净利润还会有较大的增长空间：
  - ◆ 国际上，2006 年 GIS 采集产品和高精度测量产品的市场销售额已经超过 16 亿美元，并以每年 20% 的速度快速增长。2008 年，我国 GIS 采集产品和高精度测量的市场容量已经超过 10 亿元，销售量超过 20 万台。2004 年至 2008 年间，我国 GIS 采集产品和高精度测量产品的销售增长率年均达到 20%；

图表14：2004-2010年中国卫星导航应用市场（亿元）



来源：中国全球定位系统技术应用协会，国金证券研究所

- 公司虽经多年发展，但因 SMT 生产线投资较高而一直没有自己的生产线，自主生产能力已经成为公司规模扩张和利润空间上最大的障碍。通过募投项目一和二建设，公司将拥有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，解开其规模化自主生产能力的枷锁，从而为公司的长期稳定发展打下坚实的基础；
- ◆ 卫星导航数据采集终端与系统产品的扩产、技术改造项目，以及卫星导航兼容系统多功能应急装备的新产品研发项目的成功实施将扩大公司生产规模，形成 90,000 台普通卫星导航数据采集终端、5,000 台高精度 GNSS 测绘仪器、25,000 台多功能应急装备和 1,250 台应急减灾服务系统等专业产品的年生产能力。从产能状况和公司 09 年销量的对比可以看出公司对业务增量的判断主要在高精度测量和应急类产品上；

图表15：公司专业类产品产能对比

产品类别	2009年产销量	募投项目产能
数据采集器和移动GIS产品	84757	90000
高精度测量产品	664	5000
应急装备	0	25000
应急服务系统	0	1250

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表16：公司大众类产品产能对比

产品类别	2009年产销量	募投项目产能
PND	66000	0
汽车前置终端	5200	80000
车辆防盗调度产品	6425	40000

- ◆ 这两个专业项目达产后，将实现年销售收入近 7 亿元，税后净利润 1.4 亿元。同时项目投产后，公司自主设计、自主生产的 GIS 数据采集产品生产成本明显低于目前的硬件采购成本，经公司测算平均成本可下降 17.56%。

图表17：公司专业数据采集市场产品发展计划

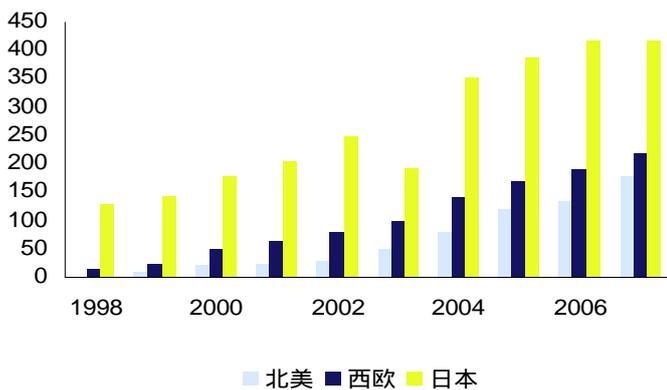
产品类型	公司产品型号	精度	属性	空间分析	2005-2009	2010-2015
高端	易测E6系列	高	有	无	成熟期	成熟期
	E7系列	中	有	有	导入期	成熟期
中端	G5系列	中	有	无	导入期	成熟期
低端	Garmin硬件+自主专业软件	低	无	无	成熟期	导入期（回归大众市场）

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

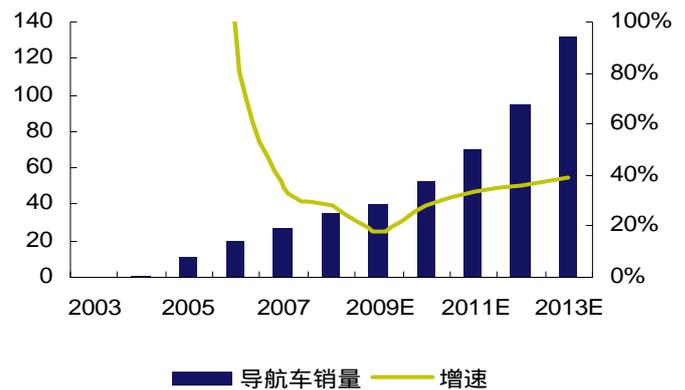
汽车前置导航产品有望成为业绩最大驱动力

- 目前汽车导航市场主要分两大市场，即车载导航系统和相对低价的 PND 设备，由于销售客户、技术要求和消费属性的不同，两者的市场区分较为明显。从市场前景来看，国内市场与国际水平仍然存在较大差距，两个市场都将保持较高的增速，市场空间非常巨大：
  - ◆ 车载导航市场是带动导航产业发展的龙头，从世界范围看，导航市场的发展都是从车载导航开始的。日本的车载导航市场始于 1992 年，其新车装配率由 1992 年的 0.4%，提高到 1996 年的 12.2%，2001 年达到 36%，2007 年则达到 79%。继日本之后，欧洲市场于 1998 年启动，美国市场则于 2000 年启动。2007 年，西欧车载导航系统的销售量达到 218 万台，新车装配率为 13%；同期北美车载导航系统的销售量为 181 万台，新车装配率为 10.2%；
  - ◆ 在整车出厂时加装汽车自主导航系统既能增加汽车的附加值，又可大大提升汽车产品的竞争力，这一观点已被业界普遍认同。国际主流汽车厂家都已经在中国市场投放了导航车型。根据 Frost & Sullivan 统计，2003 年以来，我国导航车销量和新车装配率逐年快速增长。2008 年我国导航车销售量达 34.65 万辆，但是新车装配率仍然只有 3.7%，相比国际水平仍处于发展前期，未来增长空间广阔。预计到 2013 年，国内汽车车载导航系统销售量将达到 132 万台，较 2008 年增长 3.8 倍，年均复合增长率将达到 33.43%。

图表18：国际市场 1998-2007 导航车销量（万台）



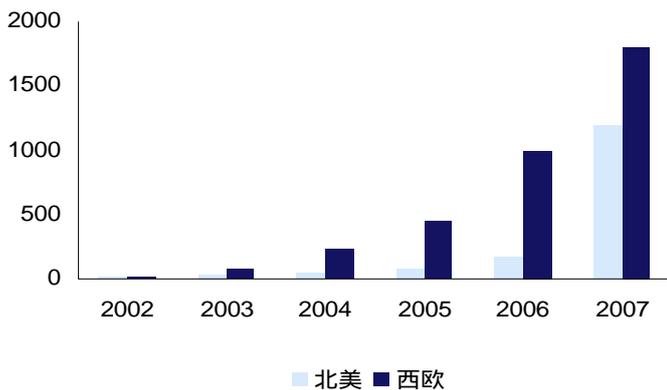
图表19：我国导航车销量预测（万台）



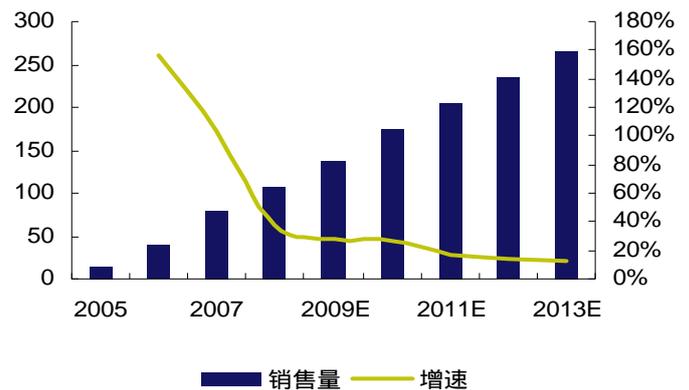
来源：Frost&Sullivan，四维图新招股说明书，国金证券研究所

- ◆ PND 市场在国际市场同样发展迅猛。西欧市场 PND 设备销量从 2002 年的 11 万台猛增到 2007 年的 1800 万台，美国市场也从 2002 年的 8 万台增加到 2007 年的 1200 万台。据全球知名市场研究机构 Canalsy 统计，2008 年全球 PND 出货量较 07 年增长 18%，达到 4100 万台；
- ◆ In-Stat 统计，2005 年中国 PND 市场整体销量为 15 万台，2008 年达到 107.8 万台，近四年复合增速达到 93%。而根据交通管理局统计，截至 2008 年底，中国汽车保有总量为 6467 万辆，其中乘用车保有量占比约 56%，车载导航系统的装配率仅为 1.18%，这为 PND 市场的发展带来巨大空间。预计 2009~2013 年，中国 PND 市场年均复合增长率将达到 17.72%，到 2013 年，中国 PND 市场总体规模将达到 265 万台。

图表20：2002-2007 北美、西欧 PND 销售量（万台）



图表21：我国 PND 市场规模（万台）



来源：In-Stat，四维图新招股说明书，国金证券研究所

- 虽然汽车导航领域的两个细分市场未来都将保持较高的增速，但车载导航系统市场由于技术和规模实力的进入门槛较高，产品的竞争更侧重于技术而不是价格，对 GNSS 企业来说具有较高的市场潜力和毛利水平，而 PND 市场 GPS 品牌超过 500 个，价格竞争趋于白热化的程度。公司针对这两个市场的不同采取了不同的策略，从公司的募投资项目产能安排我们也可以看到，汽车前置导航设备将成为公司未来关注的重点和业绩的最大驱动力：
  - ◆ 公司已为奇瑞进行了三年的配套产品研发和定型工作，并在众多汽车导航提供商中脱颖而出。2008 和 2009 年，奇瑞在北京上海汽车展览中推出的 5 款车载导航车型均使用公司产品。其中，公司为 M11 车型、B11 车型、B14 车型开发的 DVD 影音系统及车载导航仪已通过奇瑞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。公司为 S18\H13\P11 车型配套开发的车载导航仪产品，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车载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。截至 2009 年底公司车载导航仪销售 5200 台；
  - ◆ 公司预计奇瑞 10 年汽车产量达 80 万辆，其后保持稳步增长，其前置导航安装率达 20%，公司份额约 50%，这样公司的汽车前置导航装置的年销售量将达到投产项目产能的 8 万台，现在市面的主要外资产品价格约在一万左右，启明信息的产品价格在 7000 左右，而由于公司在招股说明书里表示其产品成本仅为外资产品的 1/3 且适应所有档次车辆安装，我们判断公司产品偏低档，保守估计价格 4000 元/台，新增收入能达到 3.2 亿，此项业务如进展顺利将成为公司未来几年最大的业绩增长动力；
  - ◆ 而针对 PND 产品，公司则采取外包给台湾厂商生产，公司本身主要负责市场推广工作的方式来销售。我们预计公司在获得募集资金和采取自有品牌腾出 Garmin 原有的毛利空间之后，将采取降价促销跑量的方法来迅速占领大众消费类的市场份额，扩大收入规模，并为公司其他产品提供品牌知名度的支撑。

图表22：公司车载导航产品市场整体发展策略

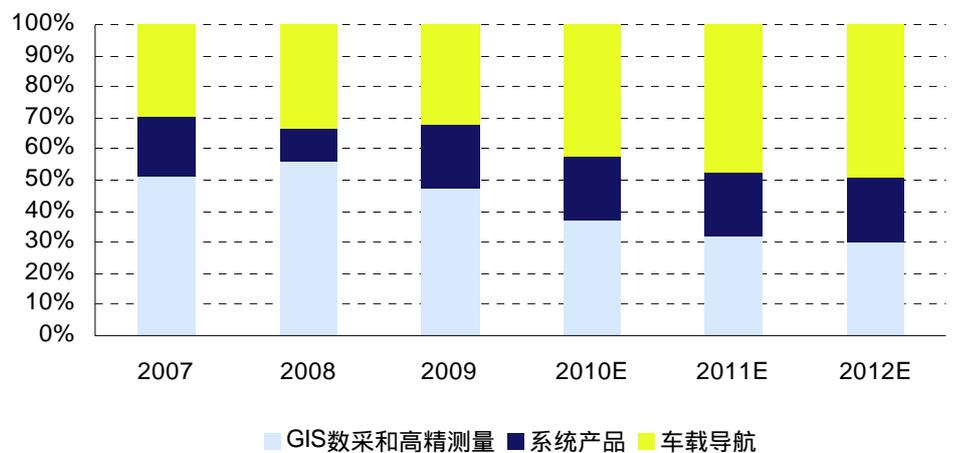
产品类型	公司产品型号	自主导航	监控调度	智能导航与监控	2005-2009	2010-2015
车载前装产品	汽车智能信息系统系列	有	有	有	导入期	成熟期
便携导航产品	PND系列	有	无	无	导入期，销售Garmin产品	成熟期，销售自主品牌
监控调度产品	车行健、目瞳、船行健等	无	有	无	成熟期	成熟期

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

## 股票估值和定价

- **收入预测：**公司近年业绩的最大驱动力来自于与奇瑞合作的汽车前置导航项目带来的增量收入，而移动 GIS 平台和系统项目类产品也仍将延续良好的发展趋势。总的来看，公司收入未来三年复合增速将在 25%左右：
  - ◆ 09 年公司前置导航产品销售达 5200 台，公司预计 2010 年项目达产后能够实现至少 4 万台的年销售量。由于项目建设仍然需要一些时间，我们保守估计 10 年销售 2.88 万台，平均价格 4000 元，将为公司带来 1 亿以上的收入，成为公司业绩的最大增长动力；
  - ◆ 移动 GIS 平台和系统项目类产品由于北斗系统和下游行业应用的不断拓展，未来三年预计能够分别保持 30%和 40%左右的复合增长；
  - ◆ 此外公司 PND 产品经历 10 年销售自有品牌的适应期之后有望于 11 年恢复 10%左右的增速，而 12 年数据采集产品达产后，高端手持机和高精度测量产品增速也将有所提升，为公司收入增长带来更多动力。

**图表23：公司主营业务收入占比趋势预测**



来源：国金证券研究所

图表24：公司业务收入预测

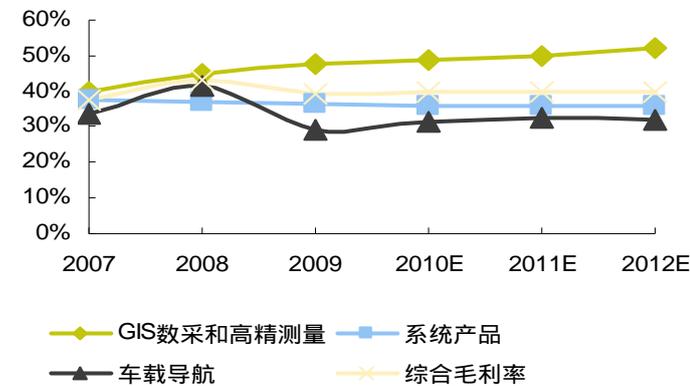
项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>GIS数据采集和高精度测量</b>						
销售收入(百万元)	252.95	246.89	197.22	205.25	218.03	248.76
增长率(YOY)	#DIV/0!	-2.40%	-20.12%	4.07%	6.23%	14.09%
毛利率	39.59%	45.14%	47.72%	48.96%	49.97%	52.32%
销售成本(百万元)	152.81	135.44	103.11	104.77	109.08	118.61
增长率(YOY)	#DIV/0!	-11.36%	-23.87%	1.61%	4.12%	8.74%
毛利(百万元)	100.14	111.45	94.12	100.48	108.96	130.15
增长率(YOY)	#DIV/0!	11.29%	-15.55%	6.76%	8.43%	19.45%
占总销售额比重	50.87%	55.26%	46.28%	36.52%	31.18%	29.84%
占主营业务利润比重	53.43%	57.59%	53.89%	44.68%	39.33%	39.19%
<b>系统产品</b>						
销售收入(百万元)	95.11	50.34	84.18	112.64	140.98	166.34
增长率(YOY)	#DIV/0!	-47.07%	67.21%	33.81%	25.16%	17.99%
毛利率	37.64%	36.98%	36.31%	35.63%	35.77%	35.69%
销售成本(百万元)	59.31	31.73	53.61	72.50	90.55	106.97
增长率(YOY)	#DIV/0!	-46.51%	68.98%	35.23%	24.89%	18.13%
毛利(百万元)	35.80	18.62	30.57	40.14	50.43	59.37
增长率(YOY)	#DIV/0!	-47.99%	64.18%	31.31%	25.65%	17.73%
占总销售额比重	19.13%	11.27%	19.75%	20.04%	20.16%	19.95%
占主营业务利润比重	19.10%	9.62%	17.50%	17.85%	18.20%	17.88%
<b>车载导航产品</b>						
销售收入(百万元)	147.03	146.76	132.74	231.50	327.05	404.70
增长率(YOY)	#DIV/0!	-0.18%	-9.55%	74.40%	41.28%	23.74%
毛利率	33.88%	41.55%	29.21%	31.50%	32.33%	32.14%
销售成本(百万元)	97.21	85.78	93.97	158.58	221.30	274.64
增长率(YOY)	#DIV/0!	-11.76%	9.55%	68.76%	39.56%	24.10%
毛利(百万元)	49.81	60.98	38.77	72.92	105.75	130.06
增长率(YOY)	#DIV/0!	22.41%	-36.41%	88.06%	45.02%	22.98%
占总销售额比重	29.57%	32.84%	31.15%	41.19%	46.77%	48.54%
占主营业务利润比重	26.58%	31.51%	22.20%	32.43%	38.17%	39.17%
<b>其他</b>						
销售收入(百万元)	2.19	2.82	11.99	12.59	13.22	13.88
增长率(YOY)	#DIV/0!	28.91%	324.80%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	76.00%	87.94%	93.42%	90.00%	90.00%	90.00%
销售成本(百万元)	0.53	0.34	0.79	1.26	1.32	1.39
增长率(YOY)	#DIV/0!	-35.22%	131.77%	59.57%	5.00%	5.00%
毛利(百万元)	1.66	2.48	11.20	11.33	11.90	12.50
增长率(YOY)	#DIV/0!	49.16%	351.27%	1.16%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	0.44%	0.63%	2.81%	2.24%	1.89%	1.67%
占主营业务利润比重	0.89%	1.28%	6.41%	5.04%	4.30%	3.76%
销售总收入(百万元)	497.28	446.82	426.14	561.97	699.29	833.68
销售总成本(百万元)	309.86	253.29	251.48	337.10	422.25	501.61
毛利(百万元)	187.42	193.52	174.66	224.87	277.03	332.08
平均毛利率	37.69%	43.31%	40.99%	40.01%	39.62%	39.83%

来源：国金证券研究所

- **毛利率水平预测**：未来3年，公司GIS数据采集和高精度测量类产品由于高毛利的GIS平台产品占比上升毛利率将有所提高，而系统产品和车载导航产品毛利率则基本保持稳定。总的来看，由于低毛利的车载导航产品占比上升，公司综合毛利率将呈现稳中微降的走势；

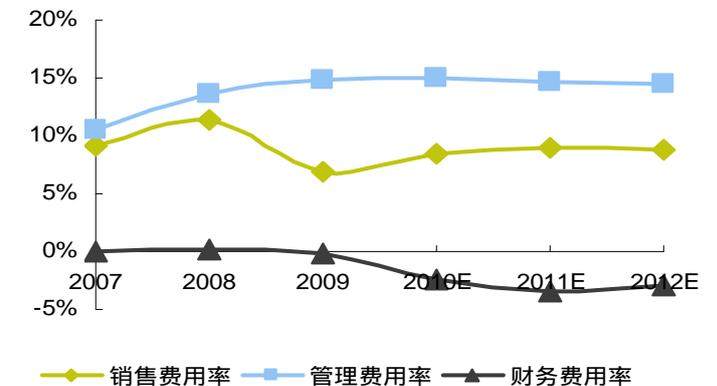
- **费用率预测：**09 年公司由于主动调整大幅压缩了费用，销售费用率下降到 6.87%，预计随着市场形势的明朗和公司成功上市，销售费用率 10-11 年将逐步回升，此后将随着收入规模的不断扩大而有所下降，而由于募集资金的到位，公司财务费用率将大幅下降。总的来看，公司三项费用率将逐步下降；

图表25：公司主营业务毛利率趋势预测



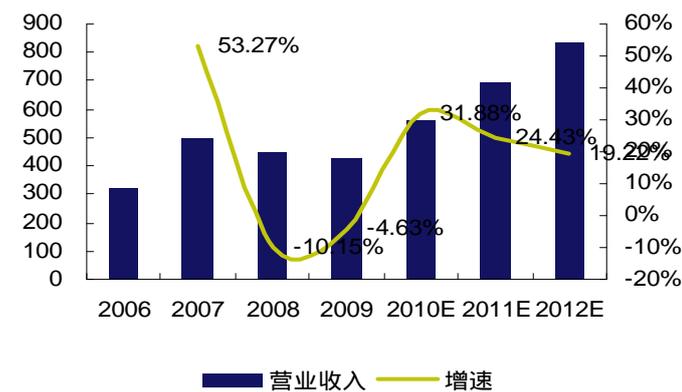
来源：国金证券研究所

图表26：公司费用率趋势预测



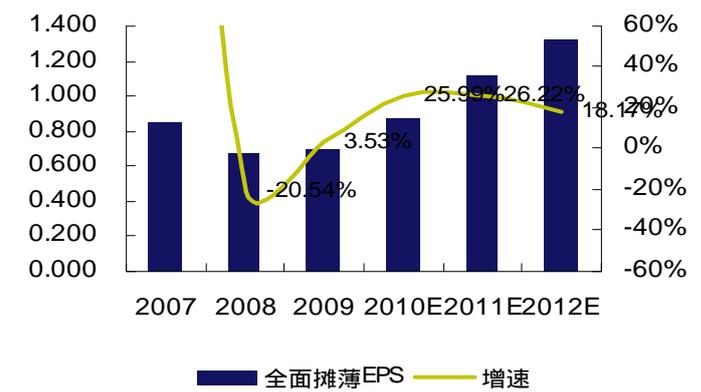
- **业绩预测：**我们预计公司 2010-2012 年将分别实现收入 5.62 亿、6.99 亿和 8.34 亿，同比增长 31.88%、24.43%和 19.22%，实现净利润分别为 1.06 亿、1.34 亿和 1.58 亿，对应全面摊薄 EPS 为 0.881 元、1.112 元、1.315 元，同比增长 25.99%、26.22%和 18.17%。
- **股票估值和定价：**上市公司中与公司业务较为关联的有北斗星通、中国卫星和超图软件，其 10 年动态市盈率基本都在 50-60 倍之间，考虑到 GNSS 行业近年良好的发展机遇以及公司作为 A 股市场少数正宗的 GNSS 综合领先厂商的稀缺性，我们给予合众思壮 10 年 PE50-55X，对应合理股价为 44.05-48.46 元，较公司 37 元的发行价有 19.05%-30.96%的升幅。

图表27：公司营业收入趋势预测（百万元）



来源：国金证券研究所

图表28：公司 EPS 趋势预测（元）



图表29：可比较上市公司估值水平

公司	代码	收盘股价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	11PE
超图软件	300036	37.70	0.49	0.69	0.88	76.94	54.64	42.84
中国卫星	600118	36.99	0.28	0.70	0.86	132.11	52.84	43.01
北斗星通	002151	41.63	0.52	0.69	0.90	80.06	60.33	46.26
平均						96.37	55.94	44.04

来源：Wind，国金证券研究所

### 风险提示：主要来自与奇瑞和 Garmin 合作方面的风险

- 公司预计奇瑞 10 年汽车产量达 80 万辆，其后保持稳步增长，其前置导航安装率达 20%，公司份额约 50%，此项合作潜力巨大，有望成为公司今年最大的业绩动力，但与此同时也存在项目进度延缓、利润空间被汽车企业压缩以及新的竞争对手进入等风险，为公司在汽车前置导航领域的业务发展带来一定不确定性；
- 2007-09 年，公司向 Garmin 采购金额合计为 2.22 亿、1.68 亿和 1.42 亿元，占当期采购总额的 69.51%、62.64%和 61.13%，比重较高。公司于 1 月结束与 Garmin 在 PND 产品上的合作，将带来两方面风险：1) 公司原 PND 产品全为 Garmin+“任我游”双品牌，此举不仅与 Garmin 成为竞争对手，同时销售自有品牌将给公司 PND 产品的短期收入带来很大不确定性；2) 将 Garmin 硬件应用于专业手持机已不符合市场专业化、高精度化的要求，长期来看双方结束合作可能性很大，但 2009 年此方面采购额仍有 5244 万，双方合作关系的改变将影响公司此类收入；

图表30：公司业务与 Garmin 产品关系

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是主要原材料供应商
	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

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 此外，2010 年过后，若公司、北京思壮导航和上海易罗不能获得 15%所得税率优惠以及增值税返还优惠，将对公司的净利润产生一定影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	497	447	426	562	699	834
增长率		-10.1%	-4.6%	31.9%	24.4%	19.2%
主营业务成本	-310	-253	-251	-337	-422	-502
% 销售收入	62.3%	56.7%	59.0%	60.0%	60.4%	60.2%
毛利	187	194	175	225	277	332
% 销售收入	37.7%	43.3%	41.0%	40.0%	39.6%	39.8%
营业税金及附加	-4	-3	-4	-6	-7	-8
% 销售收入	0.9%	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-45	-51	-29	-48	-62	-73
% 销售收入	9.1%	11.4%	6.9%	8.5%	8.9%	8.7%
管理费用	-53	-61	-63	-84	-103	-120
% 销售收入	10.6%	13.5%	14.8%	15.0%	14.7%	14.4%
息税前利润 (EBIT)	85	79	78	87	105	131
% 销售收入	17.1%	17.6%	18.3%	15.5%	15.0%	15.7%
财务费用	0	-1	1	14	24	23
% 销售收入	0.0%	0.2%	-0.2%	-2.4%	-3.5%	-2.8%
资产减值损失	-1	1	-2	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	24	1	0	0	0	0
% 税前利润	20.3%	0.8%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	108	79	77	100	129	154
营业利润率	21.8%	17.7%	18.1%	17.8%	18.4%	18.4%
营业外收支	8	13	16	17	19	21
税前利润	116	92	93	117	148	175
利润率	23.3%	20.6%	21.8%	20.9%	21.2%	21.0%
所得税	-11	-11	-9	-11	-14	-17
所得税率	9.7%	11.9%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%
净利润	105	81	84	106	133	158
少数股东损益	3	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利	102	81	84	106	133	158
净利率	20.5%	18.1%	19.7%	18.8%	19.1%	18.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	105	81	84	106	133	158
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	6	5	8	13	26	39
非经营收益	-23	0	1	-16	-19	-21
营运资金变动	-76	-12	-29	-17	-31	-27
经营活动现金净流	11	74	64	86	109	149
资本开支	-11	-16	-18	-125	-118	-117
投资	4	6	0	-1	0	0
其他	25	-2	0	0	0	0
投资活动现金净流	18	-12	-18	-126	-118	-117
股权募资	1	0	0	1,088	-30	0
债权募资	0	2	-2	-33	0	1
其他	-32	-3	-19	-1	-36	-43
筹资活动现金净流	-31	-1	-21	1,054	-66	-42
现金净流量	-1	61	25	1,014	-75	-11

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	107	168	193	1,207	1,132	1,121
应收款项	97	55	97	104	133	160
存货	99	105	91	127	156	182
其他流动资产	3	4	9	12	14	16
流动资产	306	331	390	1,451	1,435	1,480
% 总资产	84.8%	84.0%	82.8%	87.3%	81.7%	77.8%
长期投资	12	10	14	15	14	14
固定资产	28	39	54	154	237	308
% 总资产	7.9%	9.9%	11.5%	9.3%	13.5%	16.2%
无形资产	13	12	11	39	70	98
非流动资产	55	63	81	210	322	422
% 总资产	15.2%	16.0%	17.2%	12.7%	18.3%	22.2%
资产总计	361	394	471	1,661	1,757	1,902
短期借款	0	32	30	0	0	0
应付款项	84	48	55	78	101	125
其他流动负债	20	26	12	55	67	81
流动负债	104	106	97	133	169	207
长期贷款	30	0	0	0	0	1
其他长期负债	3	3	4	0	0	0
负债	138	109	101	133	169	208
普通股股东权益	222	286	370	1,528	1,588	1,694
少数股东权益	1	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	361	394	471	1,661	1,757	1,902

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	1.134	0.901	0.933	0.881	1.112	1.315
每股净资产	2.465	3.174	4.107	12.733	13.236	14.119
每股经营现金净流	0.128	0.825	0.711	0.718	0.905	1.238
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.300	0.360	0.432
回报率						
净资产收益率	45.99%	28.39%	22.71%	6.92%	8.40%	9.31%
总资产收益率	28.30%	20.56%	17.83%	6.37%	7.60%	8.30%
投入资本收益率	30.29%	21.83%	17.60%	5.15%	5.96%	6.96%
增长率						
主营业务收入增长率	53.27%	-10.15%	-4.63%	31.88%	24.43%	19.22%
EBIT增长率	319.50%	-7.34%	-1.00%	11.76%	20.24%	24.69%
净利润增长率	321.51%	-20.54%	3.53%	25.99%	26.22%	18.17%
总资产增长率	12.25%	9.40%	19.33%	252.89%	5.79%	8.22%
资产管理能力						
应收账款周转天数	37.2	46.4	54.9	57.6	59.3	60.5
存货周转天数	119.0	146.7	142.4	138.0	135.2	132.5
应付账款周转天数	69.3	59.6	47.8	50.0	52.5	55.1
固定资产周转天数	20.6	20.7	39.0	87.4	110.7	121.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-34.50%	-47.44%	-44.05%	-78.98%	-71.25%	-66.11%
EBIT利息保障倍数	-367.3	73.8	-119.7	-6.5	-4.3	-5.6
资产负债率	38.14%	27.59%	21.47%	8.01%	9.61%	10.91%

### 定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；  
 目标价格：预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间；  
 询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。