

2010年3月19日

信息技术行业

合众思壮 (002383)

评级: 无

IT 行业研究员

张广荣

010-88086830-699

zhanggr@rxzq.com.cn

## GNSS 大众消费应用市场潜力巨大

## 投资要点:

- **国内卫星导航应用市场领先者:** 公司从代理 Garmin 产品起步, 经过多年的发展, 已成为中国卫星导航定位领域的龙头企业之一, GIS 数据采集产品连续三年市场占有率第一, “任我游” PND 品牌在 2007 年度品牌关注排行榜上高居榜首。2009 年公司实现营业收入 4.26 亿元, 其中 GIS 数据采集产品和高精度测量产品实现收入 1.97 亿元, 占比 47.62%; 系统产品实现收入 8417 万元, 占比 20.33%; 车载导航产品实现收入 1.33 亿元, 占比 32.05%。
- **Garmin 专业手持机和 PND 产品经销商:** Garmin 是全球民用 GPS 主要生产厂商之一, 2008 年销售收入 34.94 亿美元, 在美国市场份额超过 50%。公司 2002 年 6 月与 Garmin 签订《独家经销协议》, 近三年向 Garmin 采购专业手持机原料和 PND 产品的金额合计为 2.2 亿、1.68 亿和 1.42 亿元, 占当期采购总额的比重为 69.51%、62.64% 和 61.13%, 2010 年 1 月, 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, 但公司目前依然是 Garmin 专业手持机产品的独家经销商。
- **GNSS 应用领域广, 大众消费市场潜力巨大:** 定位、导航、授时是 GNSS 系统的三大功能, 全球市场规模超过 1000 亿美元, 其中汽车导航和个人手持导航设备是增长最为迅速的应用, Garmin 收入就主要来自于汽车/移动产品, 2008 年占到收入和利润总额的比重为 72.64% 和 77.32%。我国卫星导航应用领域 2008 年产值为 284.80 亿元, 其中专业应用市场 30.60 亿元, 占总产值的 10.74%; 消费应用市场 254.20 亿元, 占总产值的 89.26%, 车辆监控、车辆导航和信息服务是该市场的主要组成部分, 2008 年占到我国 GNSS 产值的 73.98%。
- **GNSS 芯片被国外厂商垄断、本土企业在导航电子地图、系统应用领域具备竞争优势:** 由于涉及国家安全, 我国导航电子地图的制作需要国家测绘局的审批, 国外硬件厂商大多通过代理销售方式进军中国市场, 如从事 Garmin 导航产品代理的合众思壮公司、从事美国 Trimble 公司产品代理的北京天拓天宝公司、从事加拿大 NovAtel 公司产品代理的北斗星通公司等。国内企业之间的竞争主要体现在本土化的软件与服务层面。
- **公司专业市场销售逐年下滑、大众消费市场未来快速增长值得期待:** 公司 2007 到 2009 年专业市场产品销售收入分别为 3.8 亿元、3.2 亿元和 2.9 亿元, 呈逐年下滑趋势。大众消费市场销售收入分别为 1.12 亿元、1.16 亿元和 1.22 亿元。我们认为公司未来自主品牌 PND 产品成本与售

价将更具竞争力和灵活性，凭借与 Garmin 合作多年所积累的技术优势以及“姚明”代言“任我游”PND 产品的品牌优势以及全国 2000 多个销售终端，未来几年公司大众消费市场产品将获得快速增长，2009 年中国汽车销量达到 1300 万台，已成为全球第一大汽车消费市场，这也为公司车载导航产品的高速增长奠定了庞大的客户基础。

- **募投项目立足专业市场、拓展大众消费市场：**募投项目包括建立 GIS 数据采集产品研发生产基地，可降低 17% 的硬件成本，研发应急装备和减灾应用服务平台，属于国家防灾减灾应急系统的组成部分；加大对汽车前装导航系统和位置服务平台的投入，积极开拓庞大的大众消费市场。
- **盈利预测与评级：**我们预测公司 10、11、12 年 EPS 分别为 0.8、1.01 和 1.15 元，结合二级市场可比公司估值，我们认为其合理价值区间为 24 元-28 元。

| 单位（百万、元）   | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入       | 426.1 | 535.7 | 710.4 | 963.8 |
| 增长率        | -4.6% | 25.7% | 32.6% | 35.7% |
| 归属于母公司的净利润 | 83.9  | 96.0  | 120.6 | 138.6 |
| 增长率        | 3.5%  | 14.4% | 25.6% | 14.9% |
| 每股收益(摊薄)   | 0.93  | 0.80  | 1.01  | 1.15  |

表 1: 盈利预测假设条件

|                  | 2007     | 2008     | 2009     | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| GIS 数据采集与高精度测量产品 | 25295.38 | 24689.19 | 19722.35 | 21694.59 | 23864.04 | 27443.65 |
| 毛利率              | 39.59%   | 45.14%   | 47.72%   | 48.00%   | 49.00%   | 48.00%   |
| 增长率              |          | -2.40%   | -20.12%  | 10.00%   | 10.00%   | 15.00%   |
| 系统产品             | 9510.60  | 5034.39  | 8417.84  | 12626.76 | 18308.80 | 25632.32 |
| 毛利率              | 37.64%   | 36.98%   | 36.31%   | 37.00%   | 37.00%   | 37.00%   |
| 增长率              |          | -47.07%  | 67.21%   | 50.00%   | 45.00%   | 40.00%   |
| 车载导航产品           | 14702.62 | 14675.66 | 13274.15 | 19247.52 | 28871.28 | 43306.91 |
| 毛利率              | 33.88%   | 41.55%   | 29.21%   | 30.00%   | 30.00%   | 30.00%   |
| 增长率              |          | -0.18%   | -9.55%   | 45.00%   | 50.00%   | 50.00%   |

表 2: 财务预测表

| 资产负债表 (百万元)        | 2008        | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        | 利润表 (百万元)   | 2008        | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
|--------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金               | 167.5       | 192.9       | 1074.3       | 1139.2       | 1192.2       | 营业收入        | 446.8       | 426.1       | 535.7        | 710.4        | 963.8        |
| 应收票据               | 2.2         | 7.6         | 9.5          | 12.6         | 17.1         | 营业成本        | 253.3       | 251.5       | 327.1        | 439.2        | 607.3        |
| 应收账款               | 44.5        | 83.5        | 95.4         | 126.5        | 171.6        |             | 3.3         | 4.2         | 5.3          | 7.1          | 9.6          |
| 预付款项               | 4.3         | 8.9         | 11.6         | 15.6         | 21.6         | 销售费用        | 50.8        | 29.3        | 35.7         | 47.4         | 64.3         |
| 其他应收款              | 8.0         | 5.5         | 6.9          | 9.1          | 12.4         | 管理费用        | 60.5        | 63.1        | 79.4         | 104.5        | 140.9        |
| 存货                 | 104.8       | 91.4        | 118.9        | 159.7        | 220.8        | 财务费用        | 1.1         | -0.7        | -4.0         | -7.0         | 2.0          |
| 其他流动资产             | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 资产减值损失      | -0.7        | 1.8         | 1.5          | 1.3          | 1.8          |
| 长期股权投资             | 0.7         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 公允价值变动收益    | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 固定资产               | 25.3        | 45.5        | 43.1         | 38.6         | 32.8         | 投资收益        | 0.7         | 0.3         | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 在建工程               | 13.8        | 8.7         | 4.3          | 2.2          | 1.1          | 汇兑收益        | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 工程物资               | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 营业利润        | 79.2        | 77.2        | 90.7         | 118.0        | 138.0        |
| 无形资产               | 8.4         | 7.6         | 6.8          | 6.0          | 5.3          | 营业外收支净额     | 12.8        | 15.8        | 16.0         | 16.0         | 16.0         |
| 长期待摊费用             | 1.3         | 1.1         | 1.0          | 0.8          | 0.7          | 税前利润        | 91.9        | 93.0        | 106.7        | 134.0        | 154.0        |
| 资产总计               | 394.5       | 470.7       | 1387.7       | 1526.2       | 1691.5       | 减: 所得税      | 10.9        | 9.1         | 10.7         | 13.4         | 15.4         |
| 短期借款               | 2.0         | 30.0        | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 净利润         | 81.0        | 83.9        | 96.0         | 120.6        | 138.6        |
| 应付票据               | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 归属于母公司的净利润  | 81.1        | 83.9        | 96.0         | 120.6        | 138.6        |
| 应付账款               | 30.3        | 35.6        | 45.6         | 61.3         | 84.7         | 少数股东损益      | -0.1        | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 预收款项               | 8.3         | 5.5         | 6.9          | 9.2          | 12.4         | 基本每股收益      | 0.90        | 0.93        | 0.80         | 1.01         | 1.15         |
| 应付职工薪酬             | 2.7         | 3.3         | 3.3          | 3.3          | 3.3          | 稀释每股收益      | 0.90        | 0.93        | 0.80         | 1.01         | 1.15         |
| 应交税费               | 6.4         | 9.0         | 9.0          | 9.0          | 9.0          | <b>财务指标</b> | <b>2008</b> | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 其他应付款              | 9.6         | 14.0        | 14.0         | 14.0         | 14.0         | <b>成长性</b>  |             |             |              |              |              |
| 其他流动负债             | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 营收增长率       | -10.1%      | -4.6%       | 25.7%        | 32.6%        | 35.7%        |
| 长期借款               | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | EBIT 增长率    | -7.3%       | -1.0%       | 13.0%        | 27.4%        | 26.2%        |
| 预计负债               | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 净利润增长率      | -20.5%      | 3.5%        | 14.4%        | 25.6%        | 14.9%        |
| 负债合计               | 108.8       | 101.0       | 82.5         | 100.4        | 127.1        | <b>盈利性</b>  |             |             |              |              |              |
| 股东权益合计             | 285.6       | 369.7       | 1305.9       | 1426.5       | 1565.1       | 销售毛利率       | 43.3%       | 41.0%       | 38.9%        | 38.2%        | 37.0%        |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2008</b> | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | 销售净利率       | 18.1%       | 19.7%       | 17.9%        | 17.0%        | 14.4%        |
| 净利润                | 81          | 84          | 96           | 121          | 139          | ROE         | 28.4%       | 22.7%       | 7.4%         | 8.5%         | 8.9%         |
| 折旧与摊销              | 5           | 6           | 7            | 8            | 8            | ROIC        | 21.83%      | 17.60%      | 6.08%        | 7.08%        | 8.15%        |
| 经营活动现金流            | 74          | 64          | 67           | 58           | 55           | <b>估值倍数</b> |             |             |              |              |              |
| 投资活动现金流            | -12         | -18         | 0            | 0            | 0            | PE          |             |             |              |              |              |
| 融资活动现金流            | 0           | -21         | 814          | 7            | -2           | P/S         |             |             |              |              |              |
| 现金净变动              | 62          | 25          | 881          | 65           | 53           | P/B         |             |             |              |              |              |
| 期初现金余额             | 107         | 168         | 193          | 1074         | 1139         | 股息收益率       |             |             |              |              |              |
| 期末现金余额             | 169         | 193         | 1074         | 1139         | 1192         | EV/EBITDA   |             |             |              |              |              |

## 投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

## 免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。