

2011-01-21

中海达 300177-SZ

国内领先的高精度 GNSS 供应商

◇ 报告起因：新股上市

◆ 国内高精度 GNSS 行业的领先品牌

公司专业从事于高精度 GNSS 行业，在测量型 GNSS 国产品牌中占有率仅次于南方测绘，位居国内第二，是领先的高精度 GNSS 品牌。2009 年，公司营业收入达 1.8 亿元，实现净利润 3200 万元，过去三年中，两项财务指标的复合增速分别达到 33% 和 45%。

◆ 国内 GNSS 市场存在爆发式增长的潜力

技术进步、GNSS 产品运用推广以及北斗卫星导航系统建设是未来行业增长的主要动力。到 2014 年，在高精度 GNSS 各细分行业中，测量型 GNSS 市场容量超过 30 亿元，年复合增长率超过 25%；专业级 GIS 数据采集器市场容量超过 10 亿元，年复合增长率超过 40%；水声探测设备市场容量接近 13 亿元年复合增长率超过 30%。

◆ 公司在技术、产品、市场等多个维度居行业领先地位

公司在高精度 GNSS 行业居于领先地位，其技术先进、产品线覆盖面广、市场占有率领先、销售网络布局完善。

公司已有的技术储备横跨卫星导航定位、通讯电子、信息工程、水声探测、测绘测量、地理信息等多个学科领域。测量型 GNSS、GIS 数据采集器、海洋探测设备、系统工程四大产品线十几个系列数十款产品，实现了从毫米级、厘米级、亚米级到米级等不同精度等级的覆盖。并已建立了业内独具特色的“直销+经销”的模式，形成了专业水平高、覆盖面广的营销服务网络。

◆ 募集资金将进一步提高公司竞争力，合理申购价格 46.93-53.55 元

公司此次募集资金所需约 2.37 亿元，主要用于现有产品的改进和扩产。考虑到公司产品销售稳定且目前产能利用率接近饱和，募投项目建成后有望全面提升公司综合竞争力。

结合行业前景及公司基本面情况，我们测算公司未来三年净利润保持 47.9% 的复合增速。公司合理的询价区间为 46.93-53.55 元，对应 2011 年 PE 为 31-35 倍，投资者可积极关注。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	140	179	241	384	526
收入同比增长（%）	38.04%	27.48%	35.01%	59.48%	36.96%
净利润（百万元）	24	32	46	76	104
净利同比增长（%）	59.25%	31.14%	42.27%	67.53%	35.61%
每股收益（元）	0.49	0.64	0.91	1.53	2.07
经营性 ROIC	49.52%	31.12%	32.70%	25.85%	24.90%
ROE	46.06%	31.90%	9.09%	13.53%	16.05%

合理申购价格 46.93-53.55 元

预计上市合理价 51.62-58.91 元

分析师：

周励谦

（执业证书编号：S0930510120024）

021-22169175

zhouliqian@ebsecn.com

联系人：

盛震山

021-22169168

shengzs@ebsecn.com

宋嘉吉

021-22169315

songjiagi@ebsecn.com

发行数据

发行价格(元)	-
发行规模(百万股)	12.5
发行后总股本(百万股)	50
发行方式	网下询价, 上网定价
发行日期	2011-01-27
主承销商	国信证券股份有限公司
主要股东	廖定海
第一大股东持有比例(%)	30.11%

募股资金投向

项目名称	金额 (百万元)
高精度 GNSS 产品技改及 营销扩能项目	101.10
海洋水声探测设备技改及扩 能项目	55.58
卫星定位技术研发中心建设 项目	54.85
GNSS 天线与 UHF 数据链自 主配套项目	25.17
总金额	236.7

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

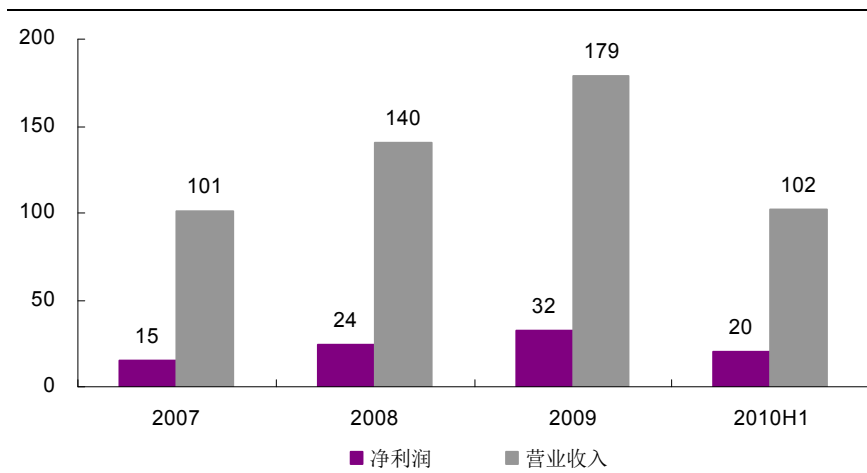
国内高精度 GNSS 行业的领先品牌

公司专业从事于高精度 GNSS 行业，主要业务涉及高精度 GNSS 软硬件产品的研发、生产、销售，提供基于高精度 GNSS 系统工程解决方案及相关服务。其主要产品可广泛运用于测绘勘探、国土规划、海洋开发、数字农林业等领域。截至 2009 年底，在高精度 GNSS 产品市场，公司市场占有率排名第二，仅次于南方测绘，是国内领先的高精度 GNSS 品牌。

2007-2010H1 年，公司营业收入和净利润稳步、快速增长，2010 上半年公司该两项指标分别为 1.02 亿元和 2289 万，较去年同期分别增长 35.8% 和 45.3%。2007-2009 年营业收入和净利润复合增速分别达到 32.7% 和 44.5%（见图 1）。

图 1：过去三年公司的业绩保持快速增长

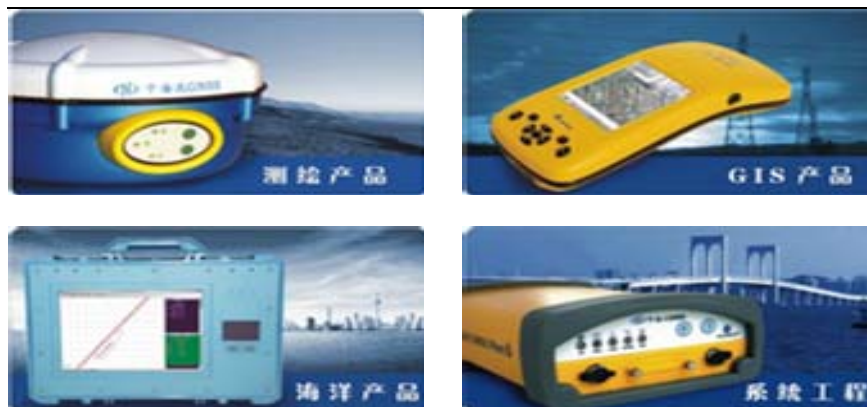
2007-2010H1 公司营业收入和净利润情况（单位：百万元）



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

公司主要产品分为四大板块：测量型 GNSS 产品、GIS 数据采集器、海洋产品和系统工程（见图 2）。其中，测量型 GNSS 产品包括 RTK 系列、HD 系列静态机和 VNet6 专业 GNSS 参考站接收机。专业级 GIS 数据采集器已经推出 Q2、Q3、Q5 等多个型号的产品。海洋产品主要为水声探测产品，用于满足探测水下地形地貌、水深等多种海洋工程需要。

图 2：公司主要产品



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

通过自主研发与创新，公司各类产品型号不断丰富，以满足不同需求。目前公司各型号产品超过 50 种，未来随着新型产品推出，将进一步稳固现有份额，开拓新的市场。

近三年，公司以测量型 GNSS 产品为主，占到总收入 75% 左右。各产品收入占比保持相对稳定，其中 GIS 数据采集器业务增长较快，成为公司新的收入增长点，收入占比逐年提高（见表 1）。

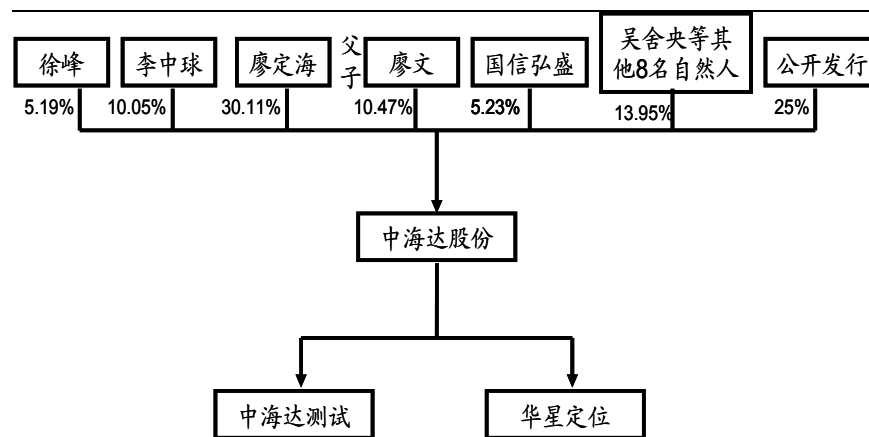
表 1：公司主营产品为高精度 GNSS 产品（单位：百万元）

营业收入		2007 年度		2008 年度		2009 年度	
		金额	比例	金额	比例	金额	比例
高精度 GNSS 产品	测量型 GNSS 产品	80	78.5%	109	77.8%	132	74.1%
	GIS 数据采集器	-	-	5	3.5%	12	6.7%
	海洋产品	12	11.7%	16	11.3%	20	11.3%
GNSS 系统工程		2	2.2%	3	2.2%	5	3.0%
升级维护服务		3	3.2%	4	3.0%	4	2.5%
其它收入		5	4.5%	3	2.2%	4	2.5%
合计		101	100%	140	100%	179	100%

资料来源：公司招股书、光大证券研究所

公司本次发行新股 1250 万股，发行后总股本为 5000 万股。公司实际控制人为公司董事长兼总经理廖定海，廖定海与股东廖文是父子关系，两人合计持有发行后 40.6% 的股份，李中球与徐峰为公司董事兼副总经理，分别持股 10.05% 和 5.19%（见图 3）。公司管理层高比例持股，形成管理层与股东利益一致性，有利于公司未来良性发展。

图 3：公司发行上市后的股权结构



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

国内 GNSS 市场存在爆发式增长的潜力

卫星导航定位技术指利用全球卫星导航定位系统所提供的位置、速度及时间信息对各种目标进行定位、导航及监管的一项新兴技术。因其具有全时空、全天候、连续实时地提供导航、定位和定时的特点，在国防、安全、勘探等众多领域存在巨大的潜在需求。

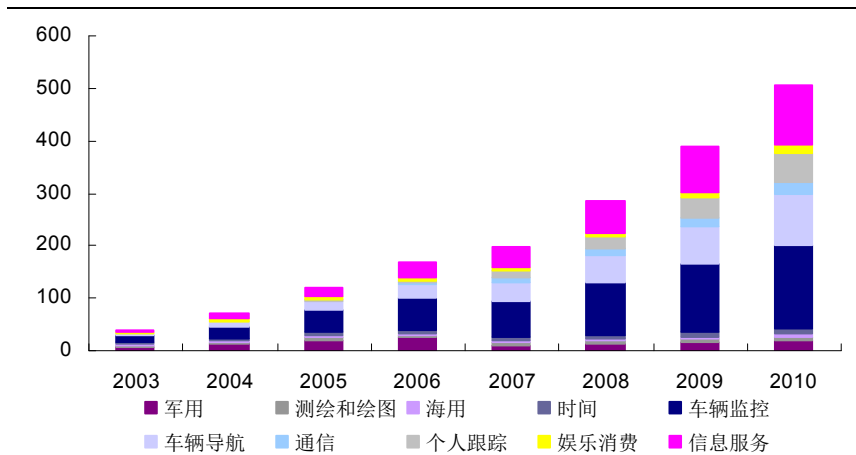
目前投入运行的 GNSS 有美国的 GPS 系统、俄罗斯的 GLONASS 系统

和我国的北斗卫星导航系统，其中 GPS 运用占到 95% 以上。卫星导航定位技术在我国起步较晚，但受益国家支持，未来发展空间巨大。其中高精度 GNSS 行业受到政策因素以及应用渗透率提高的推动，在未来一段时期内将保持快速增长的趋势。

根据中国全球定位系统技术应用协会信息咨询服务中心的研究，我国 GNSS 市场呈指数性增长趋势，2003-2010 年中国 GNSS 市场复合增长率超过 40%（见图 4）。

图 4：2003-2010 年中国 GNSS 市场呈指数性增长

2003-2010 年 中国 GNSS 市场规模情况（单位：亿元）



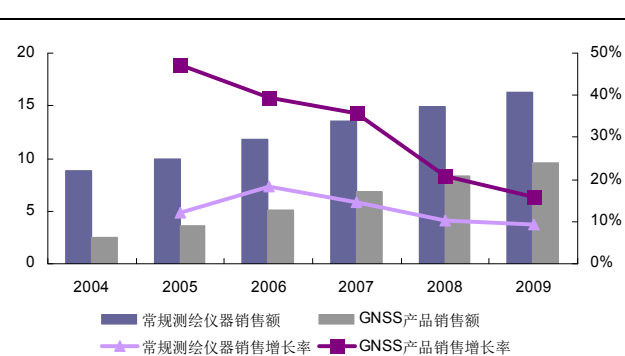
资料来源：公司招股书、光大证券研究所

替代及应用渗透提升高精度 GNSS 测量型市场需求

相对于传统测绘仪器，高精度 GNSS 测量仪器拥有更高的精度。随着行业技术水平日趋成熟，价格总体水平进一步降低，高精度 GNSS 测量型产品将逐渐成为主流。近年来我国高精度 GNSS 测量型产品销售增速明显高于传统测绘仪器，但销售比重仍明显低于同期全球水平，市场存在较大提升空间（见图 5）。

图 5：GNSS 产品增速高于常规测量仪器

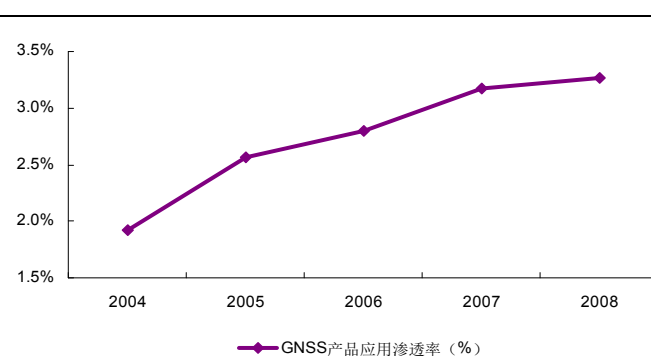
2004-2009 年中国测绘仪器销售情况（单位：亿元）



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

图 6：高精度 GNSS 测量产品应用渗透率不断提升

2004-2008 年中国 GNSS 产品在测绘行业中的应用渗透率

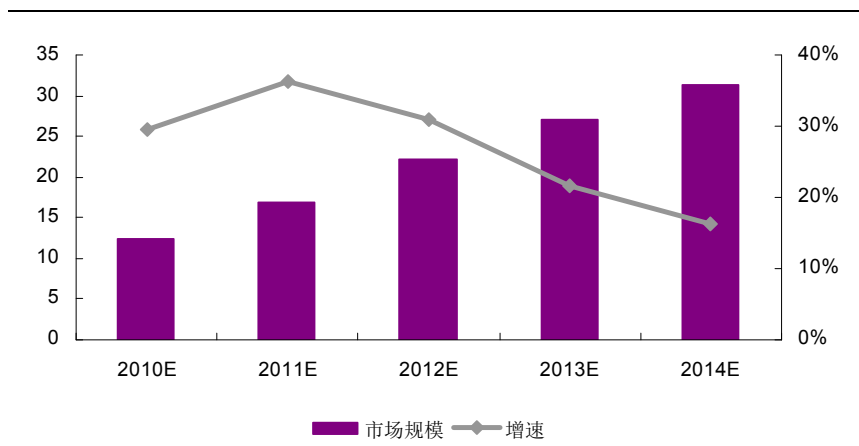


资料来源：公司招股书、光大证券研究所

另一方面，伴随测绘行业信息化水平提高以及北斗系统的运用，GNSS 产品将在更多领域得到应用。从 GNSS 产品在测绘行业中的应用渗透率来看，近年来呈不断提升的态势，预计未来还能进一步提高（见图 6）。根据赛迪顾问的研究，至 2014 年，中国高精度 GNSS 测量型产品市场规模将超过 30 亿元，未来 5 年复合增长率超过 25%（见图 7）。

图 7：2010-2014 年高精度 GNSS 测量产品市场规模快速增长

2010-2014 年 中国高精度 GNSS 测量产品市场规模情况（单位：亿元）



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

专业与便携相结合助 GIS 数据采集器成为 GNSS 新增长点

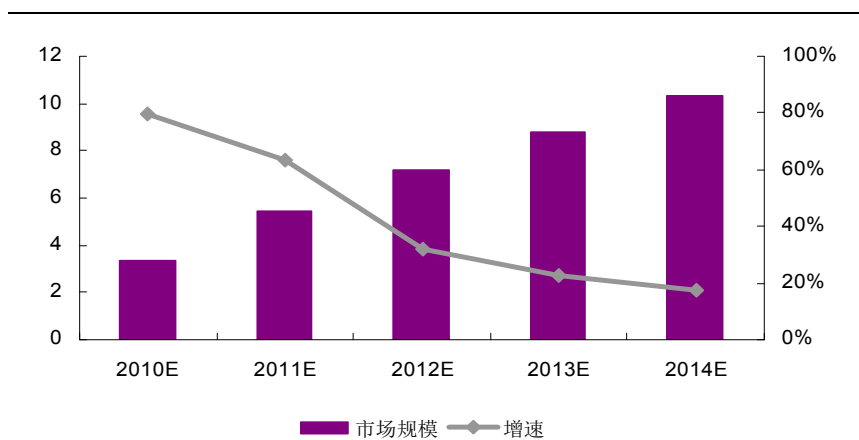
随着资源与环境等全球性问题越发受到关注，GIS 数据采集器正逐渐成为解决环境问题中数据采集、处理和更新环节的重要工具。凭借其专业性与便携性的双重优势，GIS 数据采集器能够广泛应用于各个行业。从 GNSS 产品销售占比来看，GIS 数据采集器已成为继传统专业测量型 GPS 之后又一新增长点。

专业应用领域方面，GIS 数据采集器可以通过现场勾绘和卫星定位测量的方式快速采集数据，基本省略了内业处理，满足了测量工作对于“快”的要求。同时遥感影像分辨率和 GPS 定位精度较高，又满足了“准”的要求。因此，GIS 数据采集器在许多行业开始初步应用。未来随着技术进步以及成本下降，GIS 数据采集器在专业测绘领域的发展空间广阔。

消费导航方面，目前主要产品 PND、PDA 或者 GPS 手机存在精度较低、数据处理能力较弱等问题。未来随着 GNSS 及其相关技术的发展，限制专业级 GIS 数据采集器广泛应用的价格因素将逐渐消失，而其定位精度高，抗水、抗震和抗摔等优势将得到凸显，从而吸引众多的消费导航产品用户。

图 8：2010-2014 年专业级 GIS 数据采集器市场规模复合增长率超 40%

2010-2014 年 中国专业级 GIS 数据采集器市场规模情况（单位：亿元）



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

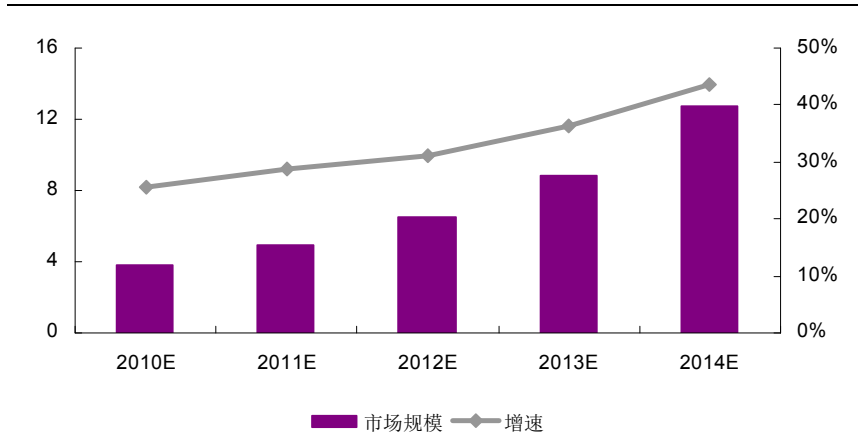
根据赛迪顾问的研究，至 2014 年，中国专业级 GIS 数据采集器销售额将超过 10 亿元，年均增长率超过 40%（见图 8）。

水声探测设备市场仍属新兴市场

受制于国家海洋开发相对缓慢，进口高端水声探测设备价格昂贵，国产高端品牌缺乏等因素，我国水声探测设备市场规模较小。但在陆地资源逐渐匮乏的情况下，对于海洋开发的力度将加大。根据赛迪顾问的研究，至 2014 年中国水声探测设备市场规模将接近 13 亿元，年复合增长率超过 30%（见图 9）。

图 9：2010-2014 年中国水声探测设备市场年复合增长率超过 30%

2010-2014 年 中国水声探测设备市场规模情况（单位：亿元）



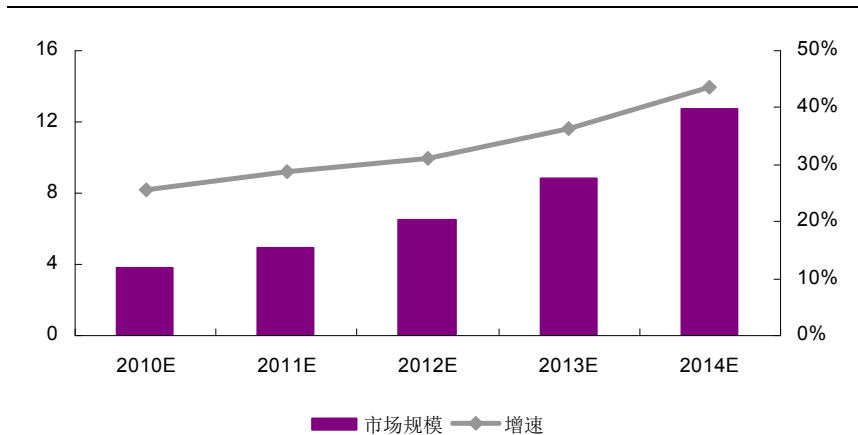
资料来源：公司招股书、光大证券研究所

防灾减灾需求推动系统工程成长

GNSS 系统工程在国外经过多年发展，已经形成了完善的产业链，但在国内尚处于起步阶段。由于 GNSS 系统工程业务多涉及关键的生产、社会民生安全等重要领域，近年来受到越来越多的重视。在政策导向的推动，以及基础设施大规模建设下，GNSS 系统工程存在巨大潜在需求。根据赛迪顾问研究预计，至 2014 年国内 GNSS 系统工程市场将达到 19.6 亿元，复合增长率约 38%（见图 10）。

图 10：未来几年 GNSS 系统工程市场年复合增长率约 38%

2010-2014 年 中国 GNSS 系统工程市场规模情况（单位：亿元）



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

北斗卫星导航系统进度加快，国内 GNSS 市场有望高速发展

自 2000 年 10 月成功发射第一颗北斗导航卫星以来，现已独立建成由 4 颗静止轨道卫星组成的第一代区域性北斗卫星导航定位系统“北斗一号”。第一颗“北斗二号”非静止轨道卫星于 2007 年 4 月 14 日成功发射，标志着我国正式启动第二代卫星导航定位系统建设计划。目前，已有 7 颗“北斗二号”卫星发射升空，其中 2010 年就发射了 5 颗，显示出北斗卫星导航系统的建设进度正在提速（见表 2）。

表 2：北斗卫星导航系统卫星发射进度

日期	卫星	日期	卫星
2000/10/31	北斗-1A	2010/01/17	北斗-G1
2000/12/21	北斗-1B	2010/06/02	北斗-G3
2003/05/25	北斗-1C	2010/08/01	北斗-I1
2007/02/03	北斗-1D	2010/11/01	北斗-G4
2007/04/14	北斗-M1	2010/12/18	北斗-I2
2009/04/15	北斗-G2		

资料来源：公司招股书、光大证券研究所

随着我国北斗二号系统建设进程的加快，北斗系统的应用领域将进一步拓展。根据中国全球定位系统技术应用协会预测，我国卫星导航定位市场产值将从 2005 年的 120 亿元左右增长到 2010 年的 500 亿元，复合年均增长率达 33%。由于目前应用领域几乎被 GPS 垄断，而北斗二号系统建成后在导航定位功能方面完全可替代 GPS，加上我国政府对拥有自主权的卫星导航系统的支持，国内 GNSS 行业参与者将分享行业高速发展的带来的盛宴。

公司竞争力分析

我们认为公司的竞争力体现在行业地位领先，研发实力强，产品跨度高，营销网络广，盈利能力强以及 IPO 资金优势几个方面。

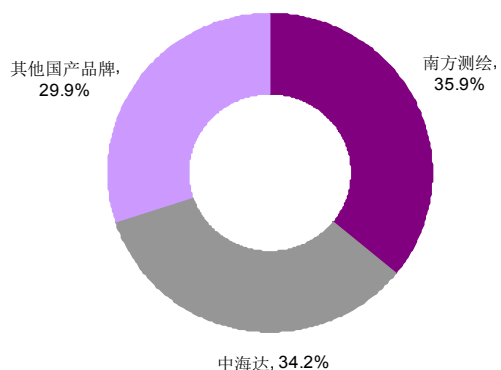
定位高精度 GNSS 产品，市场占有率领先

公司定位于高精度 GNSS 行业，产品可广泛运用于测绘勘探、国土规划、海洋开发、数字农林业等国民经济 40 多个领域。公司参与了京沪高铁施工工程、青藏高原青海湖勘测、北京奥运安保、第二次国土普查、广东电网营配一体化、中国近海海洋综合调查与评价专项等多个项目，具有行业领先地位。

公司主要产品具有较高的市场份额。高精度测量型 GNSS 产品长期居于国产品牌第一梯队，2009 年占据国产品牌 34.2% 的市场份额，与南方测绘相当（见图 11）；GIS 数据采集器面向高端客户，对天宝等高端进口品牌形成挑战；首创全数字化水声探测设备，在国产品牌中长期处于领先地位，2009 年占据国产品牌 36.5% 的市场份额（见图 12）；公司还是国内 GNSS 系统工程产业化的引导者和倡导者之一。

图 11：公司占据国产测量型 GNSS 产品 34.2% 份额

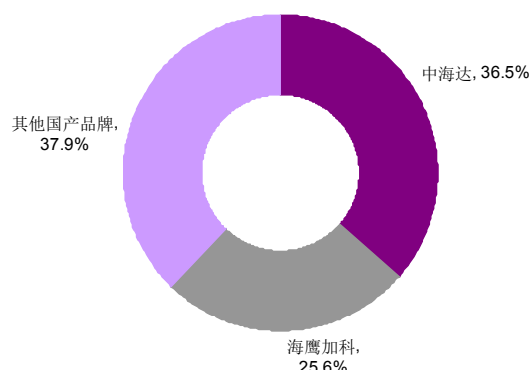
2009 国产高精度测量型 GNSS 产品市场竞争格局



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

图 12：公司占据国产水声探测设备 36.5% 份额

2009 国产水声探测设备市场竞争格局



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

研发实力突出，产品创新不断

公司研发实力雄厚，现有研发技术人员 140 多名，占总员工数量接近 30%，具备测绘工程、信息工程、地理信息等相关专业背景；公司董事长廖定海是国内最早从事 GNSS 研究的资深专家之一，直接创立、导入和推动了 GNSS 技术的国产化、产品化、市场化。

公司也相当重视研发环节。公司研发费用投入持续增长，2009 年研发费用占营业收入比重达到 7.17%。公司还设有专门的研发部门，设立番禺区技术研究开发中心，并且与武汉大学、中南大学、大连舰艇学院、中国科学院测量与地球物理研究所等国内 GNSS 领域的顶尖院校建立了产学研合作关系，有效地提升了公司的科研实力。

通过研发不断创新，公司已经推出了多项新技术与新产品，打破了国外企业的一些关键技术上的垄断，成为国内行业的技术领先企业（见表 3）。

表 3：公司在行业技术及产品上创新不断

公司在行业技术及产品上的主要创新

日期	创新内容	意义
2000 年	率先推出媲美进口品牌的 RTK 产品	确立公司在 GPS 技术上的领先优势
2003 年	首创全数字化测深仪产品	引领国内测深仪进入数字化时代
2004 年	第一家推出一体化蓝牙 RTK GPS 产品	RTK 进入无电缆时代
2006 年	率先建设 CORS 服务器	国内主要的 CORS 系统服务提供者
2007 年	率先推出专业级高精度 GIS 采集器	打破国外品牌的垄断地位
2009 年	第一家推出基于嵌入式 linux 操作系统的专业参考站接收机与虚拟参考站技术集成系统	打破国际品牌在国内市场对 CORS 建设的长期垄断格局
2009 年	率先推出变频测深仪	引领国产数字测深仪进入变频时代

资料来源：公司招股书、光大证券研究所

产品跨度高，Garmin 代理弥补低端专业市场

公司长期专注于高精度 GNSS 技术在专业领域的应用，开发出测量型 GNSS、GIS 数据采集器、海洋探测设备、系统工程四大产品线十几个系列数十款产品，实现了从毫米级、厘米级、亚米级到米级等不同精度等级的覆盖。公司产品已成功服务于农业、林业、国土、海洋、石油、电力、电信、交通运输等国民经济 40 多个基础领域，初步实现公司产品的行业

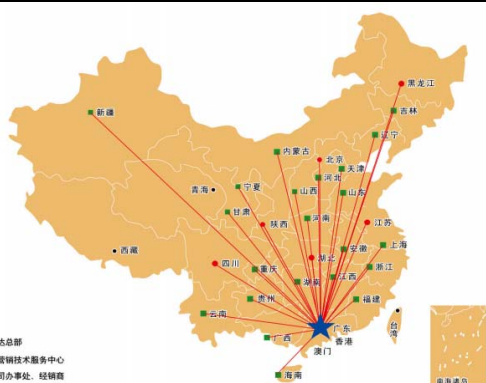
布局。

近期公司获得了高明（Garmin）手持产品在国内南方四个大区的代理权，将于 2011 年起代销高明相关手持设备。高明是全球卫星定位导航系统的领导品牌，产品原由合众思壮代理，定位国内低端专业用户，市场约 10 万台左右。公司获得高明代理，一方面能够丰富公司 GIS 产品线，将原来的定位中高端转向高中低端全覆盖，为开拓市场更巨大的低端市场打下基础，令一方面能够增厚公司业绩，提升公司的盈利水平。

“营销+直销”模式建立高覆盖营销网络

公司建立了行业内独具特色的“直销+经销”的模式，形成了行业内专业水平高、覆盖面广的营销服务网络，有遍布全国的 20 多个办事处、分公司和 20 多家签约代理商，营销人员 240 多人，并与巴西、俄罗斯、加拿大、意大利、西班牙、希腊等多个国家和地区的代理商建立了合作关系，逐步形成公司在市场开拓与引导上的优势（见图 13、图 14）。

图 13：公司国内营销服务网络图



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

图 14：公司国际业务合作布局



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

IPO 充实发展资金，提升品牌知名度

高精度 GNSS 行业是资金密集型行业，行业培育期较长，对长期资金的需求程度较高。除前期资金的投入要求高外，随着行业应用不断拓展，技术要求也不断提升，需要持续不断的资金投入以保证公司的持续技术更新及产品升级换代。IPO 将为公司提供资金保障，以支持公司不断发展。

公司重研发和销售的“哑铃型”经营模式，在销售端需要较高的知名度。公司上市后，有助于提升品牌知名度，扩大公司影响力，巩固国内高精度卫星导航定位专业应用领域领跑者的地位。

公司财务分析

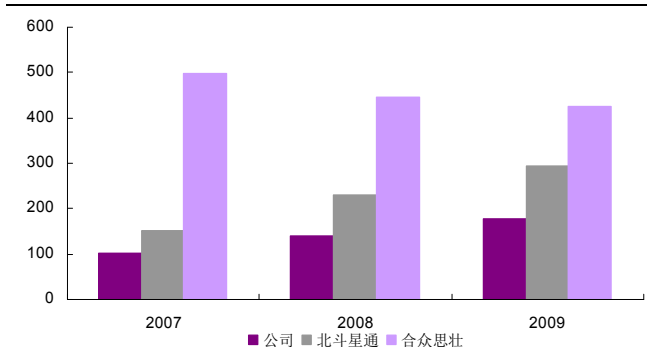
主营收入与利润

2007-2009 年，公司营业收入分别为 1.01 亿元、1.4 亿元与 1.79 亿元，净利润分别为 1540 万元、2450 万元与 3210 万元，复合增速分别为 32.7% 与 44.5%。

相较于行业内可比公司，公司营业收入与净利润规模较小，但增长较快（见图 15，图 16），显示出公司的成长空间广阔。2009 年，主营 GIS 数据采集器的合众思壮营业收入与净利润分别为 4.26 亿元与 8390 万元，较上一年增长 4.6% 和 3.5%；公司产品主板主要提供商北斗星通营业收入与净利润分别为 2.95 亿元与 5100 万元，较上一年增长 28.9% 和 11.3%。

图 15：公司营业收入规模尚小

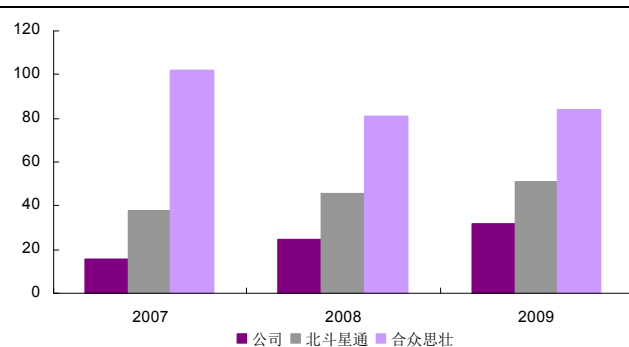
2007-2009 年行业内可比公司营业收入比较（单位：百万元）



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

图 16：公司净利润规模稳步增长

2007-2009 年行业内可比公司净利润比较（单位：百万元）



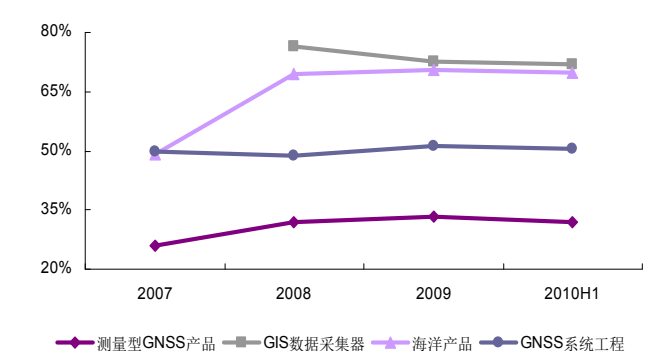
资料来源：公司招股书、光大证券研究所

盈利能力强，毛利居于行业领先

2007-2010H1 年，公司的综合毛利率分别为 30.35%、39.09%、41.77% 和 41.3%，呈上升趋势。分产品来看，GIS 数据采集器毛利率超过 70%，海洋产品毛利率接近 70%，这两项产品主营收入占比的不断提高是公司毛利率上升的主要原因；主要产品测量型 GNSS 产品近 3 年毛利率小幅提升，使公司综合毛利率处于稳步上升态势（见图 17）。

图 17：公司分产品毛利率稳中有升

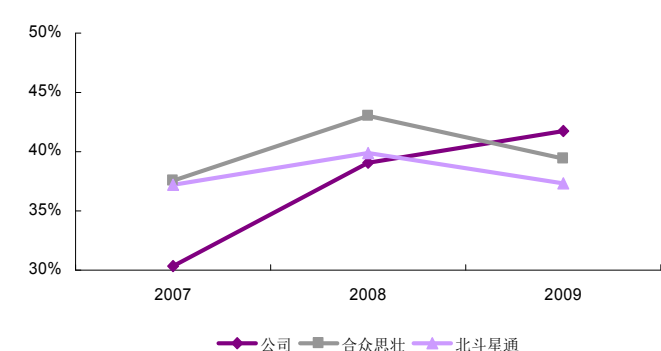
2007-2010H1 年公司分产品毛利率变化



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

图 18：公司毛利率逐步超越行业内可比公司

2007-2009 年行业内可比公司毛利率比较



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

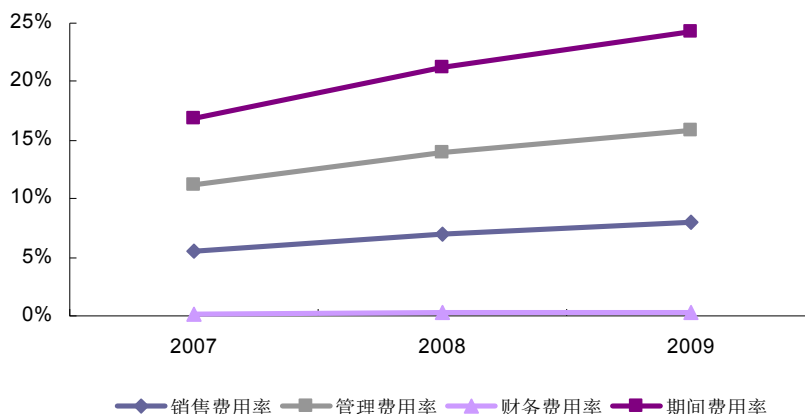
相较于行业内其他公司，公司毛利率处于领先水平。2009 年，合众思壮与北斗星通毛利率分别为 39.5% 和 37.3%，低于公司 2.3 个和 4.4 个百分点。公司毛利率上升的趋势将增强公司在行业内的竞争力，使公司处于优势地位（见图 18）。

期间费用率上升体现公司扩张战略

2007-2009 年，公司期间费用率有所上升，分别为 16.9%、21.3% 和 24.2%（见图 19）。其中销售费用增长主要原因是公司加强了营销服务网络的建设，同时加大了对销售人员的激励力度；管理费用增长主要是因为公司持续的研发投入和公司规模的不断扩张。由于公司在销售网络建设以及研发的投入具有滞后性，因此期间费用率上升一定程度上说明公司未来仍将保持快速成长。

图 19：2007-2009 年公司期间费用率小幅上升

2007-2009 年行业内可比公司毛利率比较

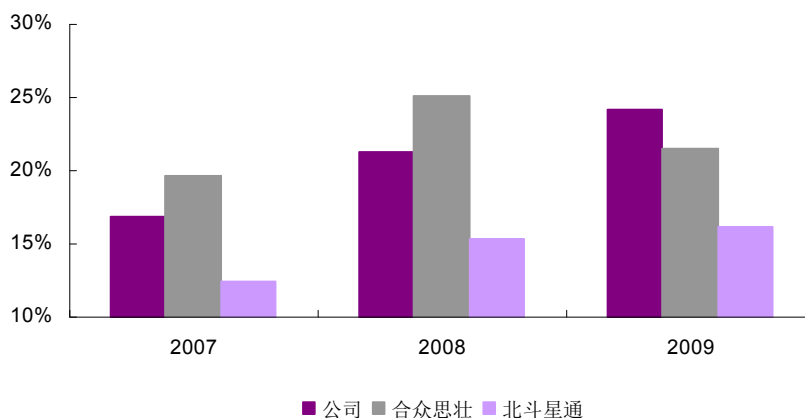


资料来源：公司招股书、光大证券研究所

相较于同行业公司，公司的期间费用率相对较高。2009 年，公司期间费用率分别高于合众思壮以及北斗星通 2.7 个和 8 个百分点。公司费用率较高主要由于研发支出均计入管理费用，而费用率一直低于公司的北斗星通则将 90%左右的研发支出资本化。由于行业内公司研发支出一般较高，占主营收入 5%以上，因此费用化和资本化的选择导致了费用率差距较大。若将北斗星通的研发支出费用化，则期间费用率与公司相当。

图 20：2007-2009 年公司期间费用率相对较高

2007-2009 年行业内可比公司期间费用率比较



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

募集资金投向分析

公司 IPO 募集资金主要用于四个项目，一是高精度 GNSS 产品技改及产销扩能项目，二是海洋水声探测设备技改及扩能项目，三是卫星定位技术研发中心建设项目，四是 GNSS 天线与 UHF 数据链自主配套项目。上述项目总投资额约为 2.36 亿元，项目建设期均为 2 年（见表 4）。

表 4： 公司募集资金使用计划

投资项目	建设期（年）	第一年（百万元）	第二年（百万元）	合计（百万元）
高精度 GNSS 产品技改及产销扩能项目	2	70.38	30.71	101.1
海洋水声探测设备技改及扩能项目	2	36.77	18.81	55.58
卫星定位技术研发中心建设项目	2	45.31	9.54	54.85
GNSS 天线与 UHF 数据链自主配套项目	2	25.16	-	25.17

资料来源：公司招股书、光大证券研究所

高精度 GNSS 产品技改及产销扩能项目以及海洋水声探测设备技改及扩能项目的主要目的是实现产品开发与产能提升。在项目启动后第二年完成对高精度 GNSS 产品的技术升级，开发出新一代高精度 GNSS 产品、多波束海底成像系统、浅地层剖面仪和旁侧声纳系统。测量型 GNSS 接收机、GIS 数据采集器、GNSS 系统工程监控产品、多波束海底成像系统、旁侧声纳系统及浅地层剖面仪、单波束测深仪生产能力分别提升 11,000 台/年、12,000 台/年、1,000 台套/年、160 台套/年、80 台套/年和 500 台/年。项目达产后，预计将新增销售收入 3.25 亿元，实现税后利润约 6650 万元（见表 5）。

卫星定位技术研发中心建设项目旨在提高自主创新能力，实现核心技术的突破，缩小与发达国家专业卫星导航定位技术应用的差距，促进行业的快速健康发展，相关技术产业化后其经济效益和社会效益无法简单测算。

GNSS 天线与 UHF 数据链自主配套项目主要目的是实现产品开发与产能提升。项目启动第五年达产后，新增测量型 GNSS 的 UHF 数据链、用于 RTK 的天线、用于 GIS 的天线、用于系统工程产品的天线 15,000 个/年、15,000 个/年、13,000 个/年和 1,050 个/年。预计将新增销售收入 3226 万元，实现税后利润约 911 万元（见表 5）。

表 5： 公司募集资金使用项目内容

投资项目	项目内容
高精度 GNSS 产品技改及产销扩能项目	实现产品开发与产能提升，预计新增收入 2.7 亿元，实现税后利润 4800 万元
测量型 GNSS 接收机	新增产能 11,000 台/年
GIS 数据采集器	新增产能 12,000 台/年
GNSS 系统工程监控产品	新增产能 1,000 台套/年
海洋水声探测设备技改及扩能项目	实现产品开发与产能提升，预计新增收入 5500 万元，实现税后利润 1800 万元
多波束海底成像系统	新增产能 160 台套/年
旁侧声纳系统及浅地层剖面仪	新增产能 80 台套/年
单波束测深仪	新增产能 150 台套/年
卫星定位技术研发中心建设项目	提高自主创新能力，实现核心技术的突破
GNSS 天线与 UHF 数据链自主配套项目	实现产品开发与产能提升，预计新增收入 3200 万元，实现税后利润 900 万元
UHF 数据链	新增产能 15,000 个/年
RTK 天线	新增产能 15,000 个/年
GIS 天线	新增产能 13,000 个/年
系统工程产品的天线	新增产能 1,050 台/年

资料来源：公司招股书、光大证券研究所

盈利预测与估值

我们根据以下几个关键假设对公司 2010-2012 年盈利情况进行预测：

1、基于 GNSS 的应用市场目前仍处于快速成长期，在各个领域的运用逐渐拓展。公司在高精度 GNSS 测量产品和海洋产品中具有明显的占有率优势，并向 GIS 数据采集器以及 GNSS 系统工程进军。我们认为，市场规模扩张与先发优势给公司业务快速增长提供了良好条件，2010-2012 年营业收入的同比增速为 35%、59.5%和 37%，各主要产品的收入增速假设可见下表；

2、毛利率保持相对稳定的趋势。公司在行业中的领先地位，相对国外品牌的价格优势较为明显，且客户对于品牌的依赖度也较高。且未来随着高毛利率产品占比的提高，我们认为公司整体毛利率水平将稳中有升。

3、公司注重研发及销售，2012 年后公司有意开拓多普勒测流仪、机械精密控制、精细农业等市场，因此前期研发投入以及网点完善投入仍将维持较高水平。我们预计 2010-2012 年，公司期间费用率将小幅上升。

	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	241.0	384.4	526.5
产品销售	231.1	336.9	472.1
升级维护服务	5.3	6.1	6.7
代理 Garmin 产品及其他	4.6	41.4	47.6
收入同比增速	35.0%	59.5%	37.0%
产品销售	36.2%	45.8%	40.1%
升级维护服务	20.0%	15.0%	10.0%
代理 Garmin 产品及其他	5.0%	800.0%	15.0%
毛利率	41.5%	41.6%	42.1%
期间费用率	23.0%	23.3%	23.5%
归属于母公司净利润（百万元）	45.6	76.5	103.7
归属于母公司净利润同比增速	42.3%	67.5%	35.6%

我们预测公司未来三年净利润分别为 4560 万元、7650 万元和 1.04 亿元，按照 IPO 发行后总股本 5000 万股来计算，2010-2012 年 EPS 分别为 0.91 元、1.53 元和 2.07 元。

估值

综合考虑 FCFF 和 FCFE，绝对估值的价格为 46.93 元。

绝对价值评估

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.40%
β ($\beta_{levered}$)	0.99

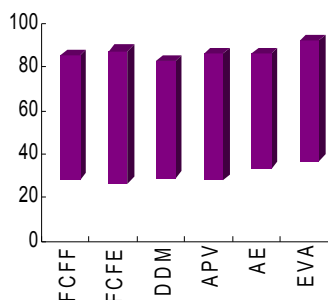
Rm-Rf	9.12%
Ke(levered)	12.40%
税率	12.00%
Kd	5.05%
Ve	161.1
Vd	15.4
目标资本结构	15.00%
WACC	11.30%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值(百万元)	价值百分比
第一阶段	37.95	1.63%
第二阶段	646.98	27.81%
第三阶段(终值)	1,641.12	70.55%
企业价值 AEV	2,326.05	100.00%
加：非经营性净资产	35.99	1.55%
价值		
减：少数股东权益(市	0.00	0.00%
值)		
减：债务价值	15.45	-0.66%
总股本价值	2,346.60	100.88%
股本(百万股)	50.00	-
每股价值(元)	46.93	-
PE(隐含)	51.40	-
PE(动态)	0.00	-

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总



资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	0.01	0.015	0.02	0.025	0.03
10.30%	51.49	53.74	56.26	59.10	62.33
10.80%	47.23	49.15	51.29	53.69	56.39
11.30%	43.45	45.10	46.93	48.97	51.25
11.80%	40.09	41.51	43.08	44.82	46.76
12.30%	37.07	38.31	39.67	41.16	42.82

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果	估 值	敏感度分析区间
FCFF	47	37	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	49	38	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	44	35	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	43	34	贴现率±1%，长期增长率±1%

AE	46	39	-	58	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	49	41	-	61	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

相对价值评估

我们选取 5 家 GNSS 行业中小板上市公司作为可比公司,分别为合众思壮、北斗星通、四维图新、超图软件以及数字政通，可比公司 2011 年的平均 PE 为 42 倍。

证券代码	证券简称	收盘价	EPS	PE
		(1月21日)	2011年	
002151.SZ	北斗星通	38.34	0.73	53
002383.SZ	合众思壮	45.04	1.22	37
002405.SZ	四维图新	44.82	0.82	55
300036.SZ	超图软件	27.02	0.86	31
300075.SZ	数字政通	49.88	1.51	33
平均				42

考虑到近期新股上市破发的现象以及整体市场情绪不稳等因素，综合考虑 GNSS 行业可比公司，我们将询价 PE 的上限定为 35 倍，对应的股价为 53.55 元。

结论

综合考虑绝对估值和相对估值，我们认为公司合理的询价区间为 46.93 元-53.55 元。

通过研究近期创业板上市的公司，我们发现上市首日的收盘价对应发行价的平均溢价率为 14.5%。以此为参考，得出上市首日合理价格为 51.62 元-58.91 元，对应 2010 年 1.53 元 EPS 的市盈率为 34-39 倍。

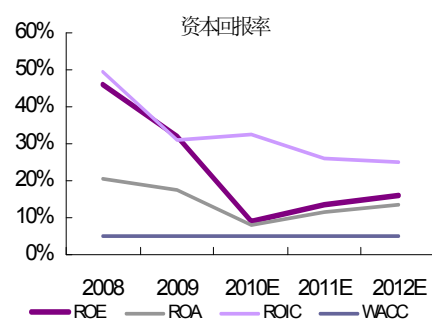
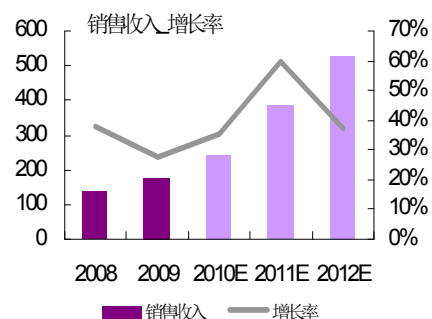
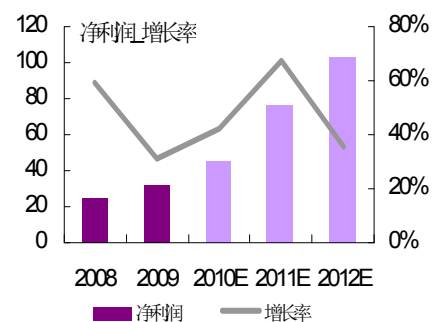
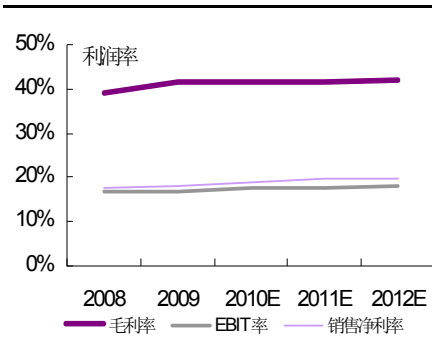
证券代码	证券简称	上市首日收盘价	发行价	溢价率
300157.SZ	恒泰艾普	70.05	57	23%
300158.SZ	振东制药	39.03	38.8	1%
300159.SZ	新研股份	106.62	69.98	52%
300160.SZ	秀强股份	33.58	35	-4.1%
300161.SZ	华中数控	27.92	26	7.4%
300162.SZ	雷曼光电	42.21	38	11.1%
300163.SZ	先锋新材	28.7	26	10.4%
300164.SZ	通源石油	58.59	51.1	14.7%
平均				14.5%

风险提示

创业板公司估值整体下移带来的风险。

超募集资金给公司带来净资产收益率下降的风险。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	140	179	241	384	526
营业成本	85	104	141	224	305
折旧和摊销	1	1	4	6	10
营业税费	1	1	2	3	4
销售费用	10	14	19	31	45
管理费用	19	28	36	59	79
财务费用	1	1	0	-6	-12
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	23	29	42	74	106
利润总额	28	36	52	87	119
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	24.47	32.09	45.65	76.48	103.72

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	118	182	570	662	773
流动资产	103	143	517	534	585
货币资金	35	48	430	395	396
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	32	42	36	57	78
应收票据	1	0	0	0	1
其他应收款	1	3	3	5	6
存货	30	42	42	67	91
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	14	37	49	108	158
无形资产	0	1	1	1	1
总负债	65	81	68	97	127
无息负债	59	71	57	86	116
有息负债	6	11	11	11	11
股东权益	53	101	502	565	646
股本	10	38	50	50	50
公积金	5	51	400	407	418
未分配利润	38	12	53	108	178
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	19	18	45	54	81
净利润	24	32	46	76	104
折旧摊销	1	1	4	6	10
净营运资金增加	13	20	14	41	39
其他	-20	-34	-18	-70	-71
投资活动产生现金流	-3	-25	-20	-81	-70
净资本支出	0	25	20	81	70
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-4	-49	-40	-162	-140
融资活动现金流	8	-7	356	-8	-11
股本变化	9	28	13	0	0
债务净变化	-1	5	0	0	0
无息负债变化	19	12	-13	29	30
净现金流	24	-13	381	-34	0

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	38.04%	27.48%	35.01%	59.48%	36.96%
净利润增长率	59.25%	31.14%	42.27%	67.53%	35.61%
EBITDA 增长率	83.08%	27.58%	49.67%	59.28%	40.90%
EBIT 增长率	78.27%	27.13%	42.50%	58.96%	39.18%
盈利能力 (%)					
毛利率	39.09%	41.77%	41.49%	41.63%	42.10%
EBITDA 率	17.35%	17.36%	19.25%	19.22%	19.78%
EBIT 率	16.75%	16.71%	17.64%	17.58%	17.86%
税前净利润率	19.74%	20.07%	21.52%	22.61%	22.65%
税后净利润率 (归属母公司)	17.47%	17.97%	18.94%	19.90%	19.70%
ROA	20.65%	17.63%	8.00%	11.55%	13.42%
ROE (归属母公司) (摊薄)	46.06%	31.90%	9.09%	13.53%	16.05%
经营性 ROIC	49.52%	31.12%	32.70%	25.85%	24.90%
偿债能力					
流动比率	1.75	2.02	9.04	6.20	5.04
速动比率	123.43%	141.91%	830.35%	542.16%	425.27%
归属母公司权益/有息债务	8.35	9.26	46.25	52.03	59.46
有形资产/有息债务	18.45	16.53	52.46	60.90	71.09
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.49	0.64	0.91	1.53	2.07
每股红利	0.00	0.00	0.27	0.46	0.62
每股经营现金流	0.39	0.37	0.91	1.08	1.63
每股自由现金流(FCFF)	0.17	-0.31	0.15	-1.12	-0.33
每股净资产	1.06	2.01	10.05	11.31	12.92
每股销售收入	2.80	3.57	4.82	7.69	10.53

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2010 年获得新财富最佳分析师第一名，2009 年同时获得新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获得新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。