

2017年08月09日

公司研究·证券研究报告

合众思壮 (002383.SZ)

公司快报

深耕北斗高精度市场，业绩保持快速增长

【事件】近日公司发布 2017 年半年度报告，报告期内，公司实现营业收入 6.36 亿元，同比增长 90.91%；归属上市公司股东净利润 5,028.92 万元，同比增长 1,365.15%；基本每股收益 0.069，同比增长 1272%。

◆ **业绩符合预期，产品创新市场拓展双轮驱动**：公司业绩大幅增长主要原因有内生性增长和外延收购并表双重因素影响，其中主营业务收入 5.95 亿元，同比增长 98.82%，北斗高精度、北斗移动互联和时空信息应用三大板块业务均保持较快发展。**北斗高精度业务**同比增长 104.37%，其中通过新一代测量 RTK 产品以及思拓力、Stonex、Unistrong、苏光一等品牌渠道拓展，测量产品实现明显业绩增长，同比增长 1010.14%；**北斗移动互联业务**受到公安新疆市场业务及海外业务收入增长影响，整体实现同比增长 31.27%；**空间信息应用**实现增长 504.29%，主要源于广州中科雅图合并利润增长。

◆ **强化芯片板卡技术，高精度应用不断突破**：公司加强产品开发和市场拓展，加强产品开发和市场拓展，在高精度核心技术（芯片、板卡、天线、终端等）、各类终端产品均取得突破。报告期内公司推出首款四通道 GNSS 高精度宽带射频芯片天鹰，有效降低芯片尺寸、功耗和成本，适应未来对于无人机、ADAS 等应用的需求。与此同时公司深耕高精度领域应用，扩展精准农业、测量测绘、公共安全、民用航空、时空信息、国家安全通信等细分行业市场，在精准农业领域已经成功打入前装市场，与农机厂商“一拖”和“东风”签订战略合作协议，并与海外知名拖拉机厂展开合作，占据市场先发优势。

◆ **重点布局公安业务，新疆市场增幅明显**：公司强化公安市场拓展，在多省市开展业务，并将终端产品线扩展到移动警务终端、移动执法终端、访客机等领域。公司 16 年新增新疆孙公司，在新疆开展了高精度基站的建设，主要是为了通过通信与空间信息应用技术拓展北斗移动互联行业的应用，完善其在“云+端”领域的解决方案，报告期公司在新疆市场取得了较好的业绩突破与发展。

◆ **拓展时空信息应用板块，增强空间信息运用能力**：公司将不断深化“中国精度”、“中国位置”、“中国时间”三大时空平台产品的应用。2017 年 4 月 6 日，公司下属子公司北斗导航位置服务（北京）有限公司与共享单车企业 ofo（小黄车）签署战略合作协议，在新一代小黄车上配备北斗智能锁，以优化小黄车的定位和运营服务能力。

◆ **投资建议**：我们公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.31、0.51 和 0.78 元。给予增持-A 建议，6 个月目标价为 18.6 元，相当于 2017 年 60 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示**：技术研发风险；并购整合风险；高精度技术应用速度不及预期。

计算机 | 专用计算机设备 III

 投资评级 **增持-A(维持)**

6 个月目标价 18.6 元

股价(2017-08-09) 14.62 元

交易数据

总市值（百万元） 10,718.63

流通市值（百万元） 5,764.07

总股本（百万股） 733.15

流通股本（百万股） 394.26

12 个月价格区间 12.18/60.02 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.97	-6.11	11.3
绝对收益	-8.59	-1.34	9.47

分析师

谭志勇
SAC 执业证书编号：S0910515050002
tanzhiyong@huajinsec.cn
021-20655640

分析师

朱琨
SAC 执业证书编号：S0910517050001
zhukun@huajinsec.cn
021-20655647

报告联系人

李东祥
lidongxiang@huajinsec.cn
021-20655794

相关报告

合众思壮：内生外延双轮驱动，业绩符合预期 2017-03-23

合众思壮：三季度营收大增，关注高精度业务收购进程 2015-10-30

合众思壮：收购拓展北斗产业链布局，业绩进入快速增长期 2015-08-11

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	757.1	1,170.3	2,444.8	3,306.6	4,525.1
同比增长(%)	54.5%	54.6%	108.9%	35.3%	36.9%
营业利润(百万元)	38.8	95.3	230.8	397.6	608.6
同比增长(%)	94.0%	145.7%	142.2%	72.2%	53.1%
净利润(百万元)	60.6	96.4	229.6	375.7	572.4
同比增长(%)	51.2%	59.2%	138.0%	63.6%	52.3%
每股收益(元)	0.08	0.13	0.31	0.51	0.78
PE	176.9	111.1	46.7	28.5	18.7
PB	6.0	3.1	2.6	2.4	2.1

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	757.1	1,170.3	2,444.8	3,306.6	4,525.1	年增长率					
减:营业成本	419.5	644.6	1,381.3	1,805.8	2,506.5	营业收入增长率	54.5%	54.6%	108.9%	35.3%	36.9%
营业税费	2.9	8.4	10.0	17.2	24.9	营业利润增长率	94.0%	145.7%	142.2%	72.2%	53.1%
销售费用	57.8	89.4	184.3	246.7	368.3	净利润增长率	51.2%	59.2%	138.0%	63.6%	52.3%
管理费用	228.3	300.4	615.4	812.8	989.6	EBITDA 增长率	54.4%	87.7%	59.6%	56.4%	44.6%
财务费用	8.2	19.6	16.7	19.7	18.7	EBIT 增长率	112.6%	144.5%	115.4%	68.5%	50.3%
资产减值损失	11.3	10.5	11.2	12.0	13.6	NOPLAT 增长率	172.4%	129.6%	126.2%	66.8%	47.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	42.0%	78.8%	40.3%	-14.6%	50.8%
投资和汇兑收益	9.8	-2.0	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	25.5%	94.7%	18.9%	7.7%	10.8%
营业利润	38.8	95.3	230.8	397.6	608.6	盈利能力					
加:营业外净收支	30.6	18.9	24.1	23.9	47.0	毛利率	44.6%	44.9%	43.5%	45.4%	44.6%
利润总额	69.4	114.2	254.9	421.4	655.5	营业利润率	5.1%	8.1%	9.4%	12.0%	13.4%
减:所得税	6.0	16.3	25.3	45.7	83.1	净利润率	8.0%	8.2%	9.4%	11.4%	12.6%
净利润	60.6	96.4	229.6	375.7	572.4	EBITDA/营业收入	13.3%	16.1%	12.3%	14.2%	15.0%
						EBIT/营业收入	6.2%	9.8%	10.1%	12.6%	13.9%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	26.2%	27.0%	28.2%	17.1%	37.7%
货币资金	267.0	963.7	195.6	601.2	362.0	负债权益比	35.5%	37.1%	39.4%	20.6%	60.5%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.62	1.82	2.47	3.34	3.06
应收帐款	338.8	663.4	1,482.6	1,236.2	2,619.9	速动比率	1.08	1.45	1.45	2.28	1.84
应收票据	1.5	17.0	7.4	27.6	27.3	利息保障倍数	5.72	5.86	14.82	21.22	33.63
预付帐款	43.6	68.5	235.6	137.6	364.2	营运能力					
存货	326.5	444.6	1,372.7	936.1	2,230.8	固定资产周转天数	50	102	81	59	42
其他流动资产	7.8	25.0	14.4	15.7	18.4	流动营业资本周转天数	194	175	206	193	198
可供出售金融资产	7.9	53.6	37.3	32.9	41.3	流动资产周转天数	443	487	404	341	341
持有至到期投资	24.4	-	8.1	10.8	6.3	应收帐款周转天数	151	154	158	148	153
长期股权投资	273.6	400.2	400.2	400.2	400.2	存货周转天数	132	119	134	126	126
投资性房地产	3.7	3.6	3.6	3.6	3.6	总资产周转天数	1,036	1,137	798	624	544
固定资产	107.3	555.3	544.4	533.5	522.5	投资资本周转天数	740	783	578	462	390
在建工程	481.4	155.9	155.9	155.9	155.9	费用率					
无形资产	285.3	324.5	281.9	239.3	196.7	销售费用率	7.6%	7.6%	7.5%	7.5%	8.1%
其他非流动资产	321.1	1,228.1	1,189.6	1,195.1	1,201.5	管理费用率	30.2%	25.7%	25.2%	24.6%	21.9%
资产总额	2,489.9	4,903.3	5,929.3	5,525.7	8,150.5	财务费用率	1.1%	1.7%	0.7%	0.6%	0.4%
短期债务	310.2	706.2	309.0	-	88.9	三费/营业收入	38.9%	35.0%	33.4%	32.6%	30.4%
应付帐款	226.9	312.6	853.9	680.7	1,434.1	投资回报率					
应付票据	7.7	66.7	30.8	76.7	106.9	ROE	3.4%	2.7%	5.5%	8.3%	11.4%
其他流动负债	63.7	114.0	144.0	127.0	209.2	ROA	2.5%	2.0%	3.9%	6.8%	7.0%
长期借款	10.8	36.2	286.5	-	1,167.1	ROIC	3.3%	5.4%	6.8%	8.1%	14.0%
其他非流动负债	33.1	89.9	50.7	57.9	66.1	分红指标					
负债总额	652.4	1,325.7	1,674.9	942.2	3,072.3	DPS(元)	-	0.03	0.03	0.06	0.12
少数股东权益	46.8	70.2	70.2	70.2	70.2	分红比率	0.0%	25.3%	8.4%	11.3%	15.0%
股本	197.3	244.4	733.1	733.1	733.1	股息收益率	0.0%	0.2%	0.2%	0.4%	0.8%
留存收益	1,594.4	3,257.2	3,451.1	3,780.1	4,274.9						
股东权益	1,837.5	3,577.6	4,254.4	4,583.4	5,078.2						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	63.4	97.9	229.6	375.7	572.4	EPS(元)	0.08	0.13	0.31	0.51	0.78
加:折旧和摊销	55.7	76.4	53.5	53.5	53.5	BVPS(元)	2.44	4.78	5.71	6.16	6.83
资产减值准备	11.3	10.5	-	-	-	PE(X)	176.9	111.1	46.7	28.5	18.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.0	3.1	2.6	2.4	2.1
财务费用	11.3	28.8	16.7	19.7	18.7	P/FCF	-31.7	-12.3	-8.5	23.5	-71.2
投资损失	-9.8	2.0	-5.0	-5.0	-5.0	P/S	14.2	9.2	4.4	3.2	2.4
少数股东损益	2.8	1.5	-	-	-	EV/EBITDA	79.6	62.8	36.9	21.5	17.1
营运资金的变动	-167.3	-260.2	-1,330.2	612.1	-2,046.2	CAGR(%)	81.0%	80.1%	83.8%	81.0%	80.1%
经营活动产生现金流量	-74.1	-87.0	-1,035.4	1,056.0	-1,406.7	PEG	2.2	1.4	0.6	0.4	0.2
投资活动产生现金流量	-171.4	-915.9	17.0	6.0	0.4	ROIC/WACC	0.3	0.5	0.7	0.8	1.4
融资活动产生现金流量	225.5	1,341.3	250.3	-656.3	1,167.1						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇、朱琨声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn