

# 布局高精度蓄势待发

## 买入 维持

目标价格：暂无

### 事件：

- 发布 2014 半年报：实现营业总收入 2 亿元，较上年同期增长 15.64%；，公司实现净利润-3428 万元，较上年同期下降 3.56%；主营业务毛利率为 39.14%，较同期增加 8.05%。

### 报告摘要：

- Hemisphere 并表增收，移动互联稳定增长。** 由于北美子公司 Hemisphere 并表使得总营收同比增加 15.64%，同时毛利率同比增加 8%。剔除后公司原有业务的营收较去年同期有所下降，主要是原有消费产品线业务同期下降 59.65%所致。公司北斗移动互联产品同比增长 26.56%。北斗高精度应用产品线同比增长 352.87%，剔除 Hemisphere 公司相关因素，北斗高精度产品线上半年保持稳定状态。
- 中国精度战略引领未来，高精度业务成长仍需时间。** 目前卫星导航市场的 90%被 GPS 占据，北斗系统只有在精度方面更胜于 GPS 才能抢夺市场，因此公司高精度的战略目标正好符合未来行业的发展方向。公司对 Hemisphere 的收购，使得公司从人才和专利方面都成为高精度方面的领导企业，北斗高精度芯片和板卡的实际性能达到国际顶尖水平。但是，并购过程需要公司管理方面的磨合，也使得产能会经历低谷，报告期高精度业务增长低于预期。相信随着北斗行业未来 3~5 年内的爆发，高精度应用将成为重要的业绩支撑点。
- 专注行业应用。** 公司对业务进行调整，民用消费产品线业务有所下降，使得公司更加专注于行业应用，这有利于重点突破，先做强再做大。
- 维持“买入”评级：** 预测 2014/15/16 年营收分别为 7.51 亿/10.25 亿/14.35 亿元，净利润分别为 0.37 亿/0.99 亿/1.99 亿元，对应 EPS 分别为 0.20/0.53/1.06 元。考虑相关在手订单和外延预期，维持“买入”评级。
- 风险因素：** 政策对北斗行业支持低于预期；收购资产整合不达预期。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	414.98	628.00	751.20	1,025.37	1,435.23
增长率 (%)	-5.97	51.33	19.62	36.50	39.97
归母净利润(百万)	-55.13	38.55	37.43	99.42	199.08
增长率 (%)	89.59	89.59	-2.91	165.63	100.24
每股收益	-0.29	0.21	0.20	0.53	1.06
市盈率	-90.83	129.89	133.79	50.37	25.15

### 通信研究组

#### 分析师：

**易欢欢(S1180513040001)**

电话：010-88085952

Email: yihuanhuan@hysec.com

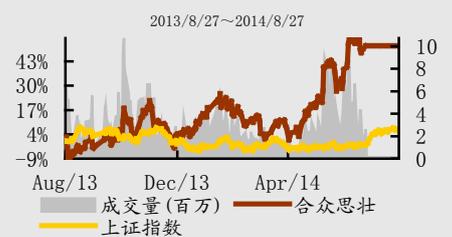
#### 研究助理：

**顾海波**

电话：010-88085223

Email: guhaibo@hysec.com

### 市场表现



### 行情数据

当前股价	26.75
总股本(百万股)	187.20
总市值(百万)	5,007.60
流通市值(百万)	5,007.60
12 个月最高价	22.2
12 个月最低价	13.42

### 相关研究

《合众思壮：北斗高精度应用于城市管理》

2014/7/2

《合众思壮：北斗导航，高精度龙头启航》

2014/6/20

《北斗行业的历史机遇：高精度》

2014/6/15

《合众思壮：全年扭亏为盈，战略转型初见成效》

2014/4/20

图 1: 财务三张表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	441	415	628	751.20	1,025.37	1,435.23
增长率		-6.0%	51.3%	19.6%	36.5%	40.0%
主营业务成本	-243	-258	-359	-435	-527	-692
% 销售收入	55.1%	62.2%	57.2%	57.9%	51.4%	48.2%
毛利	198	157	269	316	499	743
% 销售收入	44.9%	37.8%	42.8%	42.1%	48.6%	51.8%
营业税金及附加	-7	-7	-9	-12	-15	-21
% 销售收入	1.6%	1.7%	1.5%	1.6%	1.5%	1.5%
营业费用	-55	-48	-72	-80	-113	-158
% 销售收入	12.6%	11.7%	11.5%	11.5%	11.0%	11.0%
管理费用	-107	-170	-188	-225	-282	-359
% 销售收入	24.2%	41.0%	30.0%	30.0%	27.5%	25.0%
息税前利润 (EBIT)	29	-89	-1	-8	89	206
% 销售收入	6.6%	n.a	n.a	n.a	8.6%	14.3%
财务费用	20	14	-2	3	-8	-7
% 销售收入	-4.5%	-3.3%	0.3%	-0.4%	0.8%	0.5%
资产减值损失	-9	-23	13	33	18	14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	40	-77	10	28	99	213
营业利润率	9.0%	n.a	1.6%	3.7%	9.6%	14.8%
营业外收支	14	14	28	15	15	15
税前利润	54	-64	38	43	114	228
利润率	12.1%	n.a	6.1%	5.7%	11.1%	15.9%
所得税	-12	6	0	-5	-14	-28
所得税率	21.7%	n.a	-0.7%	12.5%	12.5%	12.5%
净利润	42	-58	39	37	99	199
少数股东损益	-3	-3	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	45	-55	39	37	99	199
净利润率	10.1%	n.a	6.1%	5.0%	9.7%	13.9%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
净利润	42	-58	39	37	99	199
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	18	51	-13	-5	11	17
非现金收益	1	-7	-13	-15	-4	-5
营运资金变动	-129	11	-47	-133	-105	-156
经营活动现金流净额	-68	-3	-36	-116	1	55
资本开支	-122	-139	-135	16	-95	-90
投资	-45	-14	24	0	-252	-14
其他	5	9	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-162	-144	-110	16	-347	-104
股权筹资	2	0	0	0	0	0
债权筹资	71	-58	2	166	-15	-180
其他	-57	-30	-3	-1	-13	-14
筹资活动现金流净额	16	-89	-2	165	-28	-194
现金净流量	-213	-236	-148	65	-374	-243

资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
货币资金	838	599	85	524	150	-93
应收账款	207	190	228	296	386	510
存货	152	143	211	256	289	332
其他流动资产	44	29	77	89	94	108
流动资产	1,239	961	602	1,165	918	855
% 总资产	73.6%	61.4%	38.4%	56.3%	42.6%	39.2%
长期投资	77	84	205	0	252	268
固定资产	261	378	638	729	804	872
% 总资产	15.5%	24.2%	40.7%	35.3%	37.3%	40.0%
无形资产	102	127	122	171	178	184
非流动资产	445	604	967	903	1,236	1,324
% 总资产	26.4%	38.6%	61.6%	43.7%	57.4%	60.8%
资产总计	1,683	1,565	1,569	2,068	2,154	2,179
短期借款	71	12	0	166	150	0
应付款项	79	78	99	123	142	161
其他流动负债	8	13	9	10	13	42
流动负债	158	103	108	300	305	203
长期借款	0	0	21	21	22	24
其他长期负债	1	19	32	32	32	0
负债	159	122	161	352	359	227
普通股股东权益	1,477	1,396	1,412	1,312	1,411	1,588
少数股东权益	48	49	45	0	0	0
负债股东权益合计	1,683	1,567	1,618	1,664	1,770	1,813

比率分析						
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	0.309	-0.295	0.208	0.200	0.531	1.083
每股净资产	10.256	7.457	7.540	7.007	7.538	8.471
每股经营活动现金流	-0.471	-0.018	-0.190	-0.618	0.007	0.293
每股股利	0.000	0.150	0.000	0.000	0.000	0.130
回报率						
净资产收益率	3.01%	-3.95%	2.73%	2.85%	7.05%	12.55%
总资产收益率	2.64%	-3.52%	2.38%	2.25%	5.62%	10.98%
投入资本收益率	1.42%	-4.28%	-0.05%	-0.45%	4.90%	11.17%
增长率						
主营业务收入增长率	9.62%	-5.97%	51.33%	53.80%	36.50%	39.97%
EBIT增长率	15.36%	-337.24%	-98.94%	-86.85%	-1246.54%	132.03%
净利润增长率	-16.45%	-223.86%	-169.93%	-184.16%	165.63%	100.24%
总资产增长率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
资产管理能力						
应收账款周转天数	143.5	147.8	110.9	125.0	120.0	115.0
存货周转天数	227.9	202.9	215.0	215.0	200.0	175.0
应付账款周转天数	84.7	73.2	64.8	72.0	66.0	52.0
固定资产周转天数	173.2	195.3	134.8	108.2	75.6	51.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-50.18%	-40.62%	-4.40%	-25.69%	1.52%	7.35%
EBIT利息保障倍数	-1.5	5.0	-0.4	2.6	11.2	29.4
资产负债率	9.43%	7.79%	9.95%	21.16%	20.27%	12.51%

资料来源: 宏源证券

**作者简介:**

**易欢欢:** 宏源证券研究所副所长, 战略新兴产业首席分析师。毕业于北京大学通信与信息系统硕士, 应用数学学士, 2011年水晶球、新财富最佳分析师第一名, 2012年水晶球最佳分析师非公募第一名, 新财富最佳分析师第二名, 2013年新财富最佳分析师第二名。代表作: 大数据时代系列报告、云计算系列报告、北斗地理信息、智能交通系列报告。个股: 挖掘易华录、广联达、捷成股份、北信源、中海达、太极股份等。

**顾海波:** 宏源证券研究所通信行业分析师, 毕业于华中科技大学, 计算机软件与理论博士学位; 在国内IT领军企业神州数码工作多年, 任职技术总监兼售前总监, 为国内金融、电信行业客户提供IT系统规划、设计、项目管理咨询、系统开发等工作。中科院计算机工程类高级工程师, 中科院研究生院计算与通信学院外聘导师。

**机构销售团队**

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周迪		0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com	
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。