

中航证券金融研究所

李军政 证券执业证书号: S0640513030001

研究助理: 李良 S0640113080003

丁一超 S0640114070007

电话: 010-64818351, 64818477

邮箱: ljzavic@163.com ; liangli@avicsec.com 行业分类: 军工

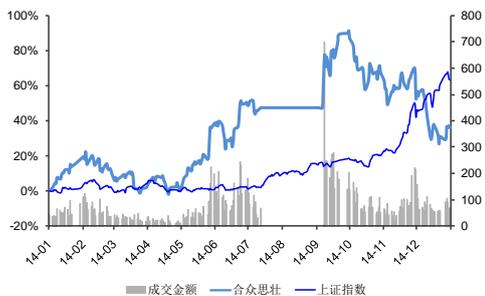
## 合众思壮 (002383) 调研报告: 14年主营乏善可陈, 15年有望突围

2015年01月10日

公司投资评级	买入 (上调)
当前股价	24.68

基础数据	
上证指数	3,285.41
总股本 (亿)	1.87
流通 A 股 (亿)	1.10
流通 B 股 (亿)	0.00
流通 A 股市值 (亿)	27.05
每股净资产 (元)	7.48
ROE (%)	0.70
资产负债率 (%)	18.71
市盈率 (2014)	118.65
市净率	3.42

### 近一年公司与上证指数走势对比



资料来源: wind

### 盈利预测

	营业收入 (亿)	增长率 (%)	净利润 (百万)	增长率 (%)	EPS (元)	净利率 (%)	毛利率 (%)	ROE (%)	P/E
2013	6.2	49.3	9.8	117.8	0.05	1.9	42.4	0.7	471.4
2014E	5.7	-7.3	38.2	290.0	0.20	7.1	40.9	2.7	120.9
2015E	9.6	66.9	93.2	143.9	0.50	10.4	46.9	4.8	49.6
2016E	12.9	34.3	161.3	73.0	0.86	13.4	45.9	7.9	28.6

### 投资要点:

- **14年全年业绩正增长, 但主营业务乏善可陈。**公司移动互联网应用市场开拓不力, 尤其是公安系统内警务手持终端订单延迟, 再加上高精度应用市场拓展不及预期, 导致公司14年主营业务乏善可陈, 亏损或。公司四季度通过出售子公司宏瑞达科全部股权, 预计带来9900万净利润, 该部分利润将使公司14年业绩保持盈利。
- **外延式扩张助力公司业务协同快速发展。**公司近期拟以发行股份及支付现金方式购买长春天成和北京招通致晟100%股权。在销售市场方面, 长春天成所在的公安领域和北京招通致晟所在的机场与空域领域, 均是上市公司未来重点开拓的市场。双方当前及未来重点发展的销售市场也有一定重合, 双方市场资源可以经过有效整合, 实现市场效益的最大化。
- **移动互联网应用市场有望迎来拐点。**公安系统作为公司当前重点布局的两个行业应用市场之一, 也是介入相对较早的领域。公司与行业主管部门沟通比较到位, 在大订单的运作上有明显优势。当前, 全国约200万名人民警察 (不包括协警), 除了前期2万台试水新疆外, 警务移动终端市场的规模化应用才刚刚启动。公安系统已经认识到该终端普及的必要性, 并且正在制定相关规划。14年, 由于反腐和对信息安全的考量, 警务终端订单有所延迟, 我们认为经过1年左右的观察期, 15年订单落地将是大概率事件。公司作为国内自主厂商且拥有强大的技术储备, 将显著受益。此外, 随着长春天成与公司业务协同效应的显现, 公司在公安警务系统领域的业务拓展将如虎添翼。
- **精细农业市场仍是一片蓝海, 订单或将逐步释放。**参照国际市场, 美国的精准农业终端设备在高端农机市场的渗透率超过40%。欧洲也达到了8%,

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 0755-83692635

传真: 0755-83688539

而国内市场仍处于培育期, 2015 年有望迎来行业快速成长期。公司在黑龙江市场的示范效应明显, 为后期业务拓展提供了一个很好的标杆。相对于日趋饱和的黑龙江市场 (渗透率达 90%+), 新疆市场的容量更大, 预计有 5-10 万台大马力拖拉机, 至少是前者的 10 倍。按 8 万/台的设备单价 (当前约为 10-11 万) 测算, 仅新疆市场就有 40-80 亿的市场空间。公司借助于 Hemisphere 高精度模块技术和成熟的终端设备, 依托深厚的行业理解和用户基础, 有望快速成长为精细农业市场中的领军企业。

● **盈利预测**

我们预计公司 2014 年至 2016 年, 实现归属于母公司股东净利润 0.38 亿元、0.93 亿元和 1.61 亿元, 对应 EPS 分别为 0.20 元、0.50 元和 0.86 元。参照可比上市公司 2015 年平均估值 52.80x, 鉴于公司未来两年 107.36% 的高复合增速, 给予一定的估值溢价至 70x, 公司 15 年目标价 35 元, 给予公司 “买入” 评级。

● **风险提示: 警务系统和精细农业市场订单不及预期; 市场进入者渐多拉低毛利。**

**图表 1 可比上市公司估值表**

代码	简称	P/E			
		TTM	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31
002151.SZ	北斗星通	255.50	139.54	71.82	57.31
002405.SZ	四维图新	113.00	94.88	68.51	50.00
002446.SZ	盛路通信	245.34	116.15	54.26	37.34
002465.SZ	海格通信	58.36	43.20	32.70	25.67
300045.SZ	华力创通	128.11	92.72	41.89	19.48
300101.SZ	振芯科技	712.11	68.60	45.88	36.52
300177.SZ	中海达	48.49	38.72	27.28	20.63
600118.SH	中国卫星	109.91	97.59	80.05	72.37
<b>均值</b>		<b>208.85</b>	<b>86.43</b>	<b>52.80</b>	<b>39.92</b>
002383.SZ	合众思壮		<b>120.90</b>	<b>49.60</b>	<b>28.60</b>

资料来源: Wind、中航证券金融研究所

**图表 2 财务和估值数据摘要**

财务和估值数据摘要						
单位: 百万元	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	441.32	414.98	619.76	574.76	959.22	1287.85
增长率 (%)	9.62%	-5.97%	49.35%	-7.26%	66.89%	34.26%
归属母公司股东净利润	44.51	-55.13	9.80	38.22	93.23	161.28
增长率 (%)	-16.45%	-223.86%	117.78%	289.96%	143.91%	73.00%
每股收益 (EPS)	0.238	-0.295	0.052	0.204	0.498	0.862
每股股利 (DPS)	0.256	0.154	0.000	0.000	0.149	0.258
每股经营现金流	-0.363	-0.025	-0.078	0.448	-1.441	2.150
销售毛利率	44.89%	37.81%	42.36%	40.94%	46.87%	45.92%
销售净利率	9.51%	-13.99%	1.93%	7.05%	10.42%	13.43%
净资产收益率 (ROE)	3.01%	-3.95%	0.70%	2.66%	4.84%	7.91%
投入资本回报率 (ROIC)	3.11%	-10.51%	-1.34%	-4.59%	6.12%	7.32%
市盈率 (P/E)	103.80	-83.80	471.38	120.88	49.56	28.65
市净率 (P/B)	3.13	3.31	3.30	3.21	2.40	2.26
股息率 (分红/股价)	0.010	0.006	0.000	0.000	0.006	0.010

资料来源: Wind、中航证券金融研究所

图表3 报表预测

报表预测						
利润表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	441.32	414.98	619.76	574.76	959.22	1287.85
减: 营业成本	243.21	258.06	357.23	339.45	509.63	696.47
营业税金及附加	7.01	7.18	9.02	3.07	5.61	7.28
营业费用	55.45	48.38	58.99	55.41	57.17	77.40
管理费用	106.69	170.05	227.56	206.17	260.04	296.21
财务费用	-19.69	-13.84	1.84	2.96	7.43	6.62
资产减值损失	8.80	22.57	22.99	25.16	28.34	22.98
加: 投资收益	-0.04	-0.07	55.29	-2.00	1.66	2.14
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>39.80</b>	<b>-77.49</b>	<b>-2.58</b>	<b>-59.45</b>	<b>92.65</b>	<b>183.03</b>
加: 其他非经营损益	13.77	13.51	28.06	117.62	20.00	20.00
<b>利润总额</b>	<b>53.57</b>	<b>-63.98</b>	<b>25.48</b>	<b>58.17</b>	<b>112.65</b>	<b>203.03</b>
减: 所得税	11.60	-5.92	13.52	17.64	12.71	30.13
<b>净利润</b>	<b>41.97</b>	<b>-58.06</b>	<b>11.96</b>	<b>40.52</b>	<b>99.94</b>	<b>172.90</b>
减: 少数股东损益	-2.54	-2.93	2.16	2.30	6.72	11.62
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>44.51</b>	<b>-55.13</b>	<b>9.80</b>	<b>38.22</b>	<b>93.23</b>	<b>161.28</b>
资产负债表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	833.12	614.51	314.10	140.73	9.59	12.88
应收和预付款项	251.22	218.20	302.42	240.88	651.09	549.64
存货	151.87	143.45	198.31	175.08	385.50	380.60
其他流动资产	0.11	0.47	2.42	2.42	2.42	2.42
长期股权投资	64.23	71.14	200.90	198.90	200.56	202.70
投资性房地产	13.16	12.87	3.83	3.37	2.90	2.44
固定资产和在建工程	261.08	378.26	514.91	831.43	1054.77	1248.47
无形资产和开发支出	98.78	124.08	191.05	217.10	234.16	247.72
其他非流动资产	2.73	3.04	14.60	12.83	11.05	11.05
<b>资产总计</b>	<b>1676.29</b>	<b>1566.01</b>	<b>1742.55</b>	<b>1822.75</b>	<b>2552.06</b>	<b>2657.92</b>
短期借款	70.54	12.16	40.00	0.00	114.83	144.62
应付和预收款项	79.50	78.42	121.22	76.19	197.15	157.08
长期借款	0.00	0.00	82.75	82.75	82.75	82.75
其他负债	1.50	30.56	52.38	52.38	52.38	52.38
<b>负债合计</b>	<b>151.53</b>	<b>121.14</b>	<b>296.34</b>	<b>211.32</b>	<b>447.10</b>	<b>436.83</b>
股本	144.00	187.20	187.20	187.20	198.98	198.98
资本公积	1049.08	1008.24	1014.10	1014.10	1424.99	1424.99
留存收益	283.75	200.58	199.79	238.01	303.27	416.16
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>1476.83</b>	<b>1396.02</b>	<b>1401.09</b>	<b>1439.31</b>	<b>1927.24</b>	<b>2040.13</b>
少数股东权益	47.92	48.85	45.12	47.42	54.14	65.76
<b>股东权益合计</b>	<b>1524.75</b>	<b>1444.86</b>	<b>1446.21</b>	<b>1486.73</b>	<b>1981.38</b>	<b>2105.89</b>
负债和股东权益合计	1676.29	1566.01	1742.55	1698.05	2428.48	2542.72
现金流量表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营性现金净流量	-68.03	-4.74	-14.56	83.85	-269.85	402.49
投资性现金净流量	-161.62	-144.03	-346.37	-216.27	-364.06	-368.00
筹资性现金净流量	19.15	-89.75	102.50	-40.94	502.77	-31.20
<b>现金流量净额</b>	<b>-213.40</b>	<b>-237.57</b>	<b>-263.56</b>	<b>-173.37</b>	<b>-131.14</b>	<b>3.29</b>

资料来源: Wind、中航证券金融研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。  
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。  
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

李军政，SAC 执业证书号：S0640513030001，物理学博士，从事机械军工行业研究，探寻行业公司价值。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

本公司实际控制人为中航工业集团，与中航系上市公司存在关联关系。本研究报告观点系分析师根据公开信息所做出的独立判断。

## 风险提示

投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。