

合众思壮 (002383.SZ)

通讯终端设备行业

评级：增持 首次评级

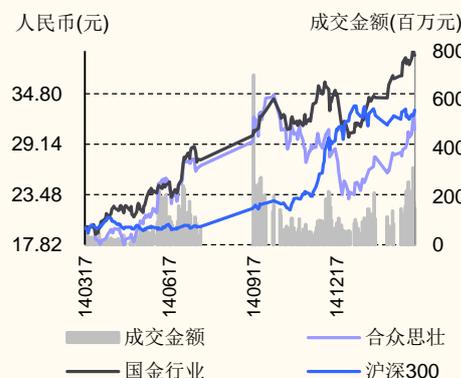
业绩点评

市场价格(人民币): 33.19元
 目标价格(人民币): 43.00-45.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	109.62
总市值(百万元)	6,213.17
年内股价最高最低(元)	34.70/17.82
沪深300指数	3617.66
深证成指	11713.61



北斗高精定位应用潜力大, 精细农业大有可为

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	-0.295	0.052	0.206	0.539	0.626
每股净资产(元)	7.46	7.48	1.55	1.57	1.61
每股经营性现金流(元)	-0.02	-0.08	0.04	-0.11	-0.03
市盈率(倍)	-59.63	341.50	115.39	61.61	53.05
行业优化市盈率(倍)	78.49	133.06	262.78	211.01	211.01
净利润增长率(%)	N/A	N/A	307.74%	161.64%	16.12%
净资产收益率(%)	-3.95%	0.70%	2.94%	7.61%	8.62%
总股本(百万股)	187.20	187.20	194.08	194.08	194.08

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩摘要

- 近期公司公布业绩快报, 2014年上市公司股东净利润4009.8万, 同比增长309%。

经营分析

- 第一, 公司处于转型关键期, 帐面业绩平淡不体现公司实质变化。合众思壮上市之初, 主要业务来源于车载导航与GIS数据采集产品。随着智能手机终端的普及, 传统车载导航设备业务萎缩, 公司面临转型。其在2013年并购加拿大上市公司 Hemisphere 高精度业务, 从而获得了利用多频以及差分算法实现卫星高精度定位等核心技术, 并完整保留了原有技术团队。其能力包括从算法, 芯片到 OEM 高精度板卡等涵盖高精度定位导航领域的完整核心技术。Hemisphere 是全球较早从事该项技术研究的公司, 全球规模排名第三, 仅次于 Trimble 和 NovAtel。具备了上游核心技术结合原有公司的硬件终端与渠道拓展能力, 经过近2年的吸收沉淀, 合众思壮具备了转型升级的潜力。
- 第二, 北斗高精度定位民用应用市场即将进入爆发期, 精细农业大有可为。国内民用卫星高精度定位应用方兴未艾, 而GPS卫星已经运行20多年, 新一代GPS卫星升级完成还需要3-5年, 北斗卫星定位导航应用在高精度领域具备优势。而且根据中国新闻网报道, 在2015年我国有望进一步发射新一代北斗卫星以完善网络全球覆盖。抓住这个性能窗口期, 北斗高精度定位的民用潜在应用规模将远超单纯军用。仅农业信息化相关的精细农业就存在巨大潜在需求。利用GNSS(包括GPS或北斗等卫星导航系统)实现的农机自动化驾驶仪可以大幅提升农机使用效率, 降低劳动强度, 符合我国农业生产集约化的未来趋势。按照全国500-600万台高级农机计算, 潜在市场规模达到数千亿元。去年年底新疆生产建设兵团上报“北斗系统精准农业应用示范工程”正式获得发改委批准, 即将正式开工建设。仅此工程就计划部署应用5万台(套)北斗农业应用终端。而合众思壮是为数不多具备实力可实现相关产品国产化的公司。

- 第三, 国内星站差分技术逐步成熟, 中远期发展值得期待: 星站差分技术可

周明巍 分析师 SAC 执业编号: S1130514090004
 (8621)60230234
 zhoumingwei@gjzq.com.cn

以实现在远离 CORS 基准站的条件下，利用全球数量不多的基准站网络即可实现高精度定位的技术。不论在陆地还是海洋的工程，勘探，船舶动力定位等领域都获得大量应用。但目前相关运营平台均掌握在国外公司手上，如海外的 Fugro, Veripos, Trimble 等公司都有运营。但 2014 年美俄之间由于政治斗争，俄罗斯宣布关闭在俄境内的 6 个相关参考站，由此对高精度定位用户定位产生影响，影响的区域甚至包括南中国海，泰国湾，苏禄海。所以，掌握并运营相关平台应是北斗应用发展重点方向，也将是国家的战略需要。

- **第四，期待其他北斗定位应用领域拓展壮大。**通过实践公司的 1-2-1 战略，即一个核心竞争力“北斗核心部件研发生产能力”，两个业务方向“高精度应用和移动互联应用”，一个服务平台“导航与位置服务平台”，合众思壮去年完成 2 项并购，涉及机场管理与警用电子政务等，并与上海北斗新能源达成战略合作。这些合作将在未来逐步在定位应用领域与公司主营业务产生协同效应。我们认为公司依然存在进一步通过内生或外延拓展其他定位领域应用的预期。

投资建议

- 2015 年是公司转型发展的重要一年，前期在卫星导航应用以及高精度定位的产业布局有望在今年逐步获得落实，看好其在产业链往微笑曲线两端攀登的步伐中收获成果。给予“增持”评级。阶段目标价 43-45 元。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	441	415	620	490	906	1,213	货币资金	836	599	334	235	94	50
增长率		-6.0%	49.3%	-20.9%	84.9%	33.8%	应收款项	207	190	276	168	298	399
主营业务成本	-243	-258	-357	-289	-537	-728	存货	152	143	198	174	250	319
%销售收入	55.1%	62.2%	57.6%	59.0%	59.2%	60.0%	其他流动资产	44	29	29	22	40	53
毛利	198	157	263	201	369	485	流动资产	1,239	961	837	599	681	821
%销售收入	44.9%	37.8%	42.4%	41.0%	40.8%	40.0%	%总资产	73.6%	61.4%	47.1%	36.0%	38.7%	43.0%
营业税金及附加	-7	-7	-9	-2	-4	-5	长期投资	77	84	205	206	205	205
%销售收入	1.6%	1.7%	1.5%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	261	378	515	563	567	569
营业费用	-55	-48	-59	-49	-91	-121	%总资产	15.5%	24.2%	28.9%	33.8%	32.2%	29.8%
%销售收入	12.6%	11.7%	9.5%	10.0%	10.0%	10.0%	无形资产	102	127	195	296	304	313
管理费用	-107	-170	-228	-196	-245	-279	非流动资产	445	604	942	1,066	1,078	1,088
%销售收入	24.2%	41.0%	36.7%	40.0%	27.0%	23.0%	%总资产	26.4%	38.6%	52.9%	64.0%	61.3%	57.0%
息税前利润 (EBIT)	29	-69	-33	-46	31	80	资产总计	1,683	1,565	1,779	1,666	1,759	1,909
%销售收入	6.6%	n.a	n.a	n.a	3.4%	6.6%	短期借款	71	12	40	0	0	56
财务费用	20	14	-2	-1	-2	-6	应付款项	79	78	121	82	149	200
%销售收入	-4.5%	-3.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.5%	其他流动负债	8	11	68	97	105	111
资产减值损失	-9	-23	-23	-1	-1	-1	流动负债	158	101	229	179	253	367
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	83	83	83	84
投资收益	0	0	55	64	55	25	其他长期负债	1	19	21	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	217.0%	137.9%	47.0%	18.4%	负债	159	120	333	261	336	450
营业利润	40	-77	-3	15	82	98	普通股股东权益	1,477	1,396	1,401	1,357	1,374	1,408
营业利润率	9.0%	n.a	n.a	3.1%	9.1%	8.1%	少数股东权益	48	49	45	47	49	51
营业外收支	14	14	28	31	35	38	负债股东权益合计	1,683	1,565	1,779	1,666	1,759	1,909
税前利润	54	-64	25	46	117	136	比率分析						
利润率	12.1%	n.a	4.1%	9.5%	12.9%	11.2%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-12	6	-14	-4	-11	-12	每股指标						
所得税率	21.7%	n.a	53.1%	9.6%	9.0%	9.0%	每股收益	0.309	-0.295	0.052	0.206	0.539	0.626
净利润	42	-58	12	42	107	123	每股净资产	10.256	7.457	7.484	1.551	1.570	1.609
少数股东损益	-3	-3	2	2	2	2	每股经营现金净流	-0.470	-0.020	-0.084	0.040	-0.113	-0.033
归属于母公司的净利润	45	-55	10	40	105	121	每股股利	0.200	0.000	0.000	0.100	0.100	0.100
净利率	10.1%	n.a	1.6%	8.2%	11.5%	10.0%	回报率						
							净资产收益率	3.01%	-3.95%	0.70%	2.94%	7.61%	8.62%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	2.64%	-3.52%	0.55%	2.40%	5.94%	6.36%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	投入资本收益率	1.42%	-4.28%	-0.99%	-2.80%	1.84%	4.53%
净利润	42	-58	12	42	107	123	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	9.62%	-5.97%	49.35%	-20.94%	84.90%	33.84%
非现金支出	18	51	60	25	29	30	EBIT增长率	15.36%	-337.24%	-51.91%	39.28%	-166.30%	160.94%
非经营收益	1	-8	-52	-73	-84	-55	净利润增长率	-16.45%	N/A	N/A	307.74%	161.64%	16.12%
营运资金变动	-129	11	-36	41	-150	-127	总资产增长率	8.84%	-7.04%	13.67%	-6.37%	5.61%	8.55%
经营活动现金净流	-68	-4	-16	35	-99	-29	资产管理能力						
资本开支	-122	-139	-238	-132	-4	-2	应收账款周转天数	106.5	150.2	118.4	105.0	100.0	100.0
投资	-45	-14	-108	-1	0	0	存货周转天数	225.8	208.9	174.6	220.0	170.0	160.0
其他	5	9	0	64	55	25	应付账款周转天数	65.9	76.5	70.0	74.0	74.0	74.0
投资活动现金净流	-162	-144	-346	-69	51	23	固定资产周转天数	173.2	195.3	124.1	191.9	101.3	73.3
股权募资	2	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	71	-58	111	-61	0	57	净负债/股东权益	-50.18%	-40.62%	-14.63%	-10.84%	-0.77%	6.18%
其他	-57	-30	-13	-4	-93	-95	EBIT利息保障倍数	-1.5	5.0	-17.9	-39.8	13.1	13.0
筹资活动现金净流	16	-89	97	-65	-93	-38	资产负债率	9.43%	7.68%	18.71%	15.70%	19.09%	23.59%
现金净流量	-213	-237	-265	-99	-141	-44							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	8
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-61620767

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD