

合众思壮 (002383.SZ) 通讯终端设备行业

评级：增持 维持评级

公司点评

周明巍

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

大股东参与定增，瞄准北斗高精度行业应用

事件

公司近日复牌，公告拟以 37.17 元/股价格向 6 名特定对象非公开定向增发 1731.17 万股，共计划募集资金不超过 6.47 亿元，且认购股份 36 个月内不得转让。其中向大股东即董事长郭信平先生增发 794.59 万股。其他参与机构包括华安基金 321 万股，中金投基金 214 万股，华宝兴业基金 133.8 万股，平安资管 133.8 万股，九泰基金 133.8 万股。

评论

第一，大股东大比例参与增发，显示对公司未来发展信心：公司此次定增郭信平先生参与 2.95 亿元，占总增发股份的 46%，而且 37.17 元/股的增发价超过 2013-2014 年大股东减持的当年二级市场创下的 34.99 元/股的最高价。也从侧面说明公司管理层认为 2013 收购 Hemisphere 以后，经过 2 年的潜心钻研，吸收 Hemisphere 的先进经验与技术，公司朝高精度定位应用的转型已经迈上一个新台阶。此举显示了大股东对公司未来发展坚定看好的信心。

第二，行业应用将是未来几年北斗板块最大增长领域：与市场普遍观点认为应该主要关注北斗的军用领域应用不同，我们认为高精度定位的行业应用将是未来几年北斗应用增长的最大市场。1) 与军事领域目前北斗应用规模相对有限，大众智能终端领域卫星定位普及度已经较高竞争激烈相比，北斗高精度定位可以应用的精细化农业，驾考车，基站差分导航等等市场都方兴未艾，而且都是数百甚至上千亿潜在规模的大市场。2) 2015 年我国将发射 13 颗北斗卫星，初步完成全球组网，与 GPS 相比卫星较新，频段较多，在一定时间段内有技术上的优势，更适宜在高精度定位领域应用。而高精度定位技术具有相当壁垒，合众思壮是为数不多打通从算法，芯片到单板终端以及运营的公司。合众思壮此次将募集资金的大部分应用在北斗高精度应用产业化，正是瞄准了这个潜力巨大的市场。

第三，外延式扩张值得期待：公司在本次非公开发行股票预案中表示，其所处行业仍处于发展期，从 2015 年开始的未来 12 个月内有大量行业整合的投资机会，公司将适当采取增加投资等方式，努力实现公司的外延式增长。

投资建议

继续看好公司利用自身技术与原有渠道拓展的优势，在北斗高精度应用领域的拓展；并期待公司外延式行业整合预期的落实。维持“增持”评级，上调阶段性目标价位到 75-80 元。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	415	620	490	906	1,413	2,044
增长率		49.3%	-21.0%	84.9%	55.9%	44.7%
主营业务成本	-258	-357	-299	-537	-840	-1,216
%销售收入	62.2%	57.6%	61.1%	59.2%	59.5%	59.5%
毛利	157	263	190	369	573	828
%销售收入	37.8%	42.4%	38.9%	40.8%	40.5%	40.5%
营业税金及附加	-7	-9	-3	-4	-6	-8
%销售收入	1.7%	1.5%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-48	-59	-54	-91	-141	-204
%销售收入	11.7%	9.5%	11.0%	10.0%	10.0%	10.0%
管理费用	-170	-228	-213	-245	-325	-470
%销售收入	41.0%	36.7%	43.5%	27.0%	23.0%	23.0%
息税前利润 (EBIT)	-69	-33	-79	31	101	145
%销售收入	n.a	n.a	n.a	3.4%	7.1%	7.1%
财务费用	14	-2	-2	3	10	8
%销售收入	-3.3%	0.3%	0.4%	-0.3%	-0.7%	-0.4%
资产减值损失	-23	-23	-18	-3	-1	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	55	120	64	55	55
%税前利润	n.a	217.0%	230.6%	51.0%	27.5%	22.5%
营业利润	-77	-3	20	95	165	206
营业利润率	n.a	n.a	4.1%	10.4%	11.7%	10.1%
营业外收支	14	28	32	31	35	38
税前利润	-64	25	52	126	200	244
利润率	n.a	4.1%	10.6%	13.9%	14.1%	12.0%
所得税	6	-14	-15	-12	-18	-22
所得税率	n.a	53.1%	28.7%	9.6%	9.0%	9.0%
净利润	-58	12	37	114	182	222
少数股东损益	-3	2	-3	2	2	2
归属于母公司的净利润	-55	10	40	112	180	220
净利率	n.a	1.6%	8.2%	12.3%	12.7%	10.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	-58	12	37	114	182	222
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	51	60	62	18	28	38
非经营收益	-8	-52	-109	-76	-84	-87
营运资金变动	11	-36	-57	-113	-153	-263
经营活动现金净流	-4	-16	-67	-57	-27	-89
资本开支	-139	-238	-162	29	-134	-32
投资	-14	-108	133	-1	0	0
其他	9	0	2	64	55	55
投资活动现金净流	-144	-346	-26	92	-79	23
股权募资	0	0	0	643	0	0
债权募资	-58	111	57	-121	0	1
其他	-30	-13	-12	6	-27	-27
筹资活动现金净流	-89	97	45	528	-27	-26
现金净流量	-237	-265	-48	563	-132	-92

资产负债表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	599	334	288	851	718	627
应收款项	190	276	300	310	465	673
存货	143	198	229	323	391	533
其他流动资产	29	29	62	40	61	87
流动资产	961	837	879	1,524	1,635	1,920
%总资产	61.4%	47.1%	47.1%	61.2%	59.6%	62.7%
长期投资	84	205	191	192	191	191
固定资产	378	515	524	611	746	772
%总资产	24.2%	28.9%	28.1%	24.6%	27.2%	25.2%
无形资产	127	195	262	160	168	175
非流动资产	604	942	989	965	1,107	1,140
%总资产	38.6%	52.9%	52.9%	38.8%	40.4%	37.3%
资产总计	1,565	1,779	1,867	2,489	2,742	3,060
短期借款	12	40	92	0	0	0
应付款项	78	121	153	149	231	334
其他流动负债	11	68	42	38	47	59
流动负债	101	229	286	186	278	393
长期贷款	0	83	87	87	87	88
其他长期负债	19	21	29	0	0	0
负债	120	333	403	274	365	482
普通股股东权益	1,396	1,401	1,423	2,172	2,332	2,531
少数股东权益	49	45	41	43	45	47
负债股东权益合计	1,565	1,779	1,867	2,489	2,742	3,060

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	-0.295	0.052	0.214	0.545	0.879	1.077
每股净资产	7.457	7.484	7.602	10.622	11.401	12.378
每股经营现金净流	-0.020	-0.084	-0.356	-0.280	-0.130	-0.436
每股股利	0.200	0.000	0.000	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	-3.95%	0.70%	2.81%	5.13%	7.71%	8.70%
总资产收益率	-3.52%	0.55%	2.15%	4.48%	6.55%	7.20%
投入资本收益率	-4.28%	-0.99%	-3.44%	1.20%	3.72%	4.95%
增长率						
主营业务收入增长率	-5.97%	49.35%	-20.96%	84.95%	55.92%	44.72%
EBIT 增长率	N/A	-51.91%	140.00%	-138.47%	230.43%	44.05%
净利润增长率	N/A	N/A	308.70%	178.43%	61.15%	22.57%
总资产增长率	-7.04%	13.67%	4.95%	33.31%	10.17%	11.60%
资产管理能力						
应收账款周转天数	150.2	118.4	148.5	105.0	100.0	100.0
存货周转天数	208.9	174.6	260.4	220.0	170.0	160.0
应付账款周转天数	76.5	70.0	97.9	74.0	74.0	74.0
固定资产周转天数	195.3	124.1	77.2	76.5	81.3	59.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-40.62%	-14.63%	-7.38%	-34.45%	-26.55%	-20.88%
EBIT 利息保障倍数	5.0	-17.9	-37.6	-11.3	-9.9	-18.6
资产负债率	7.68%	18.71%	21.58%	10.99%	13.32%	15.74%

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价目标价
1	2015-03-16	增持	33.1943.00~45.00

来源：国金证券研究所



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：021-60753903

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