

合众思壮 (002383)

公司研究/点评报告

卫星导航多类应用, 双重激励助推公司发展

——合众思壮 (002383) 点评报告

点评报告/计算机行业

2017 年 03 月 7 日

一、事件概述

3 月 2 日公司公告了包括股票期权激励计划和限制性股票激励计划在内的双重激励方案草案, 拟向激励对象授予权益不超过总计 600 万股, 占计划公告时公司股本总额 24438.27 万股的 2.46%。

二、分析与判断

➤ 双重激励重推公司发展

公司公告股票期权和限制性股票的双重激励方案中, 限制性股票占总股本的 2.01%, 首次授予价格为每股 24.38 元, 激励对象共计 222 人; 股票期权占总股本的 0.44%, 行权价格为每股 48.76 元, 激励人员是公司中层管理人员、核心业务 (技术) 人员及其他共 68 人。行权条件是以 2016 年的净利润为基数, 2017-2019 年净利润增长率不低于 30%、60%、90%。我们认为, 公司的激励力度较大, 对公司业绩的促进和保障作用明显, 未来将有力的推动卫星导航业务的继续壮大。

➤ 政策推动北斗民用市场打开

2017 年 1 月, 交通运输部出台《关于在行业推广应用北斗卫星导航系统的指导意见》, 明确到 2020 年, 交通运输各领域北斗卫星导航系统普及程度显著提高, 应用标准政策环境进一步完善, 定位导航服务能力和业务支撑能力明显增强, 北斗系统国际化取得显著成果, 基于北斗系统的定位、导航、通信、授时和短报文通信服务体系基本成型。随着“十三五”期间北斗全球组网的完成, 北斗导航产业规模将在三年内超过 4000 亿元, 复合增长率超过 40%。

➤ 并购发挥协同效应

公司于 2016 年 6 月以发行股份及支付现金的方式收购了中科雅图 100%、广州思拓力 100%、吉欧电子 100%、吉欧光学 100% 和上海泰坦 65% 的股权。广州思拓力、吉欧电子、吉欧光学三家聚焦测量、定位、惯导、激光相关技术与业务, 若融合公司的“中国精度”及芯片、算法、板卡、天线技术, 其产品性能将会大幅提升; 上海泰坦专业致力于时钟同步方案设计, 其产品及服务将弥补公司在卫星应用中授时领域的空白, 使公司能为客户提供基于时空应用的更全面的业务; 中科雅图从事地理信息服务 (GIS), 是地理信息服务领域的相关企业, 可强化和扩展合众思壮在空间信息解决方案中的数据服务能力。

➤ 坚持“1-2-1”策略, 推动卫星导航外延式发展

公司的战略是按照“云+端”的战略布局, 明确“1-2-1”的实施策略, 即基于卫星导航高精度芯片和板卡技术、发展移动作业终端和高精度产品两个市场方向, 形成完善一个“中国位置”北斗导航定位与位置服务平台。公司聚焦于卫星导航专业、高精度产品与服务市场, 基于领先的北斗导航定位技术, 通过并购相关行业的优秀团队, 为行业用户提供高精度和专业的产品、服务, 推动北斗在多个领域的普及应用。

➤ 民航应用领域不断取得拓展

在机场场站内, 由于场站空间较小, 人车调度需要高精度的导航服务。公司相关应用已涵盖机场生产指挥调度系统、空管交通管理、行李跟踪系统、机场旅客服务、场站无线宽带专网和监控服务等应用领域。目前, 国内 22 个大型机场中的 10 个成为公司的维护对象, 未来在改扩建方面公司有望拿到很多资源和市场。此外, 基于场站内的定位服务和与旅游相关的商业化服务也是公司未来的拓展方向。

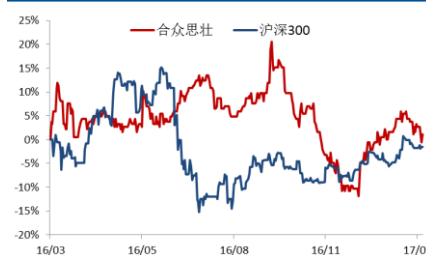
强烈推荐 首次评级

合理估值: 56 -64 元

交易数据 2017-3-6

收盘价 (元)	49.60
近 12 个月最高/最低 (元)	55/26.8
总股本 (百万股)	244.38
流通股本 (百万股)	128.78
流通股比例 (%)	52.69%
总市值 (亿元)	121.21
流通市值 (亿元)	63.87

该股与沪深 300 走势比较



分析师: 郑平

执业证号: S0100516050001

电话: (8610) 85127506

邮箱: zhengping@mszq.com

研究助理: 胡星

执业证号: S0100115070004

电话: (8610) 85127532

邮箱: huxing@mszq.com

相关研究

➤ 精准农业前景广阔

公司于去年4月推出我国首款自研北斗导航农机自动驾驶系统，通过全球卫星导航定位系统辅助农机实现厘米级的农机自动驾驶作业，并将农场信息化、GIS采集、测量、农机自动化、农田变量信息有效结合，提供精准农业完整解决方案。目前，精准农业渗透率较低，尚处于前装导入期，但随着未来农业机械化的进一步发展，势必带来更大需求。

➤ 整合资源拓展海外市场

2016年10月，公司公告通过下属全资子公司广州思拓力收购 Stonex s.r.l. 公司60%的股份，收购金额达564万欧元(折合人民币约4150.8708万元)。Stonex s.r.l. 专注设计、制造高精度测量仪器，其产品主要应用于民用工程、地形测量、安防、运输及采矿等多个领域。其主要产品包括：全站仪、现场控制器、GNSS/GPS接收器、有GeoGIS软件嵌入的手持GIS等。其经营业务遍及世界各地，运营范围广布欧洲、中国、拉丁美洲和中东。测量测绘终端在国外尚未形成成熟市场，这给了国内厂商很大机会。通过此次收购有助于公司借此海外渠道，拓展海外市场。

三、盈利预测与投资建议

我们预计公司2016-2018年营业收入分别为11.47亿、18.24亿、24.62亿，净利润分别为0.96亿、1.95亿和2.74亿，对应的EPS分别为0.39、0.8、1.12元，公司目前股价对应的PE分别为125.8X、62.2X和44.2X。公司致力于成为空间信息领域全球领先的高精度专业产品与服务提供商，预计未来两到三年会有良好的业绩表现。我们认为公司2017年的合理估值区间为70-80倍，对应公司2017年合理估值为56-64元，首次覆盖给予“强烈推荐”的评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	757	1,147	1,824	2,462
增长率(%)	54.5%	51.5%	59.0%	35.0%
归属母公司股东净利润(百万元)	61	96	195	274
增长率(%)	51.2%	59.0%	102.3%	40.9%
每股收益(元)	0.31	0.39	0.80	1.12
PE(现价)	160.0	125.8	62.2	44.2
PB	6.8	3.4	3.3	3.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

四、风险提示：

1) 并购整合不理想；2) 重大技术风险；3) 成长性板块不达预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表

项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
一、营业总收入	757	1,147	1,824	2,462
减：营业成本	419	673	1,049	1,416
营业税金及附加	3	4	7	10
销售费用	58	88	139	188
管理费用	228	267	417	541
财务费用	8	(6)	(23)	(20)
资产减值损失	11	11	11	11
加：投资收益	10	0	0	0
二、营业利润	39	110	225	316
加：营业外收支净额	31	22	31	43
三、利润总额	69	132	255	359
减：所得税费用	6	20	38	54
四、净利润	63	112	217	305
归属于母公司的利润	61	96	195	274
五、基本每股收益 (元)	0.31	0.39	0.80	1.12

主要财务指标

项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
EV/EBITDA	74.92	61.24	39.13	28.98
成长能力:				
营业收入同比	54.54%	51.51%	59.01%	35.00%
营业利润同比	137.3%	252.8%	104.1%	40.8%
净利润同比	71.3%	76.9%	93.5%	40.8%
营运能力:				
应收账款周转率	2.59	2.84	2.59	3.11
存货周转率	1.28	1.19	1.27	1.35
总资产周转率	0.31	0.29	0.43	0.53
盈利能力与收益质量:				
毛利率	44.6%	41.3%	42.5%	42.5%
净利率	8.4%	9.8%	11.9%	12.4%
总资产净利率 ROA	3.2%	3.2%	5.4%	7.2%
净资产收益率 ROE	3.4%	2.7%	5.2%	6.9%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.63	7.40	6.15	6.12
资产负债率	24.1%	9.0%	11.5%	12.2%
长期借款/总负债	54.9%	3.0%	2.2%	1.9%
每股指标:				
每股收益	0.25	0.39	0.80	1.12
每股经营现金流量	(0.30)	(1.47)	(0.78)	(0.66)
每股净资产	7.33	14.39	15.19	16.31

资料来源：公司公告、民生证券研究院

资产负债表

项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	214	1,232	1,093	990
应收票据	2	222	387	435
应收账款	291	182	316	356
预付账款	44	109	128	192
其他应收款	48	226	210	379
存货	326	565	824	1,050
其他流动资产	8	8	8	8
流动资产合计	932	2,543	2,965	3,410
长期股权投资	274	274	274	274
固定资产	107	542	496	449
在建工程	481	0	0	0
无形资产	239	267	250	232
其他非流动资产	3	3	3	3
非流动资产合计	1,490	1,391	1,325	1,261
资产总计	2,422	3,935	4,290	4,671
短期借款	310	0	0	0
	0	1	2	3
应付票据及账款	133.71	201.66	320.86	384.55
预收账款	21	34	54	65
其他应付款	34	54	65	0
应交税费	20	0	0	0
其他流动负债	7	7	7	7
流动负债合计	573	344	482	557
长期借款	11	11	11	11
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	12	12	12	12
负债合计	584	355	494	569
股本	197	244	244	244
资本公积	1,291	2,874	2,874	2,874
留存收益	303	399	594	868
少数股东权益	47	63	85	115
所有者权益合计	1,837	3,580	3,796	4,102
负债和股东权益合计	2,422	3,935	4,290	4,671

现金流量表

项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流量	(73)	(360)	(191)	(162)
投资活动现金流量	(171)	51	26	36
筹资活动现金流量	225	1,328	26	23
现金及等价物净增加	(18)	1,019	(140)	(102)

分析师与研究助理简介

郑平，TMT组组长。中国人民大学管理学博士，中国石油大学商学院MBA导师；拥有近十年TMT领域研究经验，2016年加盟民生证券。

胡星，计算机组组长，工程师，博士，主要研究方向为：计算机软硬件系统，以太网及光纤通信研究。参与多个国家重大专项项目，乘用车相关创业经历，合著专著一本“基于平板电脑的数控系统软件设计”，2015年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。