

2017年03月23日

公司研究·证券研究报告

合众思壮 (002383.SZ)

公司快报

内生外延双轮驱动，业绩符合预期

【事件】(1)近日公司发布2016年年报，实现营业收入11.7亿元，较2015年同期增长54.58%。平均毛利率44.92%，较2015年同期增长0.32%，同时以资本公积金向全体股东每10股转增30股，共计转增7.33亿股。(2)公司公告修订重组预案，拟以发行股份的方式购买天派电子100%股权。同时，非公开发行股份募集配套资金总额预计不超过6亿元，天派电子承诺2017年度、2018年度及2019年度预测净利润数额分别不低于3,500万元、5,000万元和6,500万元。

◆ **布局三大业务板块，核心竞争力加强**：报告期内公司在北斗高精度、北斗移动互联、空间信息应用方向上均取得了一定的发展。其中北斗高精度业务实现营业收入33,233.01万元，较2015年同期增长52.18%，占营业收入比重的28.40%。北斗移动互联业务实现营业收入47,079.83万元，较2015年同期增长26.48%，占营业收入比重的40.23%。空间信息业务实现营业收入26,225.22万元，较2015年同期增长118.09%，占营业收入比重的22.41%，内生和外延发展双轮驱动。随着公司在三个业务方向上产业布局的进一步完成，公司各业务板块的竞争力不断加强，产业布局逐渐完善，公司业绩进入快速发展阶段。

◆ **外延并购拓展产业链条，助力ADAS研发**：继完成对广州吉欧电子、广州吉欧光学、广州思拓力、意大利Stonex四家测量测绘领域企业的并购并参股苏州一光仪器有限公司后，公司拟收购天派电子，进一步延伸产业链。天派电子是目前在国内汽车多媒体导航设备领域具备较为领先的产品和配套能力的企业。此次收购完成后，有利于拓展合众思壮北斗高精度定位导航和空间信息应用产品和服务的产业链条，致力于汽车高精度导航和自动(辅助)驾驶方面的产品和服务。收购后能充分发挥标的公司之间的协同效应，为上市公司智能驾驶辅助系统(ADAS)的发展奠定基础，公司也将受益于ADAS巨大的市场发展空间。

◆ **北斗“中国精度”市场规模巨大，公司有望长期受益**：北斗是国家重要基础设施，国产化需求迫切，政策扶持坚定，按照《国家卫星导航产业中长期发展规划》2020年北斗市场规模达2000亿元，而2015年北斗市场的体量不到200亿，存在十倍的成长空间。同时根据德勤预测，到2020年全球智能驾驶辅助系统(ADAS)的市场规模近400亿美元，存在较大市场需求，得益于公司在北斗导航和车载导航领域先进的技术积累，未来公司将进入快速成长期。

◆ **投资建议**：我们公司预测2017年至2018年每股收益分别为0.98、1.59和2.37元。给予增持-A建议，6个月目标价为63.7元。

◆ **风险提示**：技术研发不力；市场推广不及预期；并购整合效果不及预期

计算机 | 专用计算机设备 III

 投资评级 **增持-A(维持)**

6个月目标价 63.7元

股价(2017-03-22) 54.56元

交易数据

总市值(百万元) 13,333.52

流通市值(百万元) 7,025.97

总股本(百万股) 244.38

流通股本(百万股) 128.78

12个月价格区间 26.80/55.00元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.63	4.62	41.97
绝对收益	10.0	8.32	41.59

分析师

谭志勇
SAC 执业证书编号：S0910515050002
tanzhiyong@huajinsc.cn
021-20655640

报告联系人

朱琨
zhukun@huajinsc.cn
021-20655647

报告联系人

李东祥
lidongxiang@huajinsc.cn
021-20655794

相关报告

合众思壮：三季度营收大增，关注高精度业务收购进程 2015-10-30

合众思壮：收购拓展北斗产业链布局，业绩进入快速增长期 2015-08-11

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	757.1	1,170.3	2,152.3	3,126.2	4,590.8
同比增长(%)	54.5%	54.6%	83.9%	45.3%	46.9%
营业利润(百万元)	38.8	95.3	264.7	437.3	659.4
同比增长(%)	94.0%	145.7%	177.7%	65.2%	50.8%
净利润(百万元)	60.6	96.4	254.3	413.8	616.8
同比增长(%)	51.2%	59.2%	163.6%	62.7%	49.1%
每股收益(元)	0.25	0.39	0.98	1.59	2.37
PE	220.1	138.2	55.8	34.3	23.0
PB	7.4	3.8	3.8	3.4	3.0

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	757.1	1,170.3	2,152.3	3,126.2	4,590.8	年增长率					
减:营业成本	419.5	644.6	1,216.0	1,707.2	2,542.8	营业收入增长率	54.5%	54.6%	83.9%	45.3%	46.9%
营业税费	2.9	8.4	8.8	16.3	25.2	营业利润增长率	94.0%	145.7%	177.7%	65.2%	50.8%
销售费用	57.8	89.4	168.7	233.2	373.7	净利润增长率	51.2%	59.2%	163.6%	62.7%	49.1%
管理费用	228.3	300.4	498.7	737.2	1,004.0	EBITDA 增长率	54.4%	87.7%	77.5%	52.4%	43.3%
财务费用	8.2	19.6	16.7	19.7	18.7	EBIT 增长率	112.6%	144.5%	144.8%	62.4%	48.4%
资产减值损失	11.3	10.5	11.2	12.0	13.6	NOPLAT 增长率	172.4%	129.6%	151.4%	64.4%	45.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	42.0%	78.8%	29.4%	-3.7%	42.9%
投资和汇兑收益	9.8	-2.0	32.6	36.6	46.6	净资产增长率	25.5%	94.7%	6.9%	10.7%	14.8%
营业利润	38.8	95.3	264.7	437.3	659.4	盈利能力					
加:营业外净收支	30.6	18.9	24.1	26.9	47.0	毛利率	44.6%	44.9%	43.5%	45.4%	44.6%
利润总额	69.4	114.2	288.8	464.1	706.3	营业利润率	5.1%	8.1%	12.3%	14.0%	14.4%
减:所得税	6.0	16.3	34.5	50.4	89.6	净利润率	8.0%	8.2%	11.8%	13.2%	13.4%
净利润	60.6	96.4	254.3	413.8	616.8	EBITDA/营业收入	13.3%	16.1%	15.6%	16.3%	15.9%
						EBIT/营业收入	6.2%	9.8%	13.1%	14.6%	14.8%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	26.2%	27.0%	29.1%	21.5%	39.6%
货币资金	267.0	963.7	172.2	250.1	367.3	负债权益比	35.5%	37.1%	41.0%	27.3%	65.6%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.62	1.82	1.83	2.57	2.93
应收帐款	338.8	663.4	1,225.8	1,344.6	2,567.4	速动比率	1.08	1.45	1.07	1.63	1.77
应收票据	1.5	17.0	4.5	28.6	27.1	利息保障倍数	5.72	5.86	16.85	23.24	36.35
预付帐款	43.6	68.5	199.2	153.6	355.4	营运能力					
存货	326.5	444.6	1,155.2	1,027.6	2,185.2	固定资产周转天数	50	102	92	62	41
其他流动资产	7.8	25.0	14.4	15.7	18.4	流动营业资本周转天数	194	175	205	193	198
可供出售金融资产	7.9	53.6	37.3	32.9	41.3	流动资产周转天数	443	487	414	322	327
持有至到期投资	24.4	-	8.1	10.8	6.3	应收帐款周转天数	151	154	158	148	153
长期股权投资	273.6	400.2	400.2	400.2	400.2	存货周转天数	132	119	134	126	126
投资性房地产	3.7	3.6	3.6	3.6	3.6	总资产周转天数	1,036	1,137	861	621	527
固定资产	107.3	555.3	544.4	533.5	522.5	投资资本周转天数	740	783	627	478	387
在建工程	481.4	155.9	155.9	155.9	155.9	费用率					
无形资产	285.3	324.5	281.9	239.3	196.7	销售费用率	7.6%	7.6%	7.8%	7.5%	8.1%
其他非流动资产	321.1	1,228.1	1,189.6	1,195.1	1,201.5	管理费用率	30.2%	25.7%	23.2%	23.6%	21.9%
资产总额	2,489.9	4,903.3	5,392.3	5,391.5	8,048.8	财务费用率	1.1%	1.7%	0.8%	0.6%	0.4%
短期债务	310.2	706.2	644.8	155.0	158.0	三费/营业收入	38.9%	35.0%	31.8%	31.7%	30.4%
应付帐款	226.9	312.6	714.3	736.5	1,408.9	投资回报率					
应付票据	7.7	66.7	27.1	74.5	111.7	ROE	3.4%	2.7%	6.8%	9.9%	12.9%
其他流动负债	63.7	114.0	129.9	132.7	206.6	ROA	2.5%	2.0%	4.7%	7.7%	7.7%
长期借款	10.8	36.2	-	-	1,237.5	ROIC	3.3%	5.4%	7.6%	9.6%	14.6%
其他非流动负债	33.1	89.9	50.7	57.9	66.1	分红指标					
负债总额	652.4	1,325.7	1,566.8	1,156.6	3,188.8	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	46.8	70.2	70.2	70.2	70.2	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	197.3	244.4	260.1	260.1	260.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,594.4	3,257.2	3,495.2	3,904.6	4,529.7						
股东权益	1,837.5	3,577.6	3,825.5	4,234.9	4,860.0						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	63.4	97.9	254.3	413.8	616.8	EPS(元)	0.25	0.39	0.98	1.59	2.37
加:折旧和摊销	55.7	76.4	53.5	53.5	53.5	BVPS(元)	7.33	14.35	14.44	16.01	18.41
资产减值准备	11.3	10.5	-	-	-	PE(X)	220.1	138.2	55.8	34.3	23.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.4	3.8	3.8	3.4	3.0
财务费用	11.3	28.8	16.7	19.7	18.7	P/FCF	-39.4	-15.3	-17.0	163.6	118.3
投资损失	-9.8	2.0	-32.6	-36.6	-46.6	P/S	17.6	11.4	6.6	4.5	3.1
少数股东损益	2.8	1.5	-	-	-	EV/EBITDA	79.6	62.8	43.8	27.6	20.8
营运资金的变动	-167.3	-260.2	-973.9	98.2	-1,804.6	CAGR(%)	86.9%	84.7%	90.1%	86.9%	84.7%
经营活动产生现金流量	-74.1	-87.0	-682.0	548.6	-1,162.3	PEG	2.5	1.6	0.6	0.4	0.3
投资活动产生现金流量	-171.4	-915.9	44.6	37.6	42.0	ROIC/WACC	0.3	0.5	0.7	0.9	1.4
融资活动产生现金流量	225.5	1,341.3	-154.1	-508.2	1,237.5						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn