

2017年10月30日

合众思壮 (002383.SZ)

公司快报

Q3 业绩符合预期，继续保持高速增长

事件：近日公司发布 2017 年三季报，公司前三季度实现营业收入 9.76 亿元，同比增长 71.13%，归母净利润为 7120.72 万元，同比增长 525.86%。其中 2017Q3 实现营业收入 3.40 亿元，同比增长 43.32%，归母净利润为 2091.81 万元，同比增长 163.28%。

◆ **北斗业务增速明显，并表积极影响继续。**公司北斗高精度业务、北斗移动互联业务、空间信息服务三项主要业务均有较大幅度的增长，主要得益于合并范围增加和新疆业务的开展。半年报显示，北斗高精度业务增长 104.37%，北斗移动互联业务增长 31.27%，广州中科雅图的并表使得空间信息应用增长 504.29%。第三季度，公司延续增长，三费比率走低，规模效应显现，净利润增速超过营收增速。公司第四季度并表影响继续，根据三季报披露全年业绩预计情况，公司 2017 年实现归母净利润区间为 2.5 至 2.9 亿元，同比增长 159.20%至 200.67%。

◆ **北斗三号升空，大规模订单在手。**2017 年 9 月，我国北斗三号导航系统建设开展，该系统的建立有助于提升北斗系统的精度水平，这无疑对公司的高精度业务是一个利好，提升产品的适用范围及市场规模。军民融合如火如荼，军工业务持续落地，上半年度公司收到 11.78 亿自组网业务订单，预计这部分收入将在第四季度及 2018 年确认。同时，第三季度公司与北斗导航子公司南京元博中和签署委托加工 7.45 亿，公司持有北斗导航 33%股权，大规模订单在手，公司业绩增长可期。

◆ **内生外延双轮驱动，公司拓展下游产业链。**第三季度，公司及其产业基金进行了开展了多个投资和收购项目，涉及公共安全、测量测绘、车辆导航、精准农业、机械控制等多个领域，拓展公司导航产品业务范围。参考公司多个收购计划带来的利好，预计公司收购计划将继续，公司将依托自身在北斗系统的优势，建立全方位的北斗导航产业链。

◆ **管理人员增持，增强公司业绩信心。**2017 年 8 月 11 日至 2017 年 8 月 15 日，公司副总经理侯红梅、财务总监袁学林等九名公司管理人员通过二级市场买入、大宗交易等方式增持公司股份 820 万股。本次增持计划说明公司管理人员对公司业绩前景看好，有助于增强本公司未来稳定持续发展前景的信心。

◆ **投资建议：**我们公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.32、0.51 和 0.75 元。给予增持-A 建议，6 个月目标价为 18.36 元，相当于 2018 年 36 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**(1) 高精度核心技术研发的风险；(2) 行业推广的风险；(3) 应收款风险。

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	18.36 元
股价(2017-10-27)	16.74 元

交易数据

总市值 (百万元)	12,272.90
流通市值 (百万元)	9,930.69
总股本 (百万股)	733.15
流通股本 (百万股)	593.23
12 个月价格区间	12.18/60.02 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.08	4.7	3.49
绝对收益	7.03	16.49	16.63

分析师

谭志勇
 SAC 执业证书编号：S0910515050002
 tanzhiyong@huajinsc.cn
 021-20377198

分析师

朱琨
 SAC 执业证书编号：S0910517050001
 zhukun@huajinsc.cn
 021-20377178

报告联系人

李东祥
 lidongxiang@huajinsc.cn
 021-20377057

相关报告

合众思壮：深耕北斗高精度市场，业绩保持快速增长 2017-08-09

合众思壮：内生外延双轮驱动，业绩符合预期 2017-03-23

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	2,161.4	3,138.3	4,155.2
同比增长(%)	54.5%	54.6%	84.7%	45.2%	32.4%
营业利润(百万元)	38.8	95.3	231.2	381.7	583.1
同比增长(%)	94.0%	145.7%	142.6%	65.1%	52.8%
净利润(百万元)	60.6	96.4	236.0	370.9	551.2
同比增长(%)	51.2%	59.2%	144.7%	57.1%	48.6%
每股收益(元)	0.08	0.13	0.32	0.51	0.75
PE	202.7	127.3	52.0	33.1	22.3
PB	6.9	3.5	2.9	2.7	2.5

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	2,161.4	3,138.3	4,155.2	年增长率					
减:营业成本	419.5	644.6	1,214.7	1,743.8	2,310.9	营业收入增长率	54.5%	54.6%	84.7%	45.2%	32.4%
营业税费	2.9	8.4	19.2	24.5	33.1	营业利润增长率	94.0%	145.7%	142.6%	65.1%	52.8%
销售费用	57.8	89.4	161.0	202.7	298.5	净利润增长率	51.2%	59.2%	144.7%	57.1%	48.6%
管理费用	228.3	300.4	542.9	784.0	920.4	EBITDA 增长率	54.4%	87.7%	64.6%	43.1%	47.6%
财务费用	8.2	19.6	24.3	7.7	17.6	EBIT 增长率	112.6%	144.5%	122.3%	52.4%	54.3%
资产减值损失	11.3	10.5	10.5	10.8	10.6	NOPLAT 增长率	172.4%	129.6%	135.0%	55.8%	52.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	42.8%	81.7%	34.9%	-6.4%	33.1%
投资和汇兑收益	9.8	-2.0	42.5	16.7	19.1	净资产增长率	25.5%	94.7%	19.0%	7.8%	10.5%
营业利润	38.8	95.3	231.2	381.7	583.1	盈利能力					
加:营业外净收支	30.6	18.9	27.1	25.5	23.8	毛利率	44.6%	44.9%	43.8%	44.4%	44.4%
利润总额	69.4	114.2	258.3	407.2	606.9	营业利润率	5.1%	8.1%	10.7%	12.2%	14.0%
减:所得税	6.0	16.3	24.2	29.9	51.3	净利润率	8.0%	8.2%	10.9%	11.8%	13.3%
净利润	60.6	96.4	236.0	370.9	551.2	EBITDA/营业收入	13.3%	16.1%	14.4%	14.2%	15.8%
						EBIT/营业收入	6.2%	9.8%	11.8%	12.4%	14.5%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	26.2%	27.0%	23.6%	18.4%	31.5%
货币资金	267.0	963.7	172.9	394.6	332.4	负债权益比	35.5%	37.1%	30.8%	22.6%	46.0%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.62	1.82	2.44	3.12	3.16
应收帐款	338.8	663.4	1,399.8	1,373.5	2,358.8	速动比率	1.08	1.45	1.48	2.02	1.96
应收票据	1.5	17.0	4.5	28.7	21.8	利息保障倍数	5.72	5.86	10.51	50.51	34.06
预付帐款	43.6	68.5	198.9	161.5	301.1	营运能力					
存货	326.5	444.6	1,153.5	1,076.1	1,843.7	固定资产周转天数	50	102	92	62	46
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	218	205	206
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	427	344	343
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	172	159	162
长期股权投资	273.6	400.2	400.2	400.2	400.2	存货周转天数	132	119	133	128	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	872	642	564
固定资产	107.3	555.3	544.4	533.5	522.5	投资资本周转天数	720	771	633	485	412
在建工程	481.4	155.9	155.9	155.9	155.9	费用率					
无形资产	238.6	292.1	248.0	204.0	159.9	销售费用率	7.6%	7.6%	7.5%	6.5%	7.2%
其他非流动资产	367.8	1,260.5	1,229.4	1,234.7	1,238.8	管理费用率	30.2%	25.7%	25.1%	25.0%	22.2%
资产总额	2,489.9	4,903.3	5,571.0	5,625.7	7,404.7	财务费用率	1.1%	1.7%	1.1%	0.2%	0.4%
短期债务	310.2	706.2	336.0	-	84.8	三费/营业收入	38.9%	35.0%	33.7%	31.7%	29.8%
应付帐款	226.9	312.6	713.2	768.8	1,181.1	投资回报率					
应付票据	7.7	66.7	27.1	76.7	92.5	ROE	3.4%	2.7%	5.6%	8.2%	11.0%
其他流动负债	63.7	114.0	130.4	132.8	186.4	ROA	2.5%	2.0%	4.2%	6.7%	7.5%
长期借款	10.8	36.2	55.2	-	723.1	ROIC	3.4%	5.5%	7.2%	8.3%	13.5%
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	1,312.5	1,036.1	2,334.0	DPS(元)	-	0.03	0.03	0.06	0.11
少数股东权益	46.8	70.2	68.4	74.7	79.1	分红比率	0.0%	25.3%	8.4%	11.3%	15.0%
股本	197.3	244.4	733.1	733.1	733.1	股息收益率	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%	0.7%
留存收益	1,594.4	3,257.2	3,457.0	3,781.7	4,258.5						
股东权益	1,837.5	3,577.6	4,258.5	4,589.5	5,070.7						
						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.08	0.13	0.32	0.51	0.75
现金流量表						BVPS(元)	2.44	4.78	5.72	6.16	6.81
净利润	63.4	97.9	236.0	370.9	551.2	PE(X)	202.7	127.3	52.0	33.1	22.3
加:折旧和摊销	55.7	76.4	55.0	55.0	55.0	PB(X)	6.9	3.5	2.9	2.7	2.5
资产减值准备	11.3	10.5	-	-	-	P/FCF	-37.0	-13.9	-9.6	46.2	740.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	16.2	10.5	5.7	3.9	3.0
财务费用	11.3	28.8	24.3	7.7	17.6	EV/EBITDA	32.8	20.2	40.1	26.7	19.4
投资损失	-9.8	2.0	-42.5	-16.7	-19.1	CAGR(%)	81.3%	78.4%	85.0%	81.3%	78.4%
少数股东损益	2.8	1.5	-1.9	6.4	4.5	PEG	2.5	1.6	0.6	0.4	0.3
营运资金的变动	-173.8	-245.9	-1,154.1	220.4	-1,409.0	ROIC/WACC	0.3	0.5	0.7	0.8	1.3
经营活动产生现金流量	-74.1	-87.0	-883.1	643.6	-799.8						
投资活动产生现金流量	-171.4	-915.9	54.5	17.7	14.4						
融资活动产生现金流量	225.5	1,341.3	37.9	-439.6	723.1						

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、朱琨声明，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：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn