



2018-08-17

公司点评报告

买入/维持

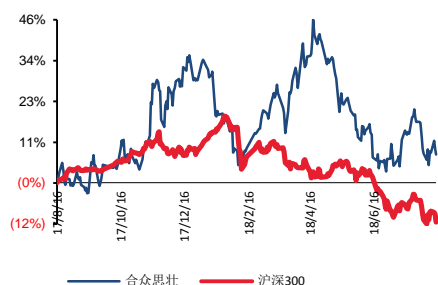
合众思壮 (002383)

昨收盘: 17.12

国防军工

通导一体化、高精度业务表现亮眼，半年度业绩大幅增长

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|--------------|--------------|
| 总股本/流通(百万股) | 743/472 |
| 总市值/流通(百万元) | 12,435/7,909 |
| 12个月最高/最低(元) | 22.66/15.10 |

相关研究报告:

合众思壮 (002383) 《合众思壮 (002383) 公司半年度业绩快报点评: 通导一体化、高精度业务表现亮眼, 半年度业绩超预期》
--2018/07/26

证券分析师: 刘倩倩

电话: 010-88321947

E-MAIL: liuqq@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190514090001

证券分析师: 马浩然

电话: 010-88321893

E-MAIL: mahr@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517120003

事件: 公司发布 2018 年半年报, 2018 年 H1 公司实现营业收入 24.08 亿元, 同比上涨 278.34%; 归属母公司净利润 1.8 亿元, 同比大幅增长 258.40%; 基本每股收益 0.24 元。

点评:

自组网订单爆发, 通道一体化业务为公司近期业绩一大增长点。

上半年, 通导一体化业务实现收入 16.20 亿元, 占营业收入总额的 67.29%, 2017 年贡献收入为 5.68 亿元; 毛利率 10.73%, 较 2017 年全年的 13.83% 有所下滑; 实现毛利 1.74 亿元, 占公司毛利总额的 32.74%。通导一体化业务板块主要为 2017 年新增的自组网业务。2017 年公司签署自组网业务订单超 20 亿元, 2018 年上半年订单超 25 亿元, 订单的逐步落地将为公司带来业绩增长。

自组网产品可广泛应用于军事、公共安全、应急调度等领域, 目前正处于市场爆发期, 我们预计未来几年公司自组网订单将维持较好的增长态势。同时, 公司有望拓展高附加值通导一体化产品, 继续提高板块收入和毛利率水平。

强化北斗高精度业务竞争优势, 上半年同比大幅增长 62.18%。上半年, 公司北斗高精度业务实现营业收入 4.40 亿元, 同比增长 62.18%。**测量测绘**方面, 上半年公司推出新一代测量 RTK 产品——G970II RTK, 发挥产品优势, 并且通过广州思拓力、Stonex、UniStrong、苏一光等多品牌、多渠道的市场拓展, 收入同比增长 61.67%; **高精度板卡、天线**方面, 高精度终端良好表现有效带动了高精度板卡、天线业务实现了快速增长, 收入同比增 229.43%; **精准农业**方面, 公司推出 EAS100 电动方向盘农机自动驾驶系统, 在精准农业自动驾驶设备上取得突破, 并且与“一拖”、“东风”、“五征”、“中联重科”等国内厂商以及海外多家知名拖拉机厂商展开产品开发合作, 为未来精准农业前装市场爆发打下基础, 上半年收入增长 43.56%。另外, 公司重点布局的高精度数字化施工机械控制领域取得了较好的进展。

我们认为, 目前我国卫星导航高精度服务尚处于市场导入阶段, 未来市场条件成熟后, 发展空间巨大。公司全产业链布局北斗高精度, 并积极拓展多个下游应用市场, 为公司未来发展提供长期成长动力。

和田项目收入确认较少导致上半年移动互联业务收入下滑，长期仍看好公安等领域业务拓展。上半年，公司北斗移动互联业务实现收入 1.72 亿元，同比下降 9.36%，主要原因为公安和田项目上半年确认收入较少。公司北斗移动互联业务在公安领域处于快速发展阶段，以警用综合平台、合成作战业务系统为主要应用，并加强以北斗时空信息为核心的智慧城市和安防领域的应用和市场开拓（雪亮工程等）。2017 年公司签订新疆 11.6 亿元“雪亮工程”PPP 和 EPC 项目，将逐步贡献业绩。我国公安信息化快速增长，公司“云+端”解决方案具备突出优势，我们较为看好公司在公安领域的业务发展前景。公司在民用航空和通航领域加强布局，并覆盖电力、金融、国土、城市管理等多个行业领域。长期看，移动互联业务亦具备长期增长的动力。

三费费用上浮，综合毛利率受通导一体化业务增长影响下降。上半年，公司期间费用共计 4.02 亿元，同比增长 52.79%，其中：管理费用同比增长 30.24%到 2.49 亿元，主要是由于研发费用同比增长 15.49%至 0.97 亿元，以及公司强化内部管理体系建设，人力资源和咨询管理费用上升所致；财务费用同比大幅增长 527.17%到 0.84 亿元；销售费用同比增长 17.9%到 0.70 亿元。

上半年，公司综合毛利率为 22.06%，同比下降 25.39 个百分点，主要是因为通导一体化业务毛利率低（10.73%），收入占比大幅提高所致。公司高精度业务毛利率 48.05%，同比提升 2.85 个百分点；北斗移动互联业务毛利率回落至 41.58%，同比下降 6.14 个百分点。

盈利预测和评级。公司自组网订单落地和公安业务拓展带来短期业绩快速增长，核心技术力不断加强，北斗高精度业务多领域布局将带来长期增长动力。我们看好公司未来发展前景，预计公司 2018~2020 年归母净利润分别为 4.34 亿元、5.84 亿元、7.42 亿元，EPS 分别为 0.58 元、0.79 元、1.00 元，对应当前股价的 PE 分别为 29 倍、22 倍和 17 倍，维持“买入”的投资评级。

风险提示：自主网业务持续性不达预期、公安等领域市场需求不及预期；高精度市场成熟进度不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

| | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 2287.7 | 5724.3 | 6829.1 | 8118.4 |
| (+/-%) | 95.48% | 150.22% | 19.30% | 18.88% |
| 归母净利润(百万元) | 241.93 | 434.31 | 583.65 | 741.82 |
| (+/-%) | 150.83% | 80% | 34% | 27% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.33 | 0.58 | 0.79 | 1.00 |
| 市盈率(PE) | 58.43 | 29.28 | 21.79 | 17.14 |

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

| 资产负债表(百万) | | | | | | 利润表(百万) | | | | | |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 货币资金 | 883 | 1741 | 57 | 68 | 81 | 营业收入 | 1170.3 | 2287.7 | 5724.3 | 6829.1 | 8118.4 |
| 应收和预付款项 | 749 | 2680 | 3050 | 3791 | 4345 | 营业成本 | 644.6 | 1368.7 | 4426.9 | 5299.8 | 6313.5 |
| 存货 | 445 | 742 | 4096 | 1695 | 5204 | 营业税金及附加 | 8.42 | 12.97 | 34.35 | 47.80 | 64.95 |
| 其他流动资产 | 23 | 31 | 31 | 31 | 31 | 销售费用 | 89.45 | 121.11 | 130.00 | 150.00 | 175.00 |
| 流动资产合计 | 2099 | 5193 | 7234 | 5585 | 9661 | 管理费用 | 300.39 | 438.72 | 500.00 | 550.00 | 600.00 |
| 长期股权投资 | 400 | 531 | 559 | 588 | 618 | 财务费用 | 19.60 | 76.12 | 164.24 | 141.40 | 142.88 |
| 投资性房地产 | 4 | 284 | 255 | 225 | 196 | 资产减值损失 | 10.50 | 53.86 | 25.23 | 25.23 | 25.23 |
| 固定资产 | 555 | 425 | 424 | 330 | 236 | 投资收益 | (1.98) | 17.89 | 28.00 | 29.00 | 30.00 |
| 在建工程 | 156 | 92 | 0 | 0 | 0 | 公允价值变动 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产开发支出 | 324 | 430 | 370 | 310 | 251 | 营业利润 | 95.32 | 234.14 | 471.53 | 643.95 | 826.86 |
| 长期待摊费用 | 6 | 8 | 4 | 0 | 0 | 其他非经营损益 | 18.86 | 1.06 | 40.00 | 45.00 | 50.00 |
| 其他非流动资产 | 51 | 2 | 2 | 2 | 2 | 利润总额 | 114.18 | 235.20 | 511.53 | 688.95 | 876.86 |
| 资产总计 | 4800 | 8187 | 10070 | 8264 | 12187 | 所得税 | 16.25 | 15.20 | 72.53 | 98.99 | 127.03 |
| 短期借款 | 706 | 207007 | 425390 | 47959 | 429818 | 净利润 | 97.93 | 220.00 | 439.00 | 589.95 | 749.83 |
| 应付和预收款项 | 409 | 2230 | 1497 | 2886 | 2259 | 少数股东损益 | 1.48 | 2.35 | 4.69 | 6.30 | 8.01 |
| 长期借款 | 86 | 109 | 119 | 129 | 139 | 归母股东净利润 | 96.45 | 241.93 | 434.31 | 583.65 | 741.82 |
| 其他负债 | 21 | 3 | 3 | 3 | 3 | | | | | | |
| 负债合计 | 1222 | 4412 | 5872 | 3498 | 6699 | | | | | | |
| 股本 | 244 | 743 | 743 | 743 | 743 | | | | | | |
| 资本公积 | 2857 | 2359 | 2359 | 2359 | 2359 | | | | | | |
| 留存收益 | 406 | 595 | 1013 | 1575 | 2289 | | | | | | |
| 归母公司股东权益 | 3507 | 3697 | 4115 | 4677 | 5391 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 70 | 79 | 83 | 90 | 98 | | | | | | |
| 股东权益合计 | 3578 | 3776 | 4198 | 4766 | 5488 | | | | | | |
| 负债和股东权益 | 4800 | 8188 | 10071 | 8264 | 12187 | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | |
| 现金流量表(百万) | | | | | | 预测指标 | | | | | |
| | | | | | | | | | | | |
| 经营性现金流 | (90) | (832) | (3741) | 3890 | (3698) | 毛利率 | 44.9% | 40.2% | 22.7% | 22.4% | 22.2% |
| 投资性现金流 | (916) | (173) | 34 | 38 | 43 | 销售净利率 | 8.4% | 9.6% | 7.7% | 8.6% | 9.2% |
| 融资性现金流 | 1341 | 1348 | 2023 | (3918) | 3668 | 销售收入增长率 | 54.6% | 95.5% | 150.2% | 19.3% | 18.9% |
| 现金增加额 | 339 | 342 | (1683) | 11 | 13 | EBIT 增长率 | 77.9% | 117.0% | 125.0% | 23.2% | 23.1% |
| | | | | | | 净利润增长率 | 59.2% | 125.7% | 99.5% | 34.4% | 27.1% |
| | | | | | | ROE | 2.7% | 5.9% | 10.6% | 12.5% | 13.8% |
| | | | | | | ROA | 2.0% | 2.7% | 4.3% | 7.1% | 6.1% |
| | | | | | | ROIC | 5.2% | 7.9% | 12.9% | 7.8% | 15.5% |
| | | | | | | EPS (X) | 0.13 | 0.33 | 0.58 | 0.79 | 1.00 |
| | | | | | | PE (X) | 131.86 | 58.43 | 29.28 | 21.79 | 17.14 |
| | | | | | | PB (X) | 3.63 | 3.44 | 3.09 | 2.72 | 2.36 |
| | | | | | | PS (X) | 10.87 | 5.56 | 2.22 | 1.86 | 1.57 |
| | | | | | | EV/EBITDA (X) | 19.37 | 33.12 | 20.68 | 13.59 | 14.72 |

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---------|-----|-------------|----------------------|
| 销售负责人 | 王方群 | 13810908467 | wangfq@tpyzq.com |
| 北京销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 北京销售 | 袁进 | 15715268999 | yuanjin@tpyzq.com |
| 北京销售 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 北京销售 | 李英文 | 18910735258 | liyw@tpyzq.com |
| 北京销售 | 孟超 | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com |
| 北京销售 | 付禹璇 | 18515222902 | fuyx@tpyzq.com |
| 上海销售副总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 上海销售 | 洪绚 | 13916720672 | hongxuan@tpyzq.com |
| 上海销售 | 李洋洋 | 18616341722 | liyangyang@tpyzq.com |
| 上海销售 | 宋悦 | 13764661684 | songyue@tpyzq.com |
| 上海销售 | 张梦莹 | 18605881577 | zhangmy@tpyzq.com |
| 上海销售 | 黄小芳 | 15221694319 | huangxf@tpyzq.com |
| 上海销售 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com |
| 上海销售 | 杨海萍 | 17717461796 | yanghp@tpyzq.com |
| 广深销售总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com |
| 广深销售 | 王佳美 | 18271801566 | wangjm@tpyzq.com |
| 广深销售 | 胡博涵 | 18566223256 | hubh@tpyzq.com |
| 广深销售 | 查方龙 | 18520786811 | zhafll@tpyzq.com |

| | | | |
|------|-----|-------------|-------------------|
| 广深销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 广深销售 | 杨帆 | 13925264660 | yangf@tpyzq.com |
| 广深销售 | 陈婷婷 | 18566247668 | chentt@tpyzq.com |



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610)88321761

传真: (8610)88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。