

合众思壮(002383)/计算机设备
签订自组网项目大订单，军工业务实现突破
评级：买入(维持)

市场价格：40.42

目标价格：60

分析师：李伟

执业证书编号：S0740516110001

Email: liwei@r.qlzq.com.cn

分析师：陈宁玉

执业证书编号：S0740517020004

电话：021-20315180

Email: chenyy@r.qlzq.com.cn

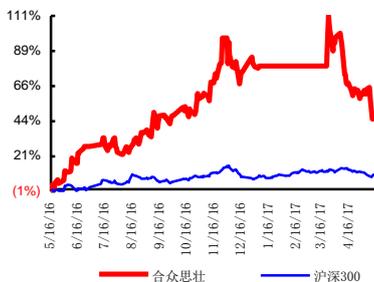
联系人：樊生龙

电话：021-20315180

Email: fansl@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	244
流通股本(百万股)	129
市价(元)	40.42
市值(百万元)	9,878
流通市值(百万元)	5,205

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 收购天派电子，完善高精度导航及自动驾驶领域布局

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	757.1	1,170.3	1,708.6	2,323.7	2,904.6
增长率 yoy%	54.5%	54.6%	46.0%	36.0%	25.0%
净利润	60.6	96.4	316.9	424.8	515.9
增长率 yoy%	51.2%	59.2%	228.6%	34.0%	21.5%
每股收益(元)	0.25	0.39	1.22	1.63	1.98
净资产收益率	3.4%	2.7%	6.6%	8.2%	9.3%
P/E	163.1	102.4	33.2	24.8	20.4
PEG	1.8	1.4	1.4	1.4	1.4
P/B	5.5	2.8	2.2	2.1	1.9

备注：

投资要点

- 公告概要：**2017年5月，参股公司北斗导航及下属全资子公司元博中分别与客户签署产品购销合同承接自组网项目。北斗导航以及元博中和分别与公司签署委托加工合同金额2.38亿元（智能通信网络数据处理器）、2.4亿元（便携式数据一体化移动基站），总金额占公司2016年营业收入的40.84%。
- 战略布局军民融合，军工业务实现重大突破。**北斗导航科技有限公司成立于2010年10月，致力于军用导航产品和专业领域中高端卫星导航产品研发与生产，具有军工资质。2016年10月，全资子公司北斗导航科技引进南京广丰投资管理中心、张鹏飞作为新增投资者，向北斗导航进行增资，其注册资本由5000万元增至1.52亿元。增资后公司持有北斗导航33%的股权，资金、技术和市场的结合，有利于加速其产业化进程。智能自组网具备快速组网、自动愈合、结构灵活等特性，能广泛应用于军用通信、应急救援、无线城市监控和无线传感器网络等场景。当自组网用于战时通信系统时，是C4ISR的重要一环。此次成功签订共4.78亿自组网项目合同，验证了公司产品在军工市场的竞争力，本合同预计在2017年确认收入，将对公司经营业绩产生积极影响。我们预计未来将有持续的订单收入，成为公司新的业绩增长点。
- 收购天派电子，布局汽车高精度导航和自动(辅助)驾驶。**天派自设立以来一直专业从事车载导航多媒体的研发、生产、销售和服务业务，从硬件设计、软件开发到系统整合均为其自主研发，海外优质客户包括AVT、ACR和Clarion等，同时逐步进入国内本田等车厂体系。顺应汽车前装导航多媒体发展趋势，2015年开始重新回归并大力发展前装车载多媒体导航业务。调整产品结构和客户开拓后，未来发展情景广阔。募投项目建设将使得公司具备100万台/年的生产能力，整体产能有望翻倍。2016年度天派电子实现业务收入40420.47万元，扣除非经常性损益的净利润为1489.49万元。天派承诺2017-2019年扣非净利润分别不低于3500万元、5000万元和6500万元。合众思壮作为国内卫星定位导航领域的高精度龙头企业，收购天派电子是合众思壮在汽车应用领域的产业布局之一，两者的结合将为合众思壮未来发展汽车高精度导航和自动(辅助)驾驶方面的产品和服务打下基础。
- 以高精度核心技术切入多个行业应用，打造中国Trimble。**2013年，公司完成对全球第三大高精度导航定位芯片与板卡企业Hemisphere高精度产品资产的收购，获取高精度产品的全部专利、软件目标代码和源代码、Hemisphere商标等，为公司高精度业务发展打下坚实基础。2014年，公司收购长春天成和招通致晟100%股权，借以开拓警务信息、警务情报系统等市场。2016年收购中科雅图、广州思拓力、吉欧电子、吉欧光学和海外StonexSrl，得以增强测量测绘市场产品及市场能力。公司拟向管理层及骨干授予权益不超过总计600万股，占总股本2.46%，其中不超过107.65万份股票期权，行权价格为48.76元/股，不超过492.35万股限制性股票，首次授予价格为每股24.38元。行权和解锁条件为：以2016年净利润为基数，2017-2019年净利润增长率分别不低于30%、60%、90%。回顾全球高精度龙头Trimble的成长，也是不断通过并购加强行业市场布局，市场份额快速提升。公司坚持协同业务并购和加强研发并举的策略，有望打造中国Trimble。
- 投资建议：**合众思壮业绩高增长，实际控制人前期全额认购10亿配套融资及股权激励彰显公司未来发展信心。我们看好公司作为国内高精度龙头，在行业应用市场的布局和发展潜力。军工业务实现重大突破，有望成为新的业绩增长点。暂不考虑配套融资股本摊薄，我们预计公司2017-2018年备考EPS分别为1.22元和1.63元，给予“买入”投资评级，6个月目标价60元。

- 风险提示：收购整合风险；卫星导航行业应用市场发展低于预期

利润表						财务指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	757.1	1,170.3	1,708.6	2,323.7	2,904.6	成长性					
减:营业成本	419.5	644.6	939.7	1,275.7	1,594.9	营业收入增长率	54.5%	54.6%	46.0%	36.0%	25.0%
营业税费	2.9	8.4	12.5	16.8	18.9	营业利润增长率	94.0%	145.7%	227.8%	37.5%	23.1%
销售费用	57.8	89.4	131.9	173.6	209.7	净利润增长率	51.2%	59.2%	228.6%	34.0%	21.5%
管理费用	228.3	300.4	437.7	591.8	735.4	EBITDA增长率	54.4%	87.7%	66.2%	31.7%	24.2%
财务费用	8.2	19.6	-46.6	-64.7	-63.9	EBIT增长率	112.6%	144.5%	131.4%	37.3%	27.3%
资产减值损失	11.3	10.5	10.9	10.7	10.8	NOPLAT增长率	83.0%	64.2%	133.1%	33.3%	25.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	41.9%	78.5%	-26.3%	17.3%	10.6%
投资和汇兑收益	9.8	-2.0	90.0	110.0	130.0	净资产增长率	25.5%	94.7%	34.8%	7.0%	8.0%
营业利润	38.8	95.3	312.5	429.7	528.8	利润率					
加:营业外净收支	30.6	18.9	32.0	32.0	32.0	毛利率	44.6%	44.9%	45.0%	45.1%	45.1%
利润总额	69.4	114.2	344.5	461.7	560.8	营业利润率	5.1%	8.1%	18.3%	18.5%	18.2%
减:所得税	6.0	16.3	27.6	36.9	44.9	净利润率	8.0%	8.2%	18.5%	18.3%	17.8%
净利润	60.6	96.4	316.9	424.8	515.9	EBITDA/营业收入	13.3%	16.1%	18.4%	17.8%	17.7%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	6.2%	9.8%	15.6%	15.7%	16.0%
货币资金	267.0	963.7	2,289.0	2,166.3	2,237.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	50	102	117	86	68
应收帐款	338.8	663.4	878.8	1,256.2	1,532.2	流动营业资本周转天数	194	175	194	208	216
应收票据	1.5	17.0	14.2	26.5	28.6	流动资产周转天数	443	487	654	664	604
预付帐款	43.6	68.5	100.5	144.0	179.3	应收帐款周转天数	108	137	144	146	153
存货	326.5	444.6	729.7	954.4	1,215.9	存货周转天数	138	125	126	130	134
其他流动资产	7.8	25.0	11.1	1.9	0.1	总资产周转天数	1,036	1,137	1,098	897	790
可供出售金融资产	7.9	53.6	53.6	53.6	53.6	投资资本周转天数	746	789	602	408	371
持有至到期投资	24.4	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	273.6	400.2	336.9	368.5	352.7	ROE	3.4%	2.7%	6.6%	8.2%	9.3%
投资性房地产	3.7	3.6	3.6	3.6	3.6	ROA	2.5%	2.0%	5.7%	7.0%	7.7%
固定资产	107.3	555.3	558.1	553.2	541.9	ROIC	5.5%	6.4%	8.3%	15.1%	16.1%
在建工程	481.4	155.9	124.7	99.7	79.8	费用率					
无形资产	238.6	292.1	272.6	254.4	237.5	销售费用率	7.6%	7.6%	7.7%	7.5%	7.2%
其他非流动资产	321.1	1,228.1	104.7	147.8	188.4	管理费用率	30.2%	25.7%	25.6%	25.5%	25.3%
资产总额	2,489.9	4,903.3	5,517.0	6,066.3	6,689.0	财务费用率	1.1%	1.7%	-2.7%	-2.8%	-2.2%
短期债务	310.2	706.2	-	-	-	三费/营业收入	38.9%	35.0%	30.6%	30.2%	30.3%
应付帐款	226.9	312.6	482.0	636.5	806.9	偿债能力					
应付票据	7.7	66.7	-	-	-	资产负债率	26.2%	27.0%	12.4%	14.5%	16.3%
其他流动负债	56.7	92.0	84.4	104.7	131.0	负债权益比	35.5%	37.1%	14.1%	17.0%	19.5%
长期借款	10.8	36.2	36.2	36.2	36.2	流动比率	1.62	1.82	6.54	5.55	5.03
其他非流动负债	33.1	89.9	29.5	19.0	15.2	速动比率	1.04	1.43	5.35	4.38	3.85
负债总额	652.4	1,325.7	680.8	875.6	1,084.4	利息保障倍数	5.72	5.86	-5.70	-5.65	-7.28
少数股东权益	46.8	70.2	70.2	70.2	70.2	分红指标					
股本	197.3	244.4	260.1	260.1	260.1	DPS(元)	-	-	0.24	0.33	0.40
留存收益	1,594.4	3,257.2	4,491.8	4,831.6	5,244.3	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	1,837.5	3,577.6	4,822.1	5,161.9	5,574.6	股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	0.8%	1.0%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	63.4	97.9	316.9	424.8	515.9	EPS(元)	0.25	0.39	1.22	1.63	1.98
加:折旧和摊销	55.7	76.4	47.8	48.1	48.2	BVPS(元)	7.33	14.35	18.27	19.58	21.16
资产减值准备	11.3	10.5	10.9	10.7	10.8	PE(X)	163.1	102.4	33.2	24.8	20.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.5	2.8	2.2	2.1	1.9
财务费用	11.3	28.8	-46.6	-64.7	-63.9	P/FCF	-28.9	-11.3	25.6	-1,157.5	49.4
投资收益	-9.8	2.0	-90.0	-110.0	-130.0	P/S	13.0	8.4	6.2	4.5	3.6
少数股东损益	2.8	1.5	-	-	-	EV/EBITDA	79.7	62.9	26.1	20.0	15.9
营运资金的变动	-178.8	-290.2	-419.5	-497.1	-404.7	CAGR(%)	88.6%	74.0%	23.2%	18.2%	14.9%
经营活动产生现金	-74.1	-87.0	-180.5	-188.2	-23.7	PEG	1.8	1.4	1.4	1.4	1.4
投资活动产生现金	-171.4	-915.9	159.2	78.4	145.8	ROIC/WACC	0.6	0.6	0.8	1.5	1.6
融资活动产生现金	225.5	1,341.3	224.5	-20.3	-39.3	REP	7.9	5.7	4.0	1.9	1.6

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。