

**合众思壮(002383)/计算机设备**
**收购天派电子, 完善高精度导航及自动驾驶领域布局**
**评级: 买入(首次)**

市场价格: 49.6

目标价格: 66

分析师: 李伟

执业证书编号: S0740516110001

电话:

Email: liwei@r.qlzq.com.cn

分析师: 陈宁玉

执业证书编号: S0740517020004

Email: chenney@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)	49.6
市值(百万元)	12,121
流通市值(百万元)	6,387

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	489.87	757.07	1,190.00	2,950.00	4,080.00
增长率 yoy%	-20.96%	54.54%	57.19%	147.90%	38.31%
净利润	40.06	60.58	96.38	239.88	354.59
增长率 yoy%	308.70%	51.22%	59.10%	148.90%	47.82%
每股收益(元)	0.21	0.31	0.39	0.92	1.36
净资产收益率	2.81%	3.38%	5.11%	11.28%	14.29%
P/E	111.04	131.44	125.49	53.66	36.30
PEG	0.36	2.57	2.12	0.36	0.76
P/B	3.13	4.45	6.41	6.05	5.19

备注:

**投资要点**

■ **公告摘要:** (1) 拟作价 6 亿收购天派电子 100% 股权, 全部以发行股份的方式支付交易对价, 发行价格为 38.16 元/股。同时拟增发募集配套资金总额不超过 6 亿元, 用于车载导航多媒体信息系统开发及产业化项目和全国营销及服务网络建设项目。(2) 2016 年业绩快报, 预计实现营收 11.47 亿元, 同比增长 51.51%; 实现净利润 9627.66 万元, 同比增长 58.93%。拟每 10 股转增股本 30 股。

■ **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、软件开发到系统集成均为其自主研发, 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。

■ **北斗创造中国企业弯道超车, 高精度应用迎来巨大发展空间。**北斗卫星导航系统是中国正在实施的自主发展、独立运行的全球卫星导航系统, 能够为用户提供定位、授时与短报文通信的一体化服务。我国高度重视北斗系统建设, 将北斗系统列为国家科技重大专项, 支撑国家创新发展战略。自我国北斗系统服务提供以来, 国家不断出台各项政策来支持北斗行业的发展, 2015 年我国卫星导航与位置服务产业总体仍然保持高速发展态势, 产业总体产值达到 1735 亿元, 较 2014 年增长 29.2%。未来十年, 亚太市场将是全球 GNSS 市场最活跃的区域, 增速远远大于北美, 是北斗发展的核心市场, 亚太+北斗给中国企业创造了弯道超车的机会。同时随着我国对高精度定位应用在大量行业的普及, 未来高精度应用将会有巨大的发展潜力和市场空间。

■ **外延并购发力高精度, 同时切入多个行业应用, 打造中国 Trimble。**2013 年, 公司完成对全球第三大高精度卫星导航定位芯片与 OEM 板卡企业 Hemisphere (半球) 公司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, 借以开拓警务信息系统、警务情报系统等市场。2016 年, 公司收购了中科雅图、广州思拓力、吉欧电子、吉欧光学和上海泰坦, 得以增强授时、测量测绘市场产品及市场能力。公司在公告中还强调, 未来 12 个月内有大量行业整合的投资机会, 公司将适当采取增加投资等方式, 努力实现公司的外延式增长。公司发布股权激励草案, 拟向激励对象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, 行权价格为每股 48.76 元, 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, 公司 2017-2019 年净利润增长率分别不低于 30%、60%、90%。股权激励彰显公司发展信心。

■ **投资建议:** 合众思壮 2016 年业绩高增长, 股本扩张以及股权激励彰显公

司未来发展信心。收购天派电子，布局汽车高精度导航和自动（辅助）驾驶。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。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 0.92 元和 1.36 元，给予“买入”投资评级，6 个月目标价 66 元。

■ 风险提示事件：收购整合风险；卫星导航行业应用市场发展低于预期

损益表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业总收入</b>	<b>620</b>	<b>490</b>	<b>757</b>	<b>1,190</b>	<b>2,950</b>	<b>4,080</b>
增长率	49.35%	-21.0%	54.5%	57.2%	147.9%	38.3%
营业成本	-357	-299	-419	-650	-1,750	-2,391
% 销售收入	57.6%	61.1%	55.4%	54.7%	59.3%	58.6%
毛利	263	190	338	540	1,201	1,689
% 销售收入	42.4%	38.9%	44.6%	45.3%	40.7%	41.4%
营业税金及附加	-9	-3	-3	-3	-7	-9
% 销售收入	1.5%	0.6%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%
营业费用	-59	-54	-58	-104	-221	-306
% 销售收入	9.5%	11.0%	7.6%	8.7%	7.5%	7.5%
管理费用	-228	-213	-228	-349	-693	-959
% 销售收入	36.7%	43.5%	30.2%	29.3%	23.5%	23.5%
息税前利润 (EBIT)	-33	-79	49	84	279	415
% 销售收入	-5.3%	-16.2%	6.4%	7.1%	9.5%	10.2%
财务费用	-2	-2	-8	-20	-5	-5
% 销售收入	0.3%	0.4%	1.1%	1.7%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-23	-18	-11	-12	-40	-32
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	55	120	10	46	34	38
% 税前利润	217.0%	230.6%	14.1%	36.1%	11.4%	8.6%
营业利润	-3	20	39	98	268	416
营业利润率	-0.4%	4.1%	5.1%	8.2%	9.1%	10.2%
营业外收支	28	32	31	31	31	31
税前利润	<b>25</b>	<b>52</b>	<b>69</b>	<b>129</b>	<b>298</b>	<b>447</b>
利润率	4.1%	10.6%	9.2%	10.8%	10.1%	10.9%
所得税	-14	-15	-6	-29	-57	-83
所得税率	53.1%	28.7%	8.7%	22.8%	19.1%	18.6%
净利润	12	37	63	99	242	364
少数股东损益	2	-3	3	3	4	10
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>10</b>	<b>40</b>	<b>61</b>	<b>96</b>	<b>238</b>	<b>354</b>
净利率	1.6%	8.2%	8.0%	8.1%	8.1%	8.7%

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	12	37	63	99	242	364
少数股东损益	0	0	0	3	4	10
非现金支出	60	62	67	65	91	80
非经营收益	-52	-109	-1	-77	-65	-69
营运资金变动	-36	-57	-203	-222	-1,062	-647
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-16</b>	<b>-67</b>	<b>-74</b>	<b>-132</b>	<b>-790</b>	<b>-262</b>
资本开支	238	162	70	-23	114	109
投资	-108	133	-103	0	0	0
其他	0	2	1	46	34	38
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-346</b>	<b>-26</b>	<b>-171</b>	<b>69</b>	<b>-80</b>	<b>-70</b>
股权募资	0	0	103	1,862	1,556	0
债权募资	111	57	139	0	0	0
其他	-13	-12	-16	0	0	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>97</b>	<b>45</b>	<b>226</b>	<b>1,862</b>	<b>1,556</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-265</b>	<b>-48</b>	<b>-19</b>	<b>1,799</b>	<b>686</b>	<b>-332</b>

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	334	288	267	2,063	2,745	2,403
应收款项	276	300	340	521	1,350	1,860
存货	198	229	326	396	1,062	1,468
其他流动资产	29	62	51	87	225	294
流动资产	837	879	985	3,067	5,382	6,026
% 总资产	47.1%	47.1%	39.6%	67.8%	77.6%	78.5%
长期投资	205	191	316	316	316	316
固定资产	515	524	589	629	670	721
% 总资产	28.9%	28.1%	23.6%	13.9%	9.7%	9.4%
无形资产	195	262	582	497	551	591
非流动资产	942	989	1,505	1,460	1,554	1,646
% 总资产	52.9%	52.9%	60.4%	32.2%	22.4%	21.5%
<b>资产总计</b>	<b>1,779</b>	<b>1,867</b>	<b>2,490</b>	<b>4,527</b>	<b>6,936</b>	<b>7,671</b>
短期借款	40	92	310	310	310	310
应付款项	121	153	256	306	824	1,139
其他流动负债	68	42	43	68	161	217
流动负债	229	286	608	684	1,295	1,667
长期贷款	83	87	11	11	11	11
其他长期负债	21	29	33	33	33	33
<b>负债</b>	<b>333</b>	<b>403</b>	<b>652</b>	<b>728</b>	<b>1,339</b>	<b>1,711</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,401</b>	<b>1,423</b>	<b>1,791</b>	<b>3,749</b>	<b>5,543</b>	<b>5,897</b>
少数股东权益	45	41	47	50	54	64
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,779</b>	<b>1,867</b>	<b>2,490</b>	<b>4,527</b>	<b>6,936</b>	<b>7,671</b>

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标</b>						
每股收益(元)	0.052	0.214	0.307	0.394	0.914	1.361
每股净资产(元)	7.484	7.602	9.075	15.342	21.314	22.676
每股经营现金净流(元)	-0.084	-0.356	-0.376	-0.551	-3.053	-1.045
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	0.70%	2.81%	3.38%	2.57%	4.29%	6.00%
总资产收益率	0.55%	2.15%	2.43%	2.12%	3.43%	4.61%
投入资本收益率	-1.51%	-4.85%	2.81%	3.72%	7.89%	9.48%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	49.35%	-20.96%	54.54%	57.19%	147.90%	38.31%
EBIT增长率	51.91%	-140.00%	161.29%	72.83%	232.11%	48.80%
净利润增长率	117.78%	308.70%	51.22%	58.79%	147.14%	48.93%
总资产增长率	13.67%	4.95%	33.35%	81.81%	53.21%	10.61%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款/周转天数	118.4	148.5	109.7	126.6	130.7	126.8
存货/周转天数	174.6	260.4	241.6	222.3	221.6	224.1
应付账款/周转天数	70.0	97.9	87.6	79.6	82.3	83.5
固定资产/周转天数	127.5	117.1	50.9	24.7	3.8	-0.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-14.63%	-7.38%	2.94%	-45.86%	-43.32%	-34.93%
EBIT利息保障倍数	-17.9	-37.6	5.9	4.2	55.8	83.0
资产负债率	18.71%	21.58%	26.20%	16.09%	19.31%	22.30%

### 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。