

2017 年 03 月 21 日
合众思壮 (002383.SZ)

收购天派电子，自动驾驶布局日趋完善

事件：公司公告，拟收购天派电子 100% 股权，交易价格不超过 60,000 万元，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。同时拟向不超过 10 名特定投资者定增募集配套资金总额不超过 60,000 万元，募集配套资金将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。

点评：

➤ **天派电子是国内汽车多媒体导航设备领导者。**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，主要客户包括 AVT、ACR 和 Clarion。天派自 2015 年下半年开始剥离原有亏损的后装多媒体导航业务，大力发展前装车载导航多媒体业务，2016 年度天派电子实现业务收入 40,420.47 万元，扣除非经常性损益的净利润为 1,489.49 万元。天派承诺 2017-2019 年扣非净利润分别为不低于 3,500 万元、5,000 万元和 6,500 万元。

➤ **外延完善自动驾驶布局，协同效应显著，募投项目实施后公司车载导航多媒体产能有望翻倍。**天派具备约 80 万台/年的产能，目前接近满产，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，奠定未来业绩增长基础。公司作为国内卫星定位导航领域的龙头企业，致力于北斗高精度定位导航和空间信息应用产品和服务，收购天派后公司将实现北斗高精度导航和天派电子车载多媒体业务的协同发展，两者的结合将为公司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。

➤ **2016 年业绩高增长，10 送 30 加速股本扩张，巨额股权激励彰显信心。**2017 年 2 月 28 日，公司公告披露 2016 年业绩快报，预计营收为 114,705.47 万元，同比增长 51.51%；净利润 9,627.66 万元，同比增长 58.93%。3 月 1 日，公司公告预披露 2016 年利润分配方案，拟以资本公积金转增股本的方式向全体股东每 10 股转增股本 30 股。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。3 月 3 日，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

公司快报

证券研究报告

专用计算机设备

投资评级 买入-A
维持评级
6 个月目标价： 60.00 元
股价 (2017-03-21) 49.60 元

交易数据

总市值 (百万元)	12,121.38
流通市值 (百万元)	6,387.25
总股本 (百万股)	244.38
流通股本 (百万股)	128.78
12 个月价格区间	27.19/54.60 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.89	-7.26	34.02
绝对收益	0.0	-2.57	36.56

胡又文

分析师

 SAC 执业证书编号：S1450511050001
 huyw@essence.com.cn
 021-35082010

相关报告

- 合众思壮：业绩符合预期，北斗导航引入战投加速产业化 2016-10-28
- 合众思壮：收购 Stonex，助力“中国精度”走向世界 2016-10-11
- 合众思壮：收购顺利完成，打造从芯片、产品到服务的全产业链北斗龙头 2016-09-26

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%。

➤ **投资建议:** 收购天派电子,助力公司在自动驾驶领域加速发展。年报预计高增长,10 送 30 加速股本扩张,巨额股权激励彰显信心。暂不考虑配套融资摊薄股本,预计公司 2016-2018 年备考 EPS 分别为 0.40 元、1.35 元和 1.92 元,维持“买入-A”投资评级,6 个月目标价 60 元。

➤ **风险提示:** 传统业务竞争加剧,产业整合不达预期。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	489.9	757.1	1,128.0	2,763.7	3,758.6
净利润	40.1	60.6	96.8	350.1	499.0
每股收益(元)	0.16	0.25	0.40	1.35	1.92
每股净资产(元)	5.82	7.33	11.86	12.28	13.81

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	302.6	200.1	125.3	36.8	25.9
市净率(倍)	8.5	6.8	4.2	4.0	3.6
净利润率	8.2%	8.0%	8.6%	12.7%	13.3%
净资产收益率	2.5%	3.4%	3.3%	10.8%	13.7%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.2%	0.5%	0.8%
ROIC	3.2%	5.5%	4.2%	19.4%	19.3%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	489.9	757.1	1,128.0	2,763.7	3,758.6	成长性					
减:营业成本	299.4	419.5	629.4	1,381.8	1,841.7	营业收入增长率	-21.0%	54.5%	49.0%	145.0%	36.0%
营业税费	2.8	2.9	5.4	12.0	15.8	营业利润增长率	-874.2%	94.0%	88.7%	376.2%	46.4%
销售费用	53.7	57.8	87.1	206.4	271.4	净利润增长率	308.7%	51.2%	59.7%	261.9%	42.5%
管理费用	213.3	228.3	339.6	827.9	1,120.3	EBITDA 增长率	86.6%	54.4%	-21.6%	348.5%	49.8%
财务费用	2.1	8.2	-21.5	-26.1	-14.9	EBIT 增长率	-3080.3	112.6%	10.0%	523.7%	53.7%
资产减值损失	18.2	11.3	14.8	13.1	13.9	NOPLAT 增长率	183.3%	83.0%	7.5%	323.6%	48.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	6.7%	41.9%	-8.8%	50.0%	18.2%
投资和汇兑收益	119.6	9.8	-	-	-	净资产增长率	1.2%	25.5%	60.2%	10.0%	12.3%
营业利润	20.0	38.8	73.2	348.6	510.4	利润率					
加:营业外净收支	31.9	30.6	32.0	32.0	32.0	毛利率	38.9%	44.6%	44.2%	50.0%	51.0%
利润总额	51.9	69.4	105.2	380.6	542.4	营业利润率	4.1%	5.1%	6.5%	12.6%	13.6%
减:所得税	14.9	6.0	8.4	30.4	43.4	净利润率	8.2%	8.0%	8.6%	12.7%	13.3%
净利润	40.1	60.6	96.8	350.1	499.0	EBITDA/营业收入	13.3%	13.3%	7.0%	12.8%	14.1%
						EBIT/营业收入	4.5%	6.2%	4.6%	11.7%	13.2%
						运营效率					
						固定资产周转天数	116	50	48	29	26
						流动资产周转天数	261	194	170	136	162
						流动资产周转天数	631	443	517	340	317
						应收账款周转天数	146	108	111	93	115
						存货周转天数	165	138	136	106	125
						总资产周转天数	1,340	1,036	937	493	434
						投资资本周转天数	924	746	562	273	263
						投资回报率					
						ROE	2.5%	3.4%	3.3%	10.8%	13.7%
						ROA	2.0%	2.5%	2.9%	8.4%	10.2%
						ROIC	3.2%	5.5%	4.2%	19.4%	19.3%
						费用率					
						销售费用率	11.0%	7.6%	7.7%	7.5%	7.2%
						管理费用率	43.5%	30.2%	30.1%	30.0%	29.8%
						财务费用率	0.4%	1.1%	-1.9%	-0.9%	-0.4%
						三费/营业收入	54.9%	38.9%	35.9%	36.5%	36.6%
						偿债能力					
						资产负债率	21.6%	26.2%	13.0%	22.7%	25.4%
						负债权益比	27.5%	35.5%	14.9%	29.4%	34.0%
						流动比率	3.07	1.62	5.63	3.15	2.92
						速动比率	2.27	1.04	4.38	1.95	1.73
						利息保障倍数	10.48	5.72	-2.41	-12.34	-33.23
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	0.08	0.27	0.38
						分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.2%	0.5%	0.8%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	37.0	63.4	96.8	350.1	499.0	EPS(元)	0.16	0.25	0.40	1.35	1.92
加:折旧和摊销	44.1	55.7	27.1	30.9	33.8	BVPS(元)	5.82	7.33	11.86	12.28	13.81
资产减值准备	18.2	11.3	14.8	13.1	13.9	PE(X)	302.6	200.1	125.3	36.8	25.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.5	6.8	4.2	4.0	3.6
财务费用	4.2	11.3	-21.5	-26.1	-14.9	P/FCF	766.8	-35.5	-237.5	-26.4	319.8
投资损失	-119.6	-9.8	-	-	-	P/S	24.7	16.0	10.7	4.7	3.4
少数股东损益	-3.1	2.8	-	-	-	EV/EBITDA	66.4	79.7	138.4	34.6	23.2
营运资金的变动	-38.7	-178.8	-222.3	-924.3	-565.5	CAGR(%)	111.5%	99.0%	65.7%	12.1%	-11.8%
经营活动产生现金流量	-66.7	-74.1	-105.2	-556.3	-33.7	PEG	2.7	2.0	1.9	3.0	-2.2
投资活动产生现金流量	-26.0	-171.4	68.5	-34.1	17.1	ROIC/WACC	0.3	0.6	0.4	1.9	1.9
融资活动产生现金流量	46.2	225.5	720.1	-28.2	-84.9	REP	10.4	7.9	15.5	2.5	2.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

胡又文声明, 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

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司(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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034