

审慎推荐-A (首次)

合众思壮 002383.SZ

目标估值：NA
当前股价：61.51 元
2010 年 6 月 16 日

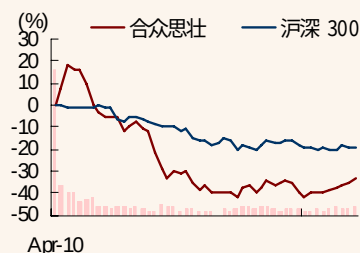
公司处于推广自主品牌的投入期

基础数据

上证综指	2570
总股本(万股)	12000
已上市流通股(万股)	2400
总市值(亿元)	74
流通市值(亿元)	15
每股净资产(MRQ)	11.9
ROE(TTM)	6.2
资产负债率	7.6%
主要股东	
主要股东持股比例	

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	66	66
相对表现	15	89	73



相关报告

曾斌

021-68407809
zengb@cmschina.com.cn
S1090209070294

我们最近对公司进行了调研，在大众市场上，公司已放弃 Garmin PND(便携式导航仪)产品独家代理权，开始销售自主品牌产品。我们认为短期内公司加大市场投入和研发支出，对业绩有一定影响，但长期看好公司的市场能力和品牌形象。预测 10、11 年 EPS 0.79、1.06 元，给予“审慎推荐-A”投资评级，暂不给予目标价。

- 一季度收入同比增 9%，净利润同比增-45%，主因是毛利率下降的同时，销售、管理费用大幅度增加。单季度毛利率 34%，相比去年同期的 38%有所下降；销售、管理费用同比增 39%、35%；
- 公司加大了对自主生产 PND 产品的市场推广和研发投入，短期内对业绩有一定影响。公司一季度才开始大规模推广自主品牌“任我游”，公司公告称加大了对自主生产 PND 产品的品牌推广等市场推广投入、研究开发支出；在收入未有明显体现时，费用的刚性导致了利润的下滑；未来一段时间内，公司还会继续对自主品牌的市场和研发进行投入；
- 公司未来将逐步转向大众消费市场，专业市场将保持稳定增长。至 09 年止，公司的主要产品市场为专业领域市场，占当年总收入 71%，包括 GIS 数据采集产品、高精度测量产品和系统产品、车载导航产品中的车辆调度产品等；今年一季度专业领域市场也保持了稳定增长。公司未来将逐步转向大众消费领域，是因为大众市场的市场容量大(中国的大众市场的规模约是专业市场的 10 倍)；
- 募资 10.5 亿的使用，是未来跨越式发展的关键。公司超募 5.8 亿元，目前仅部分用于还贷，未来能否实现跨越式发展，关键在于超募资金的使用；
- 首次给予“审慎推荐-A”投资评级：我们认为一季度的净利润下滑有季节性因素和品牌推广初期的影响，未来几个季度费用率将会下降，预测 10、11 年 EPS 0.79 元、1.06 元，目前股价对应 10 年 78 倍 PE，考虑到公司拥有大众消费品牌、市场能力强、GPS 行业处于爆炸性增长前期等诸多利好因素，我们首次给予“审慎推荐-A”投资评级，暂不给予目标价；
- 风险提示：如果市场情况发生重大变化导致公司和 Garmin 的合作不能继续，公司需要自主生产或者从其他供应商处采购专业手持机硬件。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	447	426	496	615	800
同比增长	-10%	-5%	17%	24%	30%
营业利润(百万元)	79	77	91	127	176
同比增长	-27%	-3%	18%	40%	38%
净利润(百万元)	81	84	94	127	171
同比增长	-21%	4%	12%	35%	35%
每股收益(元)	0.90	0.93	0.79	1.06	1.42
PE	68.3	66.0	78.3	58.2	43.2
PB	19.4	15.0	5.0	4.8	4.6

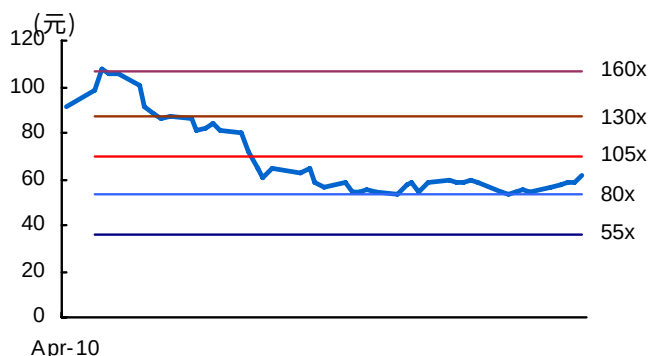
资料来源：招商证券

表 7：通信设备商估值对比表

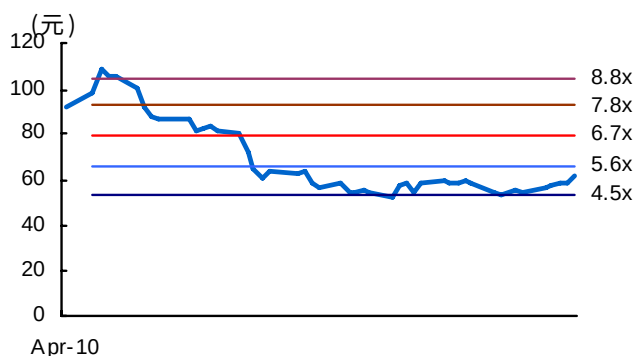
公司	代码	EPS			盈利增长率			PE			PB	PS	ROE	市值	股价
		09	10E	11E	09	10E	11E	09	10E	11E	MRQ	10E	TTM	亿元	(元)
中兴 A 股	000063	1.34	1.85	2.39	48	38	26	24	18	14	3.0	0.8	12	620	32.4
中兴 H 股	0763	1.34	2.11	2.73	48	38	26	28	18	14	3.5	0.9	12	813	28.4
武汉凡谷	002194	0.61	0.78	0.94	4	28	20	26	20	17	4.7	4.7	16	88	15.9
烽火通信	600498	0.59	0.84	1.11	50	41	33	47	34	25	3.9	2.0	9	124	28.1
中天科技	600522	1.04	1.22	1.43	129	17	17	19	17	14	3.9	1.4	21	65	20.2
大唐电信	600198	0.00	0.25	0.34	26	89	38	N/A	65	47	16.6	1.8	7	71	16.2
亿阳信通	600289	0.23	0.23	0.36	12	57	55	40	40	26	3.8	4.8	6	52	9.3
国脉科技	002093	0.35	0.35	0.48	20	48	40	40	40	29	10.6	6.5	18	56	13.9
亨通光电	600487	1.11	1.35	1.59	73	22	18	26	21	18	3.7	1.8	15	48	28.9
恒宝股份	002104	0.32	0.34	0.47	16	58	39	50	48	34	13.9	11.0	17	71	16.0
新海宜	002089	0.38	0.63	0.86	163	63	37	47	29	21	7.3	5.6	16	39	18.1
中创信测	600485	0.19	0.47	0.62	(53)	149	30	83	34	26	5.4	5.9	7	22	16.0
三维通信	002115	0.58	0.52	0.68	37	44	32	27	30	23	5.2	3.0	12	34	15.8
长江通信	600345	0.31	0.20	0.16	201	(34)	(19)	46	69	86	2.7	4.6	7	28	14.0
东信和平	002017	0.16	0.39	0.59	(25)	148	50	119	48	32	6.0	3.3	4	38	18.9
动力源	600405	0.19	0.20	0.30	681	0	0	46	44	29	4.6	3.0	10	18	8.8
奥维通信	002231	0.22	0.18	0.20	19	18	14	56	71	63	5.1	8.9	6	20	12.6
拓维信息	002261	0.78	0.75	0.99	11	26	31	36	37	29	7.3	10.6	14	41	28.2
北纬通信	002148	0.78	0.75	0.99	3	25	40	47	49	37	7.2	12.5	9	28	36.8
卓翼科技	002369	0.47	0.59	0.82	63	56	30	75	60	43	4.9	4.4	8	35	35.2
世纪鼎利	300050	2.78	2.96	4.08	186	43	38	47	44	32	5.4	15.1	9	71	130.9
平均					81	46	28	47	40	31	6	5	11		

资料来源：Wind, 招商证券

注：股价为 10 年 6 月 9 日收盘价；中兴 H 股股价和市值单位为港币，其余均为人民币；

图 1：合众思壮历史 PE Band


资料来源：招商证券研发中心

图 2：合众思壮历史 PB Band


资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	331	390	1432	1479	1551
现金	168	193	1221	1226	1226
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2	8	9	11	14
应收款项	45	84	86	101	131
其它应收款	8	5	6	8	10
存货	105	91	99	120	153
其他	4	9	11	13	17
非流动资产	63	81	114	140	170
长期股权投资	1	0	0	0	0
固定资产	25	46	79	107	137
无形资产	8	8	7	6	6
其他	29	28	28	27	27
资产总计	394	471	1545	1620	1721
流动负债	106	97	76	87	103
短期借款	2	30	0	0	0
应付账款	30	36	43	52	67
预收账款	8	6	7	8	10
其他	66	26	26	26	26
长期负债	3	4	3	3	3
长期借款	0	0	0	0	0
其他	3	4	3	3	3
负债合计	109	101	79	90	106
股本	90	90	120	120	120
资本公积金	44	44	1064	1064	1064
留存收益	152	235	283	346	431
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	286	370	1466	1529	1615
负债及权益合计	394	471	1545	1620	1721

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	74	64	80	95	118
净利润	81	84	94	127	171
折旧摊销	0	0	8	10	13
财务费用	1	(1)	(7)	(11)	(11)
投资收益	(1)	(0)	0	0	0
营运资金变动	0	0	(6)	(37)	(63)
其它	(7)	(19)	(9)	5	8
投资活动现金流	(12)	(18)	(31)	(37)	(43)
资本支出	0	0	(31)	(37)	(43)
其他投资	(12)	(18)	0	0	0
筹资活动现金流	(0)	(21)	979	(53)	(75)
借款变动	0	0	(30)	0	0
普通股增加	0	0	30	0	0
资本公积增加	0	0	1019	0	0
股利分配	0	0	(47)	(63)	(85)
其他	(0)	(21)	7	11	11
现金净增加额	62	25	1028	5	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	447	426	496	615	800
营业成本	253	251	304	371	470
营业税金及附加	3	4	5	6	8
营业费用	51	29	35	43	54
管理费用	61	63	67	76	99
财务费用	1	(1)	(7)	(11)	(11)
资产减值损失	(1)	2	2	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	0
营业利润	79	77	91	127	176
营业外收入	14	16	14	14	14
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	92	93	104	140	189
所得税	11	9	10	14	18
净利润	81	84	94	127	171
少数股东损益	(0)	0	0	0	0
母公司所有者净利润	81	84	94	127	171
EPS (元)	0.90	0.93	0.79	1.06	1.42

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-10%	-5%	17%	24%	30%
营业利润	-27%	-3%	18%	40%	38%
净利润	-21%	4%	12%	35%	35%
获利能力					
毛利率	43.3%	41.0%	38.7%	39.7%	41.2%
净利率	18.1%	19.7%	19.0%	20.6%	21.3%
ROE	28.4%	22.7%	6.4%	8.3%	10.6%
ROIC	22.3%	17.3%	5.2%	6.8%	9.2%
偿债能力					
资产负债率	27.6%	21.5%	5.1%	5.6%	6.2%
净负债比率	8.1%	6.4%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.1	4.0	18.8	17.0	15.0
速动比率	2.1	3.1	17.5	15.6	13.6
营运能力					
资产周转率	1.1	0.9	0.3	0.4	0.5
存货周转率	2.5	2.6	3.2	3.4	3.4
应收账款周转率	7.9	6.7	5.9	6.6	6.9
应付账款周转率	6.1	7.6	7.7	7.8	7.9
每股资料(元)					
每股收益	0.90	0.93	0.79	1.06	1.42
每股经营现金	0.83	0.71	0.67	0.79	0.98
每股净资产	3.17	4.11	12.22	12.75	13.46
每股股利	0.00	0.30	0.39	0.53	0.71
估值比率					
PE	68.3	66.0	78.3	58.2	43.2
PB	19.4	15.0	5.0	4.8	4.6
EV/EBITDA	19.9	20.7	18.2	13.2	9.4

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

曾斌，6 年通信行业从业经历，目前为招商证券通信行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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。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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。