轨交信号系统国产化加速

增持 维持

投资要点:

- 公司轨交信号系统通过英国劳氏认证，国产化迈出关键一步
- 国产化后将有望大幅提升该业务的毛利率
- 预计 2012 年每股收益为 0.40 元，维持“增持”评级

- **公司 CBTC 系统通过英国劳氏认证。**公司今日发布公告，众合轨道目前已经完成了 CBTC 系统即基于通信的列车轨道系统的自主研发，并顺利通过了英国劳氏的安全认证。此次通过认证表明公司轨交信号系统国产化的障碍已经消除，下一步公司将进行自主化的 CBTC 的示范工程，并进一步进行行业推广。
- **轨交信号系统国产化意义重大，有望快速推广。**我国轨道交通信号系统长期以来依赖国外技术，虽然有国内公司参与，但该系统核心技术一直没有掌握，因此公司此次 CBTC 系统的通过认证意义重大。在卡斯柯等提供的信号系统事故频发的情况下，众合机电的国产化信号系统有望快速推广。
- **国产化后毛利率将迅速提升，增强公司盈利能力。**由于此前国内公司不具备核心技术，因此该业务公司的毛利率在 25%左右；如果国产化推广完成后，我们判断其毛利率有望逐步上升至 35%，将大幅增强公司的盈利能力。另外 2011 年轨交信号业务的增长低于我们此前的预期，但公司在手项目及有望获得的项目将保证 2012 年收入的稳步增长。
- **略调整盈利预测，维持“增持”评级。**综合考虑轨道交通业务交货进度较慢及轨交信号系统国产化在即，我们调整 2011/12/13 年的 EPS 分别至 0.21/0.40/0.66 元。目前股价对应 2012/13 年的 PE 分别为 25/15 倍，后续的看点在于轨交信号系统在国内地铁上的示范及推广效果，维持对其的“增持”评级。

主要经营指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1206.42	1048.16	1349.76	1775.24	2319.28
收入增长率	*1183.61%*	*-13.12%*	*28.77%*	*31.52%*	*30.65%*
母公司净利润	93.51	53.70	64.56	119.08	197.66
净利润增长率	*333.12%*	*-42.57%*	*20.22%*	*84.46%*	*65.99%*
EPS	0.310	0.178	0.214	0.395	0.656
毛利率	*17.05%*	*20.97%*	*20.72%*	*21.75%*	*22.75%*
ROE	*16.95%*	*8.90%*	*9.67%*	*15.13%*	*20.08%*

分析师

王静（S1180207090092）

赵曦（S1180511010008）

电话： 010-88085960

Email： zhaoxi@hysec.com

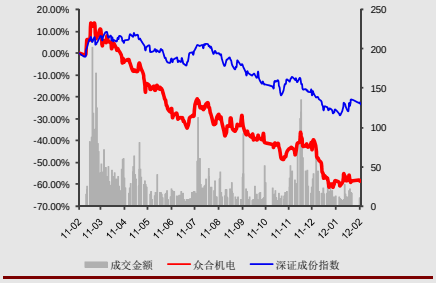
联系人

徐伟

电话： 010-88085388

Email： xuwei@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本（万股）	30,133.81
流通股（万股）	10,876.00
控股股东	浙大网新科技股份有限公司
控股股东持股比例	29.68%

相关研究

1 众合机电：轨交信号业务低于预期 2011.08

2 众合机电：轨道交通信号系统领跑者 2011.01

表 1 财务报表预测

资产负债表				
单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,654	1,948	2,359	2,953
货币资金	270	325	357	673
应收与预付款项	1,207	1,415	1,742	1,971
存货	162	195	246	297
非流动资产	619	630	612	588
固定资产在建工程	247	298	320	337
无形资产待摊费用	372	332	291	251
资产总计	2,273	2,578	2,970	3,541
流动负债	1,251	1,490	1,763	2,134
短期借款	410	420	440	470
应付与预收账款	841	1,070	1,323	1,664
长期借款	408	408	408	408
非流动负债	414	414	414	414
负债合计	1,666	1,905	2,177	2,549
股本	279	279	279	279
资本公积	342	342	342	342
留存收益	-18	46	165	363
少数股东权益	5	5	6	8
归属于母公司权益	603	668	787	984
负债股东权益合计	2,273	2,578	2,970	3,541

现金流量表				
单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-46	177	125	397
净利润	54	52	109	191
折旧摊销	39	75	85	93
资产减值损失	-28	15	13	11
利息费用	31	45	44	40
投资活动现金流	-262	-87	-69	-72
融资活动现金流	261	-35	-24	-10
现金流量净额	-51	55	32	315

利润表				
单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,048	1,350	1,775	2,319
营业成本	828	1,070	1,389	1,792
营业税金及附加	13	17	23	30
销售费用	41	38	44	46
管理费用	92	113	146	186
财务费用	43	35	32	30
资产减值损失	-28	15	13	11
投资收益	1	0	0	0
利润总额	69	77	141	234
所得税	15	11	21	35
净利润	54	65	120	199
少数股东损益	0	1	1	2
归属母公司净利	54	65	119	198
EPS（元）	0.178	0.214	0.395	0.656

主要财务比率				
成长能力				
营业收入	*-13.12%*	*28.77%*	*31.52%*	*30.65%*
净利润	*-42.47%*	*20.13%*	*84.46%*	*65.99%*
获利能力				
毛利率	*20.97%*	*20.72%*	*21.75%*	*22.75%*
净利率	*5.17%*	*4.82%*	*6.76%*	*8.59%*
ROE	*8.90%*	*9.67%*	*15.13%*	*20.08%*
偿债能力				
资产负债率	*73.27%*	*73.90%*	*73.31%*	*71.98%*
流动比率	1.31	1.30	1.33	1.38
速动比率	1.18	1.17	1.19	1.24
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.52	0.60	0.66
应收账款周转率	1.25	1.40	1.49	1.76
存货周转率	5.11	5.50	5.64	6.04

注：资产负债表为按照 Wind 模型调整后数据。

分析师简介:

王静：宏源证券研究所新能源与电力设备行业首席分析师，2007 年加盟宏源证券研究所，证券执业资格证书编号 S1180207090092。

赵曦：宏源证券研究所新能源与电力设备行业分析师，2008 年加盟宏源证券研究所，证券执业资格证书编号 S1180511010008。

机构销售团队				
华北区域	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	王艺 010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%～20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%～+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%～+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。