

脱硫业务亏损，业绩低于预期

增持 维持

投资要点:

- 📖 2011 年收入 13.74 亿元，每股收益 0.10 元，分别增 31% 和降 45%
- 📖 业绩低于预期原因在于脱硫业务亏损、半导体业务增速放缓
- 📖 预计 2012 年每股收益 0.20 元，维持“增持”评级

- **2011 年每股收益 0.10 元，业绩低于预期。**报告期内公司实现营业收入 13.74 亿元，归属上市公司净利润 2978 万元，分别同比增长 31.07% 和下降 44.54%，每股收益 0.10 元。业绩低于预期的主要原因在于脱硫业务出现亏损，由于脱硫市场萎缩、应收账款增加使该业务亏损 1682 万元；半导体材料业务由于下半年需求下降导致净利润增幅仅为 2.25%。
- **轨道交通业务进展良好，信号系统通过认证。**全年众合轨道由于进入交货高峰期，实现收入 5.07 亿元，增长 70%；净利润 3067 万元，增长 120%。今年 2 月初公司的轨交信号系统已经通过了英国劳氏船级社的安全认证，表明其轨交信号系统国产化的障碍已经消除。而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，在卡斯柯等提供的信号系统事故频发的情况下，公司自主化的 CBTC 的示范工程有望近期开展，并进一步进行行业推广。我国目前已批复的 22 个城市的地铁建设计划在 2015 年前后将新建 79 条线路，共 2259.84km，则轨交信号系统的投资共约为 226 亿元，市场空间巨大。
- **毛利率有所下滑，信号系统国产化将逐步提升毛利率水平。**由于单晶硅及制品需求下降，因此该业务毛利率大幅下滑 5.66 个百分点；而同时由于毛利率较低的自动售检票系统收入增长较多导致的结构性变化，使公司综合毛利率下降 1.51 个百分点至 19.46%。未来两年随着轨交信号系统国产化的进行，毛利率水平有望稳步提升。
- **预计 2012 年每股收益 0.20 元，暂维持“增持”评级。**我们调整对公司 2012/13/14 年的 EPS 预测分别为 0.20/0.31/0.52 元，从估值角度看股价偏高，但考虑到公司轨道交通信号系统的发展前景，暂维持“增持”评级。

主要经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1048.16	1373.82	1762.65	2235.07	2857.65
同比增速	-13.12%	31.07%	28.30%	26.80%	27.86%
母公司净利润	53.70	29.78	60.48	94.18	155.96
同比增速	-42.57%	-44.54%	103.08%	55.73%	65.59%
EPS	0.178	0.099	0.201	0.313	0.518
毛利率	20.97%	19.46%	19.29%	19.93%	20.92%
净资产收益率	8.90%	2.90%	5.57%	7.98%	11.67%

分析师

王静 (S1180207090092)

电话: 010-88085278

Email: wangjing1@hysec.com

赵曦 (S1180511010008)

电话: 021-51782052

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)	13,105.00
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

- 众合机电：轨交信号系统国产化加速 2012.02
- 众合机电：轨交信号业务低于预期 2011.08
- 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					利润表				
单位: 百万元	2011A	2012E	2013E	2014E	单位: 百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	2,156	2,267	2,498	2,808	营业收入	1,374	1,763	2,235	2,858
货币资金	372	301	359	478	营业成本	1,106	1,423	1,790	2,260
应收与预付款项	1,566	1,734	1,863	2,025	营业税金及附加	16	20	26	33
存货	196	211	254	284	销售费用	36	49	67	86
非流动资产	678	787	802	772	管理费用	88	113	143	183
固定资产在建工程	69	188	213	190	财务费用	52	61	63	66
无形资产待摊费用	602	595	589	582	资产减值损失	49	30	40	50
资产总计	2,833	3,054	3,300	3,580	投资收益	0	0	0	0
流动负债	1,391	1,550	1,701	1,824	利润总额	38	72	112	185
短期借款	529	579	589	599	所得税	8	11	17	28
应付与预收账款	861	971	1,112	1,225	净利润	30	61	95	157
长期借款	343	343	343	343	少数股东损益	0	1	1	1
非流动负债	415	415	415	415	归属母公司净利	30	60	94	156
负债合计	1,805	1,965	2,116	2,239	EPS (元)	0.099	0.201	0.313	0.518
股本	301	301	301	301					
资本公积	717	717	717	717	主要财务比率				
留存收益	7	68	162	318	成长能力				
少数股东权益	3	3	4	5	营业收入	31.07%	28.30%	26.80%	27.86%
归属于母公司权益	1,025	1,086	1,180	1,336	净利润	-44.57%	103.15%	55.73%	65.59%
负债股东权益合计	2,833	3,054	3,300	3,580	获利能力				
					毛利率	19.46%	19.29%	19.93%	20.92%
现金流量表					净利率	2.19%	3.46%	4.25%	5.50%
单位: 百万元	2011A	2012E	2013E	2014E	ROE	2.90%	5.57%	7.98%	11.67%
经营活动现金流	-59	75	177	205	偿债能力				
净利润	28	57	91	153	资产负债率	63.72%	64.34%	64.12%	62.53%
折旧摊销	49	11	26	30	流动比率	1.46	1.39	1.40	1.47
资产减值损失	48	30	40	50	速动比率	1.33	1.26	1.26	1.32
利息费用	44	51	53	51	营运能力				
投资活动现金流	-269	-146	-76	-46	总资产周转率	0.48	0.58	0.68	0.80
融资活动现金流	406	-1	-43	-41	应收账款周转率	1.33	1.50	1.80	2.11
现金流量净额	74	-71	59	118	存货周转率	5.65	6.76	7.04	7.96

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

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyil@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。