

2016年06月07日

众合科技 (000925.SZ)

领跑轨交信号系统国产化浪潮，外延拓展水处理产业

■ 轨交信号系统行业龙头，领跑国产化浪潮。

公司一直专注于轨交业务，轨交产品包括信号系统及自动检票系统(AFC)，根据年报，轨交业务营收占比为56%。公司信号系统市占率达15%-20%，AFC业务居行业前三。公司积极自主研发CBTC信号系统、已获德国TUV莱茵权威认可，将受益城轨产业及国产化趋势。

■ “十三五”期间城轨投资加快，国产化率有望快速提升。

十三五期间迎城轨投资高峰期，新增城轨规划里程3800公里，预计拉动投资近3万亿，同比十二五期间增长翻倍。预计16/17年城轨投资分别为5400亿元、5900亿元，将拉动轨交车辆及产业链采购大幅增加。根据公告，公司目前未确认合同收入达18亿元，在手订单充足。公司深耕轨交产品的国产化，形成自主研发能力，从而从根本上改进该块业务的盈利能力，实现全部自主化后毛利率会大幅提升，同时公司目前还积极规划通过PPP模式争取承建其他自主线路项目。

■ 拟6.82亿元收购苏州科环，拓展工业污水处理业务。

苏州科环未来三年承诺归母净利润不低于5850、7312、9141万元。科环在石化污水处理领域的技术优势，叠加众合的渠道营销优势，将为公司快速提升水处理业务竞争力。环保治理升级背景下，工业水处理市场需求广阔，促使公司加速剥离烟气处理业务，实现向水治理的全面转型。

投资建议：买入-A 投资评级，6个月目标价20元。我们预计公司2016年-2018年的EPS分别为0.15、0.6、1元，公司是轨交信号系统龙头，有望受益于城规投资增加及国产化率提升；首次给予买入-A的投资评级，6个月目标价为20元。

■ 风险提示：自主化进展不及预期、环保业务转型不利

摘要(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	1,767.8	1,835.3	2,055.5	2,590.0	3,367.0
净利润	12.1	34.2	49.1	194.7	323.2
每股收益(元)	0.04	0.11	0.15	0.60	1.00
每股净资产(元)	2.86	3.76	4.01	4.41	5.11

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	445.3	158.9	110.1	27.8	16.7
市净率(倍)	5.8	4.4	4.2	3.8	3.3
净利润率	0.7%	1.9%	2.4%	7.5%	9.6%
净资产收益率	1.4%	1.4%	3.8%	13.6%	19.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.3%	1.1%	1.8%
ROIC	8.5%	8.1%	8.2%	15.0%	32.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

综合

投资评级 **买入-A**

首次评级

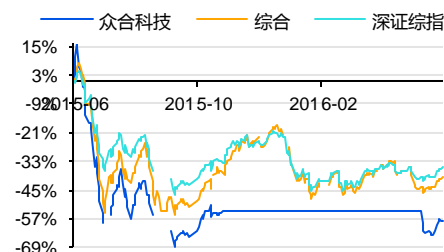
6个月目标价：**20.00元**

股价(2016-06-06) **16.68元**

交易数据

总市值(百万元)	5,405.72
流通市值(百万元)	5,098.57
总股本(百万股)	324.08
流通股本(百万股)	305.67
12个月价格区间	12.36/46.51元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	36.74	1.6	29.87
绝对收益	25.87	-1.36	-1.86

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511090004

wangsw@essence.com.cn

021-35082050

邹润芳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514040001

zouurf@essence.com.cn

021-35082076

相关报告

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	1,767.8	1,835.3	2,055.5	2,590.0	3,367.0	成长性					
减:营业成本	1,436.4	1,452.5	1,603.3	1,890.7	2,356.9	营业收入增长率	25.2%	3.8%	12.0%	26.0%	30.0%
营业税费	8.7	12.3	14.4	18.1	23.6	营业利润增长率	-96.5%	-380.6%	203.0%	353.2%	73.5%
销售费用	61.8	59.5	74.0	93.2	124.6	净利润增长率	-108.2%	181.4%	43.7%	296.8%	66.0%
管理费用	181.1	184.5	205.6	259.0	336.7	EBITDA 增长率	-651.5%	27.5%	15.6%	68.7%	44.5%
财务费用	92.2	103.0	102.2	101.3	127.2	EBIT 增长率	-174.9%	39.1%	27.9%	117.2%	59.0%
资产减值损失	-1.2	10.4	10.0	2.0	2.0	NOPLAT 增长率	-208.1%	-34.3%	36.2%	132.7%	59.0%
加:公允价值变动收益	-0.3	0.3	-	-	-	投资资本增长率	-31.3%	34.2%	27.3%	-26.4%	45.1%
投资和汇兑收益	5.4	3.4	5.0	6.0	6.0	净资产增长率	-3.6%	31.8%	6.7%	9.9%	15.8%
营业利润	-6.0	16.9	51.1	231.7	402.0	利润率					
加:营业外净收支	15.1	9.4	19.0	28.0	29.0	毛利率	18.7%	20.9%	22.0%	27.0%	30.0%
利润总额	9.1	26.2	70.1	259.7	431.0	营业利润率	-0.3%	0.9%	2.5%	8.9%	11.9%
减:所得税	-3.5	9.0	21.0	64.9	107.7	净利润率	0.7%	1.9%	2.4%	7.5%	9.6%
净利润	12.1	34.2	49.1	194.7	323.2	EBITDA/营业收入	10.0%	12.3%	12.7%	17.0%	18.9%
						EBIT/营业收入	4.9%	6.5%	7.5%	12.9%	15.7%
						运营效率					
						固定资产周转天数	54	53	46	34	24
						流动营业资本周转天数	13	-34	13	24	35
						流动资产周转天数	389	441	449	427	429
						应收账款周转天数	202	228	234	221	228
						存货周转天数	43	51	44	42	42
						总资产周转天数	675	771	753	649	590
						投资资本周转天数	243	223	260	200	160
						投资回报率					
						ROE	1.4%	1.4%	3.8%	13.6%	19.4%
						ROA	0.4%	0.4%	1.1%	3.9%	5.4%
						ROIC	8.5%	8.1%	8.2%	15.0%	32.5%
						费用率					
						销售费用率	3.5%	3.2%	3.6%	3.6%	3.7%
						管理费用率	10.2%	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%
						财务费用率	5.2%	5.6%	5.0%	3.9%	3.8%
						三费/营业收入	19.0%	18.9%	18.6%	17.5%	17.5%
						偿债能力					
						资产负债率	73.9%	71.6%	69.6%	71.5%	72.3%
						负债权益比	282.8%	251.9%	228.9%	250.8%	260.7%
						流动比率	0.89	0.83	0.98	0.99	1.17
						速动比率	0.79	0.73	0.90	0.87	1.07
						利息保障倍数	0.93	1.16	1.50	3.29	4.16
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	0.05	0.18	0.30
						分红比率	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.3%	1.1%	1.8%

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	630.1	676.4	822.2	1,036.0	1,346.8
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收账款	959.8	1,366.1	1,309.2	1,875.7	2,387.5
应收票据	63.7	28.1	154.8	41.1	199.8
预付账款	117.0	67.4	128.6	111.7	184.0
存货	238.0	282.1	220.1	390.1	390.9
其他流动资产	23.3	42.3	27.3	31.0	33.5
可供出售金融资产	20.1	20.1	30.4	23.5	24.7
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	33.3	38.1	38.1	38.1	38.1
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	263.7	273.9	254.1	234.4	214.6
在建工程	50.1	41.6	41.6	41.6	41.6
无形资产	929.2	979.4	890.9	802.4	713.9
其他非流动资产	-	-	-	-	-
资产总额	3,555.0	4,308.6	4,295.7	5,036.2	5,999.1
短期债务	608.0	798.2	1,060.2	946.3	1,148.7
应付账款	841.3	1,103.2	790.2	1,478.0	1,444.0
应付票据	260.4	218.2	270.0	328.8	418.1
其他流动负债	-	-	-	-	-
长期借款	219.2	95.0	218.4	-	425.4
其他非流动负债	-	-	-	-	-
负债总额	2,626.3	3,084.2	2,989.4	3,600.6	4,336.0
少数股东权益	0.3	6.3	6.3	6.3	6.3
股本	307.9	324.1	324.1	324.1	324.1
留存收益	671.5	931.2	975.9	1,105.3	1,332.7
股东权益	928.7	1,224.5	1,306.3	1,435.7	1,663.1

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	12.6	17.2	49.1	194.7	323.2
加:折旧和摊销	95.3	111.2	108.3	108.3	108.3
资产减值准备	-1.2	10.4	-	-	-
公允价值变动损失	0.3	-0.3	-	-	-
财务费用	78.6	72.7	102.2	101.3	127.2
投资损失	-5.4	-3.4	-5.0	-6.0	-6.0
少数股东损益	0.5	-16.9	-	-	-
营运资金的变动	370.5	-319.2	-350.1	297.8	-672.3
经营活动产生现金流量	265.6	-139.9	-95.5	696.2	-119.5
投资活动产生现金流量	-117.3	-92.8	-5.4	12.9	4.8
融资活动产生现金流量	-42.5	288.4	246.7	-495.3	425.4

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.04	0.11	0.15	0.60	1.00
BVPS(元)	2.86	3.76	4.01	4.41	5.11
PE(X)	445.3	158.9	110.1	27.8	16.7
PB(X)	5.8	4.4	4.2	3.8	3.3
P/FCF	15.3	-51.8	617.9	17.7	12.8
P/S	3.1	2.9	2.6	2.1	1.6
EV/EBITDA	37.4	26.8	22.0	11.8	8.7
CAGR(%)	149.1%	165.6%	-169.1%	149.1%	165.6%
PEG	3.0	1.0	-0.7	0.2	0.1
ROIC/WACC	0.8	0.8	0.8	1.4	3.1
REP	8.5	6.1	4.5	3.0	1.0

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

■ 分析师声明

邹润芳、王书伟声明，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。

