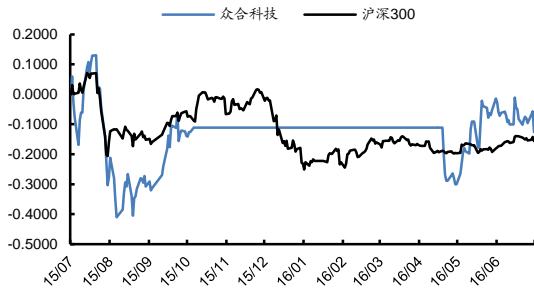


研究所
 证券分析师：冯胜 S0350515090001
 0755-83706284 fengs01@ghzq.com.cn
 联系人：朱帅 S0350115080021
 0755-23936132 zhus@ghzq.com.cn

轨交业务构筑护城河，业绩长期拐点有望确立 ——众合科技（000925）动态研究

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
众合科技	-11.4	-1.7	-20.7
沪深300	3.1	1.7	-15.7

市场数据

	2016/07/28
当前价格（元）	19.61
52周价格区间（元）	12.13 - 25.44
总市值（百万）	6281.55
流通市值（百万）	5994.18
总股本（万股）	32032.39
流通股（万股）	30566.97
日均成交额（百万）	99.42
近一月换手（%）	70.93

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- **国内轨道交通信号系统龙头，核心部件进口替代化直接受益者。**公司当前主营业务主要集中在轨道交通装备及节能环保两大产业，浙江大学为公司实际控制人。根据2015年报数据，公司轨道交通装备业务占总体营收比例为56%。轨交信号系统方面，目前已具备工程化能力，安全技术得到德国劳式及莱茵两家公司认可。一方面，公司直接受益我国“十三五”期间城轨地铁投资额高增长，期内预计完成3.2万亿投资，较“十二五”期间增速约3倍。另一方面，核心部件自主化率提升将大幅改善该业务毛利率及盈利能力。自动检售票业务方面，公司市占率位居国内前三，该业务未来利润水平有望在现有基础上保持小幅增长。
- **公司积极通过外延形式进军水处理领域，打开业绩成长空间。**公司在2014年通过增发和现金方式收购海拓环境100%股权正式进军污水处理业务，承诺2015-16年实现净利润为3120万元及3744万元。受益于2015年“水十条”政策的出台，预计我国“十三五”期间工业污水处理投资额将不低于7000亿元的水平。此外，公司拟通过发行6.82亿元股份的形式收购苏州科环100%股权。苏州科环专注石化行业污水处理业务，2016-18年承诺实现归属母公司股东净利润分别不低于5850万元、7312万元以及9141万元。我们认为，本次交易能够与既有污水处理业务产生良好协同效应，有望成为公司未来业绩增速的又一驱动力。
- **公司确立剥离大气治理EPC业务，一致行动人近期完成增持。**公司公告正式剥离大气治理EPC业务及资产，有助于提高公司资产整体质量及实现产业结构优化。此外，公司一致行动人成尚科技近日通过股票收益互换方式增持784,000股，增持均价为19.13元/股。本次增持后成尚科技占公司股份总数比例提升至12.89%，彰显对公司未来发展的信心。
- **盈利预测和投资评级：**公司是国内轨道交通信号系统龙头企业，受益于“十三五”期间城市轨道交通投资加速及未来核心零部件国产化率提升，长期业绩拐点有望正式确立。污水处理业务利润率维持高位，业绩贡献率进一步提升提供稳健安全边际。公司确立剥离大气治理EPC业务，有助于提高公司资产整体质量及实现产业结构优化。不考虑合并报表因素，我们预测公司2016-18年EPS分别为0.31、0.65、0.86元/股，对应PE为58.39、27.76、21.24倍，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示:** 轨道交通投资额低于预期, 水处理公司业绩低于承诺水平。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	1835	2398	2986	3648
增长率(%)	4%	31%	24%	22%
净利润(百万元)	34	100	210	274
增长率(%)	181%	192%	110%	31%
摊薄每股收益(元)	0.11	0.31	0.65	0.86
ROE(%)	2.79%	7.67%	14.06%	15.74%

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

表 1: 众合科技盈利预测表 (暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响)

证券代码:	000925.SZ				股价:	19.61	投资评级:	买入		日期:	2016/07/28
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E		
盈利能力					每股指标						
ROE	3%	8%	14%	16%	EPS	0.11	0.31	0.65	0.86		
毛利率	21%	22%	26%	27%	BVPS	3.76	4.04	4.64	5.42		
期间费率	20%	17%	16%	16%	估值						
销售净利率	2%	4%	7%	8%	P/E	172.37	58.39	27.76	21.24		
成长能力					P/B	4.83	4.50	3.92	3.36		
收入增长率	4%	31%	24%	22%	P/S	3.21	2.43	1.95	1.60		
利润增长率	181%	192%	110%	31%							
营运能力					利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E		
总资产周转率	0.43	0.50	0.56	0.60	营业收入	1835	2398	2986	3648		
应收账款周转率	1.32	1.29	1.37	1.39	营业成本	1453	1864	2199	2675		
存货周转率	5.15	5.15	5.15	5.15	营业税金及附加	12	16	20	25		
偿债能力					销售费用	59	72	94	115		
资产负债率	72%	73%	72%	71%	管理费用	184	240	299	365		
流动比	0.83	0.86	0.92	1.00	财务费用	103	67	66	65		
速动比	0.73	0.75	0.81	0.87	其他费用 / (-收入)	(7)	0	2	2		
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润	17	140	309	405		
现金及现金等价物	676	556	683	874	营业外净收支	9	12	10	12		
应收款项	1394	1855	2186	2622	利润总额	26	152	319	417		
存货净额	282	365	431	524	所得税费用	9	52	109	143		
其他流动资产	110	143	179	218	净利润	17	100	210	274		
流动资产合计	2463	2919	3479	4239	少数股东损益	(17)	0	0	0		
固定资产	274	322	369	407	归属于母公司净利润	34	100	210	274		
在建工程	42	46	48	51							
无形资产及其他	739	739	678	616	现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E		
长期股权投资	38	38	38	38	经营活动现金流	(140)	52	235	294		
资产总计	4309	4817	5365	6103	净利润	17	100	210	274		
短期借款	798	803	808	813	少数股东权益	(17)	0	0	0		
应付款项	1286	1665	1966	2391	折旧摊销	106	101	106	105		
预收帐款	160	210	261	319	公允价值变动	0	0	0	0		
其他流动负债	734	734	734	734	营运资金变动	(247)	(1005)	(785)	(1052)		
流动负债合计	2979	3411	3768	4257	投资活动现金流	(93)	(52)	(50)	(41)		
长期借款及应付债券	95	95	95	95	资本支出	(2)	(52)	(50)	(41)		
其他长期负债	11	11	11	11	长期投资	(5)	0	0	0		
长期负债合计	106	106	106	106	其他	(86)	0	0	0		
负债合计	3084	3517	3874	4362	筹资活动现金流	112	(19)	(13)	(19)		
股本	324	320	320	320	债务融资	66	5	5	5		
股东权益	1224	1300	1491	1741	权益融资	100	(16)	0	0		
负债和股东权益总计	4309	4817	5365	6103	其它	(54)	(9)	(18)	(24)		
					现金净增加额	(121)	(19)	172	234		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【机械军工组介绍】

冯胜，硕士毕业于南开大学世界经济专业，本科毕业于南京航空航天大学飞行器制造工程专业；现任研究所机械军工行业组长，3年机械行业实业工作经验，3年证券公司机械行业研究经验；重点覆盖通用航空、无人机、机器人及工业自动化等领域。

朱帅，香港中文大学金融学工商管理硕士，5年证券行业相关研究经验。现从事机械军工行业研究，重点覆盖轨道交通装备、高端机床及自动化设备、油田服务装备、冷链产业等领域。

【分析师承诺】

冯胜，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。