

研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002  
010-88576686-807 tanq@ghzq.com.cn

## 轨交与环保齐飞，内涵与外延动力充足

### ——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	14.7	4.2	41.2
沪深300	3.3	5.5	0.2

#### 市场数据

	2016/09/09
当前价格（元）	19.69
52周价格区间（元）	12.36 - 20.69
总市值（百万）	6307.18
流通市值（百万）	6015.56
总股本（万股）	32032.39
流通股（万股）	30551.36
日均成交额（百万）	82.87
近一月换手（%）	52.46

#### 相关报告

《众合科技（000925）动态研究：轨交业务构筑护城河，业绩长期拐点有望确立》——  
2016-07-28

#### 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：

- **轨道交通具备核心竞争力，发展空间巨大。**公司布局的轨道交通核心业务，是国家重点新兴战略产业，亦为“十三五”期间国家重点投资和发展的产业。作为公司核心竞争力，公司轨道交通信息技术水平在国内具有领先地位，2016年上半年毛利率同比增长1.25%。随着城市规模不断扩大、交通需求不断提高，城市轨道交通行业迅猛发展，同时PPP模式得到国家和政府的大力推广，公司作为行业龙头发展后劲十足，预期将在行业发展与政策支持双重利好中获益，2016年上半年轨道交通中标金额2.87亿元、合同金额3.84亿元即是佐证。预计大量订单后期发力，可为公司带来稳定增长，公司有望迎来业绩长期拐点。
- **环保业务外延拓展顺利，业绩贡献良好。**2016年上半年公司节能环保业务收入增长24.27%，毛利率同比增长17.19%。公司通过增发和现金方式收购海拓环境100%股权进军污水处理业务，海拓环境已于2016年3月31日起开始并表贡献盈利，上半年新签工程合同金额6016万元，新签运营项目3个，有助于公司完成海拓环境的全年业绩承诺，同时公司污水处理技术研发、工程投资、建设、运营一体化的商业模式基本成型，污水处理领域的竞争力进一步提升。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，其主要专注于石化行业污水处理业务，我们认为此项收购有利于公司水处理业务在细分行业的拓展，将为公司带来新的业绩增长点。
- **资本运作优良，业务结构优化。**公司向第二大股东——杭州成尚科技有限公司转让公司原属全资子公司网新机电100%股权，并剥离大气治理EPC业务及资产，有力支持公司节能环保业务向水处理领域发展的战略转型，实现公司资产结构与业务发展的优化与聚焦。此外，上半年公司第二大股东成尚科技通过股票收益互换方式增持公司股份78.4万股，增持股价19.13元/股，具有较高的安全边际，同时彰显公司对未来发展的信心。
- **维持公司“买入”评级：**我们看好公司在轨道交通行业的领先地位及技术实力，以及在节能环保领域的资产优化和配置。在增发未最终完成时，暂不考虑增发对公司业绩及股本的影响，我们预计公司2016-2018 EPS分别为0.31、0.65、0.86，对应当前股价PE为63.27、30.09、23.01倍，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下滑风险；合同项目工期未达预期风险；水处理业务

未达业绩承诺风险；收购项目未获中国证监会核准风险。

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 (暂未考虑增发对公司业绩及股本的影响)

证券代码:	000925.SZ				股价:	19.69	投资评级:	买入		日期:	2016/09/09
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
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%	<b>估值</b>						
销售净利率	2%	4%	7%	8%	P/E	186.79	63.27	30.09	23.01		
<b>成长能力</b>					P/B	5.24	4.88	4.25	3.64		
收入增长率	4%	31%	24%	22%	P/S	3.48	2.63	2.11	1.73		
利润增长率	181%	192%	110%	31%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>		
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		
<b>偿债能力</b>					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		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	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		
<b>流动资产合计</b>	<b>2463</b>	<b>2919</b>	<b>3479</b>	<b>4239</b>	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	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>		
无形资产及其他	739	739	678	616	经营活动现金流	(140)	52	235	294		
长期股权投资	38	38	38	38	净利润	17	100	210	274		
<b>资产总计</b>	<b>4309</b>	<b>4817</b>	<b>5365</b>	<b>6103</b>	少数股东权益	(17)	0	0	0		
短期借款	798	803	808	813	折旧摊销	106	101	106	105		
应付款项	1286	1665	1966	2391	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	160	210	261	319	营运资金变动	(247)	(1005)	(785)	(1052)		
其他流动负债	734	734	734	734	投资活动现金流	(93)	(52)	(50)	(41)		
<b>流动负债合计</b>	<b>2979</b>	<b>3411</b>	<b>3768</b>	<b>4257</b>	资本支出	(2)	(52)	(50)	(41)		
长期借款及应付债券	95	95	95	95	长期投资	(5)	0	0	0		
其他长期负债	11	11	11	11	其他	(86)	0	0	0		
<b>长期负债合计</b>	<b>106</b>	<b>106</b>	<b>106</b>	<b>106</b>	筹资活动现金流	112	(19)	(13)	(19)		
<b>负债合计</b>	<b>3084</b>	<b>3517</b>	<b>3874</b>	<b>4362</b>	债务融资	66	5	5	5		
股本	324	320	320	320	权益融资	100	(16)	0	0		
股东权益	1224	1300	1491	1741	其它	(54)	(9)	(18)	(24)		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4309</b>	<b>4817</b>	<b>5365</b>	<b>6103</b>	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

## 【分析师承诺】

谭倩，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。